

المرونة المالية وأثر معدل النمو المستدام في تعزيزها  
دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق لأوراق المالية

أ.م.د. عبد الله كاظم السعيد

الباحثة زهراء ثائر شاكر

كلية الإدارة والاقتصاد/ جامعة القادسية

المقدمة:

يمثل النمو المستدام مرتكز اساسي يعكس رغبة الشركة بتحقيق زيادة في قيمتها من خلال تخصيص الموارد والاهتمام المستمر بهدف زيادة حصة الشركة السوقية. فالنمو المستدام يعبر عن قدرة الشركة على تحقيق او الايفاء بأهداف النمو طويلة الأمد . معدل النمو المستدام يشير الى النسبة السنوية في زيادة المبيعات بالاتساق مع السياسة المالية المعروفة (النسبة المستهدفة للدين إلى الملكية ، ونسبة توزيع الأرباح المستهدفة، وهامش الربح المستهدف، والنسبة المستهدفة للموجودات الكلية إلى صافي المبيعات) .

المرونة المالية هي قدره الشركة على تعديل مقدار وتوقيت احتياجاتها المالية بشكل يمكنها من الاستجابة للاحتياجات والفرص غير المتوقعة. حيث ان الشركة التي لديها درجة كبيرة من المرونة المالية تكون أكثر قدرة على تخطي الازمات كما انها تكون أكثر قدرة على انتهاز الفرص الاستثمارية غير المتوقعة. يجب ان يتم التعامل مع المرونة المالية باعتبارها الهدف الرئيسي للإدارة و التي من المفترض أن تسعى الشركات الى متابعتها وتعزيزها .

لقد حاولت الدراسة ان تقدم حلول مقبولة لمنع تعرض الشركات الى وضع يجعلها تعلن عن افلاسها وهذا يتم من خلال توظيف تلك الشركات للمرونة المالية .

المبحث الأول: منهجية الدراسة:

أولاً : مشكلة الدراسة:

تكمن مشكله الدراسة في معاناة الشركات الصناعية المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية من العديد من المخاطر كونها تسعى الى تحقيق حصة سوقية عالية وتعزيز المرونة المالية للشركة ، وبناءً على طبيعة المشكلة فإنه يمكن تمثيلها بالتساؤلات الآتية:

١. ماهي المؤشرات الدالة على المرونة المالية في الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية؟

٢. هل هناك تأثير لمعدل النمو المستدام في تعزيز المرونة المالية لهذه الشركات؟

ثانياً: أهمية الدراسة:

تكتسب الدراسة أهميتها من النقاط الآتية:

١. انها دراسة ترفد الشركات الصناعية في سوق العراق للأوراق المالية بطول لمشكلات تعاني منها .
٢. تعالج هذه الدراسة مشكلات واقعية وفعلية من خلال تعريف الشركات الصناعية بمستوى نموها المستدام وتوجهها المستقبلي ومدى مرونتها المالية في مواجه الصدمات السلبية واستغلال الفرص الخارجية.
٣. توفر الدراسة اطارا عمليا يفسر تأثير معدل النمو المستدام في تعزيز المرونة المالية في الشركات الصناعية في سوق العراق للأوراق المالية وكيفية توظيف ذلك النمو في تعزيز المرونة واداره المخاطر الخارجية.

ثالثاً : أهداف الدراسة:

- تهدف الدراسة الى اختبار تأثير معدل النمو المستدام في تعزيز المرونة المالية للشركات الصناعية المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية وبشيء من التفصيل يمكن ادراج اهداف الدراسة على النحو التالي :
- تحديد ابرز مؤشرات معدل النمو المستدام و المرونة المالية وتحديد مقاييسها في الشركات الصناعية المساهمة في سوق العراق للأوراق المالية عينه الدراسة .
  - بيان تأثير معدل النمو المستدام في تعزيز المرونة المالية.

رابعاً: فرضيات الدراسة:

تفترض الدراسة وجود تأثير لمعدل النمو المستدام في المرونة المالية والتي تتفرع الى الفرضيات التالية:  
الفرضية الاولى: وجود علاقة تأثير موجبة وذات دلالة معنوية لمعدل النمو المستدام في قابلية الدين .  
الفرضية الثانية: توجد علاقة تأثير موجبة وذات دلالة معنوية لمعدل النمو المستدام في الاحتفاظ بالموجودات النقدية .

الفرضية الثالثة: وجود علاقة تأثير موجبة وذات دلالة معنوية لمعدل النمو المستدام في صافي التدفق النقدي .

خامساً: مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والبالغ عددها ٨٨ شركة ، ولقد اختير القطاع الصناعي لان هذا القطاع تنطبق عليه مؤشرات الدراسة بدرجة واضحة ، حيث تم سحب عينة عمدية بواقع ١٠ شركات صناعية ، والتي توافرت فيها الشروط خلال المدة قيد الدراسة والتحليل من ٢٠١١ الى ٢٠١٨ وذات التداول المستمر في البورصة .

**المبحث الثاني: الاطار النظري للدراسة:**

أولاً : مفهوم معدل النمو المستدام

يمكن تعريف معدل النمو المستدام بأنه النسبة السنوية في زيادة المبيعات بالاتساق مع السياسة المالية المعروفة (النسبة المستهدفة للدين إلى الأسهم، ونسبة توزيع الأرباح المستهدفة، وهامش الربح المستهدف، والنسبة المستهدفة للموجودات الكلية إلى صافي المبيعات) (Chen et al,2013:1206). اذ يوفر هذا المفهوم إطاراً مالياً شاملاً ومعادلة لحالة كل شركة لتقدير حسابات معدل النمو المستدام الخاص بها(Chung et al,2013:84).

أن معدل النمو المستدام هو الحد الأقصى لمعدل النمو الذي يمكن أن تحققه الشركة دون الحاجة إلى زيادة الرافعة المالية ، وهذا يعني أنه يمكن تحقيق أقصى معدل نمو بالنظر إلى ربحية الشركة واستخدام الموجودات ودفع توزيعات الأرباح ونسب الديون (Chazireni,2017:6) .

ثانياً: - أهمية معدل النمو المستدام

يعد معدل النمو المستدام في سياق الأعمال هو المعيار القياسي للشركة لزيادة إيراداتها دون تقليل مواردها المالية، إذ تصبح مكونات العنصر التشغيلي للشركة (أي هامش الربح وكفاءة الموجودات) والعناصر المالية (أي هيكل رأس المال ونسبة الاحتفاظ) أداءً مالياً قيماً بشكل كبير لكل شركة (Rahim,2017:49).

لحساب معدل النمو المستدام للشركة يجب أن يركز الحساب فقط على ملاحظة أن الإضافة إلى الموجودات يجب أن تساوي الإضافة إلى المطلوبات وحقوق الملكية (Manaf et al,2018:62). بمعنى آخر يجب أن يتم تمويل الموجودات الجديدة من خلال الديون الجديدة ، ويمكن أن تؤدي الزيادة في حقوق الملكية إلى تمويل الموجودات الجديدة من خلال الأرباح المحتجزة (Chung,2013:84).

ثالثاً: -العوامل المحددة للنمو المستدام

يرى (Amouzesh et al,2011:249) ان تحديد معدل النمو المستدام لأي شركة يكون من خلال العوامل الأربعة الآتية: -

١- هامش الربح

تؤدي الزيادة في هامش الربح إلى زيادة قدرة الشركة على توليد الأموال داخلياً وبالتالي زيادة نموها المستدام (Stahl et al,2012:63). وهامش الربح هو الفرق بين إيرادات المبيعات وتكاليف الإنتاج بمعنى آخر هو الفرق بين تكلفة السلعة أو الخدمة وسعر بيعها، حيث يتم إضافته على التكلفة الإجمالية التي يتحملها مُنتج هذه السلع أو مقدم الخدمات لتحقيق أرباح منها (Hutami,2012:106). كما أنه أحد أهم المعايير التي يتم الاستناد إليها من أجل الحكم على نجاح نشاط المنظمة، وبيان مقدار الأرباح التي حققتها من نشاطها الرئيسي الذي تُمارسه في السوق .

٢- دوران الموجودات

ان الزيادة في دوران موجودات الشركة تزيد من المبيعات الناتجة عن كل زيادة في الموجودات، وهذا يقلل من حاجة الشركة للموجودات مع نمو المبيعات وبالتالي زيادة معدل النمو المستدام (Sari & Budiasih,2014:262). يمثل معدل دوران الموجودات نسبة مالية تقيس كفاءة استخدام الشركة لموجوداتها في توليد إيرادات المبيعات (Hutapea & Saerang,2017:2).

الموجودات هي كل ما تملكه الشركة بغرض الاستثمار ، بمعنى مالي الموجودات هي الأموال الجاهزة للاستثمار سواء على المدى القصير مثل الموجودات المتداولة أو المدى الطويل مثل الموجودات الثابتة (Puteh,2013:2). ويحسب بالصيغة الآتية:-

معدل دوران الموجودات = صافي المبيعات ( الأيراد ) / إجمالي الموجودات

٣ - السياسة المالية

الزيادة في نسبة الدين / حقوق الملكية تزيد من الرافعة المالية للشركة. وحيث أن هذا يجعل تمويل الدين الإضافي متاحا ، فإنه يزيد من معدل النمو المستدام (Bianchi & Ilut,2017:114). تعمل السياسات على توجيه القرارات المالية اليومية ومعاملات الشركة، ولتحقيق الاستقرار المالي ينبغي على مجلس الإدارة وضع نظام للمساءلة المالية والمحافظة عليه (Sims,2016:2). وبمجرد تكوين مجلس الإدارة لفكرة واضحة عن الموجودات والمطلوبات والإجراءات المالية الحالية، يمكن وضع مجموعة من السياسات الاستراتيجية لإدارة البنين المالي للشركة (Guerguil et al,2017:191).

٤- سياسة توزيع الأرباح

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التمويلية في الشركات نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين وانعكاساتها على سعر السهم في السوق (Ofori et al ,2018:293). حيث تتعلق بقرار تقسيم أرباح الشركة الصافية ما بين أرباح موزعة على المساهمين وأرباح محتجزة (Al-Najjar & Kilincarslan,2016:2). إن سعر السهم في سوق الأوراق المالية يتأثر بسياسة توزيع الأرباح التي

تتبنها الشركة (Lin et al,2017:2). ففي حالة احتجاز المزيد من الأرباح (نتيجة توزيع مقدار أقل من العائد) فإن ذلك يؤدي إلى زياد معدل النمو وبالتالي زيادة سعر السهم (Attig et al,2016:292). أما زيادة مقدار العائد الموزع فإنه يؤثر بصورة إيجابية على سعر السهم ، بينما يؤدي في الوقت نفسه إلى تخفيض الأرباح المحتجزة وبالتالي تخفيض معدل النمو مما يؤثر بصورة سلبية على سعر السهم (Cheung et al,2018:788). ونظراً لأن هدف الشركة يتمثل في تعظيم ثروة المساهمين من خلال الوصول بسعر السهم إلى أعلى مستوى ممكن ، فإن تحقيق ذلك الهدف يتطلب اختيار سياسة توزيع الأرباح التي تحقق التوازن بين مقدار العائد الذي يتم توزيعه على المساهمين وبين معدل النمو في الأرباح (Chen et al,2019:481).

الشكل (1) العوامل المحددة للنمو المستدام



المصدر : اعداد الباحثة بالاعتماد على الادبيات السابقة

رابعاً : مفهوم المرونة المالية

لقد اشار (Zainudin et al,2017:6) إلى المرونة المالية بأنها تراكم الحجم النقدي الذي تحتفظ به الشركات بمرور الوقت، وبالتالي تتمتع الشركات بالمرونة المالية إذا كان لديها أثناء أوقات الحاجة خيارات للحصول على النقد (السيولة) وبالتالي تجنب التخلف عن السداد. اما (Marchica&Mura,2010:2) فيصف الشركة بأنها مرنة ماليًا إذا كانت ذات سيولة كافية لمواجهة صدمات التدفق النقدي ، وقادرة على متابعة فرص الاستثمار في الوقت المناسب بسبب قدرتها على الوصول بسهولة إلى الأموال الخارجية . المرونة المالية هي قدرة الشركة على توفير النقدية بعد فترة وجيزة من توفر المعلومات حول الاحتياجات المالية غير المتوقعة وإيجاد فرص جديدة للاستثمار (Arslan et al,2010:2). اما (Bahadori et al,2015:139) فيبين المرونة المالية بأنها قدرة الشركات على التمويل من أجل الاستجابة بشكل مناسب لأحداث غير متوقعة لتعظيم قيمة الشركة ، وبالتالي فإن الشركات التي لديها مرونة مالية هي القادرة على تحمل الضغوط المالية وعندما تظهر فرص مربحة ، يمكنهم توفير الأموال اللازمة للاستثمار بأقل تكلفة.

خامساً :- اهمية المرونة المالية

يمكن تلخيص اهمية المرونة المالية بالاتي:-

- ١- المرونة المالية لديها تأثير على الأداء المالي للشركة، وذلك لأن الشركة التي تتمتع بمرونة مالية كبيرة ستكون قادرة على اغتنام المزيد من فرص الاستثمار المستقبلية عند ظهورها (Lai et al,2020:2).
- ٢- تعمل على تهدئة العلاقات بين تمويل الديون والأداء المالي لأن المستوى الأعلى من المرونة المالية يسمح للشركات بتمويل استثماراتها ومنع الضائقة المالية والتخلف عن السداد (Gregory,2020:5) .
- ٣- تعد مقياس لقدرة الشركة على تجهيز مواردها المالية استجابة لأنشطة التفاعل لتعظيم قيمتها (Liu,2017:92).

وأشار (Gryko, 2018: 45) الى انه يمكن للشركات المرنة ماليا ان تتجنب المخاطر المالية عند الدخول في الفرص الاستثمارية المربحة وتوفير التمويل اللازم لهذه الفرص من مصادر متعددة وعلى وفق الاتي:

- ١- الحفاظ على قدرة الاقتراض واصدار السندات على الاقل في المدى القصير.
  - ٢- الحفاظ على مستوى عالي من النقدية من خلال القدرة على استرداد المدفوعات النقدية الصافية.
  - ٣- القدرة على بيع جزء من الموجودات دون التأثير على العمليات التشغيلية أو تقليص الاستثمار.
- سادسا:- العوامل المؤثرة في المرونة المالية
- هنالك مجموعة من العوامل التي تؤثر في المرونة المالية، والتي يمكن التعبير عنها في الاتي:-
١. فرص النمو
- ان فرص النمو تؤثر على المرونة المالية للشركة حيث تزداد قيمتها كلما كانت هناك فرص متوقعة للنمو وذلك بسبب كونها تتطلب تدفقات نقدية غير متوقعة، فالمرونة المالية اكثر قيمة عندما تواجه الشركة فرص نمو مرتفع (Byoun,2011:1).
٢. التكاليف الفعلية للموجودات النقدية
- التكاليف الفعلية للموجودات النقدية تتمثل في تحديد مقدار الضريبة التي يجب على المنظمة دفعها ، وبالتالي تؤثر على المرونة المالية ، حيث ان ارتفاع مقدار الضريبة يؤثر سلبا على تهيئة وضع مالي مرن للشركة والعكس صحيح (Byoun,2011:1).
٣. امكانية تحويل الموجودات
- يشير مؤشر السيولة إلى إمكانية تحويل موجودات الشركة إلى رأس مال نقدي بسرعة ، اذ يتم تحديد سيولة المشروع من خلال منظورين هما مقدار الوقت اللازم لتحويل الموجودات الحالية إلى أموال والقدرة على بيع الموجودات بسعر محدد (نعمة ومحمد، ٢٠١٩: ١٣٢).
٤. تكلفة التمويل الخارجي
- تشير كلفة التمويل الخارجي الى تكلفة التعويم حيث تؤثر على قيمة المرونة المالية ، فكلما ازدادت كلفة التمويل الخارجي ازدادت قيمة المرونة المالية لان المرونة المالية تعني التمويل باقل التكاليف ، أي بإمكان الشركة ان تستخدم بديل اخر (الجبوري، ٢٠١٧ : ٣٨-٣٩).



### المبحث الثالث: التحليل المالي لبيانات الدراسة:

سيتم عرض التحليل المالي لمؤشرات الدراسة حسب البيانات التي تم جمعها من (10) شركات للفترة من (2011) الى (2018) اذ يتضمن فترتان الاولى خاصة بالتحليل المالي لمعدل النمو المستدام ، اما الفقرة الثانية تهتم بعرض التحليل المالي لمؤشرات المرونة المالية (قابلية الدين ، نسبة الاحتفاظ بالموجودات النقدية ، صافي التدفق النقدي) وسيتم حساب الوسط الحسابي والانحراف المعياري واستخراج المعدل القطاعي وسيتم المقارنة به على مستوى معدلات الشركات والفترات ، وهي كالآتي:

أولاً : التحليل المالي لمعدل النمو المستدام (SGR): ان معدل النمو المستدام هو النسبة الاعلى لنمو الشركة في السنة من دون التمويل الخارجي وبنسبة ثابتة بين الدين والملكية ويتم حسابه من خلال نسب احتجاز الارباح والعائد على حق الملكية. اذا ظهرت النتائج حسب الجدول (١) ان الشركات المبحوثة لها معدل قطاعي عام كان (0,144) اي ما يقارب (14%) بانحراف معياري (0,811) وهي تنمو من دون التمويل الخارجي بالحفاظ على نسبة متساوية بين الدين وحق الملكية . اذ كانت الشركة التي حققت اعلى نسبة نمو مستدام هي (العراقية للسجاد والمفروشات) تليها شركة (الصناعات الكيماوية المعاصرة) و بعدها شركة (الخطاطة الحديثة) و هي التي حققت نسب اعلى من معدل القطاع الصناعي فضلا عن شركة (بغداد للمشروبات الغازية). اما الشركة التي كانت في التسلسل العاشر من حيث النمو فهي (العراقية للاعمال الهندسية) .

الجدول (١) معدلات النمو المستدام للشركات المبحوثة للفترة (٢٠١١-٢٠١٨)

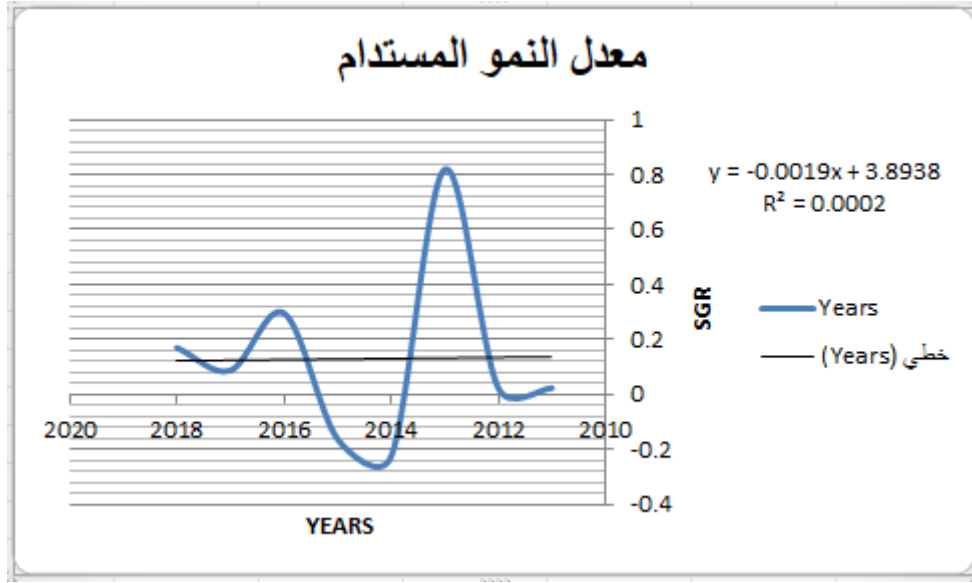
اسم الشركة	201	201	201	201	201	20	201	201	الانحراف المعياري
1 بغداد لصناعة مواد التغليف	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.014
2 بغداد للمشروبات الغازية العراقية	0.20	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.099
3 وتسويق التمور	0.01	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.029
4 للعراقية للسجاد والمفروشات	0.57	0.8	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.127
5 المنصور للصناعات الدوائية	0.05	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.037
6 الصناعات الكيماوية العصرية	0.33	0.0	0.0	1.8	-	-	7.2	-	3.490
7 الخباطة الحديثة	0.20	0.5	0.1	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.207
8 الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.010

## المرونة المالية وأثر معدل النمو المستدام في تعريضها

0.106	0.05	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	9	انتاج الالبسة الجاهزة و التجارة العامة
	9	96	04	00	00	03	26	87	87		
0.178	-	-	-	-	-	-	0.0	0.3	0.3	1	
	0.00	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	06	82	82	0	العراقية الهندسية
	5	88	05	25	01	03					
	0.14	0.1	0.0	0.2	-	-	0.8	0.0	0.0		معدل الفترة
	4	70	87	96	0.1	0.2	19	23	23		
					63	26					
	0.81	0.3	0.1	0.5	0.8	1.0	2.2	0.4	0.4		الانحراف المعياري
	1	06	84	94	13	82	66	32	32		

كما ان معدل الفترة المبحوثة الممتدة من (2011) الى (2018) حسب ما يظهر في الجدول (1) ان المعدلات لها تتراوح بين (-0,0226) واقل قيمة (0.819) وان الفترات التي حققت اعلى من معدل القطاع العام هي (2013,2016,2018) اما الفترات المتبقية هي اقل من معدل القطاع الصناعي الذي تم ذكره انفا، وحسب ما يظهره الشكل (2) الذي يمثل المحور العمودي (معدلات النمو المستدام) والمحور الافقي السلسلة الزمنية ، فكانت النتائج ان معدلات الشركات بشكل عام تتجه الى انحدار بسيط وان النمو الذي تحققه الشركات من دون التمويل الخارجي بثبات نسب الدين وحق الملكية يتراجع بشكل بسيط جدا وان هذا التراجع يقدر ب(-0,002).

الشكل (2) منحني معدل النمو المستدام للسلسلة الزمنية (2011-2018)



المصدر من اعداد الباحثة باستخدام برنامج ( Excel )

ثانيا: التحليل المالي لمؤشرات المرونة المالية:

١: التحليل المالي لمعدل قابلية الدين (DC): ان معدل قابلية الدين هي نسبة الموجودات الثابتة الى الموجودات الكلية للشركة اي ما تملكه الشركة من موجودات ملموسة كضمان للدين. ظهرت النتائج حسب

الجدول (١) ان الشركات المبحوثة لها معدل قطاعي عام كان (0,344) اي ما يقارب (34%) بانحراف معياري (0,288) وهي نسبة الضمانات التي يمكن للشركة ان تستدين على وفقها . اذ كانت الشركة التي حققت اعلى نسبة قابلية دين هي (العراقية للأعمال الهندسية) تليها شركة (بغداد لصناعة مواد التغليف) بعدها شركة (بغداد للمشروبات الغازية) وان الشركات التي حققت المراكز الاولى هي الفريدة التي حققت نسب اعلى من معدل القطاع الصناعي فضلا عن شركة (انتاج الالبسة الجاهزة). اما الشركة التي كانت في التسلسل العاشر من حيث قابلية الدين فهي (العراقية للسجاد والمفروشات) .

الجدول (٢) معدلات قابلية الدين للشركات المبحوثة للفترة (٢٠١١-٢٠١٨)

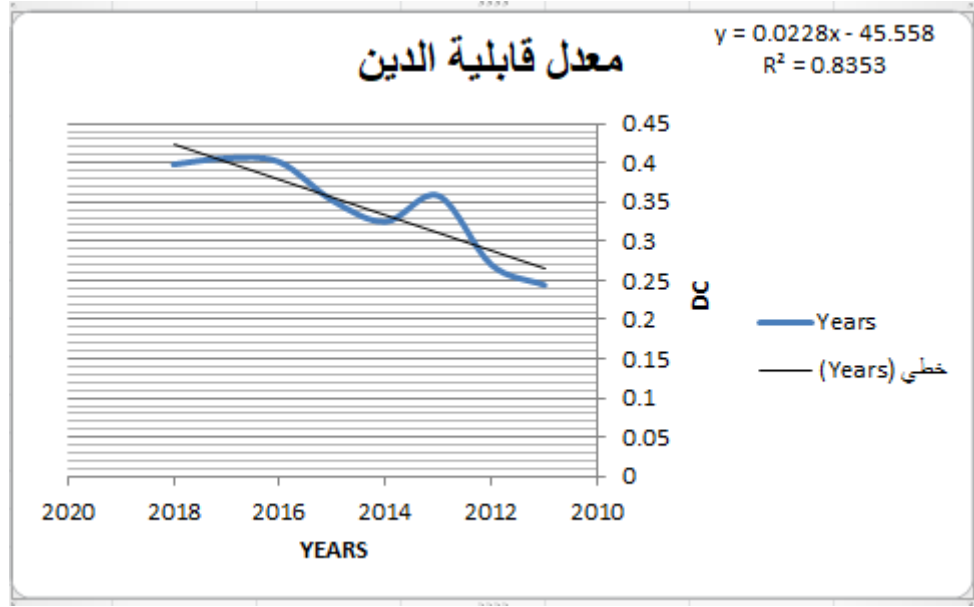
الانحراف المعياري	معدل الشركة	20	20	20	20	20	20	20	20	اسم الشركة	ت
0.137	0.604	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4	0.5	0.4	بغداد لصناعة مواد التغليف	1
0.103	0.567	0.6	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	بغداد للمشروبات الغازية	2
0.331	0.333	0.2	0.3	0.3	0.2	0.1	1.1	0.1	0.0	العراقية للتصنيع وتسويق التمور	3
0.004	0.030	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	العراقية والسجاد والمفروشات	4
0.127	0.237	0.5	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	المنصور للصناعات الدوائية	5
0.057	0.067	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	الصناعات الكيماوية العصرية	6
0.046	0.160	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	الخيطة الحديثة	7
0.055	0.204	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية	8
0.255	0.421	0.4	0.6	0.7	0.5	0.5	0.3	0.0	0.0	انتاج الالبسة الجاهزة و التجارة العامة	9

المرونة المالية وأثر معدل النمو المستدام في تعريضها

0.041	0.820	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8	0.7	1
		49	44	45	25	07	64	69	58	العراقية للأعمال الهندسية
	0.344	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	معدل الفترة
		98	06	01	52	25	58	70	44	
	0.288	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	الانحراف المعياري
		90	03	14	59	51	52	87	52	

كما ان معدل الفترة المبحوثة الممتدة من (2011) الى (2018) حسب ما يظهر في الجدول (٢) ان المعدلات لها تتراوح بين (0,406) واقل قيمة (0,244) وان الفترات التي حققت اعلى من معدل القطاعي العام هي (2013,2015,2016,2017,2018) اما الفترات المتبقية هي اقل من معدل القطاع الصناعي الذي تم ذكره انفا، وحسب ما يظهره الشكل ( ) الذي يمثل المحور العمودي (معدلات قابلية الدين) والمحور الافقي السلسلة الزمنية ، فكانت النتائج ان معدلات الشركات بشكل عام تتجه نحو الارتفاع أي ان الشركات تتجه الى زيادة في نسبة الموجودات الملموسة ويقدر ميل الانحدار ب(0,023).

الشكل (3) منحني معدل قابلية الدين للسلسلة الزمنية (2011-2018)



المصدر من اعداد الباحثة باستخدام برنامج ( Excel )

٢: التحليل المالي للاحتفاظ بالموجودات النقدية (CA): ان معدل الاحتفاظ بالموجودات النقدية هو ما تملكه الشركة من الموجودات النقدية وقيمة الاسهم السوقية للايفاء بالتزاماتها. اذا ظهرت النتائج حسب الجدول (٢) ان الشركات المبحوثة لها معدل قطاعي عام كان (2,181) بانحراف معياري (2,176) وهي نسبة



الموجودات التي يمكن للشركة ان تسدد الالتزاماتها . اذ كانت الشركة التي حققت اعلى نسبة احتفاظ بالنقد هي (انتاج الالبسة الجاهزة) تليها شركة (بغداد لصناعة مواد التغليف) تليها شركة (الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية) وان الشركات التي حققت المراكز الاولى هي الفريدة التي حققت نسب اعلى من معدل القطاع الصناعي فضلا عن شركة (العراقية للتصنيع وتسويق التمور والخياطة الحديثة). اما الشركة التي كانت في التسلسل العاشر من حيث معدل الاحتفاظ بالنقد فهي (المنصور للصناعات الدوائية) .

الجدول (٣) معدلات الاحتفاظ بالموجودات النقدية للشركات المبحوثة للفترة (٢٠١١-٢٠١٨)

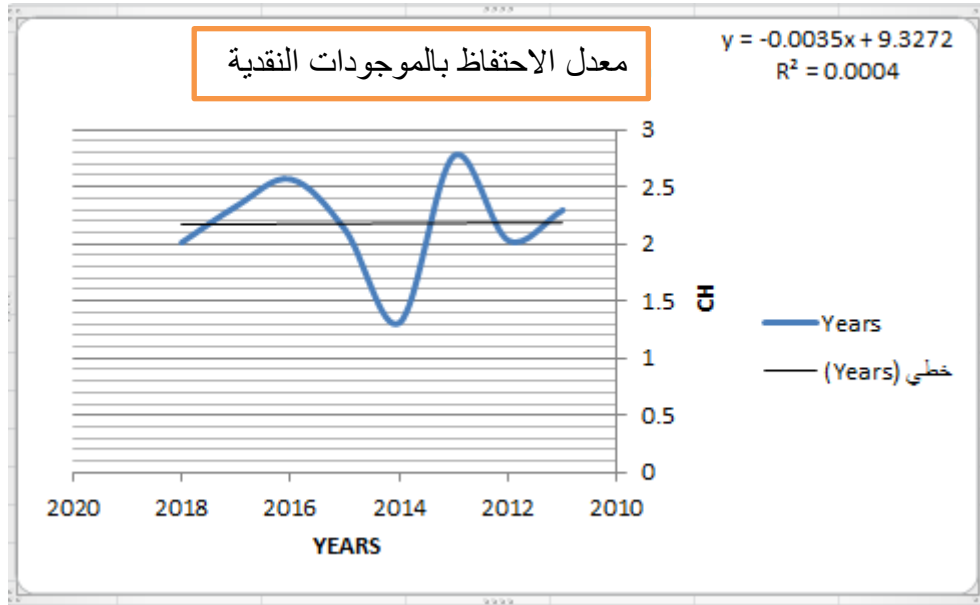
ت	اسم الشركة	20	20	201	201	20	201	20	20	الانحراف معدل الشركة	الانحراف المعياري
1	بغداد لصناعة مواد التغليف	1.3	1.4	1.9	2.1	1.8	2.9	4.2	6.9	2.87	1.913
		18	17	6	5	14	3	12	11		
2	بغداد للمشروبات الغازية	1.9	1.5	1.3	2.0	1.7	2.2	1.3	1.3	1.67	0.349
		34	49	53	01	10	29	08	32		
3	العراقية للتصنيع وتسويق التمور	0.9	0.7	1.3	1.2	1.3	11.	1.4	1.6	2.57	3.739
		29	71	78	35	58	803	52	95		
4	العراقية والمفروشات	2.1	2.1	1.7	0.8	1.1	0.9	0.8	0.8	1.32	0.569
		10	30	24	61	61	10	54	76		
5	المنصور الدوائية	0.4	0.7	0.6	0.8	0.9	1.0	0.7	2.4	0.98	0.622
		44	54	77	29	36	13	82	66		
6	الصناعات العصرية	2.3	2.2	2.5	0.1	0.1	1.0	1.1	0.7	1.29	0.971
		42	30	64	41	43	66	46	62		
7	الخطاطة الحديثة	1.9	2.9	2.6	1.7	2.8	2.6	3.6	1.4	2.50	0.717
		66	84	48	99	49	19	67	66		
8	الوطنية الكماوية والبلاستيكية	1.6	1.6	1.6	10.	1.6	1.2	1.3	2.5	2.81	3.235
		94	05	02	765	84	30	92	55		
9	انتاج الالبسة الجاهزة و التجارة العامة	6.3	8.9	11.	0.8	0.5	2.4	3.9	3.1	4.64	3.806
		49	74	001	21	04	75	03	24		

## المرونة المالية وأثر معدل النمو المستدام في تعزيرها

0.382	1.10	0.9	0.8	0.8	0.6	0.8	1.3	1.5	1.7	للأعمال	العراقية	1
	6	79	78	07	70	84	85	27	16		الهندسية	0
	2.18	2.0	2.3	2.5	2.1	1.3	2.7	2.0	2.2		معدل الفترة	
	1	12	29	67	27	10	72	30	97			
	2.17	1.6	2.4	3.0	3.1	0.7	3.2	1.3	1.8		الانحراف المعياري	
	6	38	40	32	02	71	62	51	07			

كما ان معدل الفترة المبحوثة الممتدة من (2011) الى (2018) حسب ما يظهر في الجدول (٣) ان المعدلات لها تتراوح بين (2,772) واقل قيمة (1,31) وان الفترات التي حققت اعلى من معدل القطاع العام هي (2011,2013,2016,2017) اما الفترات المتبقية هي اقل من معدل القطاع الصناعي الذي تم ذكره انفا، وحسب ما يظهره الشكل (4) الذي يمثل المحور العمودي (معدلات الاحتفاظ بالنقد) والمحور الافقي السلسلة الزمنية ، فكانت النتائج ان معدلات الشركات بشكل عام تتجه الى انحدار ملحوظ ايان الشركات تتجه الى خفض في نسبة النقد وانخفاض قيمتها السوقية ويقدر ميل الانحدار ب (-0,004).

الشكل (4) منحني معدل الاحتفاظ بالموجودات النقدية للسلسلة الزمنية (2011-2018)



المصدر من اعداد الباحثة باستخدام برنامج ( Excel )

٣: التحليل المالي لمعدل صافي التدفق النقدي (NCF): ان معدل صافي التدفق النقدي هي نسبة صافي التدفق النقدي التشغيلي الى الموجودات الكلية للشركة . ظهرت النتائج حسب الجدول (٤) ان الشركات المبحوثة لها معدل قطاعي عام كان (-0,053) بانحراف معياري (0,259) وهي نسبة سالبة اي هناك

انخفاض في إيرادات أنشطة التجارة للشركات المبحوثة . إذ كانت الشركة التي حققت أعلى نسبة تدفق نقدي هي (الخطاطة الحديثة) تليها شركة (بغداد للمشروبات الغازية) في الترتيب الثاني ، كما الترتيب الثالث هي شركة (بغداد لصناعة مواد التغليف) وإن الشركات التي حققت المراكز الأولى هي الفريدة التي حققت نسب أعلى من معدل القطاع الصناعي فضلا عن شركة (العراقية للسجاد والمفروشات، المنصور للصناعات الدوائية، الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية). أما الشركة التي كانت في التسلسل العاشر من حيث صافي تدفق نقدي فهي (العراقية لتصنيع وتسويق التمور) .

الجدول (٤) معدلات صافي التدفق النقدي للشركات المبحوثة للفترة (٢٠١١-٢٠١٨)

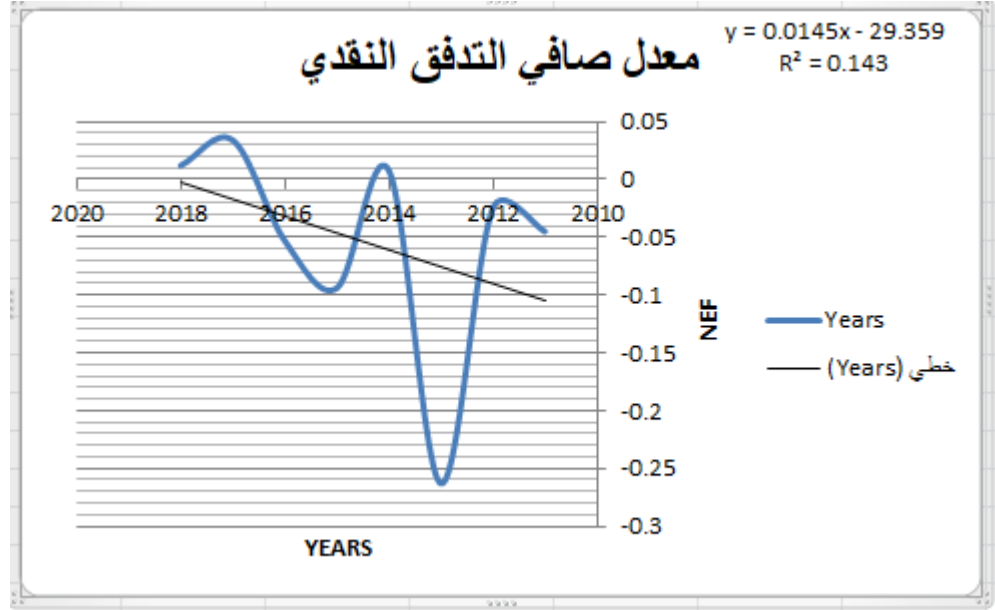
اسم الشركة	201	201	201	201	201	201	201	201	201	الانحراف معدل الشركة المعياري
ت	1	2	3	4	5	6	7	8	9	معدل الشركة المعياري
1 بغداد لصناعة مواد التغليف	0.3	0.2	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.236
2 بغداد للمشروبات الغازية	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.085
3 العراقية للتصنيع وتسويق التمور	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	1.252
4 العراقية للسجاد والمفروشات	0.0	0.0	0.2	0.4	0.4	0.1	0.2	0.1	0.0	0.209
5 المنصور للصناعات الدوائية	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	0.1	0.131
6 الصناعات الكيماوية العصرية	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.045

المرونة المالية وأثر معدل النمو المستدام في تعزيزها

0.111	0.05 4	0.0 00	0.2 73	0.0 29	- 0.0 10	- 0.0 50	0.0 54	0.1 63	- 0.0 32	الخطاطة الحديثة	7
0.085	0.00 1	0.0 89	- 0.0 06	0.0 02	- 0.1 93	- 0.0 09	0.0 33	0.0 46	0.0 42	الوطنية للصناعات الكماوية والبلاستيكية	8
0.204	- 0.05 0	0.0 99	0.0 84	0.0 20	0.0 09	0.0 00	0.0 08	- 0.0 80	- 0.5 36	انتاج الالبسة الجاهزة و التجارة العامة	9
0.135	- 0.08 4	0.0 05	- 0.1 81	- 0.0 48	- 0.0 49	- 0.0 30	0.1 15	- 0.1 59	- 0.3 27	العراقية للأعمال الهندسية	1 0
	- 0.05 3	0.0 12	0.0 34	- 0.0 53	- 0.0 94	0.0 08	- 0.2 63	- 0.0 25	- 0.0 45	معدل الفترة	
	0.25 9	0.0 71	0.1 18	0.0 84	0.1 58	0.1 00	1.1 67	0.1 23	0.2 48	الانحراف المعياري	

كما ان معدل الفترة المبحوثة الممتدة من (2011) الى (2018) حسب ما يظهر في الجدول (٤) ان المعدلات لها تتراوح بين (0,034) واكبر قيمة منخفضة (-0,263) وان الفترات التي حققت اعلى من معدل القطاع العام هي (2014,2017,2018) اما الفترات المتبقية هي اقل من معدل القطاع الصناعي الذي تم ذكره انفا، وحسب ما يظهره الشكل (5) الذي يمثل المحور العمودي (معدلات صافي التدفق النقدي) والمحور الافقي السلسلة الزمنية ، فكانت النتائج ان معدلات الشركات بشكل عام تتجه الى الارتفاع الملحوظ في السنوات الاخيرة ويقدر ميل الانحدار ب ( 0,015 ) .

الشكل (5) منحنى معدل صافي التدفق النقدي للسلسلة الزمنية (2011-2018)



المصدر من اعداد الباحثة باستخدام برنامج ( Excel )



ثالثا التحليل الاحصائي لمؤشرات الدراسة

تم استخدام اسلوب تحليل الانحدار البسيط والمتعدد في تحليل علاقات التأثير بين متغيرات الدراسة ، وتم افتراض ثلاث من الفرضيات التي تختبر علاقة تأثير معدل النمو المستدام في قابلية الدين و الاحتفاظ بالموجودات النقدية و صافي التدفق النقدي و اعتمدنا أيضا في التحليل إحصاءات منها اختبار معنوية الفرضيات و تم قياس تأثير المتغير المستقل في المتغيرات التابعة بواسطة ( t test ) اعتمد الباحث على مستوى الدلالة (0,05) للحكم على مدى معنوية الاختبار وإذا كان مستوى الدلالة المحسوب اقل من مستوى الدلالة المعتمد (0,05) تقبل الفرضية والعكس بالعكس، ونتائج الاختبار كالاتي:

١. اختبار الفرضية الأولى : افترضت الباحثة بوجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية موجبة لمعدل النمو المستدام في قابلية الدين، وحسب نتائج الجدول (٥) تبين ان هناك تأثير لمعدل النمو المستدام في قابلية الدين وقد بلغت (0,22) وهي علاقة موجبة اي كلما ازداد معدل النمو المستدام زادت معه قابلية الدين، كما ان علاقة التأثير معنوية لان مستوى المعنوية المتحققة بلغت (0,005) وهي معنوية عند مستوى (0,05) وحسب هذه النتائج تقبل هذه الفرضية على مستوى هذه الدراسة.

الجدول (٥) معامل تأثير معدل النمو المستدام في قابلية الدين						
المؤشرات المستقلة	المؤشر التابع	التقديرات Coefficient	الخطأ المعياري Std. Error	احصائية (t) t-Statistic	مستوى المعنوية Prob.	القرار
SGR	DC	0.22	0.109035	2.037135	0.005	قبول

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج ( EViews )

٢. اختبار الفرضية الثانية: افترضت الباحثة بوجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية موجبة لمعدل النمو المستدام في الاحتفاظ بالموجودات النقدية ، وحسب نتائج الجدول (٦) تبين ان هناك تأثيرا لمعدل النمو المستدام في الاحتفاظ بالموجودات النقدية وقد بلغت (0,40) وهي علاقة موجبة اي كلما ازداد معدل النمو المستدام زاد معه الاحتفاظ بالموجودات النقدية ، كما ان علاقة التأثير معنوية لان مستوى المعنوية المتحققة بلغت (0,002) وهي معنوية عند مستوى (0,05) وحسب هذه النتائج تقبل هذه الفرضية على مستوى هذه الدراسة.

الجدول (٦) معامل تأثير معدل النمو المستدام في الاحتفاظ بالموجودات النقدية						
المؤشرات المستقلة	المؤشر التابع	التقديرات Coefficient	الخطأ المعياري Std. Error	احصائية (t) t-Statistic	مستوى المعنوية Prob.	القرار
SGR	CA	0.40	0.1908	2.096436	0.002	قبول
المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج ( EViews )						

٣. اختبار الفرضية الثالثة: افترضت الباحثة بوجود علاقة تأثير ذات دلالة معنوية موجبة لمعدل النمو المستدام في صافي التدفق النقدي، وحسب نتائج الجدول (٧) تبين ان هناك تأثيرا لمعدل النمو المستدام في صافي التدفق النقدي قد بلغت (0,64) وهي علاقة موجبة اي كلما ازداد معدل النمو المستدام ازداد معه صافي التدفق النقدي ، كما ان علاقة التأثير معنوية لان مستوى المعنوية المتحققة بلغت (0,000) وهي معنوية عند مستوى (0,05) وحسب هذه النتائج تقبل هذه الفرضية على مستوى هذه الدراسة.

الجدول (٧) معامل تأثير معدل النمو الفعلي والمستدام في صافي التدفق النقدي						
المؤشرات المستقلة	المؤشر التابع	التقديرات Coefficient	الخطأ المعياري Std. Error	احصائية (t) t-Statistic	مستوى المعنوية Prob.	القرار
SGR	NCF	0.64	0.04658	13.7398	0.000	قبول
المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج (EViews)						

#### المبحث الرابع الاستنتاجات والتوصيات:

##### الاستنتاجات:

١. بين التحليل المالي لمؤشر النمو المستدام ان هناك اربع شركات حققت معدل نمو مستدام اعلى من المعدل القطاعي وذلك بسبب كون قدرتها على الديون اعلى من الشركات الأخرى.
٢. أظهرت نتائج تحليل المؤشرات الثلاثة للمرونة المالية ان الشركات المبحوثة اختلفت في تطبيقها لتلك المؤشرات وهذا يعود الى عمق ادراك الشركات التي حققت مرونة مالية عالية بضرورة تحسين نفسها من الصدمات غير المتوقعة .
٣. أظهرت الدراسة ان هناك خمسة من الشركات المبحوثة تحافظ على النقد اكثر من الشركات الأخرى مما جعلها اكثر قدرة على استثمار الفرص المتاحة و مواجهة التهديدات .
٤. هناك أربعة من الشركات لم تعمل على توفير صافي تدفق نقدي مما يؤدي الى خفض قيمة المرونة المالية لهذه الشركات .
٥. اظهر مؤشر قابلية الدين ان هناك اربعة من الشركات لديها قدرة على الاقتراض و ذلك من خلال امتلاكها للموجودات التي تستخدمها كضمان لمجموع ديون الشركة .

التوصيات:

١. اعتماد أدوات تحليل مختلفة و متنوعة لقياس معدل النمو المستدام للشركات .
٢. مراعاة مستوى معدل النمو المستدام لانه يؤثر بشكل مباشر اما في زيادة المرونة المالية او العكس .
٣. مقارنة معدل النمو المستدام للشركة مع الشركات الأخرى للتعرف على أداء هذا القطاع.
٤. استخدام الرافعة المالية (نسبة الدين / حق الملكية ) كمقياس لقياس قيمة المرونة المالية للشركة ، حيث ان لها تاثيرات إيجابية كبيرة على أدائها .
٥. زيادة قدرة الدين و الاحتفاظ بالموجودات النقدية لمواجهة الظروف السلبية .

المراجع:

١. نعمة، نغم حسين، ومحمد، مريم سلام، ٢٠١٩ " دور أداة التوريق في تخفيض المخاطرة الائتمانية "دراسة تطبيقية في مصرف" مجلة الدنانير، المجلد ١، العدد ١٦ .
٢. الجبوري، حيدر جاسم عبيد ، ٢٠١٧ " توظيف المرونة المالية في الحد من هشاشة المصارف من خلال إدارة المخاطر " دراسة تحليلية في عدد من المصارف التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ، أطروحة دكتوراه ، كلية الإدارة و الاقتصاد ، جامعة الكوفة .
3. Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2016). The effect of ownership structure on dividend policy: evidence from Turkey. Corporate Governance: The international journal of business in society.
4. 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) .
5. Arslan, O., Florackis, C., & Ozkan, A. (2010). Financial flexibility, corporate investment and performance. SSRN eLibrary.
6. Attig, N., Boubakri, N., El Ghoul, S., & Guedhami, O. (2016). The global financial crisis, family control, and dividend policy. Financial Management, 45(2), 291–313.

7. Bahadori, M., Talebnia, G., & Imani, Z. (2015). A study on the Relationship between Financial Flexibility and Cash Policies of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Applied Environmental and Biological Sciences*, 5(7), 138–143.
8. Bianchi, F., & Ilut, C. (2017). Monetary/fiscal policy mix and agents' beliefs. *Review of economic Dynamics*, 26, 113–139.
9. Byoun, S. (2011). Financial flexibility and capital structure decision. Available at SSRN 1108850.
10. Chazireni, B. (2017). An investigation into corporate social responsibility on sustainable growth of wholesale and retail SMEs: a case study of Ethekwini Municipal Region (Doctoral dissertation).
11. Chen, H. Y., Gupta, M. C., Lee, A. C., & Lee, C. F. (2013). Sustainable growth rate, optimal growth rate, and optimal payout ratio: A joint optimization approach. *Journal of Banking & Finance*, 37(4), 1205– 1222.
12. Chen, J., Song, W., & Goergen, M. (2019). Passing the dividend baton: the impact of dividend policy on new CEOs' initial compensation. *Journal of Corporate Finance*, 56, 458–481.
13. Cheung, A., Hu, M., & Schwiebert, J. (2018). Corporate social responsibility and dividend policy. *Accounting & Finance*, 58(3), 787–816 .
14. Chung, Y. P., Na, H. S., & Smith, R. (2013). How important is capital structure policy to firm survival?. *Journal of Corporate Finance*, 22, 83– 103.
15. Gregory, R. P. (2020). The Effect of Political Uncertainty on Financial Flexibility and Firm Value. Available at SSRN 3585726.
16. Gryko, J. (2018). Managing of Financial Flexibility. In *Contemporary Trends in Accounting, Finance and Financial Institutions* (pp. 43–55). Springer, Cham.

17. Guerguil, M., Mandon, P., & Tapsoba, R. (2017). Flexible fiscal rules and countercyclical fiscal policy. *Journal of Macroeconomics*, 52, 189– 220.
18. Hutami, R. P. (2012). Pengaruh Dividend Per Share, Return On Equity Dan Net Profit Margin Terhadap Harga Saham Perusahaan Industri Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2010. *Nominal: Barometer Riset Akuntansi dan Manajemen*, 1(2), 104–123.
19. Hutapea, A. W., & Saerang, I. S. (2017). Pengaruh Return On Assets, Net Profit Margin, Debt To Equity Ratio, Dan Total Assets Turnover Terhadap Harga Saham Industri Otomotif Dan Komponen Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis dan Akuntansi*, 5(2).
20. Lai, K., Prasad, A., Wong, G., & Yusoff, I. (2020). Corporate deleveraging and financial flexibility: A Chinese case–study. *Pacific Basin Finance Journal*, 101299.
21. Lin, T. J., Chen, Y. P., & Tsai, H. F. (2017). The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure. *Finance Research Letters*, 20, 1–12.
22. Liu, Z. X. (2017). Financial flexibility and financial policy. *Educational Research International*, 6(2), 90–95.
23. Manaf, N. B. A., Saad, N. B. M., Mohamad, N. E. A. B., Ali, I. B. M., & Rahim, N. B. (2018). Determinants of sustainable growth rate (SGR) By using Zakon's Model to encounter with shariah compliance requirements for shariah securities compliance firms in Malaysia. *International Journal of Industrial Management*, 4, 61–69.
24. Marchica, M. T., & Mura, R. (2010). Financial flexibility, investment ability, and firm value: evidence from firms with spare debt capacity. *Financial management*, 39(4), 1339–1365.

25. Ofori\_Sasu, D., Abor, J. Y., & Osei, A. K. (2018). Dividend policy and shareholders' value: evidence from listed companies in Ghana. *African Development Review*, 29(2), 293–304.
26. Puteh, A. (2013). Pengaruh Current Ratio dan Total Assets Turnover Terhadap Return on Equity Pada Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Semnas Fekon: Optimisme Ekonomi Indonesia 2013, Antara Peluang dan Tantangan*.
27. Rahim, N. (2017). Sustainable growth rate and firm performance: a case study in Malaysia. *International Journal of Management, Innovation & Entrepreneurial Research*, 3(2), 48–60.
28. Sari, N. M. V., & Budiasih, I. G. A. N. (2014). Pengaruh Debt To Equity Ratio, Firm Size, Inventory Turnover Dan Assets Turnover Pada Profitabilitas. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 6(2014) .
29. Sims, C. A. (2016, August). Fiscal policy, monetary policy and central bank independence. In *Kansas Citi Fed Jackson Hole Conference*.
30. Stahl, F., Heitmann, M., Lehmann, D. R., & Neslin, S. A. (2012). The impact of brand equity on customer acquisition, retention, and profit margin. *Journal of marketing*, 76(4), 44–63.
31. Zainudin, Z., Ibrahim, I., Said, R. M., & Hussain, H. I. (2017). Debt and Financial Performance of Reits In Malaysia: A Moderating Effect of Financial Flexibility. *Jurnal Pengurusan (UKM Journal of Management)* 6.

