

## تأثير النمو المستدام في قيمة الشركات

### دراسة تطبيقية لشركات قطاع الصناعة المدرجة في سوق العراق للاوراق

المالية للفترة من (٢٠١٠ - ٢٠١٩) (\*١)

## The Impact of Sustainable Growth on Companies Value Study applied for Industry Sector listed on the Iraq Stock Exchange for the period from(2010-2019)

### الباحثين

أ.م.د. شذى عبد الحسين جبر الزبيدي (\*٣)

لمى محمد منصور (\*٢)

أ.د. محمد علي موسى المعموري (\*٤)

### المستخلص

يهدف البحث الى التعرف على مدى تأثير النمو المستدام(معدل النمو الفعلي، ومعدل النمو المستدام) في قيمة الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية، فضلاً عن تحليل متغيرات البحث النمو المستدام وفق نموذج Van Horne كمتغير مستقل، وقيمة الشركات (القيمة السوقية) كمتغير تابع، وتمثل مجتمع البحث بالشركات قطاع الصناعة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية، اذ تم اختيار (٥) خمسة شركات صناعية كعينة للبحث، وتمثلت المدة الزمنية للبحث ب(١٠) عشر سنوات من (٢٠١٠ - ٢٠١٩) مستخدمة في ذلك البيانات المنشورة في الموقع الالكتروني لسوق العراق للاوراق المالية.

- (\*١) البحث مستل من أطروحة مقدمة الجامعة التقنية الوسطى / الكلية التقنية الادارية / بغداد.  
(\*٢) الجامعة التقنية الوسطى / الكلية التقنية الادارية / بغداد.  
(\*٣) الجامعة التقنية الوسطى / الكلية التقنية الادارية / بغداد.  
(\*٤) الجامعة التقنية الوسطى / الكلية التقنية الادارية / بغداد.

وقد سعى البحث الى اختبار فرضيات البحث وعلاقة التأثير بين متغيرات البحث، وذلك للاجابة عن التساؤلات المتعلقة بمشكلة البحث والوصول الى الاهداف المحددة، ولأجل معالجة البيانات تم استخدام المعادلات المالية لنموذج VanHorn وتم تحليلها بواسطة برنامج Eexel .

توصل البحث الى مجموعة من الاستنتاجات من بينها انخفاض كفاءة ادارة الشركة ياتي من خلال انخفاض عوائد الشركات المبحوثة بسبب ضعف الاستثمارات وبالتالي تدني عوائد الاستثمارات.

**الكلمات المفتاحية:** معدل النمو المستدام، معدل النمو الفعلي، نموذج VanHorn ، قيمة الشركة

## Abstract

The research aims to identify the extent of the impact of sustainable growth (actual growth rate, and sustainable growth rate) on the value of industrial companies which listed in the Iraqi Stock Exchange, as well as analyzing research variables sustainable growth according to the (Van Horne) model as an independent variable, and the value of companies (market value) as a dependent variable. The research community commercial industrial companies listed on the Iraq Stock Exchange, has been chosen as the (5) five Industry companies as a sample for the study consisted of time series study to (10) ten years (2010-2019). using the financial statements published on the website Iraqi Stock Exchange, This research sought to test the research hypotheses and the relationship of influence between The variables of the research, in order to answer the questions related to the problem of the research and reach the objectives set, For processing the data, it was used , VanHorn models and financial equations were used within the Excel program.

The research reached a set of conclusions, including the low efficiency of the company's management, which comes through the low returns of the researched companies due to the weak investments and thus the low returns on investments.

**Keywords:** sustainable growth rate, actual growth rate, VanHorn model, company value

### مقدمة

يعد النمو المستدام من الموضوعات المهمة والتي يحظى باهتمام كبير من قبل العديد من الباحثين المهتمين بهذا الموضوع، اذ يتطلب من الشركات نموا مستداما للبقاء في عالم تنافسي، والنمو المستدام لاي عمل ينطوي على موقف يحدث فيه النمو دون زيادة في الاصول او اصدار الاسهم او الالتزامات او الارباح المحتجزة. وهذا يساعد المستثمرين والمحللين على ايجاد الحد الاقصى للمعدل الذي يمكن ان تنمو به الشركة باستخدام الاصول الموجودة من خلال ربط النمو المستدام بالسياسات المالية وكذلك يمكن للنمو المستدام مساعدة المديرين على القيام بالتخطيط المالي بكفاءة، ويعتبر النمو المستدام ذات قيمة لانها تجمع بين التشغيل (هامش الربح، وكفاءة الاصول) والعناصر المالية (هيكل راس المال، ومعدل الاحتفاظ) في مقياس شامل واحد، باستخدام معدل النمو المستدام يمكن المدراء الماليين من قياس ما اذا كانت خطط النمو المستقبلية للشركة واقعية، وكذلك تزود المديرين المستثمرين بصيرة في رفع نمو الشركة. كون ان النمو المستدام تستطيع الشركة تحقيقه دون الاعتماد على التمويل الخارجي. (Ross, et. al, 2010:128)

كما ان النمو المستدام يرتبط بشكل مباشر بتوليد وتعظيم ثروة المساهمين من خلال دور ادارة الشركة بوضع خطة للنمو يسعى من خلاله لخلق استدامة واستمرارية في العمل فكلما زاد معدل النمو ازدادت الحاجة الى الاموال لدعم النمو فعلى سبيل المثال زيادة المبيعات تحتاج الشركة الى زيادة موجوداتها الثابتة والمدينين والمخزون لانتاج المبيعات الاضافية ودعمها، وهنا يتطلب وجود ضخ راس مال اضافي وهذه الحاجة ينبغي التخطيط لها مسبقاً.

## أولاً: - مشكلة البحث

تعاني بعض الشركات من تذبذب في مواردها وينعكس ذلك على قدرتها في النمو المستقبلي، بسبب ان النمو الفعلي للشركة لا بد ان يتوافق مع مواردها، وكذلك لا بد من ربطه بزيادة ثروة المساهمين. لذا سعت الادبيات المالية الى ربط النمو المستدام بتوليد قيمة الشركة ياتي من خلال زيادة ارباح الشركة مما يؤدي الى توفير اموال داخلية تؤدي الى نمو فعلي وعدم اللجوء الى مصادر تمويل خارجية.

في ضوء ذلك تتمحور مشكلة البحث في دور النمو المستدام للشركات كمدخل لتعظيم قيمة الشركة، كون النمو المستدام يمثل النمو الذي تستطيع الشركة تحقيقه دون الاعتماد على التمويل الخارجي، ومن هنا تاتي اهمية التخطيط المالي من قبل ادارة الشركة فيما يخص القرارات التشغيلية والاستراتيجية التي تهدف الى زيادة ثروة المساهمين من خلال زيادة ارباح الشركة مما يؤدي الى توفير اموال داخلية تتلائم مع النمو الفعلي وعدم اللجوء الى مصادر تمويل اضافية.

### **في ضوء ماتقدم يمكن تجسيد مشكلة البحث في الاسئلة الاتية:**

- ١- وجود علاقة لمعدل النمو الفعلي ومعدل النمو المستدام في قيمة الشركة؟
- ٢- وجود اموال داخلية للشركة تتوافق مع النمو الفعلي وعدم اللجوء الى مصادر تمويل خارجية وبالتالي قد تؤدي الى زيادة قيمة الشركة؟

## ثانياً: - أهمية البحث

يكتسب البحث اهميته من الاتي:

- ١- تعتبر متغيرات البحث (النمو المستدام وقيمة الشركة) من الموضوعات المالية المهمة التي تتطلب اهتمام ودراسة من قبل المدراء الماليين والمهتمين بهذا المجال .
- ٢- التعرف على واقع النمو الفعلي في الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية كونه احد المؤشرات المهمة للشركات، خلال تحليله للشركات عينة البحث لما له

من دور هام في عملية التخطيط واتخاذ القرارات من قبل المختصين في مجال الادارة و لرفع مستوى دقة قراراتهم، وبالتالي تحقيق استدامة وقيمة للشركات.

٣- يعالج البحث مشكلات واقعية وفعلية من خلال تحليل متغيرات البحث (النمو المستدام وقيمة الشركة).

### ثالثاً: - أهداف البحث

في ضوء مشكلة البحث واهميتها، يهدف البحث الى:

- ١- من خلال الجانب النظري والتطبيقي يتم التعرف على متغيرات البحث (النمو المستدام وقيمة الشركة) وكيفية مساهمة النمو المستدام بمؤشرات في تحقيق قيمة للشركات عينة البحث.
- ٢- قياس وتحليل النمو المستدام من خلال نماذج النمو المستدام التي تتم تحديدها في البحث وفق نموذج Van Horne .
- ٣- تحليل متغيرات البحث النمو المستدام بمؤشرات (معدل النمو الفعلي ومعدل النمو المستدام) كمتغير مستقل، وقيمة الشركات بمؤشرها (القيمة السوقية للاسهم المتداولة) كمتغير تابع.
- ٤- التحقيق في علاقة متغيرات البحث، والتوصل الى النتائج والتي تحدد طبيعة العلاقة بين متغيرات البحث ومدى استفادة المؤسسات من هذه النتائج وخططها واستراتيجيتها.

### رابعاً: - فرضيات البحث

- هنالك فرضيتان يسعى البحث الى اثباته مدى صحتها وهي.
- الفرضية الاولى:** وجود علاقة تاثير لمعدل النمو المستدام في قيمة الشركة.
- الفرضية الثانية:** وجود اموال داخلية للشركة تتوافق مع النمو الفعلي وعدم اللجوء الى مصادر تمويل خارجية تسهم في زيادة قيمة الشركة.

### خامساً: - حدود البحث

يتحدد البحث بالحدود المكانية والزمانية وهي كالاتي:

١- الحدود المكانية: - لغرض اثبات فرضيات البحث واهمية البحث تم اختيار

الحدود المكانية للبحث لعدد من الشركات قطاع الصناعة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية.

٢- الحدود الزمنية : - بناءً على عينة البحث المختارة كحدود مكانية تم اختيار المدة الممتدة من (2010-2019) لعينة البحث.

### سادساً: - مجتمع وعينة البحث

تمثل مجتمع البحث في الشركات المساهمة قطاع الصناعة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية، اما بالنسبة لعينة البحث تالفت من (٥) شركة، كانت تنتمي الى قطاع الصناعة اختيرت اعتمادا على المعايير الاتية هي:

١- توافر التقارير المالية للشركات المختارة في الفترة الممتدة من(2010-2019).

٢- ان تكون الشركات مدرجة في سوق العراق للاوراق المالية قبل (2010).

٣- عدم تعرض تلك الشركات المختارة للايقاف عن التداول.

ويوضح الجدول (١) عينة الدراسة لقطاع الصناعة وكالاتي:

الجدول رقم(١)  
عينة البحث

اسم الشركة	نوع المساهمة	تاريخ التأسيس	راس المال(مليون دينار عراقي)
الخيطة الحديثة	خاصة	١٩٨٩/٢/١٤	١٠٠٠
الصناعات الكيماوية والعصرية	خاصة	١٩٤٦/٦/١٩	١٨٠
العراقية للسجاد والمفروشات	خاصة	١٩٨٩/٥/١٠	٥٠٠
المنصور للصناعات الدوائية	خاصة	١٩٨٩/٤/١٩	٦٤٦٩
بغداد للمشروبات الغازية	خاصة	١٩٨٩/٧/١٨	١٧٧٣٣٣

المصدر : اعداد الباحثة الاعتماد على البيانات المالية لعينة البحث

## سابعاً: - الاساليب المالية والاحصائية في تحليل متغيرات البحث

### اولاً: التحليل المالي لمتغيرات البحث

لاختبار التحليل المالي لمتغيرات البحث فقد تم تحليلها باستخدام معادلات

مالية (النسب المالية) باستعمال برنامج مايكروسوفت اكسل (Excel) وكالاتي:

١- المتغير المستقل النمو المستدام (نموذج VanHorn) تم احتسابه وفق المعادلة

الاتية:

$$VSGR = \frac{b \left( \frac{NP}{S} \right) \left( 1 + \frac{D}{Eq} \right)}{\frac{A}{S} - b \left( \frac{NP}{S} \right) \left( 1 + \frac{D}{Eq} \right)}$$

حيث ان :

$$\frac{A}{S} = \text{اجمالي الموجودات الى المبيعات}$$

$$b = \text{نسبة الاحتجاز}$$

$$\frac{NP}{S} = \text{هامش الربح}$$

$$\frac{D}{Eq} = \text{الدين الى حقوق المساهمين}$$

٢- النمو الفعلي: - تم احتسابه وفق المعادلة الاتية:

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

إذ إن :-

AGR: معدل النمو الفعلي (Actual Growth Rate)

ROA: العائد على الموجودات ويحسب بقسمة صافي الربح على إجمالي الموجودات

b: نسبة الإرباح المحتجزة ويحسب على وفق الاتي:

$$\text{Retained Earnings Ratio (b)} = \frac{\text{Retained Earnings}}{\text{Net profit}}$$

٣- المتغير التابع قيمة الشركة (القيمة السوقية للاسهم)، تم احتسابه وفق المعادلة الآتية:-

$$\text{القيمة السوقية} = \text{عدد الاسهم المتداولة} \times \text{سعر السهم الواحد في السوق}$$

ثانياً:- التحليل الاحصائي لمتغيرات البحث

تم اختبار علاقة التأثير بين المتغيرات البحث احصائياً باستخدام برنامج SPSS-24

### الجانب النظري

### النمو المستدام

اولاً:- مفهوم وتعريف النمو المستدام

تعد الاستدامة بصورة عامة امكانية الشركات على تحقيق اهدافها او الايفاء بالتزاماتها على المدى الطويل. فيما عرفت الاستدامة المالية لفرص النمو قدرة الشركة بتوفير السيولة المالية الكافية لمواجهة الافلاس، وقدرة الشركة بتغطية التكاليف التي تتحملها في مرحلة النمو (Marwa&Aziakpono, 2015: 873).

هنالك تعريفات متعددة لمفهوم النمو المستدام بشكل عام يعود معظمها للمهتمين والباحثين بدراستها ومن حيث تأثيرها على المنظمات والبيئة المحيطة فقد عرف النمو المستدام من قبل (حسن وجبر، ٢٠١٦: ٧٠) هو تعظيم معدل النمو الذي يمكن الشركة من البقاء دون إصدار أو نشر أي حقوق مالية إضافية بمعنى يضمن للشركة تمويل النمو من الأرباح دون تعديل نسبة الديون للشركة. كما عرف (Abdul.Manaf,et al,2018,71) معدل النمو المستدام هو الحد الأقصى الذي يمكن للشركة من خلاله زيادة الإيرادات دون استنزاف مواردها المالية، ويعتبر ذو قيمة لأنه يجمع بين العمليات التشغيلية كهامش ربح وكفاءة الموجودات مع العمليات التمويلية كهيكل راس المال ونسبة احتجاز الأرباح في قياس واحد.

فيما ذكر (الزبيدي واخرون، ٢٠١٩:٥٠٢) ان النمو المستدام" هو النمو الذي تستطيع المنظمة او الشركة تحقيقه من دون الاعتماد على التمويل الخارجي. اما معدل النمو المستدام هو المعدل الاقصى للنمو الذي يمكن للشركة الحفاظ عليه دون زيادة نفوذها المالي".

اما (النفقي، ٢٠١٩: ٢٥) فقد "عرفت النمو المستدام هو مستوى التمويل الذي تكون عنده الشركة قادرة

على وضع استراتيجيات تمويلية تتلائم مع فرص النمو المستقبلية دون اللجوء الى مصادر تمويل خارجية".

وفق ماورد من تعريفات اعلاه بالامكان تعريف النمو المستدام هو الحد الاقصى لمستوى التمويل الذي يمكن للشركة تحقيقه دون الاعتماد على مصادر تمويل خارجي. اما معدل النمو المستدام هو الحد الاقصى للنمو يمكن للشركة الحفاظ عليه دون استنزاف مواردها المالية في السنوات اللاحقة.

#### ثانياً:- العوامل المحددة للنمو المستدام

ان لاي شركة عده عوامل تحدد معدل النمو المستدام سنتطرق اليها كالاتي:

(Rajesh,2014:37)

١- هامش الربح :حيث أن الزيادة في هامش الربح يعزز من قدرة الشركة على توليد الاموال داخلياً وبالتالي زيادة النمو المستدام.

٢- معدل دوران صافي الاصول: حيث أن الزيادة في معدل دوران صافي أصول الشركة يؤدي إلى زيادة المبيعات المتولدة من كل وحدة في الاصول، وهذا يؤدي إلى زيادة معدل النمو المستدام.

٣- السياسة المالية :حيث أن زيادة نسبة الملكية ( الدين / حقوق المساهمين ) يعزز النفوذ المالي للشركة ويجعل تمويل الديون الاضافية متاح، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو المستدام.

٤- سياسة توزيع الارباح : حيث أن إنخفاض نسبة صافي الربح بعد الضرائب المدفوعة كأرباح يزيد من نسبة إحتجاز الارباح منها، مما يؤدي إلى زيادة حقوق المساهمين المتولدة داخلياً وبالتالي زيادة معدل النمو المستدام، ويعتبر معدل النمو المستدام بالنسبة للشركة أداة تخطيطية لها ويؤكد على العلاقة بين العوامل الاربعة(حسن،جبر:٧٢:٢٠١٦).

ثالثاً: ما اهمية احتساب معدل النمو المستدام؟

يعد معدل النمو المستدام من المفاهيم المهمة والمفيدة في دراسات التمويل للشركات، ويكتسب اهميته لكونه: (Ross, et al., 2010: 130).

١- يتيح للمحللين والمستثمرين الماليين معرفة اقصى معدل متاح لنمو الشركة، هذا في ظل افتراض عدم وجود تمويل اضافي سواء من الملكية او الدين.

٢- يوفر معدل ايضا تقدير عندما يتعلق الامر بارتفاع راس المال الخارجي، كما انه يقدم ارشادا عن كمية الاموال التي ينبغي الحصول عليها، وفقاً لاي شروط.

ان ميزة الاستفادة من معدل النمو المستدام تظهر في كونه يساعد على توفير اطار لاتخاذ القرارات على المدى القصير فيما يتعلق بـ : (تقليل التكاليف، وتغيير

نسبة الربحية، وادارة راس المال العامل، وتغيير دورة التحويل النقدي) (Constantin, 2015: 64-65).

رابعاً:- مؤشرات النمو المستدام

وفيما يأتي عرض لمؤشرات النمو المستدام

١- معدل النمو الفعلي (AGR) Actual Growth Rate

يقصد به اقصى معدل نمو تستطيع الشركة الوصول اليها دون اللجوء الى تمويل

خارجي. ويسمى هذا بمعدل النمو الداخلي لان الشركة تحققه من التمويل الداخلي فقط (Ross,et.al,2003:112).

ويمكن حساب معدل النمو الداخلي وفق المعادلة الاتية:

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

إذ إن :-

AGR: معدل النمو الفعلي (Actual Growth Rate)

ROA : العائد على الموجودات ويحسب بقسمة صافي الربح على إجمالي الموجودات

b : نسبة الإرباح المحتجزة ويحسب على وفق الاتي:

$$\text{Retained Earnings Ratio (b)} = \frac{\text{Retained Earnings}}{\text{Net profit}}$$

**Sustainable Growth )**

٢- معدل النمو المستدام

**Rate (SGR**

ويقصد به اعلى نسبة ممكن ان تصل اليها الشركة دون زيادة في حقوق الملكية والحفاظ على نسبة ثابتة لقيمة الدين الى حق الملكية، وهناك سببين يدفع المؤسسات الى زيادة معدل النمو المستدام (SGR).

(Rogelio Oliva:2003: 13).

أ- الفرص الاستراتيجية والتي تعبر على وجود معدلات نمو قوية تتجاوز ما هو مستدام مالياً على المدى القصير ويحقق ميزة تنافسية، ورافعة مالية اقتصادية للمبيعات.

ب- اسواق راس المال الديناميكية، المستثمرون المتفائلون، الشركات العرضية مع الموارد المضمونة، تشويه او الغاء قيود التمويل التي تحد من تقلبات معدلات النمو، معدلات النمو المرتفعة، مما يؤدي الى وجود بيئة عمل متقلبة وعوائد مخيبة لامال المساهمين. حسب المعادلة الاتية: ( جبر، وحسن، 2016: 70).

$$SGR = \frac{ROE \times b}{1 - (ROE \times b)}$$

اذ ان:

SGR : معدل النمو المستدام ( Sustainable Growth Rate )

ROE : العائد على حق الملكية (Return on Equity)

b : نسبة الاحتجاز

خامساً :- نماذج النمو المستدام

١- نموذج Zakon 1968

هذا النموذج يسمى بنموذج مجموعة بوسطن الاستشارية Boston Consulting Group s Model (BCG)، وهو احد الارقان الاساسية في الادبيات المالية التي كان كل من الباحثين والممارسين يشيرون اليها على مدى العقود الماضية. حيث تم تحليل العلاقة بين النمو والربحية والتغير في الموجودات من خلال هذا الانموذج، ويشير الى ان النمو يمكن ان يكون مستدام داخلياً، ان لم يكن معدل نمو صافي الموجودات اعلى من معدل نمو الارباح المحتجزة ويمكن احتسابه بالمعادلة الاتية: ( جبر، وحسن، ٢٠١٦: ٧٣)

$$SGR = \frac{D}{E} \times (R - i).p + R - p$$

حيث ان:

D/E = نسبة الدين / حقوق المساهمين

ROA = العائد على الموجودات

I = معدل الفائدة (١- نسبة الضريبة)

P = نسبة الاحتجاز

وعند تحليل مكونات هذه المعادلة، فمن الواضح ان معدل النمو المستدام يحدد ربحية الشركة والسياسات المالية للشركة بشأن المديونية ومقسوم الارباح ( Alayemi & Akintoye, 2015: 154).

## ٢- نموذج Higgs 1977

وفق هذا النموذج فقد عرف Higgs معدل النمو المستدام بأنه نسبة الزيادة المتناغمة مع الاهداف المالية المحددة للشركة (على فرض ان الشركة تستخدم الادارة من خلال نموذج الاهداف). وبعد حساب معدل النمو هذا بالامكان مقارنته مع معدل النمو الفعلي.

اشار (Ross,2003:117) بأنه Higgs ناقش ان النمو الفعلي عندما يكون عاليا فسيواجه النمو المستدام للشركة صعوبة في المستقبل. وان النمو المستدام لـ Higgs من اربع نسب مالية هي (مقسوم الارباح المدفوعة، وهامش الربح، ومعدل دوران الموجودات، وهيكّل راس المال، وعليه يحتسب وفق المعادلة المبينه ادناه: (Glantz & Mun, 2003: 304).

$$SGR = \frac{P(1 - D)(1 + L)}{\frac{A}{S} - P(1 - D)(1 + L)}$$

حيث ان :

P = هامش الربح على المبيعات بعد الضريبة

D = نسبة الارباح الموزعة على المساهمين

L = نسبة الدين الى حقوق المساهمين

$\frac{A}{S}$  = الاصول الى نسبة المبيعات

معدل النمو المستدام SGR هو مقياس للشركات لاغراض مختلفة، مثل تقييم القدرة الائتمانية للشركات . اذا كان معدل النمو الفعلي للشركات اكبر من معدل النمو المستدام SGR فالشركات المالية لها استعداد لتقديم قروض للشركات او مساعدة في اصدار اسهم راس المال اللازم. اما اذا كان معدل النمو الفعلي للمبيعات باستمرار اقل من معدل النمو المستدام SGR، فسوف تحتاج الى الفوائض النقدية للاستثمار والمؤسسة المالية قد تقدم المنتجات الاستثمارية للشركة. (De Wet, 2004: 4) .

## ٣- نموذج Van Horne 1987

يرى James C. Van Horne ان ادارة النمو يتطلب موازنة دقيقة لاهداف مبيعات الشركة مع كفاءتها التشغيلية ومواردها المالية، لذا فقد طور Van Horne عام (١٩٨٧) نموذجاً للنمو المستدام لقياس النمو المستدام للشركة. وهو يتألف من اربع نسب وهي (هامش صافي الربح، معدل دوران الاصول، معدل احتجاز الارباح، مضاعف حق الملكية). وتعكس هذه المتغيرات الاربعة في الانموذج التفاعل بين قرارات التشغيل والاستثمار والتمويل للشركات، اذ تعكس نسبة هامش صافي الربح الادارة التشغيلية للشركة، في حين تعكس نسبة دوران الموجودات ادارة استثماراتها، وتعكس الرافعة المالية سياستها التمويلية (Palepu & Healy, 2013: 5/28)، ويتم احتسابه وفق الصيغة الآتية:

$$VSGR = \frac{b \left( \frac{NP}{S} \right) \left( 1 + \frac{D}{Eq} \right)}{\frac{A}{S} - b \left( \frac{NP}{S} \right) \left( 1 + \frac{D}{Eq} \right)}$$

حيث ان :

$$\frac{A}{S} = \text{اجمالي الموجودات الى المبيعات}$$

$$b = \text{نسبة الاحتجاز}$$

$$\frac{NP}{S} = \text{هامش الربح}$$

$$\frac{D}{Eq} = \text{الدين الى حقوق المساهمين}$$

ان نموذج النمو مستدام لـ Van Horne هي اداة قوية لفحص التناسق بين اهداف نمو المبيعات والكفاءة التشغيلية والاهداف المالية للشركة. حيث عرف النمو المستدام (SGR) "هو الحد الاقصى لمعدل النمو الممكن للشركة تحقيقه وفق الكفاءة التشغيلية والمالية والسياسات الادارية الخاصة بالشركة" (Fonseka, et:al, 2012: 499-500).

أ- نسبة إجمالي الموجودات/ المبيعات (A/S) Assets/Sales Ratio

تعد اداة لقياس كفاءة التشغيل، فهي تعبر مدى كفاءة الشركة في استعمال ما لديها من موجودات لإنتاج المبيعات وتوليد الارباح. وبالمقابل فإن هذه النسبة هي مركب من إدارة

المستحقات (كما هو مبين في متوسط فترة التحصيل) وإدارة المخزون (كما هو مبين في نسبة دوران المخزون)، وإدارة الموجودات الثابتة (كما يتضح من إنتاجية المنتج من خلال المصنع)، وإدارة السيولة (على النحو الذي تقترحه نسبة الموجودات السائلة والعائد عليها) (Shim & Siegel, 2008: 374).

#### ب- هامش الربح (NP/S) Profit Margin

يعتبر هامش الربح الأداة أخرى التي تمثل الكفاءة التشغيلية كمقياس للإداء الإداري، ويشير الى مقدار الربح الذي تجنيه الشركات من كل دينار من المبيعات (Shim & Siegel, 2005: 373). وإن زيادة هذه النسبة تشير الى زيادة القدرة على توليد الاموال داخلياً، مما يؤدي الى تأثير مباشر في تحقيق النمو.

وعادة ما يتم احتساب هامش الربح قبل الفائدة والضريبة وعندئذ فهو يعد بمثابة المقياس الحقيقي لكفاءة الإدارة، ويرجع السبب في ذلك الى إنه ليس للإدارة سيطرة فعليه على الفوائد والضرائب ولكن لابد من قراءتها مع هامش صافي الربح للحصول على تفاصيل دقيقة عن ربحية الشركات (الشيخ، ٢٠٠٨: ٤٣).

$$\text{Profit Margin (NP/S)} = \frac{\text{Net profit (NP)}}{\text{Sales (S)}}$$

#### ج - نسبة الاحتجاز (b) Retention Ratio

توضح هذه النسبة مقدار الأرباح المعاد استثمارها مرة أخرى، وعليه فهي تقيس مقدار الأرباح المتبقية بعد دفع الفائدة والضريبة ومقسوم الأرباح، والمتاحة للاحتجاز والمساهمة في الأعمال مرة أخرى.

$$\text{Retention ratio (b)} = \frac{\text{Retained earnings (RE)}}{\text{Net profit (NP)}}$$

وتزداد هذه النسبة كلما قلت مدفوعات الأرباح الموزعة على المساهمين، وهذا يزيد من الملكية الداخلية وبالتالي يزداد معدل النمو المستدام ( Nagamani & Priyadharshini, 2016: 45).

#### د- نسبة الدين/ حق الملكية Debt / Equity Ratio (D/E)

تعتبر هذه النسبة الاداة لقياس مقدار التوازن بين التمويل الخارجي المقدم من قبل الدائنين مع التمويل الداخلي المقدم من قبل المساهمين والمالكين (الدباس، ٢٠١٤: ٦٨). كلما ارتفعت هذه النسبة دل على اعتماد الشركة على الديون والاقتراض في تمويل موجوداتها، وبالتالي يحد من قدرتها على الحصول على الائتمان في المستقبل، ويفرض عليها شروطاً إضافية أكثر تشدداً للحصول على القروض (إبتسام، ٢٠١٤: ٩٧).

كقاعدة عامة، ينبغي أن يكون هناك مزيج مناسب من الديون والأسهم في تمويل موجودات الشركة للتمتع بالنمو المستدام ( Nagamani & Priyadharshini, 2016: 45)، في حين تشير النسبة  $(1+D/E)$  المستعملة في الأنموذج الى مضاعف حق الملكية والتي تبين كم دينار من إجمالي الموجودات تم تمويلها مقابل كل دينار واحد من حقوق الملكية، أي مدى مساهمة حقوق الملكية في تمويل موجودات الشركة، وتسمى أيضاً بنسبة الرفع المالي (دازيت ومبروكة، ٢٠١٣: ٤٣).

#### ٤- نموذج Rose2003

وهو اهم النماذج واكثر حداثة (Rose mode) حيث يعتمد هذا النموذج على معدل العائد على حق الملكية ROE وعلى الارباح المحتجزة b، حيث اقترح Rose المعادلة الاتية لحساب معدل النمو المستدام SGR .

$$SGR = \frac{ROE \times b}{1 - ROE \times b}$$

حيث ان :

SGR = معدل النمو المستدام

ROE = العائد على حق الملكية

b = نسبة الاحتجاز

وقدم صيغة المعادلة اعلاه على اساس مجموعة من الافتراضات اهمها:

١- ان الشركة تعمل بكامل طاقتها الانتاجية.

٢- بنود الميزانية العمومية وصافي هامش الربح يتغير بشكل متناسب وتلقائي مع

التغير في المبيعات مع مرور الزمن.

٣- المطلوبات المتداولة ليست مصدرا للتمويل الداخلي وفي الوقت نفسه، انها ليست

جزءا من الدين فلايترتب عليها فوائد.

وضح Ross بانه عند حساب هذه الصيغة فلا بد من تحديد العلاقة بين معدل النمو

الداخلي والتمويل الخارجي من خلال تحديد نسبة النمو الفعلي اولاً من خلال المعادلة

الاتية (Ross&etal: 2008:105).

$$ARG = \frac{RR \times ROA}{1 - RR \times ROA}$$

حيث ان :

AGR = معدل النمو الفعلي

ROA = العائد على الاستثمار

RR = نسبة الاحتجاز

### قيمة الشركة

اولاً:- مفهوم وتعريف قيمة الشركة

القيمة هو مصطلح لديه العديد من المعاني ويمكن ان يكون لها وجهات نظر مختلفة حول

قيمة الشركة في اي لحظة معينة من الزمن وتكون مختلفة عن قيمة اليوم والقيمة

المستقبلية (السريايوي، 2018: ٥١).

اما من ناحية الاستثمار فتعرف القيمة بانها السعر الذي يرغب المستثمر بدفعة مقابل الحصول على موجود(سهم معين)، اذا تعد قيمة السهم العادي مقياس لقيمة الشركة، لذا فان الاسهم العادية تمثل دوات للاستثمار فانها تحمل قيم مختلفة من بين هذه القيم هي القيمة الحقيقية للسهم، والتي تحدد حسب وقائع معينة ترتبط بالتوزيعات الارباح المتوقعة ودرجة المخاطر المرتبطة بها التي تنعكس على العائد المطلوب على الاستثمار في السهم العادي، وقد تختلف القيمة عن مفهوم القيمة السوقية للسهم التي تعكس السعر الذي يباع فيه السهم فعليا في السوق المالي(الهامشي، 199: 32).

ويمكن تعريف قيمة الشركة تعني تحديد ما يستحقه الشي وذلك من حيث مقدرته ومدى اهميته، حيث تقدر الاشياء بقدر ما يدخل من ثمن(العامري والشريفي: 2009، 4). كما عرفت قيمة الشركة بانها القيمة السوقية لمطلوبات الشركة وتعرف ايضا بانها القيمة التقريبية المنطقية للسعر السوقي للشركة اذ ما بيعت اسهمها وسنداتها في السوق الكفوء(العامري، 2013، 505). كما وتمثل القيمة السوقية للسهم القيمة التي تتداول بها الاسهم العادية في الاسواق المالية التي تتمثل بالسعر الذي يحدده الباعة والمشترون عند لمتاجرة بالاسهم وتحسب وفق المعادلة الاتية:- (Ross, etal, 2013, 406).

القيمة السوقية للشركة = عدد الاسهم المتداولة \* سعر السهم الواحد في السوق

- كما ان زيادة القيمة السوقية للاسهم العادية في السوق الكفوء تتمحور بالجوانب الاتية:- (العامري، 2012: 364).
- المبادلة بين العائد والمخاطرة.
  - الاستثمار في الاصول التي تولد عوائد عالية.
  - انخفاض كلفة العمليات التشغيلية.
  - الفرص الاسواق الجديدة.

- تقييم القيمة الحالية للتدفقات الحالية والمستقبلية تحت ظروف عدم التأكد.  
ان القيمة السوقية للملكية الحالية تنخفض عند الاعلان عن الاصدار الجديد من الاسهم العادية نتيجة اسباب وهي كالآتي: (Ross,et al,2003: 560)
- أ - المعلومات الادارية: اذا كان لدى المدراء معلومات ممتازة حول القيمة السوقية للشركة فقد يعلمون متى تكون للشركة قيمة اعلى من قيمتها الحقيقية. فاذا ارتفع يحاولون اصدار اسهم جديدة عندها تتجاوز القيمة السوقية القيمة الحقيقية.
- ب - مستوى المديونية: عندما يكون لدى مدراء الشركة معلومات خاصة حول احتمال ارتفاع المخاطر المالية، فان الشركة تكون لها احتمال اكبر بان تمول نفسها من خلال الاسهم وليس المديونية، واذا استنتج السوق هذه السلسلة من الاحداث فان سعر السهم ينخفض في تاريخ الاعلان لاي اصدار ملكية جديد.
- ج - انخفاض العائدات: عندما يقوم مدراء الشركات بتمويل راس مال الشركة بمقادير كبيرة غير المتوقعة واذا كان للمستثمرين نتيجة معقولة في استثمارات الشركة القادمة ودفعات المقسوم فان التمويل غير المتوقع سوف يساوي العجز غير المتوقع في العائدات لذلك فان الاعلان عن الاسهم جديدة سوف يظهر ايضا عجز في العائدات المستقبلية.
- كما ان القيمة السوقية لاسهم ترتفع وفق الحالات الآتية: - (Rose & Hudgins 165: 2008)
- أ- انخفاض مستوى المخاطر ربما بسبب زيادة رس المال ونقصان خسائر القروض.  
ب-زيادة المقسوم المتوقع مترافق مع نقصان المخاطر المدركة من قبل المستثمرين في اسهم المصرف.  
ت-تقليل معدلات الفائدة وتقليل عوائد حملة الاسهم.
- ثانياً: - اهداف قيمة الشركة
- ١- هدف تعظيم الثروة

يرى معظم مفكري الادارة المالية ان الشركة تسعى الى تعظيم الثروة المتمثل في تعظيم القيمة الحالية للمشروع وقيمتة في السوق المالي، فهي استراتيجية بعيدة

الاجل تعمل على تعظيم القيمة الحالية للمشروع وديمومه نشاطه ويعد معيار للاداء ومقياسا لكفاءة ادارة الشركة، كما ان هذا الهدف يكمل هدف تعظيم الارباح مع مراعاة التدفقات النقدية ودقة تقديراتها والمدة الزمنية لهذه التدفقات ويعد معيارا مهما لقياس كفاءة القرارات المتخذة(ال شبيب،2007: 39). اذا ان جميع قرارات الشركة يجب ان توجه نحو تحقيق اقصى ربح ممكن من خلال العمل على زيادة انتاجية المصادر المتاحة للاستثمار الى اقصى حد ممكن(عقل،2008:49-50).

ان تعظيم القيمة الحالية للشركة هي محصلة القرارات المالية في مجال الاستثمار والتمويل، كما ان تاثير القرارات المالية في قيمتها من خلال تاثيرها في حجم العائد المتوقع ومن خلال تاثيرها في حجم المخاطر التي قد تتعرض لها الشركة اي وجود علاقة(طردية) بين العائد والمخاطرة ، ويمكن بيان تلك العلاقة بالمخطط الاتي.(الشمري،2012:481).

الشكل رقم ( ١ )

العوامل المحددة للقيمة الحالية للشركة



المصدر(الشمري، صادق راشد، ادارة المصارف: الواقع والتطبيقات العملية، الطبعة الاولى، دار النشر، دار الكتب والوثائق، بغداد، 2012، 481).

٢- هدف تعظيم القيمة السوقية

يتمثل هدف تعظيم القيمة السوقية الهدف الاول التي تسعى الشركة لتحقيقها لضمان بقائها ونموها واستمرارها، ويعرف هذا الهدف باسم مضاعفة ثروة الشركة او مضاعفة القيمة الصافية للشركة(الشمري،2012:480). كما يعد تعظيم قيمة الشركة في السوق اي تعظيم قيمة السهم الواحد فيها، من الامور الهامة التي دفعت ادارة الشركة الى تفضيل هذا الهدف هو الخوف من انخفاض قيمة اسهمها في السوق المالي والذي يدفع الشركات الاخرى الى امتلاك وضم الشركة ضد رغبات المديرين، وهنالك اسباب لتعزير هذا الهدف وكالاتي:  
(الزبيدي،2004:55-56).

أ- ان تعظيم القيمة السوقية للسهم يتطلب ان تكون الوحدات التشغيلية في منشآت الاعمال اكثر كفاءة واقل كلفة، وان تعمل المنشاه على انتاج خدمات ذات جودة مرتفعة وباقل الاسعار.

ب- ان تعظيم القيمة السوقية للسهم يتطلب تطوير سلع وخدمات يرغب بها المستهلك، وعلى هذا الاساس فان دافع الربح سيؤدي الى تطوير تكنولوجيا حديثة .

ج- ان تعظيم القيمة السوقية للسهم يتطلب توصيل معلومات للجمهور بسرعة وبقدر الامكان مثل المعلومات المتعلقة بتوزيع الارباح.(حمادة،2008:78).

### ثالثاً:- العوامل المؤثرة بقيمة الشركة

نرج ادناه العوامل التي تؤثر بقيمة الشركة(الموسوي:٢٠١٧:٩٤)

١- نوع القطاع الصناعي:- مايسمى(طبيعة النشاط) الذي تعمل فيه الشركة يساعدها في امتلاك اسبقية في هذا المجال بمامتلكه من خبرة ومتخصصين وايد عاملة في ذلك النوع من الصناعة.

٢- حجم الشركة:- لحجم الشركة تأثير بالغ في مجال تحديد قيمتها، فالشركات الكبرى تعني امتلاكها موجودات تشغيلية تتناسب مع حجمها مما يعني ان لديها قيمة مرتفعة جدا لما تمتلكه من موجودات.

٣- جودة المنتج:- جودة المنتج تأثير كبير على اهمية الشركة، فاذا كانت جودة المنتج عالية يعني انها تستحق رضا الزبائن وتلبيه احتياجاتهم، وما يترتب عليه من زيادة الحصة السوقية وارتفاع حجم المبيعات وتكون النتيجة ارتفاع حجم الايرادات وارتفاع الارباح، وينعكس ذلك على اسعار الاسهم في السوق، وهذا يعني ارتفاع قيمة الشركة.

٤- هيكل راس المال:- يؤثر هيكل راس المال في قيمة الشركة فعندما يكون راس المال مملوك للشركة باكماله هذا يعني عدم تحمل الشركة عب مالي يتمثل في تسديد الاقساط ودفع الفوائد وما يترتب على ذلك من انخفاض السيولة وضعف قدرة الشركة في مواجهة الظروف وعلى العكس عندما يكون هنالك جزءا من راس المال مقترضا فانه من المؤكد سيضعف قدرة الشركة المالية وبالتالي قد يؤثر على قيمة الشركة.

٥- التكنولوجيا الحديثة:- التكنولوجيا الحديثة والمتطورة في عالم اليوم اصبحت عامل مهم لحسم الكثير من المشكلات التشغيلية، مثلا الشركات التي تمتلك التكنولوجيا الحديثة والمتطورة قد تقدمت في المجال الصناعي الذي تعمل فيه واتسعت رقعتها الجغرافية.

٦- وجودة بيئة استثمارية صالحة:- البيئة الاستثمارية الصالحة وكذلك توفر القوانين نافذة تنظم عملية الاستثمار وان عدم وجود التاثيرات على قرارات الاستثمار فانه يؤدي الى دخول الشركات مع اخرى في الاستثمارات او دخول مستثمرين جدد وكذلك وان اهم عامل في الاستثمار هو الاستقرار الامني والسياسي للبلد وكل تلك الامور يؤدي الى تعظيم قيمة الشركة (العامري والشريفي، ٢٠٠٩: ١٧).

٧- استقرار الاوضاع السياسية:- للاستقرار السياسي له دور مهم في تأثيره على قيمة الشركة، لان بدون الاستقرار قد يؤدي الى عدم استقرار الاسواق المالية، والاضاع السياسية وكذلك تأثيره على البيئة الاقتصادية للبلد، وبالتالي فان اسهم الشركة تواجه انخاضا كبيرا وذلك لعد الاستقرار وايضا يؤدي عدم الاستقرار انخفاض العملة للبلد وهذا يؤثر على اسهم الشركة وبالنتيجة انخفاض قيمة الشركات العاملة في تلك الاوضاع الاقتصادية والسياسية غير المستقرة يؤثر على قيمة الشركة.

### الجانب العملي

#### اولا: التحليل المالي لمتغيرات البحث

#### ١ - تحليل معدل النمو الفعلي للشركات عينة البحث للمدة من 2010 - 2019

يبين الجدول (٣) المتوسطات الحسابية لمعدل النمو الفعلي لشركات قطاع الصناعة عينة البحث وخلال مدة البحث، تفوق شركة الخياطة الحديثة على الشركات الاخرى خلال سنوات التحليل والبالغة (0.09%) اذا ما قورنت بالمعدل الاجمالي البالغ (٠.٠٣٨%) وهو مؤشر يدل على ان الشركة حققت نمو في العمليات التشغيلية استنادا الى نسب الاحتجاز الارباح السنوية واعتمادها على الموجودات في تمويل استثماراتها وهناك فرص استثمارية متاحة امام الشركة في المستقبل وبالتالي تسهم في تعظيم قيمة الشركة. اما شركة المنصور للصناعات الدوائية فهي اقل الشركات من حيث نسبة المتوسط الحسابي لمعدل النمو الفعلي بنسبة بلغت (0.01%) وهو مؤشر ضعف الشركة في عملياتها التشغيلية استنادا الى نسبة الاحتجاز الارباح السنوية وبالتالي فان فرص استثماراتها وفرص نمو مبيعاتها تكون منخفضة.

الجدول ( ٣ )

النمو الفعلي لعينة البحث للفترة من 2010 - 2019

mean	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	البيان	اسم الشركة
0.086	0.121	0.180	0.194	0.076	0.170	0.101	0.106	0.003	0.011	-0.276	ROA	الخطوط الجوية
	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	b	
	0.1154	0.1708	0.1841	0.0719	0.1619	0.0961	0.1006	0.0025	0.0105	0.2621	ROA*b	
	0.8846	0.8292	0.8159	0.9281	0.8381	0.9039	0.8994	0.9975	0.9895	1.2621	1-ROA*b	
	0.130	0.206	0.226	0.077	0.193	0.106	0.112	0.002	0.011	-0.208	AGR%	
0.011	-0.008	-0.050	-0.012	-0.040	0.012	0.039	0.038	0.018	0.016	0.053	ROA	الصناعات الحكومية المصرية
	0.35	0.35	0.35	0.35	0.67	0.67	0.67	0.95	0.95	0.95	b	
	-0.0028	-0.0176	-0.0042	-0.0140	0.0079	0.0259	0.0257	0.0172	0.0150	0.0508	ROA*b	
	1.0028	1.0176	1.0042	1.0140	0.9921	0.9741	0.9743	0.9828	0.9850	0.9492	1-ROA*b	
	-0.003	-0.017	-0.004	-0.014	0.008	0.027	0.026	0.017	0.015	0.054	AGR%	
0.017	0.130	0.095	0.073	0.059	0.058	0.053	0.053	0.060	0.054	0.048	ROA	البنوك المصرية
	0.23	0.23	0.50	0.12	0.48	0.20	0.27	0.26	0.01	0.006	b	
	0.0298	0.0219	0.0365	0.0068	0.0278	0.0105	0.0144	0.0157	0.0007	0.0003	ROA*b	
	0.9702	0.9781	0.9635	0.9932	0.9722	0.9895	0.9856	0.9843	0.9993	0.9997	1-ROA*b	
	0.031	0.022	0.038	0.007	0.029	0.011	0.015	0.016	0.001	0.0003	AGR%	
0.003	-0.28	0.01	0.02	0.00	0.06	0.05	0.03	0.06	0.02	0.02	ROA	المنشآت السياحية
	0.681	0.676	0.676	0.682	0.682	0.682	0.682	0.682	0.692	0.673	b	
	-0.1921	0.0054	0.0144	-0.0019	0.0384	0.0314	0.0230	0.0442	0.0164	0.0159	ROA*b	
	1.1921	0.9946	0.9856	1.0019	0.9616	0.9686	0.9770	0.9558	0.9836	0.9841	1-ROA*b	
	-0.161	0.005	0.015	-0.002	0.040	0.032	0.024	0.046	0.017	0.016	AGR%	

0.071	0.126	0.124	0.116	0.127	0.118	0.100	0.114	0.098	0.022	0.046	ROA	بيانات المدخلات الغازية
	0.682	0.682	0.682	0.682	0.682	0.621	0.626	0.792	0.319	0.504	b	
	0.0859	0.0847	0.0790	0.0868	0.0804	0.0621	0.0715	0.0775	0.0070	0.0230	ROA*b	
	0.9141	0.9153	0.9210	0.9132	0.9196	0.9379	0.9285	0.9225	0.9930	0.9770	1-ROA*b	
	0.094	0.093	0.086	0.095	0.087	0.066	0.077	0.084	0.007	0.024	AGR%	
0.038	0.018	0.062	0.072	0.033	0.071	0.048	0.051	0.033	0.010	-0.023	mean	

المصدر/ اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للشركات عينة البحث وباستخدام برنامج Excel.

## ٢- تحليل النمو المستدام وفق نموذج (Van Horne)

يبين الجدول (٤) المتوسطات الحسابية لنسبة النمو المستدام قطاع الصناعة عينة البحث وخلال مدة البحث، تفوق لشركة الخياطة الحديثة خلال سنوات التحليل كافة والبالغة (15.21%) وهو مؤشر يدل على ارتفاع اجمالي الموجودات واعتماد الشركة على سياسة توزيع الارباح بنسب قليلة على المساهمين خلال فترة البحث. اما شركة المنصور للصناعات الدوائية فهي اقل الشركات من حيث المتوسط الحسابي لنمو المستدام بنسبة بلغت (0.266%) وهو مؤشر يدل على ضعف الشركة في اداءها من خلال انخفاض هامش الربح خلال السنتين (2016) و(2019)، كما ان ارتفاع نسب توزيع الارباح وانخفاض نسب الاحتجاز للارباح لها تاثير على استدامة الشركة.

الجدول ( ٤ )

النمو المستدام لعينة البحث للفترة من 2010-2019

البيان	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	اسم الشركة
mean											
b	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	0.95	البيان
NP/S	0.41	0.47	0.36	0.16	0.33	0.20	0.26	0.01	0.02	-0.40	البيان
1+D/E	3.18	1.36	1.21	1.38	1.25	1.12	1.14	1.15	1.16	1.45	البيان
A/S	3.34	2.61	1.86	2.08	1.92	1.93	2.47	2.60	2.21	1.46	البيان
b*NP/ S*1+D /E	1.23	0.61	0.41	0.21	0.39	0.21	0.28	0.01	0.03	-0.56	البيان
A/S- b*NP/ S*1+D /E	2.12	2.01	1.44	1.87	1.54	1.72	2.18	2.59	2.18	2.02	البيان
VSGR %	57.91	30.21	28.65	11.00	25.26	12.10	13.02	0.29	1.23	-27.56	البيان
b	0.35	0.35	0.35	0.35	0.67	0.67	0.67	0.95	0.95	0.95	البيان
NP/S	-0.01	0.00	-0.22	-8.02	0.08	0.08	0.08	0.05	0.19	0.17	البيان
1+D/E	1.03	1.02	1.02	1.02	1.87	1.50	1.01	1.01	1.25	4.19	البيان
A/S	1.55	0.58	18.64	201.0 1	6.54	1.96	2.20	2.84	12.13	3.10	البيان
b*NP/ S*1+D /E	0.00	0.00	-0.08	-2.86	0.10	0.08	0.06	0.05	0.23	0.66	البيان
A/S- b*NP/ S*1+D /E	1.56	0.58	18.72	203.87	6.44	1.89	2.14	2.79	11.91	2.44	البيان
VSGR	-0.29	0.00	-0.42	-1.40	1.51	4.04	2.66	1.77	1.91	27.08	البيان

											%	
2.562	0.23	0.23	0.50	0.12	0.48	0.20	0.27	0.26	0.01	0.01	b	العراقية للبيانات والمعلومات
	0.44	0.54	0.42	0.18	0.22	0.22	0.27	0.29	0.23	0.20	NP/S	
	1.47	1.46	1.50	1.46	1.40	1.54	1.73	1.58	1.67	1.53	1+D/E	
	3.41	5.67	5.80	3.10	3.84	4.11	5.01	4.91	4.33	4.16	A/S	
	0.15	0.18	0.32	0.03	0.15	0.07	0.12	0.12	0.00	0.00	b*NP/ S*1+D /E	
	3.26	5.49	5.48	3.06	3.69	4.05	4.88	4.79	4.32	4.16	A/S- b*NP/ S*1+D /E	
	4.58	3.31	5.78	1.00	4.06	1.64	2.56	2.54	0.11	0.04	VSGR %	
0.266	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.69	0.67	b	المصور للمنتجات الدوائية
	-4.24	0.04	0.07	-0.01	0.14	0.15	0.09	0.09	0.04	0.05	NP/S	
	1.26	1.24	1.06	1.08	1.06	1.12	1.06	1.31	1.09	1.09	1+D/E	
	15.02	4.96	3.24	3.57	2.56	3.29	2.61	1.46	1.86	2.22	A/S	
	-3.64	0.03	0.05	-0.01	0.10	0.12	0.06	0.08	0.03	0.04	b*NP/ S*1+D /E	
	18.66	4.93	3.19	3.58	2.45	3.18	2.54	1.37	1.83	2.18	A/S- b*NP/ S*1+D /E	
	-19.50	0.68	1.55	-0.20	4.25	3.65	2.50	6.15	1.82	1.76	VSGR %	
7.628	0.68	0.68	0.68	0.68	0.68	0.62	0.63	0.79	0.32	0.50	b	بغداد للمشروبات الغازية
	0.14	0.13	0.13	0.13	0.11	0.10	0.09	0.08	0.02	0.04	NP/S	
	1.10	1.05	1.05	1.11	1.05	1.04	1.07	1.04	1.02	1.02	1+D/E	
	1.10	1.05	1.09	0.99	0.94	0.95	0.82	0.77	0.78	0.88	A/S	

	0.10	0.09	0.09	0.10	0.08	0.06	0.06	0.06	0.01	0.02	b*NP/ S*1+D /E	
	1.00	0.96	1.00	0.90	0.86	0.89	0.76	0.71	0.78	0.85	A/S- b*NP/ S*1+D /E	
	10.45	9.78	9.05	10.67	9.20	6.92	8.31	8.76	0.72	2.41	VSGR %	
												mean
5.87	10.63	8.80	8.92	4.21	8.85	5.67	5.81	3.90	1.16	0.75		

المصدر/ اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للشركات عينة البحث وباستخدام برنامج Excel.

٣- تحليل العلاقة بين النمو الفعلي والنمو المستدام للشركات عينة البحث للفترة من

٢٠١٠ - ٢٠١٩

تبين الجدول (٥) المتوسطات الحسابية لنسبة النمو الفعلي والنمو المستدام لقطاع الصناعة عينة البحث وخلال العشر سنوات والمتمثلة بالسلسلة الزمنية للبحث، نلاحظ ان جميع الشركات القطاع الصناعة قد حقق نمو مستدام اكبر من النمو الفعلي لجميع سنوات عينة الدراسة، حيث بلغت اعلى المتوسط الحسابي لشركة المنصور للصناعات الدوائية خلال سنوات التحليل والبالغه (-0.263%) وهو مؤشر يدل على ان الشركة نمت بشكل ابطا من المعدل الذي يمكن الاستدامة به، نتيجة للارتفاع اجمالي الموجودات واعتماد الشركة على سياسة احتجاز الارباح، وتوزيع الارباح بنسب قليلة على المساهمين خلال فترة البحث وان استمرار هذا الارتفاع للشركة يمكن ان يكون الوضع قلق للشركة ويمكن ان يؤدي الى انخفاض حصة الشركة من القيمة السوقية. اما شركة الخياطة الحديثة فهي اقل من الشركات الاخرى من حيث المتوسط الحسابي للنمو الفعلي والنمو المستدام بلغت نسبة (-15.125%) وهو مؤشر يدل على انه بالرغم من ارتفاع معدل النمو المستدام لها الا ان معدل النمو الفعلي اكبر من معدلات الشركات الاخرى ياتي نتيجة تحسن الشركة في

اداءها لرفع النمو الفعلي للوصول الى الاهداف التي تسعى اليها من خلال نمو في عملياتها التشغيلية وتتمكن من احتجاز الارباح والسعي لاستغلال الفرص الاستثمارية المربحة للمحافظة على استدامة الشركة.

الجدول ( ٥ )

النمو الفعلي والنمو المستدام لعينة البحث للفترة من 2010-2019

البيان	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	mean	اسم الشركة
AGR %	-0.208	0.011	0.002	0.112	0.106	0.193	0.077	0.226	0.206	0.130	0.086	الخطية الحثية
VSG R%	-27.556	1.235	0.287	13.020	12.104	25.259	10.997	28.646	30.207	57.913	15.211	
الفرق	27.348	-1.224	-0.284	-12.908	-11.997	-25.066	-10.920	-28.420	-30.001	-57.782	-15.125	
AGR %	0.054	0.015	0.017	0.026	0.027	0.008	-0.014	-0.004	-0.017	-0.003	0.011	المصاحف الصحفية المصرية
VSG R%	27.081	1.911	1.769	2.657	4.038	1.508	-1.401	-0.420	0.000	-0.293	3.685	
الفرق	-27.027	-1.895	-1.752	-2.630	-4.012	-1.500	1.388	0.416	-0.017	0.290	-3.674	
AGR %	0.000	0.001	0.016	0.015	0.011	0.029	0.007	0.038	0.022	0.031	0.017	العراقية للاسناد والاعمال
VSG R%	0.044	0.112	2.536	2.558	1.644	4.060	1.003	5.776	3.309	4.575	2.562	
الفرق	-0.043	-0.111	-2.520	-2.543	-1.633	-4.032	-0.996	-5.738	-3.287	-4.544	-2.545	
AGR %	0.016	0.017	0.046	0.024	0.032	0.040	-0.002	0.015	0.005	-0.161	0.003	المصنوع للصناعات الغذائية
VSG R%	1.763	1.820	6.153	2.505	3.652	4.246	-0.202	1.552	0.676	-19.501	0.266	
الفرق	-1.747	-1.803	-6.106	-2.481	-3.620	-4.206	0.200	-1.538	-0.670	19.340	-0.263	
AGR %	0.024	0.007	0.084	0.077	0.066	0.087	0.095	0.086	0.093	0.094	0.071	بيحد للمصنوعات الغذائية
VSG R%	2.411	0.724	8.762	8.310	6.919	9.198	10.666	9.055	9.783	10.452	7.628	
الفرق	-2.387	-0.717	-8.678	-8.233	-6.853	-9.111	-10.571	-8.969	-9.691	-10.358	-7.557	



	1.000	60.000	60.000	70.000	77.000	60.500	39.800	60.000	60.000	55.000	سعر السهم	العصرية
	180	10800	10800	12600	13860	10890	5373	5400	4500	4125	القيمة السوقية للسهم	
2842	500	500	500	500	500	500	500	500	500	500	عدد الاسهم	العراقية للسجاد والمفروشات
	8.850	7.650	8.100	5.150	4.280	4.250	4.150	4.600	5.000	4.800	سعر السهم	
	4425	3825	4050	2575	2140	2125	2075	2300	2500	2400	القيمة السوقية للسهم	
5519	6469	6469	6469	6469	6469	6469	6469	3235	3235	2500	عدد الاسهم	المنصور للصناعات الدوائية
	0.950	0.640	0.690	0.670	0.760	0.840	0.900	1.210	2.820	2.760	سعر السهم	
	6146	4140	4464	4334	4917	5434	5822	3914	9122	6899	القيمة السوقية للسهم	
364525	177333	177333	177333	133000	133000	133000	133000	133000	125000	125000	عدد الاسهم	بغداد للمشروبات الغازية
	3.290	3.590	2.680	2.500	2.940	2.260	2.990	1.490	1.540	1.100	سعر السهم	
	583427	636627	475253	332500	391020	300580	397670	198170	192500	137500	القيمة السوقية للسهم	
76785	120135	131876	99893	71230	82947	64436	82692	42599	41724	30318		mean

المصدر/اعداد الباحثة بالاعتماد على القوائم المالية للشركات عينة البحث وباستخدام

برنامج Excel.

### ثانياً :- التحليل الإحصائي لمتغيرات البحث

يبين الجدول (٧) اختبار تأثير نسبة معدل النمو المستدام في قيمة الشركة، توضح النتائج ان قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) التي هي دلالة على نسبة مساهمة معدل النمو المستدام في قيمة الشركة وحسب عينة الشركات المدروسة قطاع الصناعة، حيث ان نتائج الجدول ادناه تشيرالى ان نسبة معدل النمو المستدام لها تاثير معنوي بنسبة ٨٠٪ وكان هذا التاثيرعالي عند مستوى دلالة ٠.٠١ في شركة الخياطة باعتبار ان معامل التحديد لها

اكبر من ٠.٥، وان قيمة  $t$  و  $F$  المحسوبة لهما اكبر من القيمة الجدولية البالغة ٢.٨٩٥ و ١١.٢٦ عند مستوى دلالة ٠.٠١ على الترتيب. كما ان هنالك تاثير معنوي عند مستوى دلالة ٠.٠٥ في الشركات (الصناعات الكيماوية، والسجاد والمفروشات، والمشروبات الغازية) باعتبار ان قيمة معامل التحديد لهما اكبر من ٠.٥، وان قيمة  $t$  و  $F$  المحسوبة لهما اكبر من القيمة الجدولية البالغة ١.٨٦٠ و ٥.٣٢ عند مستوى دلالة ٠.٠٥ على الترتيب يرجع ذلك الى ان الشركات اعلاه تعتمد على السياسات التي تحقق نمو مستدام من خلال نسب الاحتجاز والاستخدام الامثل للموجودات للحصول على الفرص الاستثمارية في المستقبل، وان ايه زيادة بمقدار وحدة واحدة في المتغير المستقل معدل النمو المستدام فان المتغير التابع قيمة الشركة يزداد بمقدار معامل الانحدار لكل شركة في حين ان التاثير كان غير معنوي احصائيا لشركة الصناعات الدوائية بسبب ان القيمة المحسوبة الى  $t$  و  $F$  اقل من القيمة الجدولية البالغة ١.٨٦٠ و ٥.٣٢ على الترتيب عند مستوى دلالة ٠.٠٥ كما ان قيمة معامل التحديد لهم اقل من ٠.٥. ويشير الى ضعف الشركة في اداءها وانخفاض هامش الربح خلال السنتين (٢٠١٦)، (٢٠١٩) وبالتالي تاثيره على استدامة الشركة.

### جدول (٧)

#### تأثير معدل النمو المستدام في قيمة الشركة

القطاع	الشركة	معامل الارتباط R	معامل التحديد R <sup>2</sup>	معامل الإنحدار (التأثير) $\beta$	قيمة t المحسوبة	قيمة F المحسوبة	مستوى الدلالة P	طبيعة العلاقة
الصناعة	الخياطة	-0.838	0.702	-57635472.9	*4.342	**18.852	0.002	معنوية عالية
	الصناعات الكيماوية	0.723	0.523	162426899.9	*2.320	*5.382	0.046	معنوية
	السجاد والمفروشات	-0.837	0.699	-300561200	*2.438	*6.441	0.038	معنوية
	الصناعات الدوائية	0.171	0.029	38128750.9	0.491	0.241	0.637	غير معنوية
	المشروبات الغازية	-0.800	0.640	-347000000	*2.770	*7.673	0.024	معنوية

\*تمثل القيمة المعنوية بثقة (٩٥٪)

\*\*تمثل القيمة معنوية عالية بثقة ٩٩٪

المصدر: إعداد الباحثة باستخدام برنامج SPSS-24

### الاستنتاجات

١- يعتمد نجاح اي مؤسسة على النمو، كونه يرتبط بالقدرة التنافسية واستمرارية المؤسسة وبقاءها ضمن بيئة الاعمال، وان معدل النمو المستدام هو اقصى معدل ممكن للشركة تحقيقه دون التأثير على نفوذها المالي.

٢- اظهرت نتائج التحليل المالي انخفاض في معدل العائد على الموجودات للشركات عينة البحث، بسبب انخفاض الفرص الاستثمارية للشركات عينة البحث وعدم استغلالهم للفرص الاستثمارية المناسبة في ظل وامكانيات الشركات.

٣- اظهرت البيانات المالية للشركات قطاع الصناعة والمدرجة في سوق العراق للاواق المالية عينة البحث فيما يخص سياسة توزيع الارباح تظهر تدني نسبة الارباح الموزعة للمساهمين.

٤- اظهرت نتائج التحليل المالي لنسبة معدل النمو الفعلي والنمو المستدام لقطاع الصناعة عينة البحث وخلال مدة البحث، ارتفاع النمو المستدام يدل ان القطاع في مرحلة نمو مستمرة خلال فترة البحث جاء نتيجة ارتفاع هامش الربح واجمالي الموجودات وانخفاض في المبيعات واعتماد القطاع على سياسة احتجاز الارباح، وتوزيع الارباح بنسب قليلة على المساهمين، بالمقابل هنالك نمو فعلي في عملياتها التشغيلية بنسب قليلة وبالتالي فان الفرص الاستثمارية متاحة امام هذه القطاع في المستقبل، وتسهم في تعظيم قيمة الشركة.

٥- اظهرت نتائج التحليل الاحصائي وجود علاقة تايثير بين النمو المستدام وقيمة الشركات عينة البحث بنسبة ٨٠٪ وكان هذا التاثيرعالي عند مستوى دلالة ٠.٠١ في شركة الخياطة باعتبار ان معامل التحديد لها اكبر من ٠.٥، وان قيمة t و F المحسوبة لهما اكبر من القيمة الجدولية البالغة ٢.٨٩٥ و ١١.٢٦ عند مستوى دلالة ٠.٠١ على

الترتيب. كما ان هنالك تاثير معنوي عند مستوى دلالة ٠.٠٥ في الشركات(الصنائع الكيماوية، والسجاد والمفروشات، والمشروبات الغازية) باعتبار ان قيمة معامل التحديد لهما اكبر من ٠.٥ ، وان قيمة  $t$  و  $F$  المحسوبة لهما اكبر من القيمة الجدولية البالغة ١.٨٦٠ و ٥.٣٢ عند مستوى دلالة ٠.٠٥ على الترتيب يرجع ذلك الى ان الشركات اعلاه تعتمد على السياسات التي تحقق نمو مستدام من خلال نسب الاحتجاز والاستخدام الامثل للموجودات للحصول على الفرص الاستثمارية في المستقبل.

### التوصيات

- ١- ضرورة قيام الشركات باتخاذ القرارات الصائبة سواء كانت تمويلية او استثمارية وفق خطط مدروسة مسبقة تتلائم مع بيئة المؤسسة بالاعتماد على الخبراء في مجال التمويل لتحديد المزيج الامثل للتمويل الذي تعتمد على الشركات.
- ٢- يجب على الشركات عينة البحث العمل على رفع معدل العائد على الموجودات من خلال البحث عن الفرص الاستثمارية، واستغلال الفرص الاستثمارية المربحة في ظل امكانيات وقدرات الشركات.
- ٣- حث المؤسسات الصناعية بشكل عام ولاسيما الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية عينة البحث على اعتماد نماذج متطورة لغرض تعزيز قيمة الشركة والاستمراريتها وبقائها.
- ٤- يتوجب على الشركات الصناعية ولاسيما الشركات المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية عينة البحث كونها تعمل في ظل ظروف يصعب التنبؤ بها فيما يخص التدفقات النقدية للشركات الاتجاه نحو التمويل عن طريق استخدام مصادر التمويل الداخلي والديون الامنة، بدلا من مصادر التمويل الخارجي والذي يمثل الاقتراض في تمويل استثمارتها. يجب على ادارة الشركة تبني استراتيجية متوازنة بين معدل النمو الفعلي ومعدل النمو المستدام يتماشى مع نمو الشركات.

## قائمة المصادر

### أولاً:- المصادر العربية

#### أ - الكتب

- ١- ال شبيب، دريد كامل، "مقدمة في الادارة المالية المعاصرة"، الطبعة الاولى، دار المسيرة، عمان- الاردن، (٢٠٠٧).
- ٢- حمادة، طارق عبد العال ، التقييم وإعادة هيكلة الشركات: تحديد قيمة المنشأة، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، مصر، (2008).
- ٣- الزبيدي، حمزة محمود، الإدارة المالية المتقدمة ، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع عمان ،الأردن، (2004).
- ٤- الشمري، صادق ارشد، ادارة المصارف الواقع والتطبيقات العملية، الطبعة الاولى، بغداد-العراق، (2012).
- ٥- الشيخ، فهمي مصطفى، التحليل المالي، ط ١، رام الله بدون ناشر (2008)
- ٦- العامري، الحاج محمد علي ابراهيم، ادارة محافظ الاستثمار، الطبعة الاولى، اثناء للطباعة والنشر، عمان الاردن، (٢٠١٢).
- ٧- العامري، سعود جايد، الشريفي، ناظم حسن "المحاسبة المتقدمة في الشركات الأسس النظرية والعملية لاحتساب قيمة الشركة"، دار زهران للنشر والتوزيع ،عمان - الأردن، (2009).

٨- العامري، محمد علي ابراهيم، "الادارة المالية الحديثة"، الطبعة الاولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، (٢٠١٣).

٩- عقل، مفلح محمد، مقدمة في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مكتبة المجتمع العربي للنشر، عمان، الأردن، ٢٠٠٨.

### ب - الرسائل والاطاريح الجامعية

١٠- ابتسام، قويدر: دور التحليل الائتماني في ترشيد قرار منح القروض في البنوك التجارية/ دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري (BEA) \_وكالة قسنطينة\_. جزء من متطلبات الحصول على درجة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة ٢، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير (٢٠١٤).

١١- دازيت، خديجة ومبروكة، معطالله: تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية/ دراسة حالة شركة البناء للجنوب والجنوب الكبير Batisud بورقلة. جزء من متطلبات الحصول على درجة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح \_ ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير (٢٠١٣).

١٢- الدباس، حسان: العوامل المؤثرة في عملية اتخاذ القرار الائتماني في المصارف العاملة في سورية/ حالة تطبيقية على المصارف الخاصة في سورية. جزء من متطلبات الحصول على درجة الماجستير في الاقتصاد المالي والنقدي، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد (٢٠١٤).

١٣- السريايوي، حسام كامل سلطان، " اثر تركيبية هيكل راس المال في تحديد قيمة الشركة باطار نظريتي الاشارة والمبادلة دراسة تحليلية في عينة من الشركات المدرجة في سوق

العراق للاوراق المالية"، رسالة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة كربلاء (2018) .

١٤- الفقي، رشا علي ابراهيم، "انعكاس العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الافصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام التطبيق على شركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية"، كلية التجارة- جامعة قناة السويس، (٢٠١٩).

١٥- الموسوي، علاء حسن يوسف، "العلاقة بين المسؤولية البيئية والابعاد المحاسبية للرفاهية الاجتماعية واثرها على تعظيم قيمة الشركة" ، رسالة ماجستير مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد جامعة القادسية في علوم محاسبة، جامعة القادسية- العراق، (٢٠١٧).

١٦- الهاشمي، مصطفى منير ابراهيم اسماعيل جميل، اثر التضخم في الاستثمار والتمويل وانعكاس ذلك على قيمة المنشأة، رسالة ماجستير كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد، (1998) .

### ج - المجلات الدوريات

١٧- جبر، شذى عبد الحسين وحسن، انوار مصطفى، "تحليل الارباح المتوقعة اطار العلاقة بين النمو الفعلي والنمو المستدام"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد الحادي عشر، العدد ٣٦، الفصل الثالث، (٢٠١٦).

١٨- الزبيدي، حيدر حمودي علي، وآخرون، "دور الادارة القائمة على القيمة في النمو المستدام- دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق لاوراق المالية"، المجلة العالمية للاقتصاد والاعمال، Vol. 6, No. 3, (٢٠١٩).

### ثانياً:- المصادر الاجنبية

#### A:- Books

- 1- Glantz, Morton: Managing Bank Risk: An Introduction to Broad-base Credit Engineering. 1<sup>st</sup> Edition, Jeffrey Bohn(2003).
- 2- Palepu, Krishna G. & Healy, Paul M.: Business Analysis & Valuation: Using Financial Statements (Text and Cases). 5<sup>th</sup> Edition, South\_Western,(2013).
- 3- Rose p, & HudginsS, "Bank Management & Financial Services," 7th Edition,,: p١٦٥,(2008).
- 4- Ross, Stephen A, Westerfield, Randolph W, and Jordan, Bradford D. *Fundamentals of Corporate Finance*. 8th Standard Edition. The McGraw-Hill, N.Y. p١٠٥(2008).
- 5- Ross, Stephen A. Westerfield, Randolph W. & Jaffe, Jeffrey: Corporate Finance. 9<sup>th</sup> Edition, the McGraw-Hill, N.Y. pp128-130,(2010).
- 6- Ross, Stephen A., Randolph W., Westerfield, and Jeffrey, Jaffe, *Fundamentals of Corporate Finance*, Alternate ed, N, Y: McGraw-Hill,(2003).
- 7- Shim, Jae K. & Siegel, Joel G.: *The Vest Pocket CFO*. 2<sup>nd</sup> Edition, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey(2005).

8- Shim, Jae K. & Siegel, Joel G: The Vest Pocket CFO. 3<sup>rd</sup> Edition, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, p,374, (2008).

#### B:- Journals & Periodicals

- 9- Abdul. Manaf, N, B., Saad, N, B., Mohamad, N, A, B., Ali, I, B., & Rahim, N, B. "Determinants of Sustainable Growth Rate By using Zakon's Model to Encounter with Shariah compliance Requirements for Shariah securities compliance firms In Malaysia", International Journal of Industrial management, june ,vol. 4, p71.(2018).
- 10- Alayemi, S.A. & Akintoye, R.A.: Strategic Management of Growth in Manufacturing Companies in Sub-Saharan Africa: A Case Study of Nigeria. British Journal of Economics, Management & Trade, Vol. 6, No. 2, P.١٥٤(2015).
- 11- Amouzesh, N. & Moeinfar, Z. & Mousavi, Z.:Sustainable Growth Rate and Firm Performance: Evidence from Iran stock exchange. International Journal of Business and Social Science, Vol. 2, No.23, P.25(2011).
- 12- Constantin, Alin: Cash-Flow Sustainable Growth Rate Models. Journal of Public Administration, Finance and Law, No. 7, P.6٤-٦٥(2015).
- 13- Fonseka, M.M. & Ramos, Constantino & Tian, Gao-liang: The Most Appropriate Sustainable Growth Rate Model for Managers and Researchers. The Journal of Applied Business Research-May/June, Vol. 28, No.3, P.٤٩٩-500(2012).
- 14- Marwa Nyankomo & Aziakpono Meshach Financial Sustainability Of Tanzanian Saving And Credit Cooperatives, International Journal Of

Social Economics, Vol. 42 Iss 10. Oriol Aspachs, Charles A. E. Goodhart, Dimitrios P. Tsomocos, Lea Zicchino .(2015).

15- Nagamani M. & Priyadharshini, T.: A study on sustainable growth rate of selected pharmaceutical companies in India. International Journal of Commerce and Management Research, Vol. 7, No. 2, P.45(2016).

16- Rogelio Oliva, Harvard Business School, Morgan Hall T87, International System Dynamics Conference, Boston, New York, MA 02163 USA, Ph 617-495-5049 Fx 617-496- 5265 roliva@hbs.edu P,13 (2003).

#### C:- Thesis's & Studies

17- De Wet , J.H. Growth sales and value creation terms of the financial strategy matrix. Chapter 6. University of Pretoria etd,PP4(2004)..

18- Rajesh, M.Sustainable Growth rate and Select firm's performance, Department of MBA, Annamacharya Institute of Technology and Sciences Rajampet com,raaz.mba@gmail.com. p3,(2014).