



## تأثير معدل النمو الفعلي في الاستقرار المالي للشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

الباحث: علي كاظم الحدراوي  
الكلية التقنية الإدارية كوفة

[ali.kadhimmohamed@atu.edu.iq](mailto:ali.kadhimmohamed@atu.edu.iq)

أ.م. د عامر عبد كريم الذبحاوي  
الكلية التقنية الإدارية كوفة

[ak.amer@atu.edu.iq](mailto:ak.amer@atu.edu.iq)

أ. د حيدر جاسم الجبوي  
جامعة الكوفة كلية الإدارة والاقتصاد

[haiderg.abed@uokufa.edu.iq](mailto:haiderg.abed@uokufa.edu.iq)

### المستخلص

هدفت الدراسة إلى قياس معدل النمو الفعلي، للتعرف على تأثيره في الاستقرار المالي للشركات المساهمة عينة الدراسة، إذ حددت مشكلة الدراسة بعدد من التساؤلات وكانها " ما هو النمو الفعلي وماهي آلياته للشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية؟ وما هي طبيعة العلاقة وحجم التأثير بين النمو الفعلي ومؤشر الاستقرار المالي؟ ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة والاجابة على تساؤلاتها اختبرت في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية كمجتمع للدراسة وتم اختيار عينة مكونة من (10) شركات صناعية مساهمة، مستخدماً في ذلك البيانات المنشورة على الموقع الإلكتروني لسوق العراق للأوراق المالية للمدة من 2009 لغاية 2019. وقد تم الاعتماد على العديد من المؤشرات المالية والإحصائية لتحليل النتائج ومناقشتها باعتماد برنامج (Excel) وبرنامج (Eviews-9) في تحليل النتائج. وتوصلت الدراسة الى ان النمو الفعلي يعتمد على نسب العائد على الموجودات ونسبة الأرباح المحتجزة، يعود الى اختلاف نسب النمو والنشاط على مستوى كل شركة، وان الشركات المساهمة كلما استطاعت من تحسين وتوفير مصادر تمويل النمو كلما أدى ذلك إلى تحقيق الاستقرار المالي.

**الكلمات الدالة:** معدل النمو الفعلي، الاستقرار المالي، سوق العراق للأوراق المالية.

### Abstract

The study aimed to measure the actual growth rate, to identify its impact on the joint-stock companies, the study sample, on their financial stability, as the study problem was identified with a number of questions, the most important of which were "What is actual growth and what are its mechanisms for industrial joint-stock companies listed in the Iraqi Stock



Exchange? And the size of the effect between actual growth and the financial stability index?

In order to achieve the objectives of the study and answer its questions, the companies listed on the Iraqi Stock Exchange were tested as a community for the study. A sample of (10) industrial joint-stock companies was selected, using the data published on the website of the Iraqi Stock Exchange for the period from 2009 to 2019. Many financial and statistical indicators were relied upon to analyze the results and discussed them using the (Excel) and (Eviews-9) program in analyzing the results. The study concluded that the actual growth depends on the ratios of the return on assets and the percentage of retained earnings, due to the different rates of growth and activity at the level of each company, and that the joint-stock companies whenever they can improve and provide sources of financing for growth whenever this leads to achieving financial stability.

**Keywords:** actual growth rate, financial stability, Iraq stock market.

#### المقدمة

نظرًا لأن النمو يتطلب زيادة متناسبة في الأصول للدعم دون إصدار حقوق الملكية، إذ يجب تمويل أي زيادة في الأصول بخصوم إضافية أو من الأرباح المحتجزة. وبالتالي، إذا لم تتغير السياسات المالية، فإن معدل نمو حقوق المساهمين سيحد من نمو المبيعات، يتطلب من المدراء والمستثمرين قياس ما إذا كانت خطط النمو المستقبلية للشركة واقعية بناءً على أدائها وسياساتها الحالية أم لا. تعد مهمة توفير الأموال اللازمة للشركة من المهام الصعبة، خاصة أنها تتفاوت في درجة تكلفتها، ودرجة المخاطرة المصحوبة بكل مصدر من مصادر التمويل، ومن القرارات المتعلقة بمهمة توفير الأموال تحديد مصدر التمويل، وتحديد نسبة التمويل من كل مصدر، حيث تنقسم مصادر التمويل إلى مصدرين رئيسيين، وهما: التمويل بحقوق الملكية، والتمويل بالقروض. لهذا فإن قرار التمويل يتعلق بتحديد هيكل التمويل الأمثل لاستثمارات الشركة، أي مزيج التمويل الذي يخفض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى، ويقلل من المخاطر، ومن ثم



تعظيم ثروة المساهمين . ولعل من أعقد القرارات التي تمارسها الإدارة المالية هي تلك القرارات المتعلقة بتحديد هيكل تمويل شركات الأعمال ، والتي تهدف لاختيار هيكل التمويل الأمثل من أجل تعظيم القيمة السوقية للمنشأة ككل ، والذي ينعكس على تعظيم ثروة الملاك من خلال تحقيق الحد الأدنى لكلفة التمويل. وتحاول هذه الدراسة إيجاد العلاقة بين معدل النمو الفعلي ، من جهة ، و واقع الاستقرار المالي من جهة أخرى ، اذ يعد المفتاح لنجاح أي شركة هو الاستقرار المالي، والذي يسمح لمزيد من التطوير والنمو على حساب الدخل من الاستثمار في إجمالي رأس المال . ونتيجة لذلك، تدفق مستمر للأموال، والتي سوف تسمح للشركة لتوفير التمويل والملاءة المالية على المدى الطويل. وهذه الدراسة تنقسم إلى اربعة مباحث : المبحث الأول عبر عن الإطار العام للدراسة ويحتوي على مشكلة الدراسة ، ومتغيرات الدراسة والفرضيات ودوافع اختيار المتغيرات وأهمية الدراسة وأهداف الدراسة ، في حين تطرق المبحث الثاني عن الاطار النظري للدراسة ، أما المبحث الثالث فقد تناول الاطار التطبيقي والتحليلي للبيانات ، والمبحث الرابع يتناول الإستنتاجات و التوصيات التي توصل إليها الباحث .

### المبحث الاول

#### المنهجية العلمية للدراسة

#### أولاً: مشكلة الدراسة

تواجه العديد من الشركات المساهمة في الوقت الراهن صعوبات عدة منها ما يرتبط باستدامة التمويل لهذه الشركات للتحقيق الاستقرار من أجل التصور المعرفي حول موقعها التنافسي بالنسبة للشركات المنافسة الأخرى في نفس البيئة (سوق العراق للأوراق المالية) أو في قطاعات بيئية أخرى (الإقليمية أو العالمية)، وبالتالي ضرورة أن تعمل هذه الشركات على خلق مصادر للتمويل والتعامل مع أصحاب المصالح (المستثمرين)، وهو ما يمثل المشكلة الأولى التي تواجهها الشركات المساهمة العاملة في سوق العراق للأوراق المالية. أما المشكلة الثانية والتي تتعلق بالاستقرار المالي للشركات المساهمة قياساً بباقي الشركات المنافسة في البيئة نفسها فإنّ التساؤل المثار يرتبط بالإمكانات والمزايا التي تقدمها تقنية المقارنة المرجعية في تحديد موقع الشركة طبقاً لمنافسيها، لكن يبقى التساؤل مرتبطاً باليات التطبيق أو التنفيذ العملي لتوفير مصادر تمويل النمو، ومدى قدرة تلك الشركات على جني النتائج المرجوة. وفي سعيها إلى الوصول إلى الاستقرار بمختلف المعايير والمؤشرات المطلوبة للارتقاء بفاعليتها وكفاءتها. لذا تكمن المشكلة



الرئيسية للدراسة في الآتي: ( هل يوجد تأثير للنمو الفعلي في تحقيق الاستقرار المالي للشركات (المبحوثة) ، ومن هذه المشكلة الميدانية تنبثق التساؤلات الخاصة بمشكلة الدراسة، وهي كالتالي:

1. ما هو تمويل النمو الفعلي و ماهي آلياته للشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية؟

2. ما هو أثر معايير ومؤشرات الاستقرار المالي للشركات الصناعية المساهمة المدرجة ؟

3. ما هو شكل العلاقة وحجم التأثير بين النمو الفعلي و مؤشر الاستقرار المالي؟

### ثانياً: أهمية الدراسة:

يمكن النظر إلى أهمية الدراسة من خلال شمولها لمتغيرين مهمين في الإدارة المالية رسمت هياتها الحالية التي ستكسبها أهمية خاصة تتميز فيها عن غيرها من الدراسات المناظرة لها في الاختصاص، وان طرح أهمية الدراسة الحالية من خلال ثلاثة محاور رئيسة يمكن تحديدها كما يأتي:

1. أكدت العديد من الإسهامات البحثية المعاصرة ومن خلال الدور الذي تمارسه الشركات المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية، إذ إن تسليط الضوء على معدل النمو من قبل هذه الشركات يسهم في تحسين القرارات التي تتعلق بالأسهم وأصحاب المصالح والتي تنعكس على تحقيق الاستقرار المالي لهذه الشركات.

2. السعي إلى تبني توضيح الدور (العلاقة) بين العناصر المختلفة للنمو الفعلي والاستقرار المالي الذي يعطينا دليلاً تدريجياً مهماً لتعزيز هذا الاستقرار.

3. إن سياسة التمويل التي تعتمد عليها الشركات في الوصول الى تمويل النمو الفعلي والتي تنتهجها الشركات المساهمة تعد من أهم القرارات الصعبة والمهمة التي تتخذها الإدارة العليا في هذه الشركات، لما لهذا القرار من تأثير مباشر على المستثمرين وأصحاب المصلحة والوحدات الاقتصادية، وبالتالي ينعكس على الاستقرار المالي لهذه الشركات.

### ثالثاً: أهداف الدراسة :

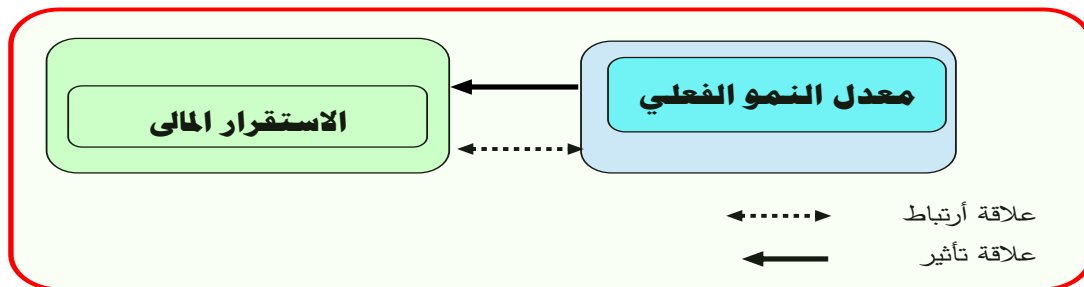
استرشاداً بمحتوى مشكلة الدراسة وتساؤلاتها وتناغماً مع الاهتمامات التي أظهرتها الأدبيات المالية للتمويل ودوره في تحقيق الاستقرار المالي للشركات المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية، فالهدف الرئيس للدراسة هو التحقق من الدور (العلاقة والتأثير) بين (معدل النمو الفعلي، الاستقرار المالي) وذلك في ضوء مشكلة الدراسة وأهميتها، وبشكل أكثر تحديداً فقد سعت الدراسة إلى تحقيق عدة أهداف من أهمها:



1. بناء إطار معرفي لمتغيرات الدراسة (معدل النمو الفعلي ، الاستقرار المالي) وأدواتها، عبر تتبع مسارات الكتاب والباحثين للأدبيات المتخصصة في الإدارة المالية، وتجذير المعرفة التي تحويها، ثم تقديم تأصيل مفاهيمي يصف الاتجاهات التفسيرية لتلك المتغيرات، ويصف آراء المنظرين بصدها على وفق مجال المعالجة ومستوى تحليلهم لمضامينها وأدواتها.
2. تتبع الأطر النظرية التي قدمها الكتاب والباحثون بخصوص تحديد المفاهيم الدقيقة لمتغيرات الدراسة ومؤشراتها وأدواتها الرئيسية، والتوصل إلى الأفضل منها بعد تحليل وتفسير مضامينها.
3. تحديد وتحليل وتشخيص مؤشرات وأدوات تمويل النمو الفعلي في الشركات المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية.
4. تعزيز الاستقرار المالي في الشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية عن طريق الاهتمام بإدارة مصادر التمويل ، والعمل على استخدام التنبؤ بالنمو الفعلي لمواجهة مشاكل المساهمين واستخدام القرارات الإستراتيجية في إتباع سياسة للاستقرار المالي.

#### رابعاً: مخطط الدراسة الفرضي

تم تصميم المخطط الفرضي للدراسة على وفق ما جاء من مسح للنتائج الفكرية للأدبيات العلمية الرصينة ذات الصلة بمتغيرات الدراسة الرئيسية، إذ يقدم المخطط صورة معبرة عن فكرة الدراسة، ويوضح طبيعة العلاقات واتجاهات التأثير بين متغيراتها ، إذ تم قياس المتغير المستقل ( معدل النمو الفعلي) بالاعتماد على دراسة ( Hung & Liu, 2009; Amouzesh et al., 2011; Kijewska, 2016; العطوي, 2018) وتم قياس المتغير التابع ( الاستقرار المالي ) من خلال مؤشر (Z-Score) بالاعتماد على دراسة ( Siekelova at. al., 2019; L-ABSY at. al., 2020; Swalih al. al., 2020)



شكل (1) مخطط الدراسة الفرضي

المصدر : أعداد الباحث



## خامساً: فرضيات الدراسة :

بعد تحديد مشكلة الدراسة والاطلاع على الجهود المعرفية السابقة ذات العلاقة واختيار مخطط الدراسة الفرضي ، تكوين مجموعة من الفروض القابلة للاختبار عن طريق علاقات الارتباط التي وجدت بين العوامل المختلفة المؤثرة في المشكلة, فهي الإجابة المحتملة على تساؤلات الدراسة, وعلى هذا الأساس تم صياغة الفرضيات الآتية:

1. الفرضية الرئيسية الأولى: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين معدل النمو الفعلي مع الاستقرار المالي، ويتفرع منها خمس فرضيات فرعية.
2. الفرضية الرئيسية الثانية : وجود تأثير ذات دلالة معنوية لمعدل النمو الفعلي في الاستقرار المالي، ويتفرع منها خمس فرضيات فرعية.

## سادساً: منهج الدراسة:

اعتمدت الدراسة على المنهج التحليلي لغرض اختيار فرضياتها إذ يعد هذا المنهج من المناهج الشائعة في الدراسات السلوكية والاستراتيجية.

## سابعاً: حدود الدراسة

تتمثل حدود الدراسة بالآتي:

1- الحدود المكانية للدراسة: تم اختيار الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ولقطاع الصناعات بوصفها الحدود المكانية للدراسة، ولأسباب تتعلق بطبيعة متغيرات الدراسة تم اختيارها.

2- الحدود الزمانية للدراسة: تعتمد الدراسة الحالية السلسلة الزمنية الممتدة من عام (2009) الى عام (2019) ولـ (10) شركة صناعة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

## جدول (1) التعريف بمجال تطبيق الدراسة .

سنة الإدراج	رأس المال الحالي	سنة التأسيس	اسم الشركة
2004	1,080,000,000	1962	شركة بغداد لصناعة مواد التغليف
2004	13,300,000,000	1989	شركة بغداد للمشروبات الغازية
2004	500,000,000	1989	الشركة العامة للسجاد والمفروشات
2004	180,000,000	1946	الصناعات الكيماوية العصرية
2004	5,000,000,000	1964	الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات
2004	2,000,000,000	1989	الخطاطة الحديثة
2004	15,187,500,000	1962	الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيك
2004	1,593,300,000	1976	شركة إنتاج الألبسة الجاهزة
2004	6,469,267,350	1989	المنصور للصناعات الدوائية و المستلزمات الطبية ومواد التجميل
2004	17,250,000,000	1989	الشركة العامة لتصنيع التمور



ثامناً: الأدوات المالية المستخدمة في قياس متغيرات الدراسة :

ركزت الدراسة على استعمال مجموعة من المؤشرات ذات العلاقة بموضوع الدراسة ، وتم التطرق إليها في الجانب النظري لغرض بيان علاقتها بالنمو الفعلي والاستقرار المالي ، أن مؤشرات التحليل المعتمدة لأغراض التطبيق سيتم عرضها بشكل موجز لبيان مدى الترابط فيما بينها من ناحية وسهولة العودة إليها ومراجعتها عند استعراض الإطار التطبيقي للدراسة ، فقد تم اعتماد المعادلات المالية المستخدمة في قياس متغيرات الدراسة الآتية:-

جدول (2) الأدوات المالية المستخدمة في قياس متغيرات الدراسة

المصدر	المعادلات	المتغير الرئيس
(Hung & Liu, 2009) (Amouzesh et al., 2011) (Kijewska, 2016) (العطوي ، 2018)	$AGR = \frac{(ROA * b)}{1 - (ROA * b)}$	معدل النمو الفعلي
( Siekelova et al., 2019) (AL-ABSY et al., 2020) (Swalih et al., 2021)	$Z - SCORE = 1.2X_1$ $+ 1.4X_2$ $+ 3.3X_3$ $+ 0.6X_4$ $+ 0.999X_5$	الاستقرار المالي

### المبحث الثاني: الجانب النظري

#### أولاً: مفهوم معدل النمو الفعلي

اذ تشير هذه النسبة الى النسبة الاعلى لنمو الشركة في السنة وامكان الشركة ان تنمو من دون التمويل الخارجي. إن معدل النمو الفعلي في المبيعات يختلف عن معدل النمو المستدام، فإن الشركات لن تكون قادرة على الحفاظ على الأهداف المالية في ظل هذا الشرط. ويعني معدل النمو الفعلي الذي يقل عن معدل النمو المستدام اذا كان لدى الشركة ما يكفي من رأس المال لتلبية احتياجاتها الاستثمارية وتدعو إلى زيادة الموجودات السائلة أو انخفاض في الرافعة المالية أو زيادة في الأرباح. وهي على وفق المعادلة رقم (1):

$$AGR = \frac{(ROA * b)}{1 - (ROA * b)} \dots \dots (1)$$

حيث ان :

AGR: معدل النمو الفعلي (Actual Growth Rate)



ROA: العائد على الموجودات ويحسب بقسمة صافي الربح على اجمالي الموجودات.

b: نسبة الأرباح المحتجزة وتحسب وفق المعادلة التالية:-

$$\text{Retained Earnings Ratio (b)} = \frac{\text{Retained Earnings}}{\text{Net Profit}} \dots \dots (2)$$

وعليه فان عموم الشركات ترغب بتحقيق التوازن في فجوة النمو أي أن يكون معدل النمو الذي ترغب الشركة بتحقيقه مساوي لمعدل النمو الفعلي وهذا يعني أن الشركة حالة نمو ويمكنها تحقيق المزيد من الأرباح واحتجاز جزء منها . لان تراكم الأرباح المحتجزة يساعد في زيادة حقوق الملكية مما يعزز من ثقة الدائنين و يتيح للشركة الحصول على دين أكبر ويساعد في زيادة قدرتها على الاستثمار وتحقيق عائد على الموجودات (ROA) يعزز من ثروة المالكين لضمان معدل نمو مستدام أكبر من معدل النمو الفعلي (Raiyani, 2011: 118). ولا يوجد خط محدد لترسيم الحدود لمعدلات النمو المرتفعة والمنخفضة. فأن الحكمة التقليدية تشير إلى أن أي معدل نمو يبلغ (5%) سنويا وما فوق يمكن اعتباره معدل نمو مرتفع. ولم تشهد عدد كبير من الشركات في البلدان المتقدمة النمو في الوقت الحاضر معدل نمو يتجاوز (5%) ، ولكنها يمكن أن تطور نفسها بصورة مرضية على مر السنين. وينظر عادة إلى أي معدل نمو يقل عن (5%) على أنه معدل نمو منخفض في حين أن أحدهما لا يتعلق بمفهوم معدل النمو المتوسط. وكثيرا ما يرتبط أداء الشركات بالنمو الاقتصادي الذي يكفل التوجيه الفعال وتوجيه الموارد بمستوى عال من كفاءة استخدام الموارد يكفل الاستخدام الفعال لعوامل الإنتاج، ويتوقف ذلك على درجات فعالية توجيه الموارد وكفاءة استخدام الموارد والاقتصادات يمكن أن يكون معدل النمو الاقتصادي مرتفع أو منخفض (Ghosh, 2003:74). ويذكر (Huang & Liu, 2009:200) ان الفكرة المالية للنمو تعني أن النمو الفعلي للمشروع يجب أن يكون منسجما مع موارده. وإن النمو الأسرع سيؤدي إلى نقص الموارد التنظيمية وحتى قد يؤدي بالشركة الى أزمة المالية أو الإفلاس. كما ببطء النمو سيجعل موارد الشركات غير فاعلة في الاستخدام.

ثانياً: مفهوم الاستقرار المالي :

هو مفهوم متعدد الأوجه يعتمد على تفاعل مكونات النظام المالي ويتطلب استقرار المنظمات والأسواق. وهذا لا يمنع الانهيارات المتقطعة للشركات الأصغر والخسائر الكبيرة المتفرقة في الشركات الأكبر ، و بين (Anatolyevna & Ramilevna, 2013: 856) الاستقرار المالي



باعتباره حالة يكون فيها النظام المالي للشركة ، الذي يتكون من الأسواق المالية والوسطاء الماليين والبنى التحتية للسوق ، قادرًا على مقاومة الصدمات المالية الكافية توزيع المدخرات على الاستثمار المربح. إذ يشير هذا المفهوم إلى أن الاستقرار المالي يرتبط بقوة بتقليل المخاطر إلى الحد الأدنى من الشدة ومقاومة الصدمات. و يختلف مفهوم الاستقرار المالي من الاقتصادات المتقدمة إلى الاقتصادات النامية. في الاقتصادات المتقدمة ذات الأنظمة المالية المتطورة بشكل جيد ، يتم تحقيق الاستقرار المالي بشكل أساسي من خلال حالة المؤسسات المالية غير المصرفية مثل صناديق التقاعد ، وبيوت السمسرة ، وصناديق الاستثمار ، وما إلى ذلك. على عكس الاقتصادات المتقدمة والاقتصادات النامية.(Siddik et al., 2018: 35) و يعرف بأنه الحالة التي يكون فيها الاستقرار المالي بالنسبة للشركة قادرا على تحمل الأزمة المالية ، فضلا عن قيامه بالوظائف الأساسية وتسهيل النشاط الاقتصادي وإدارة المخاطر ، وبمعنى آخر التأكد من سلامة الوضع المالي للشركة من أجل التقليل من الأزمات التي عليها وبالتالي ينعكس ايجابيا على الاستقرار المالي لها . (Narayanan & Dalvi, 2004: 4) وهو مدى قدرة الشركة على مواجهة الصدمات غير المتوقعة من خلال استمرارها في ضمان توزيع مواردها المالية بفاعلية وتحقيق اهدافه الاقتصادية حتى في أوقات الضغوط او الازمات (8: 2004, Schinasi) . وبوجه عام فإن الاستقرار المالي من وجهة نظر (Crochett, 2008: 55) يتمثل في " الحالة التي تتمتع فيها المؤسسات بقدر كبير من الثقة في قدرتها على الاستمرار في أداء المهام المنوطة بها بدون الحاجة إلى مساعدة خارجية ، وقيام المتعاملون بالأسواق الرئيسية بإجراء معاملاتهم بقدر من الثقة وبأسعار تعكس القيمة الحقيقية للمنتجات المالية المتداولة ، و بحيث تشهد أسعار هذه المنتجات تغييرات جوهرية لا تعكس قوى العرض والطلب عليها " مع ثبات العوامل الأخرى دون تغيير " . ويعكس هذا التعريف التركيز على الوساطة المالية والأسواق ، ويتجاهل الدور الذي يمارسه نظم الدفع والسياسة النقدية في التأثير على الاستقرار المالية . عرف (Mishkin, 2009: 4) حالة عدم الاستقرار المالي بأنها " الحالة التي تصبح عندها الشركات قادرة على القيام بوظائفها المالية بصورة كاملة ، تتدفق من خلاله الموارد المالية من أصحاب رؤوس الأموال إلى طالبيها لاستغلال الفرص الاستثمارية الممكنة) " . وهو مفهوم يجسد مختلف جوانب الشركة ، حيث ينبغي على الاستقرار المالي ألا يؤدي دوره فقط والمتمثل في تخصيص الموارد بكفاءة او تعبئة المدخرات وتسيير تراكم الثروة والتنمية والتمويل . (طلحاوي وآخرون ،

(2020: 34)



الاستقرار المالي بأنه الحالة التي يمكن أن تقاوم فيها الشركة الصدمات ولا يزال بإمكانه أداء وظيفة المعاملات بالإضافة إلى رأس المال المتتالي من المدخرات إلى أنشطة الاستثمار ( Minh et al., 2020: 345 ) وهو الحالة التي يمكن أن تتحمل فيها الشركة ، المكون من الوسطاء الماليين والأسواق المالية والبنى التحتية للسوق ذات الصلة ، عدم الاستقرار. لذلك ، قد يقلل ذلك من احتمالية حدوث اضطرابات في عمليات الوساطة المالية ، والتي تكون شديدة بما يكفي إلى انخفاض كبير في الاستقرار المالي . ( PHAM et al., 2020: 48 ) وفقاً ( Ahmad, 2018: 49 ) ، يمكن للشركة تحقيق الاستقرار المالي من خلال تخصيص الموارد بكفاءة وإدارة المخاطر المالية المتعلقة بالنظام المالي والقضاء على تحركات الأسعار غير المرغوب فيها للأصول الحقيقية أو المالية التي ستؤثر على المرونة النقدية. يتم أيضاً القضاء على عدم التوازن المالي الذي يظهر داخلياً أو بسبب أحداث غير متوقعة. بالنظر إلى التعريفات السابقة والتي تناولت مفاهيم وتعريفات الاستقرار المالي يستنتج الباحثون الآتي :

1. أن مفهوم الاستقرار المالي يعني قدرة الشركة على أداء وظائفها الأساسية والتي تشمل القيام بدور الوساطة المالية بكفاءة حتى في حالة تعرضه للصدمات .

2. ويمكن تعريفه بأنه الحالة التي تكون فيها الشركة قادره على القيام بوظائفها بكفاءة وفاعلية من خلال الإدارة الكفؤة للمخاطر وتقوية النظم الرقابية والاحترازية لتمكينها على تجنب وامتصاص الصدمات المالية عند وقوعها .

مما تقدم يمكن القول أن أفضل تعريف للاستقرار المالي هو الحالة التي تكون فيها الشركة ، مقاومة للصدمات وقادرا على القيام بوظائفها الأساسية ، المتمثلة بالوساطة المالية وتسهيل العمليات وإدارة المخاطر وترتيب المدفوعات . فالاستقرار المالي بهذا المعنى هو العمل على التأكد من قوة وسلامة عمل جميع مكونات النظام المالي للشركة ، بما يؤدي الى التقليل من التوترات المالية ، وبما ينعكس بشكل ايجابي على الاستقرار " . ( Narayanan & Dalvi, 2004: 4 )

### ثالثاً: قياس الاستقرار المالي

عند تحليل الاستقرار المالي يجب الأخذ بعين الاعتبار جميع مصادر الخطر ونقاط الضعف في الشركة ولذلك يجب إتباع أسلوب منهجي في الكشف عن مختلف مكونات النظام المالي والاقتصاد الحقيقي الذي يتمثل بالقطاع العائلي والشركات والقطاع العام ، وعند التحليل يجب أن



تراعى مجموعة من الروابط سواء كانت بين القطاعات نفسها أو مع بعضها البعض . غالبا ما تحدث الاختلالات بفعل عوامل عديدة التي يمكن أن نعبر عنها مواطن الضعف ، من كافة المصادر (شينا سي ، 2005 : 7) . و استخدم العديد من المتغيرات الرئيسية في الأدبيات لقياس عدم الاستقرار المالي باستخدام ثلاثة مصطلحات مختلفة: الإجهاد المالي، والظروف المالية ، والسلامة المالية. وتستخدم مؤشرات بارزة من الأسواق المصرفية، والعملات الأجنبية، والديون، وأسواق الأسهم في قياس عدم استقرار الأسواق المالية. يقدم صندوق النقد الدولي قائمة بمؤشرات السلامة المالية لقياس الاستقرار المالي ولكن بسبب قيود البيانات، لا يمكن النظر في هذه المؤشرات في هذا التحليل. علاوة على ذلك، بينما يركز بنك الاحتياطي الفيدرالي للولايات المتحدة فقط على مؤشرات القطاع المالي في قياس الهشاشة المالية ، يستخدم البنك المركزي الأوروبي مؤشرات إضافية من القطاع الاقتصادي الحقيقي (4: Sethi & Acharya, 2020) . إذ يعد تحقيق الاستقرار المالي أمراً مهماً للغاية لتطوير أي عمل تجاري. و قدرة الشركة على تسوية المدفوعات في الوقت المناسب ، وتمويل عملياتها بشكل مناسب ، وتحمل الطوارئ تحدد سلامتها المالية. هناك العديد من الطرق لقياس أو الإشارة إلى الاستقرار المالي للأعمال. تعد النسب المالية مثل نسبة السيولة الحالية ونسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول طرقاً فعالة لتقييم السلامة المالية لـ (Swalih et al., 2020: 296) يرتبط الاستقرار المالي بالنظام المالي في المنظمات ومكوناته والأنشطة المرتبطة به ، وبالتالي قد يتعرض هذا النظام للكثير من المخاطر ، والمخاطر إما أن تحدث داخل النظام المالي للشركة أو خارجه ، ويمكن لأدارة الشركة التأثير في بعض الحالات على حجم المخاطر الداخلية واحتمالية وقوعها من خلال القيام بعمليات التنظيم والرقابة وإدارة الأزمات ، وعلى العكس فإنه يصعب التحكم في المخاطر الخارجية التي تؤثر في الاستقرار المالي له ، ( شينا سي ، 2005 : 5 ) ، يعد أنموذج Altman المسمى بنموذج Z - Score من أفضل النماذج في قياس الاستقرار المالي ، لأنه يبين فيما إذا كان الشركة ستواجه حالة الإعسار المالي والتي تشير إلى أن قيمة موجودات الشركة أقل من مطلوباته وبالتالي فهي حالة يقترب المنظمة فيها بخطوة إلى الإفلاس ، ويمكن تطبيق نموذج Altman على المؤسسات التجارية عموماً ، بينما المؤشرات الأولى والثاني فتستخدم لقياس مشكلة السيولة ومن المعروف أن قياس العسر المالي أشد وأخطر من أزمة السيولة في الشركات ، (Strobel, 2010: 2576) ، يتم قياس استقرار المالي للشركات من خلال Z - Score التي تم استخدامها كأداة موثوقة لقياس الاستقرار المالي من قبل الباحثين (Siekelova et al.,



فرصًا منخفضة للإفلاس والعكس صحيح حيث تعكس Z-Score المسافة من الإعسار جنبًا إلى جنب مع الربحية والرافعة المالية والتقلب، و يتم احتساب Z-Score للشركات الصناعية على النحو التالي :-

$$Z - score = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.999X_5 \quad (3)$$

حيث أن :-

$X_1$  = راس المال العامل \ إجمالي الموجودات

$X_2$  = الأرباح المحتجزة \ إجمالي الموجودات.

$X_3$  = الأرباح قبل الفوائد والضرائب \ إجمالي الموجودات .

$X_4$  = القيمة السوقية لحقوق الملكية \ إجمالي المطلوبات.

$X_5$  = صافي المبيعات \ إجمالي الموجودات.

من أجل تحديد وضعية الشركة يمكن تحديد المجالات التي يقع فيها قيمة Z - SCORE ومدى استقراره وفق القاعدة التالية :-

- إذا كانت قيمة Z - SCORE أقل أو تساوي 1.81 ( $Z < 1.81$ ) فالشركة فاشلة ومن المحتمل أن تفشل وتفلس وهي غير قادرة على الاستقرار .
- إذا كانت قيمة Z - SCORE أكبر أو تساوي 2.99 ( $Z > 2.99$ ) فالشركة ناجحة وقادرة على الاستقرار أي مستقرة مالياً .
- إذا كانت قيمة Z - SCORE أكبر من 1.81 وأقل من 2.99 فالأمر يصعب تحديده إذا كانت الشركة في حالة فشل أو أنها ستتجاوز ، لذا من الأفضل إعادة دراسة هذه الشركة و تسمى هذه بالمنطقة الرمادية .

وهناك العديد من المزايا لمقياس Z-Score أولاً ، يتطلب مقياس Z-Score معلومات محاسبية فقط ، وبالتالي فهو قادر على تقييم الأهمية النظامية لكل من الشركات والمصارف المدرجة وغير المدرجة ، و تعد القدرة على تضمين جميع الشركات في تحليل المخاطر النظامي أمراً مهماً في أطر السياسات الاحترازية الكلية. ثانيًا ، يشير مقياس Z-Score إلى حجم الشركات الفردية وأدائها (العائد على الموجودات والمخاطرة) والترابط (ارتباطات الموجودات). ثالثًا ،



نظراً لطبيعة مقياس Z-Score ، فإن مقياس Z-Score يتوافق مع المتطلبات المعتادة بأن الشركات ذات الأهمية النظامية تمتلك مخازن رأس مال أعلى (Li et al., 2020: 3) . أخيراً ، مقارنةً بمقاييس المخاطر مثل VaR لا يفترض مقياس Z-Score أن الشركة أو السوق في ضائقة حتى يتمكن من تقييم المخاطر النظامية للشركة التي ليست في ضائقة ( Acharya et al., 2017: 6).

### المبحث الثالث

#### التحليل المالي لمتغيرات الدراسة

##### أولاً: التحليل المالي لمؤشرات متغير النمو الفعلي

في هذه الفقرة من الدراسة سنتم مناقشة نتائج التحليل المالي لمتغير النمو الفعلي ، إذ سيتم تحليل المؤشرات المعتمدة وتطبيقها على الشركات المبحوثة وسيتم البحث والتحليل الاستقرار المالي للشركات المبحوثة.

##### 1: تحليل نسبة النمو الفعلي

يبين الجدول (3) نتائج تحليل مؤشر نسبة النمو الفعلي للقطاع الصناعي للفترة من (2009) الى (2019) وبالتحديد لعشرة شركات مدرجة في سوق العراق الاوراق المالية، إذ يتضح أن المعدل الذي حصل عليه القطاع للمؤشر المذكور قد بلغ (0.019) وعند مقارنة النسب التي حصلت عليها الشركات المبحوثة تبين أن نسبة النمو الفعلي لشركة (الخيطة الحديثة) قد بلغ ( 0.074) بانحراف معياري قدره (0.099)، إذ فاق المعدل المتحقق على مستوى الشركات المبحوثة، تليها شركة (بغداد للمشروبات الغازية) وبمعدل (0.068) بانحراف معياري قدره (0.032)، اما النسبة الأقل فقد كانت للشركة (الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيك) وبمعدل (-0.021) وبانحراف معياري (0.067). إذ يتضح أن البيانات قد وزعت توزيعاً طبيعياً كون أن قيم معاملي التقلطح والالتواء كانت محصورة بين (3, -3) وبدلالة اختبار (Jarque-Bera)، الذي يعتمد لتشخيص فيما إذا كانت بيانات عينة الدراسة موزعة توزيعاً طبيعياً أم لا، فإذا كانت نتائج مستوى المعنوية اكبر من (0.05) فإنه يدل على أن البيانات موزعة توزيعاً طبيعياً، إذ نلاحظ إن جميع بيانات الشركات عينة الدراسة موزعة توزيعاً طبيعياً لأن مستوى معنوية أكبر من (0.05) إذ تراوحت نتائج اختبار (Jarque-Bera) بين (0.138) و (0.996).



## جدول (3) نسبة النمو الفعلي للشركات المبحوثة للمدة من (2009) الى (2019)

	Co1	Co2	Co3	Co4	Co5	Co6	Co7	Co8	Co9	Co10
Mean	-0.001	0.068	0.022	0.012	0.000	0.074	-0.021	0.005	0.021	0.008
Median	0.002	0.074	0.017	0.003	0.000	0.067	0.000	0.000	0.008	0.000
Maximum	0.037	0.134	0.068	0.103	0.000	0.241	0.072	0.030	0.114	0.087
Minimum	-0.046	0.023	0.000	-0.038	-0.004	-0.077	-0.125	-0.021	-0.033	-0.035
Std. Dev.	0.024	0.032	0.021	0.035	0.001	0.099	0.067	0.014	0.041	0.032
Skewness	-0.473	0.413	0.892	1.478	-2.846	0.332	-0.386	0.016	1.207	1.399
Kurtosis	2.604	2.757	3.068	5.360	9.100	2.139	2.063	2.876	3.750	4.826
Jarque-Bera	0.482	0.340	1.461	2.557	2.905	0.541	0.676	0.007	2.927	1.116
Probability	0.786	0.844	0.482	0.138	0.203	0.763	0.713	0.996	0.231	0.177

المصدر: من أعداد الباحث بالاستناد الى مخرجات برنامج (Eviews-9)

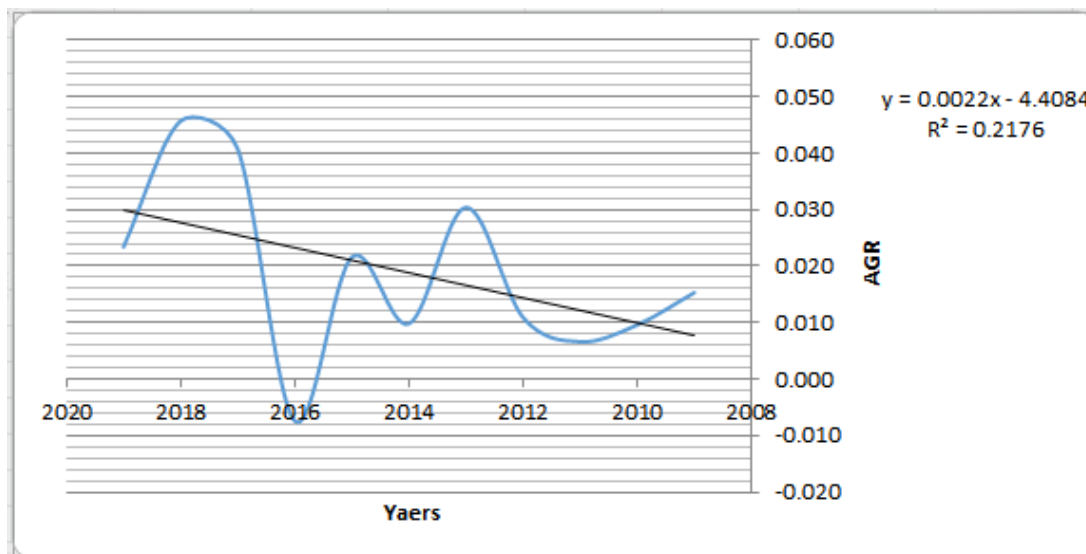
ويتضح من الجدول (4) أن نسبة النمو الفعلي لعام (2009) قد بلغت (0.015) وهي أدنى من المعدل المتوقع على مستوى السنوات المبحوثة (السلسلة الزمنية) وبانحراف معياري قدره (0.055), وفي عام (2010) أخذت النسبة المذكورة تتخفص لتبلغ (0.010) وهي أدنى من المعدل العام, وبانحراف معياري قدره (0.016), ولم يتم تحسين النسبة المذكورة لعامي (2011, 2012) كونها دون المعدل المطلوب. الا انها حققت عام (2013) معدل (0.030) وهو اعلى من المعدل العام وعادت للانخفاض عام (2014) الا انها تحسنت عام (2015) كونها بلغت (0.02) في حين انخفضت لأدنى مستوياتها لتكون بالسالب وبمعدل بلغ (-0.007), وفي الاعوام (2017, 2016, 2018, 2019) حققت الشركات المبحوثة معدل يفوق المعدل العام مما يعني ان الشركات عينة الدراسة اخذت تدرك ضرورة تحقيق مستوى مقبول من المؤشر أعلاه كون المعدلات المتحققة على مستوى المؤشر المذكور قد ارتفعت في الأعوام الاخيرة, والشكل (2) يبين المخطط البياني لنسبة النمو الفعلي للسلسلة الزمنية المستهدفة.

## جدول (4) نسبة النمو الفعلي للسنوات المبحوثة

Year	Mean	Std. Dev.
2009	0.015	0.055
2010	0.010	0.016
2011	0.007	0.009
2012	0.011	0.060
2013	0.030	0.040
2014	0.010	0.057
2015	0.022	0.061
2016	-0.007	0.050
2017	0.041	0.077
2018	0.046	0.068
2019	0.023	0.039
Average	0.019	0.048



المصدر: من أعداد الباحث بالاستناد الى مخرجات برنامج (Eviews-9)



شكل(2) المخطط البياني لنسبة النمو الفعلي للسلسلة الزمنية المستهدفة

المصدر: مخرجات برنامج الأكسل

## 2: تحليل مؤشر (Z-Score) للشركات المبحوثة

يبين الجدول (5) نتائج تحليل مؤشر (Z-Score) للقطاع الصناعي للفترة من (2009) الى (2019) وبالتحديد لعشرة شركات مدرجة في سوق العراق الاوراق المالية, إذ يتضح أن المعدل الذي حصل عليه القطاع للمؤشر المذكور قد بلغ (2.924) وعند مقارنة النسب التي حصلت عليها الشركات المبحوثة تبين أن معدل المتحقق لمؤشر (Z-Score) لشركة (انتاج الألبسة الجاهزة) قد بلغ ( 4.893 ) بانحراف معياري قدره (2.795), اذ فاق المعدل المتحقق على مستوى الشركات المبحوثة, تليها (الشركة العامة للسجاد والمفروشات) وبمعدل(3.646) بانحراف معياري قدره (3.219), اما النسبة الأقل فقد كانت للشركة(الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات) وبمعدل ( 1.472 ) وبانحراف معياري (0.538). إذ يتضح أن البيانات قد وزعت توزيعاً طبيعياً كون أن قيم معاملي التفلطح والالتواء كانت محصورة بـ (3, -3) وبدلالة اختبار (Jarque-Bera), الذي يعتمد لتشخيص فيما إذا كانت بيانات عينة الدراسة موزعة توزيعاً طبيعياً أم لا, فإذا كانت نتائج مستوى المعنوية اكبر من (0.05) فإنه يدل على أن البيانات موزعة توزيعاً طبيعياً, إذ نلاحظ إن جميع بيانات الشركات عينة الدراسة موزعة توزيعاً طبيعياً لأن مستوى معنوية أكبر من (0.05) إذ تراوحت نتائج اختبار (Jarque-Bera) بين (0.166) و (0.805).



## جدول (5) نسبة مؤشر (Z-Score) للشركات المبحوثة للمدة من (2009) الى (2019)

	Co1	Co2	Co3	Co4	Co5	Co6	Co7	Co8	Co9	Co10
Mean	2.450	3.051	3.646	3.569	1.472	3.505	2.432	4.893	2.272	1.946
Median	1.542	3.045	2.312	3.294	1.635	3.462	2.077	5.045	2.142	1.934
Maximum	4.838	3.752	10.791	8.911	2.220	4.137	6.443	8.728	3.897	3.166
Minimum	1.045	2.408	1.888	2.064	0.769	2.980	1.376	0.468	0.761	1.175
Std. Dev.	1.477	0.414	3.219	1.906	0.538	0.379	1.437	2.795	0.983	0.581
Skewness	0.548	0.283	1.665	2.165	-0.215	0.406	2.156	-0.247	0.055	0.782
Kurtosis	1.653	2.110	3.864	6.894	1.504	2.027	6.781	1.939	2.035	2.926
Jarque-Bera	1.382	0.509	1.424	2.543	1.111	0.736	2.072	0.629	0.433	1.125
Probability	0.501	0.775	0.166	0.305	0.574	0.692	0.401	0.730	0.805	0.570

المصدر: من أعداد الباحث بالاستناد الى مخرجات برنامج (Eviews-9)

ويتضح من الجدول (6) أن مؤشر (Z-Score) لعام (2009) قد بلغت (3.824) وهي أعلى من المعدل المتوقع على مستوى السنوات المبحوثة (السلسلة الزمنية) وبانحراف معياري قدره (2.165)، وفي عام (2010) أخذت قيمة المؤشر المذكور تنخفض لتبلغ (3.014) وهي أعلى من المعدل العام، وبانحراف معياري قدره (1.078)، في حين عادت القيمة لترتفع عام (2011) لتبلغ (3.411). إلا أنها لم تحقق معدل مقبول للأعوام (2012, 2013, 2014, 2015, 2016) بانحراف معياري متفاوت، وفي عام (2017) بدأت قيمة المؤشر ترتفع لتفوق المعدل العام مما يعني أن الشركات عينة الدراسة عمدت إلى تحسين أوضاعها لتلافي الإفلاس وأدركت ضرورة تحقيق مستوى مقبول من المؤشر أعلاه وهذا ظهر واضحاً للأعوام (2018, 2019) على التوالي كون المعدلات المتحققة على مستوى المؤشر المذكور قد ارتفعت مقارنة بالأعوام السابقة، والشكل (3) يبين المخطط البياني مؤشر (Z-Score) للسلسلة الزمنية المستهدفة.

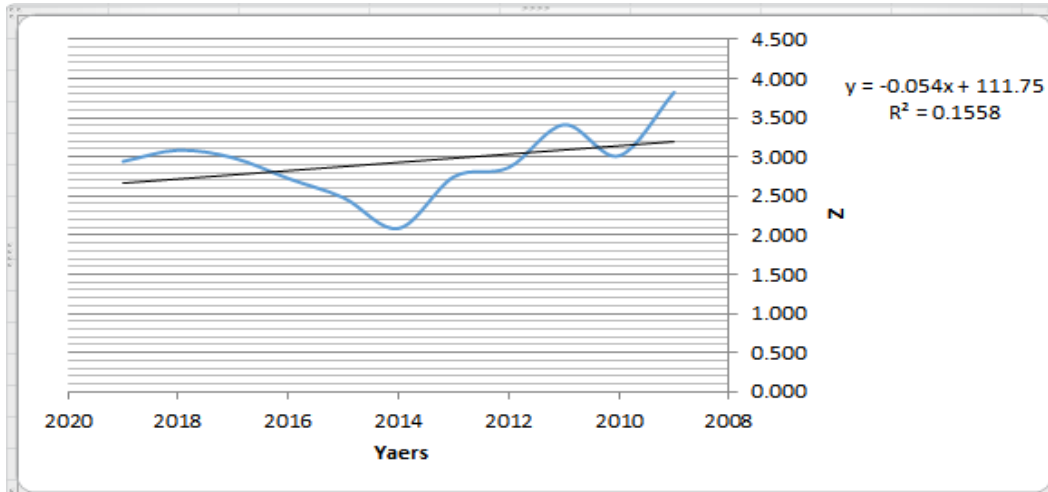
## جدول (6) مؤشر (Z-Score) للسنوات المبحوثة

Year	Mean	Std. Dev.
2009	3.824	2.165
2010	3.014	1.078
2011	3.411	1.926
2012	2.864	1.082
2013	2.745	0.789
2014	2.087	0.867
2015	2.478	1.661
2016	2.723	2.035
2017	2.987	2.278



2018	3.085	3.033
2019	2.942	2.557
<b>Average</b>	<b>2.924</b>	<b>1.770</b>

المصدر: من أعداد الباحث بالاستناد الى مخرجات برنامج (Eviews-9)



شكل (3) المخطط البياني مؤشر (Z-Score) للسلسلة الزمنية المستهدفة

المصدر: مخرجات برنامج الأكسل

3- نتائج معادلة Z-SCORE خلال الفترة (2009 – 2019):  
يوضح الجدول (7) حساب قيم Z-SCORE من خلال معادلة الاستقرار المالي للفترة (2009) الى (2019) وكما يلي :-

جدول (7) قيم Z-SCORE خلال الفترة (2009 – 2019)

Std. Dev.	Mean	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	Years Company
1.477	2.450	1.045	1.166	1.121	1.416	1.342	1.542	2.604	3.343	4.838	4.563	3.970	Co1
0.414	3.051	2.737	2.767	3.098	3.045	3.622	3.249	3.752	2.836	2.700	2.408	3.351	Co2
3.219	3.646	9.431	10.791	2.605	2.439	2.427	2.217	1.888	1.993	2.087	2.312	1.911	Co3
1.906	3.569	3.294	2.064	3.849	4.050	2.172	2.285	3.680	3.562	2.628	2.768	8.911	Co4
0.538	1.472	1.001	0.769	2.220	0.810	0.797	1.784	1.863	1.880	1.431	1.635	2.003	Co5
0.379	3.505	3.462	3.500	4.051	3.115	3.198	3.576	2.980	3.237	4.137	3.433	3.865	Co6
1.437	2.432	1.883	2.077	1.408	1.376	6.443	1.766	2.515	1.402	2.465	3.097	2.320	Co7
2.795	4.893	4.139	5.301	8.728	7.768	0.960	0.468	2.181	5.014	8.148	5.045	6.073	Co8
0.983	2.272	0.761	1.001	1.619	1.764	2.142	1.918	3.897	3.440	2.978	2.796	2.672	Co9



0.58	1.94	1.66	1.413	1.17	1.44	1.67	2.06	2.09	1.93	2.69	2.07	3.16	Co10
1	7	9		5	8	7	4	1	4	5	9	6	

المصدر: من أعداد الباحث بالاستناد الى مخرجات برنامج (EViews-9)

يتضح من خلال الجدول ان شركة الخياطة الحديثة هي اكثر الشركات استقراراً خلال فترة الدراسة حيث كان مستقرة ما عدا سنة (2013) ضمن المنطقة الرمادية ، اما الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات هي اقل الشركات استقراراً حيث كان متوسط Z-SCORE لها خلال فترة الدراسة (1.472) وحسب معادلة Altman تعتبر الشركة فاشلة و غير مستقرة مالياً . علماً اذا كانت قيمة ( Z-Score ) أقل من (1.81) فإن الشركة في وضع الإفلاس, اما اذا كانت ما بين ( 1.81 - 2.99) فإن الشركة في المنطقة الرمادية , في حين اذا كانت اكبر من (3) فإن الشركة في وضع مزدهر.

#### ثانياً: اختبار علاقات الارتباط

سيتم تقدير معامل الارتباط بين مؤشر النمو الفعلي ومؤشرات الاستقرار المالي للقطاع الصناعي الذي ضم (10) شركات مدرجة في سوق العراق للاوراق المالية للفترة (2009-2019), والنتائج سيتم استخلاصها من خلال البرنامج الاحصائي (EViews), على مستوى الشركات المبحوثة, اذ تم فرض فرضية رئيسية تختبر علاقة ارتباط النمو الفعلي مع الاستقرار المالي, وخمس فرضيات فرعية تختبر النمو الفعلي مع كل مؤشر من مؤشرات الاستقرار المالي, وهي كالآتي:-

افادت هذه الفرضية بوجود علاقة ارتباط بين النمو الفعلي مع الاستقرار المالي, كما في الجدول (8) ويتم استخلاص النتائج من خلال البرنامج الاحصائي (EViews) كما في مصفوفة علاقات الارتباط وتقبل الفرضية اذ ان معيار قبول الفرضية اذا كان مستوى المعنوية المتحققة اقل من (5%) وهو كالآتي:

#### الجدول (8) مصفوفة علاقات الارتباط بين النمو الفعلي و الاستقرار المالي

الاستقرار المالي		المتغيرات المستقلة
مستوى المعنوية	معامل الارتباط	
0.000	0.55	النمو الفعلي
0.000	0.26	راس المال العامل الى اجمالي الموجودات
0.000	0.71	الأرباح المحتجزة الى إجمالي الموجودات
0.000	0.37	الأرباح قبل الفوائد والضرائب الى إجمالي الموجودات
0.000	0.48	القيمة السوقية لحقوق الملكية الى إجمالي المطلوبات
0.000	0.42	صافي المبيعات الى إجمالي الموجودات



على وفق نتائج مصفوفة الارتباطات حسب جدول (8) اظهر الاتي:-

1. ان هناك علاقة ارتباط موجبة بين التمويل الفعلي والاستقرار المالي وقد بلغ معامل الارتباط (0.55) وهو معنوي عند مستوى دلالة (5%) وعلى وفق هذه النتائج تقبل الفرضية على مستوى هذه الدراسة.
2. ان هناك علاقة ارتباط موجبة بين التمويل الفعلي وراس المال العامل الى اجمالي الموجودات وقد بلغ معامل الارتباط (0.26) وهو معنوي عند مستوى دلالة (5%) وعلى وفق هذه النتائج تقبل الفرضية على مستوى هذه الدراسة.
3. ان هناك علاقة ارتباط موجبة بين التمويل الفعلي والأرباح المحتجزة الى إجمالي الموجودات وقد بلغ معامل الارتباط (0.71) وهو معنوي عند مستوى دلالة (5%) وعلى وفق هذه النتائج تقبل الفرضية على مستوى هذه الدراسة.
4. ان هناك علاقة ارتباط موجبة بين التمويل الفعلي والأرباح قبل الفوائد والضرائب الى إجمالي الموجودات وقد بلغ معامل الارتباط (0.37) وهو معنوي عند مستوى دلالة (5%) وعلى وفق هذه النتائج تقبل الفرضية على مستوى هذه الدراسة.
5. ان هناك علاقة ارتباط موجبة بين التمويل الفعلي والقيمة السوقية لحقوق الملكية الى إجمالي المطلوبات وقد بلغ معامل الارتباط (0.48) وهو معنوي عند مستوى دلالة (5%) وعلى وفق هذه النتائج تقبل الفرضية على مستوى هذه الدراسة.
6. ان هناك علاقة ارتباط موجبة بين التمويل الفعلي وصافي المبيعات \ إجمالي الموجودات وقد بلغ معامل الارتباط (0.42) وهو معنوي عند مستوى دلالة (5%) وعلى وفق هذه النتائج تقبل الفرضية على مستوى هذه الدراسة.

#### ثالثاً: اختبار فرضيات التأثير للدراسة

افترض الباحث بوجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية للتمويل الفعلي (AGR) في الاستقرار المالي (Z), اذ سيتم التعرف على مؤشر التمويل الفعلي و تأثيره على وفق المعادلة الاتية:

$$Z = \beta_0 + \beta_1 X_1$$

ان المعادلة اعلاه تعرض ان مؤشر الاستقرار المالي هو دالة حقيقية لمؤشرات التمويل الفعلي . وان اختبار المعادلة حسب بيانات ل(10) شركات صناعية للمدة من (2009) إلى (2019) بطريقة التحليل المقطعي (Penal Data)، وكما يلي:

جدول(9) نتائج اختبار التأثير المتعدد لمؤشرات التمويل الفعلي والمستدام في الاستقرار المالي



المؤشرات المستقلة	المؤشر التابع	التقديرات Coefficient	الخطا المعياري Std. Error	احصائية (t) t-Statistic	مستوى المعنوية Prob.	القرار
	Z	0.424	0.132	3.212	0.014	قبول
الثابت (C)		2.80				
معامل التحديد (R <sup>2</sup> )		0.69				
احصائية (F) F-statistic		3.245				
مستوى معنوية (F)		0.005				
<p>الطريقة المقطعية للمربعات الصغرى Method: Pooled Least Squares</p> <p><math>Z = (0.23) + (0.31)AGR</math></p>						
التمايز بين الفترات حسب التأثير الثابت Fixed Effects (Period)			التمايز بين الشركات حسب التأثير الثابت Fixed Effects (Cross)			
الترتيب	التقديرات Coefficient	الفترات (Period)	الترتيب	التقديرات Coefficient	الشركات (Cross)	
1	0.97	2009--C	1	2.27	08--C	
2	0.55	2011--C	2	0.76	03--C	
3	0.31	2010--C	3	0.72	04--C	
4	0.07	2018--C	4	0.19	06--C	
5	0.05	2019--C	5	-0.2	07--C	
6	-0.08	2016--C	6	-0.34	01--C	
7	-0.1	2012--C	7	-0.42	02--C	
8	-0.1	2017--C	8	-0.79	09--C	
9	-0.37	2013--C	9	-0.86	10--C	
10	-0.5	2015--C	10	-1.33	05--C	
11	-0.81	2014--C				

المصدر: من أعداد الباحث بالاستناد الى مخرجات برنامج (Eviews-9)

على وفق نتائج الجدول (9) تبين الآتي:-

1. ان مؤشري التمويل الفعلي تفسر ما مقداره (0.69) من التباين الحاصل في الاستقرار المالي لان معامل التحديد (R<sup>2</sup>) قد بلغ (0.69) وهو معنوي لان مستوى المعنوية (F) المحسوبة قد بلغت (0.000).
2. بلغ معامل التأثير (Coefficient) بين التمويل الفعلي والاستقرار المالي (0.42) أي ان التمويل الفعلي يزيد من الاستقرار المالي بنسبة (0.42) وهو معنوي لان مستوى المعنوية لقيمة (T) المحسوبة قد بلغت (0.014) لذا تقبل هذه النتيجة على مستوى هذه الدراسة.



3. كما اظهر تاثير الثابت حسب الشركات ((Fixed Effects (Cross)) بان (شركة الانتاج للالبسة الجاهزة) كان فيها تاثير المؤشرات المستقلة في المؤشر التابع أكثر من باقي الشركات وفي الترتيب الأخير كانت (الشركة الوطنية للصناعات المعدنية).
4. كما اظهر تاثير الثابت حسب الفترات ((Fixed Effects (Period)) بان عام (2009) كان فيه تاثير المؤشرات المستقلة في المؤشر التابع أكثر من باقي الفترات.

### المبحث الرابع

#### الاستنتاجات والتوصيات

##### أولاً: الاستنتاجات

- يوضح هذا المبحث اهم الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة الحالية بعد التطرق الى الجانب النظري والنتائج التي تم التوصل اليها في الجانب العملي.
- 1- أظهرت النتائج وجود علاقة طردية موجبة بين النمو الفعلي والاستقرار المالي أي كلما زاد النمو الفعلي يؤدي ذلك الى تحقيق الاستقرار المالي .
  - 2- كما توصلت النتائج الى قبول فرضية الدراسة الرئيسية الأولى بوجود علاقة ارتباط بين المتغير و الفرضية الرئيسية الثانية بوجود علاقة تأثير.
  - 3- التفاوت في نسب معدل النمو الفعلي ومعدل النمو المستدام يعود الى اختلاف نسب النمو والنشاط على مستوى كل شركة مما يستوجب تشخيص ومراعاة ذلك وتحديد الفجوة المالية بين معدل النمو المستدام و معدل النمو الفعلي .
  - 4- كما توصلت الدراسة ان الشركات المساهمة كلما استطاعت من تحسين إدارة الأرباح وتوفير مصادر التمويل كلما أدى ذلك إلى تحقيق الاستقرار المالي.
  - 5- بينت النتائج إن تسليط الضوء على النمو الفعلي من قبل هذه الشركات يسهم في تحسين القرارات التي تتعلق بالأسهم وأصحاب المصالح والتي تنعكس على تحقيق الاستقرار المالي لهذه الشركات.
  - 6- ان معدل النمو الفعلي هو أداة مفيدة تسمح للمديرين بتحديد مدى سرعة نمو الشركة وما إذا كانت الأرباح المحتجزة كافية لتمويل نمو الشركة ، أو ما هي الاحتياجات المالية لخارجية لنمو المستقبلي للشركة.



- 7- معدل النمو الفعلي لا يتم تناوله من قبل الشركات المساهمة عينة الدراسة الا بشكل ضئيل ، وان عدد من البلدان قد بدأت بتطبيق لوائح و ممارسات مستدامة.
- 8- يعد الاستقرار المالي مؤشر مهم في آلية عمل الشركات بشكل عام ، لما له من تأثير كبيراً على اطراف وجهات عديدة ، اذا يؤثر عدم الاستقرار المالي في الشركات ذاتها فضلاً عن المساهمين والدائنين فيمكن ان ينتج عنه خسائر كبيرة تؤدي بالشركة الى الإفلاس.

### ثانياً: التوصيات

توضح هذه الفقرة اهم التوصيات التي تم التوصل اليها من خلال الدراسة و كالاتي:-

1. يجب على الشركات أن تحدد معدل النمو الفعلي وأن تتم مقارنته مع معدل النمو المخطط ، والعمل على توفير التمويل اللازم لتغطية نفقات الموارد التي تلبي النمو المستقبلي وربطها ضمن إستراتيجية أعمال الشركة ومقارنة معدل النمو مع شركات أخرى للتعرف على أداء هذا القطاع ومعالجة الانحرافات فيها او الاستفادة من مجالات نجاح الشركات المنافسة.
2. لمواجهة التحديات الاقتصادية و المنافسة الشديدة و التوسع المتزايد في حجم الشركة لا يمكن ان يظل استثمار التكاليف الثابتة وتمويل الديون ثابتاً ، لذلك يجب دراسة , تصميم مؤشرات مالية مناسبة لبقاء ونمو الشركة وتطويرها والتمويل الذي يحقق النمو.
3. ضرورة استخدام نماذج التنبؤ بالاستقرار المالي بشكل دائم بوصفها أدوات للإنذار المبكر عن حالة الشركة ، مراقبة تدفقاتها المالية وأيلاء أهمية لنماذج الاستقرار المالي و التحقق منها بشكل مستمر ومن الضروري تحديد العوامل التي تؤثر على استقرار الاعمال.
4. لا بد من ان تقييم الشركات الصناعية الاستقرار المالي لها والتي قد تنتج عن عدم توافق النمو والذي يحدث فجوة وتظهر عندما تتصدى الشركات الى ازمة مالية او كارثة طبيعية ، او تغير في السياسات التشريعية وغيرها، ومدى تحقيق اهدافها المالية من دون اللجوء الى مصادر تمويل خارجية.
5. ينبغي على الشركات الصناعية ان تراعي مستوى معدلات النمو الفعلي لانها ستتعاكس بشكل عكسي اما في زيادة الاستقرار المالي او زيادة الهشاشة المالية.



6. لكي يتمكن التمويل النمو الفعلي من معالجة المخاطر الحرجة بشكل فعال، ينبغي تطبيق سياسات عاجلة وحاسمة في أربع مجالات رئيسية وهي توحيد مصطلحات الاستثمار القائم على مبادئ مراعاة البيئة والمسؤولية الاجتماعية والحوكمة، مع توضيح ما يمكن أن يشكل إن تسليط الضوء على التمويل المستدام مراعاة للبيئة (E)، والمسؤولية الاجتماعية (S)، والحوكمة (G)؛ والإفصاح المنتظم من جانب الشركات لتحفيز المستثمرين على استخدام البيانات المتعلقة بمبادئ مراعاة البيئة والمسؤولية الاجتماعية والحوكمة، وتنفيذ سياسات تحفز الاستثمار في الاستدامة والاستقرار المالي.

7. تعزيز الاهتمام بإدارة وجودة الأرباح، والعمل على استخدام التنبؤ بالأرباح المستقبلية لمواجهة مشاكل المساهمين واستخدام القرارات الإستراتيجية في إتباع سياسة للاستقرار المالي.

#### المصادر

1. الشناسي، غازي ، (2005) ، الحفاظ على الاستقرار المالي ، قضايا اقتصادية ، العدد 36 ، صندوق النقد الدولي.
2. طلحاوي، أسماء و شريفة، طلحاوي. (2020). دور الابتكارات المالية في الاستقرار المالي للبنوك الإسلامية (أطروحة دكتوراه ، جامعة احمد دراية-ادرا).
3. العطوي ، مهند حميد ياسر. (2018). توظيف أوراق مالية النمو المستدام في الهشاشة المالية دراسة مقارنة بين شركات التامين العراقية والاماراتية. مجلة المثنى للعلوم الادارية والاقتصادية عدد 8 (2).
4. Acharya, V. V., Pedersen, L. H., Philippon, T., & Richardson, M. (2017). Measuring systemic risk. *The Review of Financial Studies*, 30(1), 2-47.
5. Ahmad, D. (2018). Financial inclusion and financial stability: Survey of the Nigeria's financial system. *International Journal of Research in Finance and Management*, 1(2), 47-54.
6. AL-ABSY, M. S. M., ALMAAMARI, Q., ALKADASH, T., & HABTOOR, A. (2020). Gender Diversity and Financial Stability:



Evidence from Malaysian Listed Firms. The Journal of Asian Finance, Economics, and Business, 7(12), 181-193.

7. Amouzesh, N., Moeinfar, Z., & Mousavi, Z. (2011). Sustainable growth rate and firm performance: Evidence from Iran Stock Exchange. International Journal of Business and Social Science, 2(23), 249-255.

8. Anatolyevna, M. I., & Ramilevna, S. L. (2013). Financial stability concept: main characteristics and tools. World Applied Sciences Journal, 22(6), 856-858.

9. Garry. J Schinasi (2004), Defining Financial Stability (Washington: International Monetary Fund).

10. Ghosh B.N., (2003) Capital Inflow, Growth Sustainability And Financial Debacles, Managerial Finance, Vol. 29 Iss 2/3 Pp. 73 -97.

11. Huang, J., Wang, Y., Zhang, L., 2017. Countermeasures and suggestions for banking industry to accelerate the development of green finance. Review of Economic Research(12),16-17. <https://doi.org/10.16110/j.cnki.issn2095-3151.2017.12.013>.

12. Hung, R., & Liu, G. (2009). Study on the enterprise sustainable growth and the leverage mechanism. International journal of Business and Management, 4(3), 200-205.

13. Kijewska, A. (2016). Conditions for sustainable growth (SGR) for companies from metallurgy and mining sector in Poland. Metalurgija, 55(1), 139-142.

14. Lepetit, L., Strobel, F., & Tran, T. H. (2020). An alternative Z-score measure for downside bank insolvency risk. Applied Economics Letters, 1-6. p:2

15. Mishkin, F. S. (2009). Global financial instability: framework, events, issues. Journal of economic perspectives, 13(4), 3-20.



16. Narayanan, S., & Dalvi, R. (2004). Assessment of Financial Stability Reports: Sveriges Riksbank (No. 0411040). University Library of Munich, Germany.
17. PHAM, M. H., & DOAN, T. P. L. (2020). The Impact of Financial Inclusion on Financial Stability in Asian Countries. The Journal of Asian Finance, Economics, and Business, 7(6), 47-59.
18. Sethi, D., & Acharya, D. (2020). Monetary policy and financial stability: the role of inflation targeting. Australian Economic Review, 53(1), 50-75.
19. Siddik, M., Alam, N., & Kabiraj, S. (2018). Does financial inclusion induce financial stability? Evidence from cross-country analysis. Australasian Accounting, Business and Finance Journal, 12(1), 34-46.
20. Siekelova, A., Kovalova, E., & Ciurlău, C. F. (2019). Prediction financial stability of Romanian production companies through Altman Z-score. Ekonomicko-manazerske spektrum, 13(2), 89-97. p: 92
21. Swalih, M., Adarsh, K., & Sulphey, M. A.(2021) study on the financial soundness of Indian automobile industries using Altman Z-Score. Accounting, 7(2), 295-298.