

تأثير كفاءة إدارة رأس المال العامل والمرونة المالية  
في فجوة النمو المستديم  
دراسة تطبيقية في عينة من الشركات الصناعية  
المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

الاستاذ الدكتور أرشد فؤاد مجيد إبراهيم

إسراء أمين عبد الستار



## المستخلص

استهدف البحث تحليل تأثير كفاءة إدارة رأس المال العامل والمرونة المالية في فجوة النمو المستديم ، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من (6) شركة من الشركات الصناعية العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وتؤلف هذه الشركات 25% من مجتمع البحث وللمدة (2005-2014) . تم استخدام أربعة متغيرات مستقلة اثنان تخص كفاءة إدارة رأس المال العامل (دورة التحول النقدي ، دوران رأس المال العامل ) ، والأخران للمرونة المالية ( نسبة الرافعة المالية ، نسبة السيولة النقدية)، بينما المتغير التابع هو فجوة النمو المستديم (وهو الفرق بين معدل النمو المستديم ومعدل النمو الفعلي).

وبالاستناد الى برنامج التحليل الإحصائي (Stata-V6) تم اعتماد تحليل (Panel Data) للانحدار المتعدد وفق ( نموذج التأثير الثابت) لاختبار خمسة فرضيات تتعلق بالدلالة الاحصائية لأثر كل من مؤشرات كفاءة ادارة راس المال العامل والمرونة المالية بفجوة النمو المستديم ومؤشراتها الدالة. وقد اشارت نتائج الاختبارات الإحصائية إلى إن كل الفرضيات لها تأثير معنوي وعلى وفق نموذج التأثير الثابت وطبقا لاختبار F المحسوبة والتي كانت لها P-value أقل من 5% . وخلص البحث الى عدة نتائج أهمها هناك تأثير كبير لدوران رأس المال العامل ونسبة الرافعة المالية في فجوة النمو المستديم . واستناداً إلى ذلك فان التوصية للشركات الصناعية العراقية يجب أن تأخذ بنظر الاعتبار هذه المتغيرات عندما تخطط لجعل فجوة النمو المستديم في حالة توازن.

الكلمات المفتاحية:- كفاءة راس المال العامل، المرونة المالية، معدل النمو المستديم، معدل النمو الفعلي، فجوة النمو المستديم، سوق العراق للأوراق المالية.

**Abstract:**

The Impact of Working Capital Management Efficiency and Financial Flexibility in The Sustainable Growth gap The study target to analyze the effect of Working Capital Management Efficiency and Financial Flexibility on the Sustainable Growth Gap. A six company was select from industry sector as a sample with the some condition, and these companies compose 25% from study population. In addition the study coverage period from 2005 to 2014.

The four Independent variables that is under taking in this study, two of them a proxy of Working Capital Management Efficiency ( Cash Conversion Cycle, Working Capital Turnover) and the other a proxy of Financial Flexibility ( Cash Ratio, Financial Leverage), While the Dependent Variable is Sustainable Growth Gap (the deferent among Sustainable Growth Rate and Actually Growth Rate.)

Accordance to Stata statistical Program and based on Panal Data Analysis for multi regression (fixed effect model), testing five hypotheses as follows -:

- 1-There is not significant effect of Working Capital Management Efficiency and Financial Flexibility on the Actually Growth Rate.
- 2- There is not significant effect of Working Capital Management Efficiency and Financial Flexibility on the Sustainable Growth Rate.
- 3- There is not significant effect of Working Capital Management Efficiency on the Sustainable Growth Gap.
- 4- There is not significant effect of Financial Flexibility on the Sustainable Growth Gap.

##### 5- There is not significant effect of Capital Management Efficiency and Financial Flexibility on the Sustainable Growth Gap.

Statistical Results signs that all hypotheses have significant effect because the F-calculate of the fit model have P-value less than 0.05 .Finally the study get more than one conclusions, the most important is that the Working Capital Turnover and Financial Leverage Ratio have biggest impact on the sustainable Growth Gap. According to this the study recommended the Iraqi company must be take account these variables when it is planning to make the sustainable Growth Gap at nearest actually.

#### المقدمة :

تعد كل من كفاءة إدارة رأس المال العامل والمرونة المالية للشركة مكونا مهما في مالية الشركات المساهمة نظرا لتأثيرها المباشر في قدرة الشركة على توفير الاحتياجات المالية لتمويل استثماراتها. فعلى صعيد كفاءة إدارة رأس المال العامل فإن الأمر يتعلق بإدارة كل من الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة وفي إطار الموازنة بين هدفى السيولة والربحية في الشركات المساهمة بشكل عام والشركات الصناعية بشكل خاص. لذلك إن الإدارة الكفوءة لرأس المال العامل تنصب على تخطيط ورقابة الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة بطريقة تساهم في تخفيف مخاطرة عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات المالية قصيرة الأجل والمخاطر الائتمانية من جانب، وتتفادى الاستثمارات غير المبررة في الموجودات المتداولة من جانب آخر. أما مفهوم المرونة المالية فينصب على قدرة الشركة على تعديل مقدار وتوقيت احتياجاتها المالية بشكل يمكنها الاستجابة للاحتياجات والفرص غير المتوقعة، إن الشركة التي لديها درجة كبيرة من المرونة المالية تكون أكثر قدرة على تخطي الأزمات غير المتوقعة كما أنها تكون أكثر قدرة على انتهاز فرص الاستثمار المريح غير المتوقعة. أما الشركة غير المرنة ماليا يصعب عليها مواجهه الأزمات غير المتوقعة وغالبا ما يؤدي هذا إلى الحد من مصادرها النقدية اللازمة للتوسع أو سداد الديون المستحقة الأمر الذي قد يقودها للإفلاس وكلما كانت المرونة المالية للشركة منخفضة ازداد خطر فشل الشركة على الأقل في تعقب الفرص الاستثمارية غير المتوقعة. وفي إطار ربط كفاءة إدارة رأس المال العامل والمرونة المالية بالنمو المستديم للشركة، فإن اغلب المصادر المعتمدة من قبل الشركات هو احتجاز جزء من الأرباح الحالية لتمويل فرص النمو في المستقبل عموما، ولضمان النمو المستديم في ثروة المالكين. لذلك إن نسبة النمو المستديم تعتمد بالدرجة الأساس على نسبة الاحتجاز ومعدل العائد على حق الملكية ROE الذي يحسب بقسمة صافي الربح المحاسبي على حق الملكية. إذ إن هذا المعدل يجب أن يتحقق في ظل استقرار أو زيادة مناسبة في الموجودات لضمان فجوة موجبة بين معدل النمو المستديم ومعدل النمو الفعلي الداخلي في موجودات الشركة. وبناءً على ما تقدم فإن كل من كفاءة إدارة رأس المال العامل والمرونة المالية للشركة على الأقل من الناحية النظرية لها تأثير في فجوة معدل النمو المستديم. لذا فإن فجوة النمو المستديم في الشركات المساهمة لها انعكاس مباشر على ثروة المالكين ايجابياً أو سلبياً.

**مشكلة البحث:**

تكمن مشكلة البحث في جوانبها التطبيقية، إذ يسعى المدير المالي في الشركات المساهمة إلى تحقيق الكفاءة في دورة التحول النقدية التشغيلية كونها عامل مهم لإدارة رأس المال العامل والتعزيز من المرونة المالية للشركة للحد من اتساع فجوة النمو المستديم. إلا إن المتغيرات البيئية والمحيطية بالشركة لها تأثير على مدى تحقيق الشركة للكفاءة في إدارة رأس المال العامل كما انه في ذات الوقت تنعكس على سلامة المرونة المالية للشركة وما يترتب على ذلك اتساع أو تقليص فجوة النمو المستديم.

وبناءً على طبيعة المشكلة التطبيقية للدراسة يمكن تمثيل المشكلة بالتساؤلات الآتية:

1. ما هي المؤشرات المعبرة عن كفاءة إدارة رأس المال العامل في الشركات المساهمة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
2. ما هي المؤشرات الدالة للمرونة المالية للشركات المساهمة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
3. هل هناك تأثير لمؤشرات كفاءة إدارة رأس المال العامل والمرونة المالية للشركة في فجوة النمو المستديم للشركات المساهمة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

**أهمية البحث:**

تتبع أهمية الدراسة من طبيعة المشكلة ومعالمها وتتلخص في كون إن النمو المستديم له علاقة بثروة المالكين في الشركات الصناعية العراقية والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. كما إن أهمية الدراسة تتجلى في النقص الحاصل بالمكتبة العراقية فيما يتعلق بربط متغيرات الدراسة بفجوة النمو المستديم وعلى وجه التحديد المرونة المالية.

**هدف البحث:**

1. استعراض التطورات الحاصلة في الفكر المالي المعاصر على وجه التحديد المرونة المالية.
2. توضيح الإبعاد المعرفية للنمو المستديم وعلاقته بثروة المالكين.
3. بيان اثر كفاءة إدارة رأس مال العامل والمرونة المالية للشركة في فجوة النمو المستديم.

**فرضيات الدراسة:**

1. لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية معنوية لكفاءة إدارة رأس المال العامل والمرونة المالية في معدل النمو الفعلي.
2. لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية معنوية لكفاءة إدارة رأس المال العامل والمرونة المالية في معدل النمو المستديم.
3. لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية معنوية لكفاءة ادارة رأس المال العامل في فجوة النمو المستديم.
4. لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية معنوية للمرونة المالية في فجوة النمو المستديم.
5. لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية معنوية لكفاءة إدارة رأس المال العامل والمرونة المالية في فجوة النمو المستديم .

## مجتمع وعينة البحث:

تمثل مجتمع البحث في الشركات المساهمة العامة والمدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، والبالغ عددها ثمانية وثمانون شركة، على وفق الإحصائية المعلنة لعام 2013، ولقد أُختير القطاع الصناعي لان هذا القطاع تنطبق عليه مؤشرات الدراسة بدرجة واضحة والتي بلغ عددها (25) شركة صناعية مدرجة. وتم سحب عينة عمدية وبواقع (6) شركة صناعية (انظر الجدول 1) شكلت نسبة 24 % تقريباً من مجتمع البحث. والتي توافرت فيها شروط خلال المدة قيد الدراسة والتحليل (2005-2014) منها أن تكون الشركات مربحة خلال. وذات تداول مستمر في البورصة وبياناتها منشورة، اضافة الى عدم وجود اندماج للشركات عينة الدراسة أو أن تكون تحت التصفية خلال الحدود الزمنية للبحث.

جدول (1) الشركات عينة البحث

اسم الشركة	نوع المساهمة	تاريخ التأسيس	رأس المال (دينار عراقي)
الصناعات الكيماوية العصرية	خاصة	19/6/1946	180.000.000
المنصور الدوائية والمستلزمات الطبية	خاصة	19/4/1989	6.469.267.350
الكندي لإنتاج اللقاحات البيطرية	مختلطة	10/1/1990	5.940.000.000
العراقية للسجاد والمفروشات	خاصة	2/10/1989	500.000.000
العراقية للإعمال الهندسية	مختلطة	1/10/1985	1.5000.000.000
بغداد للمشروبات الغازية	خاصة	18/7/1989	133.000.000.000

مصادر جميع المعلومات والبيانات:

تم الاعتماد على الكتب والدوريات والرسائل الجامعية والأبحاث والمقالات، باللغتين العربية والانجليزية بهدف إغناء الجوانب النظرية للبحث كما اعتمد في جمع البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات الدراسة على التقارير المالية السنوية (قائمة المركز المالي وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية وقائمة التغير في حقوق الملكية) للشركات الممثلة لعينة البحث للمدة (2005-2014)، والمنشورة على الموقع الإلكتروني لسوق العراق للأوراق المالية.

## الأساليب والطرائق الإحصائية المستخدمة لاختبار فرضيات البحث

اعتمد البحث البرنامج الإحصائي (Stata-V6) لتحليل واختبار فرضيات الدراسة وعلى وجه التحديد اختبار تأثير النموذج الثابت بين المتغيرات، وتدرج البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة تحت مسمى بيانات (Panel Data)، والذي يتضمن كلاً من بعدي بيانات السلاسل الزمنية (Time Series Data) والبيانات المقطعية (Cross-Section Data) والذي يساهم في تقادي العيوب في كل من السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية وعلى وفق الاتي (Gujarati, 2003, 636-637)

1. تتعامل البيانات المقطعية مع وحدات معينة كمجموعة من الشركات على إن لها نفس الخصائص والعوامل المؤثرة فيها متجاهله انه يمكن ان تتفاوت هذه الخصائص والعوامل من شركة إلى أخرى.
2. البيانات المقطعية تتجاهل عنصر الزمن على الرغم من ان بعض المتغيرات المستقلة قد تتغير عبر الزمن.
3. البيانات المقطعية تتوفر أحياناً، مشاهدات قليلة، بالتالي تؤثر على كفاءة المعاملات المقدرة بشكل سلبي.

وعليه فان استخدام نموذج بيانات (Panel Data) سيساهم في تكبير حجم العينة عندما لا تتوفر بيانات كافية من نوع السلاسل الزمنية أو من نوع البيانات القطاعية كل على حده (كما هو الحال في البحث الحالي) بحيث توفر عددا أكبر من المشاهدات مما يزيد من درجات الحرية (Degree of Freedom) ويحسن من كفاءة التقدير القياسي (Econometric Estimation). كما انه يأخذ في الاعتبار تفاوت الشركات من حيث الخصائص والعوامل المؤثرة في كل شركة بالإضافة إلى تعامله مع عنصر الزمن. التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث وطرق قياسها :

### أولاً- المتغيرات المستقلة

#### 1- كفاءة إدارة رأس المال العامل Working Capital Management Efficiency

يقصد به التوظيف الأفضل للموجودات المتداولة ولأغراض البحث سيتم قياس كفاءة راس المال العامل على وفق الآتي: (Gitman,2012)

#### أ- دورة التحويل النقدي ( CCC ) Cash Conversion Cycle

تمثل المدى الزمني بين دفع ثمن المخزون السلعي وتحصيل قيمة المبيعات الآجله، مطروحا منها متوسط فترة سداد الحسابات الدائنة.

$$CCC = (\text{Inventory period} + \text{Receivables period}) - \text{Accounts payable} \quad \dots\dots(1)$$

$$\text{Inventory Period} = \frac{360}{\text{Inventory Turnover}} \quad \dots\dots(2)$$

$$\text{Receivables Period} = \frac{360}{\text{Accounts Receivable Turnover}} \quad \dots\dots(3)$$

$$\text{Accounts Payable Period} = \frac{360}{\text{Account Payable Turnover}} \quad \dots\dots(4)$$

إذ إن:

Cash conversion cycle: دورة التحويل النقدي Inventory

period: مدة تحويل المخزون (مدة البيع)

Receivables period: مدة تحصيل الحسابات المدينة

Accounts payable period: مدة سداد الحسابات الدائنة

Inventory turnover: دوران المخزون

Accounts receivable turnover: دوران الحسابات المدينة

Accounts payable turnover: دوران الحسابات الدائنة

#### ب- دوران رأس المال العامل Working Capital Turnover (WCT)

ويمثل الدوران قدرة رأس المال العامل على توليد المبيعات ويقاس بقسمة صافي المبيعات على إجمالي رأس المال العامل (وهو الفرق بين الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة) وكلما زاد المعدل كان دليل على كفاءة إدارة رأس المال العامل والعكس ايضاً صحيح.

$$WCT = \frac{\text{net sales}}{\text{net working capital}} \dots\dots (5)$$

إذ إن:

WCT معدل دوران رأس المال العامل (Working Capital Turnover):  
صافي رأس المال العامل Net Working capital

## 2- المرونة المالية للشركة Financial Flexibility

هي قدرة الشركة على تعديل مقدار احتياجاتها المالية وتوقيتاتها لمواجهة الفرص الاستثمارية غير المتوقعة وبشكل يساهم في زيادة قيمتها. ولغرض البحث تم استخدام المؤشرات الآتية للتعبير عن المرونة المالية: (Jamshidinavid, Abasi, and Parvizi, 2015)

$$\text{Financial Leverage Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}} = \% \dots\dots\dots (6)$$

$$\text{Liquidity Ratio} = \frac{\text{Cash} + \text{Cash Equivalents}}{\text{Total of Asset}} = \% \dots\dots\dots (7)$$

إذ إن:

Financial Leverage Ratio: نسبة الرافعة المالية

Total debts: إجمالي الدين

Total assets: إجمالي الموجودات

Liquidity ratio: نسبة السيولة

Cash+ Cash Equivalents: النقد + شبة النقد

ثانياً- المتغير التابع :

فجوة النمو المستديم Sustainable Growth Rate Gap (SGRG) يقصد بها لأغراض الدراسة بأنها الفرق بين معدل النمو الفعلي ومعدل النمو المستديم ويقاس كل منها على وفق الاتي ( Moeinfar and Mousavi, 2011)

$$SGRG = AGR - SGR \dots\dots\dots (8)$$

أ- معدل النمو الفعلي (AGR) Actual Growth Rate

هو أعلى نسبة للنمو تستطيع الشركة بلوغه بدون اللجوء إلى تمويل خارجي. ويحسب على وفق الآتي:

$$AGR = (ROA * b) / (1 - ROA * b) \dots\dots (9)$$

إذ إن:

AGR: معدل النمو الفعلي (Actual Growth Rate)

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

b: نسبة الإرباح المحتجزة وتحسب على وفق الاتي:-



$$\text{Retained Earnings Ratio}(b) = \frac{\text{Retained Earnings}}{\text{Net Profit}} \dots \dots \dots (11)$$

ب- معدل النمو المستديم (SGR) Sustainable Growth Rate

هو أعلى نسبة للنمو تستطيع الشركة بلوغه بدون زيادة في حقوق الملكية وبالحفاظ على نسبة ثابتة لقيمة الدين الى حق الملكية وعلى وفق الآتي:

$$\text{SGR} = (\text{ROE} * b) / (1 - \text{ROE} * b) \dots \dots \dots (12)$$

إذ إن:

SGR: معدل النمو المستديم (Sustainable Growth Rate)

ROE: العائد على حق الملكية (Return on Equity) ويحسب على وفق الآتي

بعض الدراسات السابقة:

أولاً : الدراسات الخاصة بكفاءة إدارة رأس المال العامل

1.دراسة: (Doof 2003)

بعنوان: "Does Working capital Management effect profitability of Belgian firms"

هدفت الدراسة الموسومة إلى اختبار العلاقة بين إدارة رأس المال العامل وربحية الشركات في عينه شملت (1009) شركة من الشركات البلغارية غير المالية خلال المدة (1992-1996) وقد استخدمت الدراسة المتغيرات (معدل دوران المخزون بالأيام ،متوسط فترة تحصيل حسابات الذمم بالأيام ، متوسط فترة التسديد لأرصده حسابات الموردين بالأيام) كمؤشرات لقياس سياسة الائتمان التجاري وسياسة المخزون السلعي ، فيما استخدمت دورة التحول النقدي كمقياس شامل لإدارة رأس المال العامل. خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط معنوية سالبة بين إجمالي الدخل التشغيلي ومتوسط فترة تحصيل حسابات الذمم ومعدل دوران المخزون ومتوسط فترة الدفع (الحسابات الدائنة) في الشركات البلغارية عينه الدراسة. وقد تم الاستفادة من هذه الدراسة لقياس كفاءة إدارة رأس المال العامل ومن خلال مؤشر دورة التحول النقدي المعبرة عنه.

2.دراسة: ( القيسي، 2013)

بعنوان: "تقييم أثر سياسات إدارة رأس المال العامل المغامرة على ربحية الشركة وقيمتها السوقية المضافة "

تهدف هذه الدراسة إلى بحث أثر سياسات إدارة رأس المال العامل على ربحية الشركة وقيمتها السوقية المضافة، في عينه شملت جميع الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية وعددها (93) شركة وذلك حسب الإحصائية المعلنة من قبل (بورصة عمان للأوراق المالية لعام 2011)، وخلال الفترة (2001-2011)، حيث استخدمت مقاييس الربحية التقليدية، وهي العائد على الاستثمار (ROI)، والعائد على حق الملكية (ROE)، في تقييم أثر هذه السياسات، بالإضافة إلى القيمة السوقية المضافة (MVA) كأحد المقاييس المحاسبية الحديثة. ومن خلال التحليل الإحصائي تم استخدام أسلوب الإحصاء الوصفي لبيان خصائص متغيرات البحث ومصفوفة ارتباط بيرسون لقياس اتجاه العلاقة بين المتغيرات، في حين تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لدراسة أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

ومن خلال نتائج الدراسة وجد إن الشركات الصناعية الأردنية تتبع سياسات استثمارية متحفظة لإدارة موجوداتها المتداولة، وتوازنها بسياسات تمويلية مغامرة لإدارة مطلوباتها المتداولة، كما توصلت الدراسة إلى وجود أثرا إحصائيا لكل من درجة السياسة الاستثمارية والتمويلية المغامرة على (ROI, ROE) على التوالي، وحيث إن العلاقة كانت عكسية بين درجة السياسة الاستثمارية المغامرة و ROI ، وطردية بين درجة السياسة التمويلية المغامرة و ROE .

ثانيا: الدراسات الخاصة بالمرونة المالية

1- دراسة: (Jamshidinavid, Ph.D, Abasi and parvizi 2015)

بعنوان: "The Relationship between Financial Flexibility and Financial Performance of the companies accepted in Tehran Stock Exchange "

تناولت الدراسة العلاقة بين المرونة المالية والأداء المالي في الشركات المدرجة في سوق طهران للأوراق المالية، في عينة من (183) شركة مدرجة في سوق طهران للأوراق المالية وفق معايير خاصة ، البيانات التي تم اعتمادها هي بيانات من القوائم المالية ولمدة 4 سنوات (2010-2014) وتم استخدام مؤشرات لقياس المرونة المالية وهي: (نسبة السيولة، ونسبة الرافعة المالية)، وقد تم استخدام أسلوب تحليل الانحدار واستخدام (t-test, f-test) كنماذج احصائية لتحليل البيانات، ولغرض معرفة مدى الارتباط بينهما. تم التوصل الى ان هناك علاقة ارتباط ايجابية بين نسبة الرافعة المالية ونسبة السيولة مع الاداء المالي في الشركات المدرجة في سوق طهران للأوراق المالية. ومن خلال هذه الدراسة فقد تم الاستفادة من مؤشرات لقياس المرونة المالية.

2- دراسة: (Bouchani, Ghanbari, 2015)

بعنوان: "The relation between financial flexibility and financial performance with the ratio of book value to market value in Tehran listed firms "

الهدف من هذا البحث هو دراسة تأثير المرونة المالية والأداء المالي للشركات على نسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية، في عينة مكونه من (50) شركة من الشركات المدرجة في سوق طهران للأوراق المالية خلال الفترة (2009-2013)، وفي هذا الإطار ركز معظم الباحثين على نوعين من المعايير لتقييم أداء الشركات وهي الأداء على أساس القيمة وتقييم الأداء بالطرق التقليدية (النسب المالية)، بالإضافة الى ذلك فان المرونة المالية تلعب دورا هاما تمكن الشركات من الاستفادة من الفرص الاستثمارية المستقبلية. وتم استخدام نسبة الرافعة المالية ونسبة السيولة للتعبير عن المرونة المالية للشركات، ونسبة التدفق النقدي التشغيلي والعائد على الموجودات (ROA) للتعبير عن متغير الأداء المالي، ولفحص الاختبار بين المرونة المالية والأداء المالي للشركات تم استخدام طرائق إحصائية وهي طريقة المربعات الصغرى (EGLS) وطريقة الزخم المعمم (GMM). النتائج التي تم التوصل اليها ان هناك علاقة ايجابية بين نسبة الرافعة المالية ونسبة السيولة (المقاييس المعيرة عن متغير المرونة المالية) ونسبة التدفق النقدي التشغيلي، بالإضافة الى ذلك فان هناك علاقة سلبية بين نسبة العائد على الموجودات (المؤشر المعبر عن متغير الأداء المالي) ونسبة القيمة الدفترية الى القيمة السوقية.

ثالثاً : الدراسات الخاصة بمعدل النمو الفعلي ومعدل النمو المستديم

1-دراسة: ( Mousavi & Moeinfar ، 2011 )

بعنوان: " Sustainable Growth Rate and Firm Performance : Evidence Iran Stock Exchange "

تناولت الدراسة الموسومة فحص العلاقة بين فجوة النمو (الفرق بين معدل النمو الفعلي عن معدل النمو المستديم) والعائد على الموجودات (ROA)، والأسعار إلى القيمة الدفترية (P/b)، ونسب التداول ونسب السيولة السريعة في عينة مكونه من (54) شركة من الشركات المدرجة في سوق طهران للأوراق المالية للفترة (2006-2009) ، استخدمت الدراسة أسلوب تحليل الانحدار كمقياس إحصائي لفحص العلاقة بين المتغيرات . وجد من خلال الدراسة إن هناك علاقة ارتباط قوية بين فجوة النمو المستديم ( أي الفرق بين معدل النمو الفعلي و معدل النمو المستديم ) والعائد على الموجودات والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. بينما لا توجد علاقة ارتباط لفجوة النمو المستديم مع نسب السيولة السريعة ونسب التداول. وفي إطار الدراسة الحالية تم اعتماد متغير فجوة النمو المستديم وهو الفرق بين معدل النمو الفعلي ومعدل النمو المستديم كمتغير تابع.

2- عنوان: "Sustainable Growth of Public Listed Companies (PLC) Using

Capital Structure Choices Firm Performance In An Asian Market "

بحثت هذه الدراسة فرص النمو المستديم للشركات العامة المدرجة في أسواق البلدان الآسيوية باستخدام هيكل رأس المال وأداء الشركات، في عينة مكونه من 229 شركة مسجلة في بورصة ماليزيا، اندونيسيا، تايلاند، سنغافورا، خلال الفترة (2001-2012)، ومن خلال الدراسة تم التعبير عن المتغيرات المستقلة ( هيكل رأس المال، أداء الشركات) بمجموعة من المؤشرات، هيكل رأس المال عبر عنه بالمؤشرات ( نسبة الدين الى حق الملكية، إجمالي حقوق الملكية TE، إجمالي الدين TD )، اما أداء الشركات استخدم المؤشرات (العائد على الموجودات ROA، ربحية السهم EPS ، العائد على رأس المال ROC)، والمتغير التابع هو معدل النمو المستديم  $(SG = r * ROE)$  (Higgins, 1977)، حيث ان (r) تمثل نسبة الأرباح المحتجزة، وتمثل (ROE) العائد على حق الملكية. واستخدم نموذج الانحدار الخطي لفحص العلاقة بين المتغيرات، وتم استخدام تحليل ANOVA لتحديد الاختلاف بين العناصر بالاعتماد على عينة البحث، وتشير النتائج ان النمو المستديم لبلدان سنغافورا وماليزيا له ارتباط ايجابي مع جميع المتغيرات المستقلة لهيكل رأس المال، وان النمو المستديم أيضا له ارتباط ايجابي مع (ROA) لجميع البلدان الآسيوية، أي ان النمو المستديم يكون ارتباطه ايجابي لجميع البلدان الآسيوية، بعكس المتغيرات المستقلة (هيكل رأس المال وأداء الشركات) التي يكون ارتباطها عكسي لجميع البلدان الآسيوية.

3- دراسة: ( Momčilović et.al, 2015 )

بعنوان: " Sustainable Growth Rate: Evidence from Agricultural and Food Enterprise

هدفت الدراسة الموسومة الى تحديد أثر معدل النمو المستديم في شركات صربيا تابعة لقطاعي الزراعة والاعذية، في عينة شملت (60) شركة مدرجة في بورصة بلغراد للأوراق المالية خلال فترة (2011-2012) إذ تمثلت العينة (30) شركة تابعة لقطاع الزراعة ، (30) شركة تابعة لقطاع الاعذية. تشير نتائج البحث ان امكانيات النمو

المستديم كانت نادرة أو لم يكن هناك نمو مستديم للشركات في القطاعين الزراعة والأغذية خلال فترة الدراسة تم استخدام أسلوب العينة الطبقية واستخدام تحليل t-test لاختبار فرضيات الدراسة ، النتائج أوضحت انه لا يوجد اختلاف في معدل النمو المستديم في القطاعين خلال فترة الدراسة وبالرغم من ان صربيا لديها مزايا نسبية وعلى الرغم من ان الحكومة أشارت الى الأهمية التي تتمتع بها صربيا في قطاعي الزراعة والاغذية الا ان فرص النمو المستديم كانت نادرة وان السبب في عدم وجود الاختلاف بين القطاعين هو بسبب قصر فترة الدراسة وان الاختلاف يظهر أكثر كلما كانت الفترة أطول ، وان معدل النمو المستديم يمكن ان يكون كأداة لاختيار الاجراءات والتدابير الاكثر ملائمة لنمو وتطوير القطاعات الزراعية والاغذية ويمكن تصميم سياسات أكثر فعالية للقطاعين والتي من شأنها تعزيز النمو المستقبلي.

#### مجالات الاستفادة من الدراسات السابقة

الإفادة في صياغة نموذج الدراسة في بناء بعض مضامين الإطار المفاهيمي لمتغيرات الدراسة.  
 أ. الإفادة من بعض المؤشرات النوعية والكمية التي أوردتها وأثبتتها الدراسات السابقة من اجل تحليل وقياس المتغيرات المعتمدة في الدراسة بغية تحقيق الأهداف المحددة بالدراسة.  
 ب. اسهمت الدراسات السابقة بشكل واضح ومنطقي في تقديم الدليل التجريبي لكثير من الحقائق المعرفية في إطار الموضوع وكيفية التوصل إلى هذه الحقائق، وقد استندت الدراسة الحالية إلى هذه الأدلة التجريبية في إعداد المنهجية.

#### موقع البحث الحالي من الدراسات السابقة:

أ. هذه أول دراسة على حد علم الباحث تتناول كفاءة ادارة راس المال العامل في المكتبة العربية والتي تناولت ثلاث متغيرات معاً (كفاءة ادارة راس المال العامل، المرونة المالية للشركة، فجوة النمو المستديم).  
 ب. تحاول الدراسة الحالية بيان الإسهامات الفكرية الحديثة في مجال المرونة المالية للشركة وعلاقتها في فجوة النمو المستديم وهو ما يعد مبادرة من قبل الدراسة الحالية في تأطير الموضوع في البيئة العراقية.  
 ج. البحث محاولة لإكمال الجهود السابقة التي تساعد في توضيح الترابط بين المتغيرات

#### الإطار المفاهيمي للبحث

##### أولاً- كفاءة إدارة رأس المال العامل ومؤشرات قياسها

ينظر المهتمين بالفكر المالي المعاصر الى كفاءة ادارة رأس المال العامل على انها كفاءة إدارة الاستثمار في الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة والتي تتطلب تحديد مستوى الاستثمار بالموجودات المتداولة نسبة الى الاستثمارات الرأسمالية، تحديد مستوى التمويل من مصادر قصيرة الاجل مقارنة مع مصادر التمويل الطويلة الاجل. وعلى وفق السياسة التي تتبعها الشركة في الاستثمار والتمويل والتي تصنف الى السياسة المتحفظة والمعتدلة والمغامرة (الزبيدي، 2008، 235-237، البرزنجي، 2015، 189-190)

لذلك فان كفاءة ادارة رأس المال العامل تتضمن القرارات المتعلقة بمقدار وتوليفة عناصر الموجودات المتداولة واليات تمويلها. فعلى جانب الموجودات يمكن تأجيل الاستثمار في بعض عناصر الموجودات الثابتة، لكن تأجيل

الاستثمار في بعض عناصر الموجودات المتداولة قد يكون له تأثير كبير على السيولة يصعب معه تدبير الأموال اللازمة لسداد الالتزامات قصيرة الاجل خلال دورتها التشغيلية، وهو ما قد يؤدي الى ضائقة مالية قد يؤدي الى تهديد سمعة الشركة الائتمانية لدى السوق (Panbunyu, Rimo, 2010: 26,27). ولذلك فان كفاءة ادارة رأس المال العامل تنطلق من فكرة كفاءة ادارة دورة التحول النقدي والاحتفاظ بالسيولة المناسبة لموجوداتها السائلة والموجودات التي يسهل تحويلها الى نقد والاوراق المالية ذات السيولة العالية أو القابلة للتسويق العاجل. وبناءً على أهداف الشركة من إدارة النقدية ودورة التحول النقدي، فان الشركات تهتم في تخصص كفاءة إدارة رأس المال العامل من خلال مؤشرات دورة التحول النقدي والتي تمثل المدى الزمني بين دفع ثمن المخزون السلعي وتحصيل قيمة المبيعات الآجلة (مدة التحصيل) مطروحا منها فترة سداد الحسابات الدائنة (Gitman, 2012: 608). هذا بالإضافة الى ذلك ، فان معدل دوران رأس المال العامل أيضا يعد من المؤشرات الدالة على كفاءة إدارة رأس المال العامل كون هذا المعدل يساعد الإدارة في رقابة حركة الأنشطة سواء على مستوى الشركة أو على مستوى الإدارات الفرعية. وهو مقياس يقارن استنزاف رأس المال العامل بالقدرة على توليد المبيعات خلال فترة معينة اي يقيس كمية صافي المبيعات المتولدة لكل وحدة نقدية من رأس المال العامل. ويختلف معدل دوران رأس المال العامل من شركة إلى أخرى بحسب طبيعة النشاط. وبشكل عام ان ارتفاع معدل دوران رأس المال العامل من المحتمل ان يعطي ميزة تنافسية في مجال الاعمال ويشير الى سهولة تدفق الاموال للشركة وعدم الحاجة الى تمويل خارجي.

### ثانيا : المفاهيم العامة للمرونة والمرونة المالية

تعد المرونة نقطة تحول للمنظمات المعاصرة إذ كانت المرونة تعبر عن معنى متعدد الإبعاد مرتبط بالتغير والإبداع، أن التغير السريع للبيئة انعكس على الأعمال التجارية وقد أدى هذا التغير الى استجابة المنظمات في إعادة النظر في طرق وأساليب إدارتها لأنشطتها المختلفة وكيف يجب إن تتكيف هذه المنظمات مع التغيرات الحاصلة في البيئة بشكل عام والتمويل بشكل خاص الذي ساهم في تفضيل مفهوم المرونة المالية لدى هذه المنظمات، ولذلك فان تعدد مصادر التمويل المتاحة لإمكانية الاختيار من بين أكبر عدد ممكن من البدائل لتحديد مصدر التمويل المناسب يحقق المتطلبات المالية للشركة والذي يتميز بالمرونة بدرجة تمنح الشركة القدرة في المستقبل على أحداث اي تغيير مناسب على مصدر التمويل (الزعيبي، 2000: 122).

إذن المرونة المالية تعني قدرة الشركة على الاستجابة والتكيف مع الأزمات المالية والاحتياجات الطارئة وانتهاز الفرص غير المتوقعة، أي قدرتها على تعديل أوضاعها في فترات التعثر المالي ومواجهة الاحتياجات والفرص غير المتوقعة، من خلال الحصول على التمويل أو التخلص من بعض الموجودات غير التشغيلية أو تعديل عملياتها لزيادة التدفقات النقدية الداخلة للشركة ( درغام، 2008: 56). وان عدم كفاية المرونة المالية للشركة يجعل الإدارة تواجه صعوبات في تأمين احتياجاتها المالية سواء لتلافي المشاكل المالية والتي تتمثل بنقص السيولة وبالتالي احتمالات الفشل المالي، أو فقدان الفرص الاستثمارية الغير متوقعة الأمر الذي يفقدها مرونة النمو وتحسين الأداء (Bouchani, Ghanbari, 2015: 215). وكلما انخفضت درجة المرونة المالية كلما ازداد خطر فشل الشركة بمواجهة التزاماتها أو فقدان قدرتها لتعقب الفرص الاستثمارية.

اما مجلس معايير المحاسبية المالية الدولية (FASB,1984) عرف المرونة المالية بانها قدرة الشركة على تبادل المبالغ والوقت بتدفقات نقدية لغرض مقابلة أي فرص استثمارية غير متوقعة. وهنا تم التركيز على مصدر واحد فقط لتوليد المرونة المالية وهو التدفقات النقدية. (Khormin et.al,2014,10). أي هي قدرة الشركة على إعادة هيكلتها المالية والحصول على التمويل بتكلفة أقل بالتركيز على موجوداتها القادرة على تحويلها الى نقد بسرعة أو الحصول على تدفقات نقدية للاستثمار في الفرص المربحة. وعليه يمكن للشركات المرنة ماليا ان تتجنب المخاطر المالية عند الدخول في الفرص الاستثمارية المربحة وتوفير التمويل اللازم لتلك الفرص من مصادر متعددة وعلى وفق الاتي (Farahbakhsh, 2014: 8):-

1. الحفاظ على قدرة الاقتراض وإصدار السندات على الاقل في المدى القصير.
2. الحفاظ على مستوى عالي من النقدية من خلال القدرة على استرداد المدفوعات النقدية الصافية.
3. القدرة على بيع الموجودات ودون التأثير على العمليات التشغيلية أو تقليص الاستثمار.
4. زيادة العائد على حقوق الملكية والحد من عدم دفع توزيعات الأرباح الى المساهمين.

رابعاً: العلاقة بين كل من كفاءة إدارة رأس المال العامل والمرونة المالية بفجوة النمو المستديم

#### 1- مفهوم فجوة النمو المستديم

يرتكز فهم فجوة النمو المستديم على فهم كل من معدل النمو المستديم ومعدل النمو الفعلي، بكونها قائمة على اساس الفرق بين هذين المعدلين وعلى وفق المعادلة رقم (8) واستنادا الى المعادلة رقم (9 ، 12). فالنمو المستديم هو الحد الأقصى لمعدل نمو مبيعات الشركة والذي يمكن تحقيقه دون إصدار الأسهم الجديدة، وعدم تغير سياسة الشركة التشغيلية (هامش الربح التشغيلي ودوران رأس المال) والسياسة التمويلية (نسبة الدين الى حقوق الملكية ونسبة الأرباح المحتجزة) (KIJEWKA, 2016:139). اي النمو الذي يعتمد على الزيادة في هامش الربح ومعدل دوران صافي الموجودات مع انخفاض في مستويات توزيع الارباح لزيادة الأرباح المحتجزة بشكل يؤدي الى زيادة حقوق الملكية المتولدة داخليا وبالتالي زيادة النمو المستديم.

اما معدل النمو الفعلي للشركة بأنه الحد الأقصى لنمو الشركة دون الحاجة إلى التمويل الخارجي وبالاعتماد على مصادر التمويل الداخلية. كما انه يشير الى مدى فعالية الشركة في استخدام الموجودات والأرباح المحتجزة في تمويل النمو والتوسع بالاستفادة من الفرص المتاحة والمربحة بالاعتماد على التمويل الداخلي في حال عدم توفر الاحتياجات المالية اللازمة (Moeinfar,Mousavi,2011:251). وعليه فان عموم الشركات ترغب بتحقيق التوازن في فجوة النمو المستديم أي ان يكون معدل النمو المستديم مساوي لمعدل النمو الفعلي وهذا يعني ان الشركة في حالة نمو ويمكنها تحقيق المزيد من الأرباح واحتجاز جزء منها. لان تراكم الأرباح المحتجزة يساعد في زيادة حقوق الملكية مما يعزز من ثقة الدائنين وزيادة المرونة المالية بالحصول على دين أكبر ويساعد الشركة في زيادة قدرتها على الاستثمار وتحقيق عائد على الموجودات (ROA) يعزز من ثروة المالكين لضمان معدل نمو مستديم أكبر من معدل النمو الفعلي (Raiyani,2011, 118)

## 2- العلاقة النظرية بين كفاءة إدارة رأس المال العامل وفجوة النمو المستديم

يمكن توضيح العلاقة النظرية بين كفاءة إدارة رأس المال العامل (بوصفه يتعلق بالتشغيل) وفجوة النمو المستديم من خلال دورة التحول النقدي والدوران. إذ انه كلما كانت دورة التحول النقدي قصيرة (او ذات قيمة سالبة المعادلة رقم 1) كلما كان أفضل للشركة، وذلك لأنها ستوفر نقد متاح بفترة زمنية تسبق التزاماتها يمكنها من الاستثمار وزيادة أرباحها وبالتالي تتمكن من احتجاز جزء منها لتمويل التوسعات المستقبلية وستزداد لديها حقوق الملكية، وهذا مؤشر على ارتفاع العائد على حقوق الملكية والذي بدوره يعكس الزيادة في نسبة النمو المستديم. ومن ناحية أخرى فان الزيادة في الأرباح تعكس ان الشركة في حالة نمو ويمكنها من تحقيق مبيعات عالية وزيادة استثماراتها وهذا يدل على ان موجوداتها ستزداد وهو مؤشر ارتفاع العائد على الموجودات والذي يعكس الزيادة في معدل النمو الفعلي وبذلك ستكون نسبة الزيادة متوازنة بين معدل النمو المستديم ومعدل النمو الفعلي وسيحقق التوازن في فجوة النمو المستديم وهو ما ترغب به الشركة وتطمح بالوصول اليه. كما ان دورة التحول النقدي القصيرة أفضل للشركة لأنه يساعد في تحسين السيولة ويمنحها المزيد من المرونة في الاعمال. أما دوران رأس المال العامل فان الزيادة في الدوران هي الاخرى أفضل للشركة لأنها تعكس الزيادة في المبيعات الناتجة عن تحقيق الشركة للإيراد وزيادة موجوداتها وهذا يساعد على تحقيق التوازن في فجوة النمو المستديم من خلال التوازن بين معدل النمو المستديم ومعدل النمو الفعلي.

## 3- العلاقة النظرية بين المرونة المالية وفجوة النمو المستديم

تسعى الشركات بشكل عام الى اتخاذ قرارات استثمارية صائبة وذات جدوى اقتصادية تهدف الى تعظيم ثروة المالكين. ويتطلب ذلك امتلاك وسائل التمويل المناسبة واللائمة لتحقيق نشاطها وتغطية احتياجاتها من الأموال، اي تمتع الشركة بمرونة مالية كافية تمكنها من تحقيق النمو. وفي اطار مؤشرات المرونة المالية المعتمدة لإغراض البحث (نسبة الرافعة المالية ونسبة السيولة النقدية)، فان ارتفاع المرونة المالية يكون من خلال الاحتفاظ بنسبة رافعة مالية منخفضة حالياً من اجل زيادة قدرة الشركة على زيادة كمية المبالغ التي تستخدمها من اموال الدائنين لتمويل استثماراتها لتوليد الأرباح العالية واحتجازها لتحقيق فجوة نمو متوازنة (تساوي نسبة الزيادة في معدل النمو المستديم مع نسبة الزيادة في معدل النمو الفعلي). وكذلك الحال لنسبة السيولة النقدية فان ارتفاعها دليل على مدى توفر نقد متاح لدى الشركة تتمكن من خلاله مواجهة التزاماتها المالية وتجنب عدم الملاءة الفنية ولذلك فان ارتفاع هذه النسبة هو مؤشر جيد لإدارة الشركة على توفر الاموال والتي تمكن من استثمارها وزيادة القدرة على تحقيق الأرباح، وبالتالي تحقيق التوازن في فجوة النمو المستديم.

## تحليل النتائج واختبار الفرضيات

### 1- الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة :

يعرض الجدول (2) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة من حيث الوسط الحسابي وأكبر قيمة وأقل قيمة والانحراف المعياري، ومنه يتضح أن الوسط الحسابي لدورة التحول النقدي (132 يوم) وانحراف معياري بلغ (268) ، ولدوران رأس المال العامل (1.456) وانحراف معياري بلغ (2.51) ، ولنسبة الرافعة المالية

(16.97%) وانحراف معياري بلغ (15.22)، ونسبة السيولة النقدية (35.29%) وانحراف معياري بلغ (25.19) ، ولمعدل النمو الفعلي (4.91%) وانحراف معياري بلغ (5.47)، ولمعدل النمو المستديم (6.42%) وانحراف معياري بلغ (7.17) ، ولفجوة النمو المستديم (1.51%) وانحراف معياري (3.42).  
ويلاحظ التشتت الكبير للبيانات من خلال الانحراف المعياري الذي يعتبر القيمة الأكثر استخداماً من بين مقاييس التشتت الإحصائي لقياس مدى التبعثر الإحصائي، أي أنه يدل على مدى امتداد مجالات القيم ضمن مجموعة البيانات الإحصائية عادة ما يرمز إلى الانحراف المعياري بالحرف الإغريقي الصغير  $\sigma$  ، والتباين وهو معدل مربعات انحرافات البيانات في التوزيع عن الوسط الحسابي. ويكون الانحراف المعياري عندها الجذر التربيعي للتباين بالنسبة لمجموعة البيانات الإحصائية. ويتأثر التباين أو الانحراف المعياري بالقيم المتباعدة أو المتطرفة ولكنه لا يتأثر كثيراً بالتغيرات التي تطرأ على العينة، ويمكن ملاحظة ذلك من خلال الجدول رقم (2).

جدول (2) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغير	X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>	X <sub>3</sub>	X <sub>4</sub>	Y <sub>1</sub>	Y <sub>2</sub>	Y <sub>3</sub>
المقياس الإحصائي							
الوسط الحسابي	132.1	1.46	16.97	35.3	4.91	6.42	1.51
أكبر قيمة	868.9	14.52	76.2	83	22.81	30.73	21.61
أقل قيمة	-538	-7.91	-1.1	1.5	0	0	-5.3
الانحراف المعياري	268	2.51	15.22	25.2	5.47	7.17	3.42

إذ إن X<sub>1</sub> دورة التحويل النقدي، X<sub>2</sub> دوران رأس المال العامل، X<sub>3</sub> نسبة الرافعة المالية، X<sub>4</sub> نسبة السيولة النقدية، Y<sub>1</sub> معدل النمو الفعلي، Y<sub>2</sub> معدل النمو المستديم، Y<sub>3</sub> فجوة النمو المستديم

### 1. نتائج اختبار فرضية الدراسة الأولى

يعرض الجدول (3) نتائج اختبار التأثير الثابت وفقاً لتحليل الانحدار. ومنه يتضح أن معامل التحديد ( $R^2$ ) بلغ 32% وهذا يعني إن المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته 32% من التغيرات الحاصلة في معدل النمو الفعلي  $Y_1$  وهي نسبة جيدة، وإن للمتغير دوران رأس المال العامل  $X_2$  له تأثير معنوي تؤكد معنوية أثر هذا المتغير بمعدل النمو الفعلي لان قيمة P-Value أقل من 5% والتي بلغت 0.019% وهذا يعني ان كفاءة إدارة رأس المال العامل تؤثر في معدل النمو الفعلي من خلال عدد مرات دوران رأس المال العامل خلال السنة المالية للشركة. كونه يتعلق بالإيرادات من المبيعات نسبة إلى رأس المال العامل والتي كلما زادت كلما انعكست هذه الزيادة في معدل النمو الفعلي. أما بقية المتغيرات فإن قبول تأثيرها بمعدل النمو الفعلي يكون عند مستويات مختلفة فبالنسبة إلى السيولة النقدية  $X_4$  عند مستوى دلالة 13% و الرافعة المالية  $X_3$  عند مستوى دلالة 37% وهذا شيء طبيعي لارتفاع مستوى الدلالة لهذه المتغيرات نتيجة لما يمر به الاقتصاد العراقي من ظروف الأزمة المالية وتأثيرها على مستويات النقد لدى الشركات. أما بالنسبة لمدى موائمة نموذج التأثير الثابت فكان معنوياً إذ بلغت قيمة F المحسوبة 2.58 وقيمة احتمالية أقل من 5% وإن معامل الارتباط للفرضية هو 0.56. وعليه فإن نتائج الاختبار تشير إلى رفض فرضية  $H_0$  وقبول الفرضية البديلة  $H_1$ ، ومفادها وجود تأثير لكفاءة إدارة رأس المال العامل والمرونة المالية في معدل النمو الفعلي، وعلى وفق التأثير الثابت.



جدول (3) نتائج اختبار معنوية فرضية الدراسة الأولى على وفق التأثير الثابت

المتغيرات	B	اختبار t	P- value
cons	2.558	1.212	0.231
X <sub>1</sub>	-0.0045	-1.055	0.296
X <sub>2</sub>	0.7284	2.420	0.019
X <sub>3</sub>	-0.0644	-0.906	0.369
X <sub>4</sub>	0.0726	1.526	0.13
R <sup>2</sup> squared	R Correlation	F الثابت	P-value
0.3170	0.56	2.58	0.0160

## 2. نتائج اختبار فرضية الدراسة الثانية

يعرض الجدول (4) نتائج اختبار التأثير الثابت وفقا لتحليل الانحدار. ومنه يتضح ان معامل التحديد ( $R^2$ ) بلغ 42% وهذا يعني ان المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبة 42% من التغيرات الحاصلة في معدل النمو المستديم وهي نسبة جيدة ، وان كل من دوران رأس المال العامل ( $X_2$ ) ونسبة السيولة النقدية ( $X_4$ ) لها تأثير تؤكد معنوية أثر هذه المتغيرات بمعدل النمو المستديم لان قيمة P-value أقل من 5% والتي بلغت 0.004% و 0.036% وعلى التوالي . وهذا يعني ان كفاءة إدارة رأس المال العامل تؤثر في معدل النمو المستديم من خلال عدد مرات دوران رأس المال العامل خلال السنة المالية للشركة. كونه يتعلق بالإيرادات من المبيعات الى رأس المال العامل والتي كلما زادت انعكست هذه الزيادة في معدل النمو المستديم . ومن جانب آخر يظهر تأثير المرونة المالية في معدل النمو المستديم من خلال زيادة نسبة السيولة النقدية للشركة كونها تتعلق بكمية النقد المتاحة لدى الشركة والذي يوفر لها القدرة في تعقب الفرص الاستثمارية المربحة ، وزيادة مبيعاتها وكمية الأموال المتاحة لها لتتمكن من مواجهة التزاماتها. أما بقية المتغيرات فان قبول تأثيرها يكون عند مستويات مختلفة فبالنسبة لدورة التحول النقدي ( $X_1$ ) عند مستوى دلالة 36% ونسبة الرافعة المالية ( $X_3$ ) عند مستوى دلالة 34% وهذا ويعود سبب ارتفاع مستوى دلالة هذه المتغيرات إلى الأزمات التي يمر بها الاقتصاد العراقي الذي بدوره ساهم ببطيء دورة التحول النقدي لكثير من الشركات . أما بالنسبة لمدى موائمة نموذج التأثير الثابت فكان معنويا إذ بلغت قيمة F المحسوبة 3.99 وبمستوى دلالة أقل من 5% وان معامل الارتباط للفرضية 0.65. وعليه فان نتائج الاختبار تشير الى رفض فرضية  $H_0$  وقبول الفرضية البديلة  $H_1$  ، ومفادها يوجد تأثير لكفاءة إدارة رأس المال العامل والمرونة المالية في معدل النمو المستديم.

جدول (4) نتائج اختبار التأثير الثابت للفرضية الثانية

المتغيرات	B	اختبار t	P- value
cons	1.5311	0.600	0.551
X <sub>1</sub>	-0.0047	-0.916	0.036
X <sub>2</sub>	1.1129	3.058	0.004
X <sub>3</sub>	0.0826	0.961	0.341
X <sub>4</sub>	0.1240	2.155	0.036
R <sup>2</sup> squared	R Correlation	F الثابت	P-value
0.4180	0.65	3.99	0.0007

## 3. نتائج اختبار فرضية الدراسة الثالثة

يعرض الجدول (5) نتائج اختبار التأثير الثابت وفقاً لتحليل الانحدار. ومنه يتضح ان معامل التحديد ( $R^2$ ) بلغ 30% وهذا يعني ان المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبته 30% من التغيرات الحاصلة في فجوة النمو المستديم وهي نسبة جيدة ، وان دورة التحول النقدي ( $X_1$ ) لها تأثير تؤكد معنوية أثر هذا المتغير بفجوة النمو المستديم لان قيمة P-Value أقل من 5% والتي بلغت 0.025% وهذا يعني ان كفاءة إدارة رأس المال العامل تؤثر في فجوة النمو المستديم من خلال دورة التحول النقدية خلال السنة المالية ، وتبين من خلال نتائج التحليل طول دورة التحول النقدية في أغلب الشركات عينة الدراسة ويرجع السبب في ذلك الى ارتفاع فترة تأجيل سداد الذمم الدائنة عن طول الدورة التشغيلية والتي تتمثل بفترة تحويل المخزون وفترة التحصيل وهذا يشير الى ان أغلب الشركات تتأخر في تسديد الحسابات الدائنة وبالتالي سوف تتراكم لدى الشركة الحسابات الدائنة مما قد يجعلها تتعرض الى مخاطرة سيولة كبيرة ناتجة عن عدم توفر السيولة الكافية لتسديد التزاماتها القصيرة الأمد فضلاً عن الاضرار بسمة الشركة الائتمانية . وتكشف نتائج التحليل أن هناك اختلافاً وتبايناً ما بين الشركات العينة في طول الدورة التحول النقدية وهذا يرجع الى طبيعة عمل الشركة من حيث الحصول على المواد الاولية الى تصنيع المنتج النهائي وبيعه اما نقداً أو على الحساب هذا من جهة ، وتباين في تسديد الحسابات الدائنة من جهة اخرى ، وهذا بالتالي فان الزيادة في طول الدورة التشغيلية من دون زيادة مقابلة في فترة تأجيل سداد الحسابات الدائنة يترتب عليها زيادة في طول الدورة النقدية جراء زيادة معدل الخزين والحسابات المدينة ازاء المبيعات التي تؤدي الى زيادة صافي رأس المال العامل. أما متغير دوران رأس المال العامل ( $X_2$ ) فان قبول تأثيره يكون عند مستوى دلالة 36% نتيجة لما يمر به الاقتصاد العراقي من ظروف ساهمت في تباطيء دورة اعمال اغلب الشركات الامر الذي ربما أثر بدوره في ايرادات الشركة . ولذلك فان كل من دورة التحول النقدي ودوران رأس المال العامل لها تأثير في فجوة النمو المستديم والذي ينعكس بدوره على معدل النمو المستديم ومعدل النمو الفعلي . أما بالنسبة لمدى موثمة نموذج التأثير الثابت فكان معنوياً اذ بلغت قيمة F المحسوبة 3.15 ويمتوى دلالة أقل من 5% وان معامل الارتباط للفرضية 0.55 . وعليه فان نتائج الاختبار تشير الى رفض فرضية  $H_0$  وقبول الفرضية البديلة  $H_1$  ، ومفادها يوجد تأثير لكفاءة إدارة رأس المال العامل في فجوة النمو المستديم.

جدول (5) نتائج اختبار التأثير الثابت للفرضية الثالثة

المتغيرات	B	اختبار t	P- value
cons	2.303	2.313	0.025
$X_1$	-0.0067	-3.219	0.025
$X_2$	0.1631	0.922	0.036
$R^2$ squared	R Correlation	F الثابت	P-value
0.2981	0.55	3.15	0.074

## 4. نتائج اختبار فرضية الدراسة الرابعة

يعرض الجدول (6) نتائج اختبار التأثير الثابت وفقا لتحليل الانحدار. ومنه يتضح ان قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) بلغ 44% وهذا يعني ان المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبة 44% من التغيرات في فجوة النمو المستديم ( $Y_3$ ) وهي نسبة جيدة ، وان للمتغير نسبة الرافعة المالية ( $X_3$ ) تأثير تؤكد معنوية أثر هذا المتغير بفجوة النمو المستديم لان قيمة P-value بلغت 0.0 % وهي أقل من 5% وهذا يدل على ان ارتفاع نسبة الرافعة المالية والتي تعكس مدى اعتماد الشركة على الديون في تمويل استثماراتها لأغراض النمو وتحقيق أعلى الأرباح ، ولكن اعتماد الشركة بشكل مستمر على الديون في تمويل استثماراتها يجعلها أمام مخاطر عدم الملاءة المالية وزيادة درجة مخاطرها المالية ومخاطرة الأعمال . أما متغير نسبة السيولة النقدية ( $X_4$ ) فان قبول تأثيره يكون عند مستوى دلالة 3.4% أي ويعود سبب ارتفاع مستوى الدلالة الى ما تم تشخيصه من ظروف شهدها الاقتصاد العراقي . أما بالنسبة لمدى موثمة نموذج التأثير الثابت فكان معنويا اذ بلغت قيمة F المحسوبة 5.84 وبمستوى دلالة أقل من 5% .

وعليه فان نتائج الاختبار تشير الى رفض فرضية  $H_0$  وقبول الفرضية البديلة  $H_1$  ، ومفادها بوجود تأثير معنوي للمرونة المالية في فجوة النمو المستديم.

جدول (6) نتائج اختبار التأثير الثابت للفرضية الرابعة

المتغيرات	B	اختبار t	P- value
cons	-0.4366	-0.444	0.659
$X_3$	0.1319	3.992	0.000
$X_4$	0.0549	2.176	0.034
$R^2$ squared	R Correlation	F الثابت	P-value
0.4401	0.66	5.84	0.0000

## 5. نتائج اختبار فرضية الدراسة الخامسة

يعرض الجدول (7) نتائج اختبار التأثير الثابت وفقا لتحليل الانحدار. ومنه يتضح ان معامل التحديد ( $R^2$ ) بلغ 51% وهذا يعني ان المتغيرات المستقلة تفسر ما نسبة 51% من التغيرات في فجوة النمو المستديم ( $Y_3$ ) وهي نسبة جيدة ، وان كلا من دوران رأس المال العامل ( $X_2$ )، ونسبة الرافعة المالية ( $X_3$ ) لهما تأثير تؤكد معنوية أثر هذه المتغيرات بفجوة النمو المستديم لان قيمة P-value أقل من 5% وهذا يعني ان كفاءة إدارة رأس المال العامل تؤثر في فجوة النمو المستديم من خلال عدد مرات دوران رأس المال العامل خلال السنة المالية للشركة. كونه يتعلق بالإيرادات من المبيعات الى رأس المال العامل والتي كلما زادت انعكست هذه الزيادة في فجوة النمو المستديم وذلك من خلال معدل النمو الفعلي ، وكذلك يظهر تأثير نسبة الرافعة المالية ( $X_3$ ) بلغت 0.0 % وهي أقل من 5% وهذا يشير الى ارتفاع نسبة الرافعة المالية للشركة ومدى اعتمادها على الديون في تمويل استثماراتها لأغراض النمو وهذا يعني زيادة عاندها وبإمكانها تحقيق أعلى فرص النمو، وان اعتماد الشركة بشكل مستمر على الديون في تمويل استثماراتها يجعلها أمام عدم الملاءة المالية وزيادة درجة مخاطرها ولذلك على الشركة ان تضع تخطيط مسبق للوصول الى حالة التوازن في فجوة النمو المستديم أي ان معدل النمو المستديم يساوي معدل النمو

الفعلي . وكذلك ونظير النتائج ان نسبة السيولة النقدية لها تأثير لان قيمة P-value أقل من 5% وهذا يعني زيادة السيولة لدى الشركات ، ولكونها تتعلق بكمية النقد المتاح والذي يوفر لها القدرة في تعقب الفرص الاستثمارية المرحة ، وزيادة مبيعاتها وكمية الأموال المتاحة لها لتتمكن من مواجهة التزاماتها والذي بدوره ينعكس التأثير في فجوة النمو المستديم وبالتالي في معدل النمو المستديم ومعدل النمو الفعلي ، وان زيادة نسبة الرافعة المالية تعني ان الشركة تعتمد على المصادر الخارجية في تمويل استثماراتها وزيادة ارباحها وهذا يساهم في زيادة معدل النمو المستديم وزيادة حقوق المساهمين ومن جانب اخر فان زيادة دوران رأس المال العامل ونسبة السيولة النقدية .

تساهم في تحقيق فجوة نمو مستديم وتحقيق التوازن بين معدل النمو الفعلي ومعدل النمو المستديم ولكون الزيادة في دوران رأس المال العامل تعني زيادة الإيرادات من مبيعات الشركة وزيادة في عملياتها التشغيلية أي تحقيق نمو وزيادة في معدل النمو الفعلي وكذلك وان زيادة نسبة السيولة النقدية تساهم في زيادة النقد المتاح وبالتالي ينعكس التأثير في كلا من معدل النمو المستديم ومعدل النمو الفعلي والذي بدوره يمكن للشركات ان تحقق فجوة نمو مستديم ، أما بالنسبة لمدى موثمة نموذج التأثير الثابت فكان معنوياً للمتغير  $X_2$  ,  $X_3$  ,  $X_4$  إذ بلغت قيمة F المحسوبة 5.67 وبمستوى دلالة أقل من 5% . وعليه فان نتائج الاختبار تشير الى رفض فرضية  $H_0$  وقبول الفرضية البديلة  $H_1$  ومفادها بوجود تأثير معنوي لكفاءة إدارة رأس المال العامل والمرونة المالية في فجوة النمو المستديم .

جدول (7) نتائج اختبار التأثير الثابت للفرضية الخامسة

المتغيرات	B	اختبار t	P- value
cons	-1.01517	-0.904	0.370
$X_1$	-0.00026	-0.112	0.911
$X_2$	0.3864	2.413	0.020
$X_3$	0.1467	3.880	0.000
$X_4$	0.05065	2.000	0.05
$R^2$ squared	R Correlation	F الثابت	P-value
0.5049	0.71	5.67	0.000

### الاستنتاجات والتوصيات - الاستنتاجات

(1) استناداً إلى نتائج تحليل الانحدار المتعدد للمتغيرات المستقلة ولمؤشرات كفاءة إدارة رأس المال العامل (دورة التحول النقدية، دوران رأس المال العامل) ومؤشرات المرونة المالية (نسبة الرافعة المالية ، نسبة السيولة النقدية ) وللمتغير التابع فجوة النمو المستديم والمؤشرات المعبرة عنه ( معدل النمو الفعلي ، معدل النمو المستديم ) تم اثبات صحة الفرضيات بوجود علاقة وتأثير ذو دلالة إحصائية معنوية لكفاءة إدارة رأس المال العامل والمرونة المالية في فجوة النمو المستديم .

(2) يتضح من نتائج اختبار فرضية الدراسة الأولى ان القدرة التفسيرية الأكبر لمعدل النمو الفعلي تعود الى دوران رأس المال العامل ويرجع هذا الى الاستخدام والتشغيل الكفوء لرأس المال العامل بمتابعة حركة الانشطة والعمليات التشغيلية الداخلية للشركة والإدارات الفرعية التابعة لها ، وهذا يساعد الشركات بالقدرة على توليد المبيعات وسهولة تدفق الاموال اليها نتيجة للعمليات التشغيلية الكفوء وعدم حاجتها الى التمويل الخارجي، ومن جانب اخر فان تأثير المرونة المالية في الفرضية الاولى كان بدرجات متفاوتة لكل من نسبة السيولة النقدية

ونسبة الرافعة المالية وقد يكون السبب في ذلك الظروف الاقتصادية العامة والغير المستقرة والتي من شأنها ان تتسبب في عدم وضوح الرؤيا لكثير من النواحي الاقتصادية والمالية وتأثيرها على مستويات النقد لدى الشركات.

**(3)** اظهرت نتائج اختبار فرضية الدراسة الثانية ان القدرة التفسيرية الاكبر لمعدل النمو المستديم تعود الى دوران رأس المال العامل ونسبة السيولة النقدية وهذا يعني ان تأثير ادارة رأس المال العامل بمعدل النمو المستديم يعود الى عدد مرات دوران رأس المال العامل والذي يتعلق بالمبيعات والعمليات التشغيلية الداخلية للشركات ، ومن ناحية اخرى فان النتائج اظهرت ان تأثير المرونة المالية بمعدل النمو المستديم من خلال نسبة السيولة النقدية والتي تتعلق بكمية النقد المتاح ويوفر لها القدرة في تعقب الفرص الاستثمارية المربحة، واذ ان كفاءة العمليات التشغيلية الداخلية واستخدام موجوداتها والتي تعود الى دوران رأس المال العامل يوفر للشركة المرونة المالية من خلال الحصول على التمويل وزيادة التدفقات النقدية الداخلة للشركات.

**(4)** يتضح من نتائج اختبار فرضية الدراسة الثالثة ان القدرة التفسيرية الاكبر لفجوة النمو المستديم تعود الى طول دورة التحول النقدي ويرجع هذا الى ارتفاع فترة سداد الذمم الدائنة عن طول الدورة التشغيلية ويشير الى ان اغلب الشركات تتأخر في تسديد الحسابات الدائنة مما قد يجعلها تتعرض الى مخاطر سيولة كبيرة ناتجة عن عدم توفر السيولة الكافية لتسديد التزاماتها فضلا عن الإضرار بسمعه الشركة الائتمانية، اما دوران رأس المال العامل فان تأثيره بفجوة النمو المستديم كان بمستويات متفاوتة للشركات عينه الدراسة نتيجة الظروف الاقتصادية الغير مستقرة والتي ساهمت في تباطؤ دورة اعمال اغلب الشركات الامر الذي اثر بدوره في إيرادات الشركات.

**(5)** أوضحت نتائج اختبار فرضية الدراسة الرابعة ان القدرة التفسيرية الاكبر لفجوة النمو المستديم تعود الى نسبة السيولة النقدية ونسبة الرافعة المالية، اي القدرة على توليد النقد والاعتماد على الدين في تمويل الاستثمارات والتعقب الفرص الاستثمارية التي تحقق اعلى الارباح لاغراض النمو ولتحقيق فجوة النمو المستديم.

**(6)** يتضح من نتائج اختبار فرضية الدراسة الخامسة ان القدرة التفسيرية الاكبر لفجوة النمو المستديم تعود الى دوران رأس المال العامل ونسبة الرافعة المالية ، أي ان تأثير كفاءة ادارة رأس المال العامل في فجوة النمو المستديم كان من خلال عدد مرات دوران رأس المال العامل والذي يعكس الاستخدام الكفوء لموجوداتها الداخلية وقدرتها على تحقيق الإيرادات من المبيعات وبالتالي فان زيادة هذا الدوران ينعكس في فجوة النمو المستديم وذلك من خلال معدل النمو الفعلي ، ومن جانب اخر يظهر تأثير المرونة المالية في فجوة النمو المستديم من خلال نسبة الرافعة المالية أي مدى اعتماد الشركات على مصادر التمويل الخارجية في تمويل الاستثمارات وتحقيق الارباح وزيادة فرص النمو والذي يمكنها من احتجاز جزء من أرباحها لتمويل التوسعات المستقبلية وزيادة ثروة المالكين والذي ينعكس بدوره في معدل النمو المستديم والذي يمكن الشركات من تحقيق التوازن في فجوة النمو المستديم.

## التوصيات

- بناءً على ما تم التوصل إليه من نتائج في هذه الدراسة ، فإنه يمكن تلخيص أهم التوصيات ، وذلك وفق الآتي :-
- (1) ضرورة تبني الشركات الصناعية العراقية سياسات إدارية كفوءة في مجال إدارة رأس المال العامل بالمتغيرات التي اعتمدها الدراسة الحالية وهي إدارة المخزون ، والذمم المدينة ، والذمم الدائنة ، باعتبارها مؤشرات مهمة لتحديد طول فترة دورة تحول الموجودات المتداولة إلى نقد.
  - (2) ضرورة قيام الشركات الصناعية العراقية بإعطاء أهمية خاصة للموازنة بين هدفي السيولة والربحية باعتبارهما هدفي متلازمين ، وذلك من خلال مراقبة للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة وتجنب السيولة الزائدة وبالوقت نفسه عليها ان توجه استثماراتها الى الغايات الأساسية التي قامت من اجلها ودون المبالغة في التوسع على حساب السيولة.
  - (3) التأكيد على ضرورة عمل الشركات الصناعية العراقية بتحسين قدرتها على تحقيق الإيرادات النقدية من الذمم المدينة والزائدة عن المدفوعات النقدية أي تحقيق تدفقات نقدية داخلية أكبر من التدفقات النقدية الخارجية واعتبارها استراتيجية تضمن لها البقاء والنمو والاستمرار في مجال الأعمال.
  - (4) وضع خطة استراتيجية لمراقبة أداء مشاريع الاستثمارات الرأسمالية للشركات، لما له من أهمية كبيرة في استمرار ونمو الشركة، وتقليل الاعتماد على المصادر الخارجية لتمويل استثماراتها وتجنب زيادة الدين ، من خلال العمل على توظيف موجودات الشركة في الاستثمارات التي تحقق لها الأرباح وتضمن لها تحقيق فجوة النمو المستديم.
  - (5) ان عموم الشركات عينة الدراسة كانت تعاني من عدم الاستقرار واتجهت نحو الموجب ولذلك على الشركات ان تحاول تطبيق استراتيجيات من أجل تحسين إدارة المخزون وسياسات التحصيل لتضمن الحصول على دورة تحول نقدي سالبة والذي يوفر لها نقد إضافي يساعدها في تعقب الفرص الاستثمارية وزيادة أرباحها وثروة المساهمين وتمكنها من احتجاز جزء منها لتمويل التوسعات المستقبلية وهذا يساعد الشركات في تحقق معدل نمو مستديم وفق ما كان متوقع لها في كل سنة في ضوء الوصول إلى معدل النمو الفعلي وبالتالي تحقيق التوازن في فجوة النمو المستديم.

## المصادر

## أولاً: المصادر العربية

## أ. الكتب

- 1- البرزنجي، أحمد محمد فهمي سعيد، 2015، "مدخل في الإدارة المالية المتقدمة"، الطبعة الأولى، دار الدكتور للعلوم الإدارية والاقتصادية، بغداد، العراق.
- 2- الدوري، مؤيد عبد الرحمن وسلامة، حسين محمد، 2013، "أساسيات الإدارة المالية"، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 3- الزبيدي، حمزة محمود، 2008، "الإدارة المالية المتقدمة"، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 4- الزعبي، هيثم، 2000، "الإدارة والتحليل المالي"، الطبعة الأولى، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 5- حداد، فايز سليم، 2009، "الإدارة المالية"، الطبعة الثانية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- 6- عثمان، محمد داود، 2013، "إدارة وتحويل الائتمان ومخاطره"، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن.
- 7- الشيخ، فهمي مصطفى، 2008، "التحليل المالي"، الطبعة الأولى، رام الله/فلسطين.

## ج. الرسائل والأطاريح

- 8- درغام، سوزان عطا، 2008، "العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم وفقاً للمعيار المحاسبي الدولي رقم (7): دراسة تطبيقية على المصارف الوطنية العاملة في فلسطين"، رسالة ماجستير منشورة، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين.
- 9- ناجي، كاظم ناجي، 2014، "أثر سعة المديونية والتدفقات النقدية الحرة في أداء الشركة: دراسة تطبيقية في عينه من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية"، رسالة ماجستير منشورة، الجامعة التقنية الوسطى، الكلية التقنية الإدارية، قسم تقنيات مالية ومحاسبية.
- 10- القيسي، أحمد فارس أحمد، 2011، "أثر الأدوات الداخلية لحوكمة الشركة على رأس المال العامل وانعكاسهما على القيمة الاقتصادية المضافة"، أطروحة دكتوراه، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية.

## د- المجالات والدوريات

- 11- زغيب، مليكة، 2015، "مدى فاعلية نموذج ألتمان ونموذج هولدر في التنبؤ بالفشل المالي لمؤسسات البناء والأشغال العمومية الجزائرية - دراسة ميدانية"، ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، العدد (4) الجزء الثاني، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة 2، الجزائر.
- 12- راضي، د.محمد عبد الحسين، 2009، "العلاقة بين إدارة رأس المال العامل والربحية في الشركات: دراسة تحليلية في عينه من الشركات الصناعية العراقية للمدة 1995-2002"، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية- المجلد (11) العدد (4) الصفحات 8-9.
- 13- ربابعة، موفق، 2013، "إدارة رأس المال العامل وآثارها على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية السعودية المساهمة العامة خلال الفترة 2010-2000" مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة القصيم، السعودية، المجلد (7)، العدد (1)، الصفحات 2-3.

## ثانياً: المصادر الأجنبية

## A-Books

- 14- Brigham, E. F. And Houston, J . F., (2001). "*Fundamentals of financial Management*". Ninth Edition, Harcourt , Inc., Orlando, Florida.
- 15- Gitman, L.J., and Zutter, C.J., 2012, "*Principles of Managerial Finance*", Thirteen Edition, Prentice Hall, U.S.A.
- 16- Higgins, C . Robert ,2001, "*Analysis for Financial Management*" ,six Edition , USA , Irwin Homewood,.
- 17- Gujarati, D.N. (2003). "*Basic Econometrics*". Fourth Edition, New York McGraw Hill.

**B-Periodicals**

- 18- Arslan,O.Florackis, C.Ozkanc, A. (2008). "How and Why Do Firms Establish Financial Flexibility?". Hacettepe University Turkey, University of Liverpool, UK, University of Hull, UK Working Paper available at: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com) .
- 19- Bouchani, Zahra & Ghanbari, Mehrdad , 2015, " The relation between financial flexibility and financial performance with the ratio of book value to market value in Tehran listed firms", *Journal of Scientific Research and Development* , VO1. (2) 2015.
- 20- Deloof , Mare, "Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?",*Journal Of Business Finance &Accounting* , vol.30,No.4, 2003.
- 21- Farahbakhs, Kourosh, 2014, " *The Importance of Financial Flexibility and Its Impact on Firms*", *Universal Journal of Management and Social Sciences*, Vol(4), No.6; June .
- 22- Financial Accounting Standard Board.(1984)SFAC.no.5:Recognition and measurement in the financial statement of business enterprises .New York :the Board.
- 23- Iqbal ,Asif & Zhuquan ,Wang, 2015," *Working Capital Management and Profitability Evidence from Firms Listed on Karachi Stock Exchange*", *International Journal of Business and Management*, Vol. 10, No. 2.
- 24- Raiyani, Jagadish,2011, " Performance Analysis with sustainable growth rate : A case study", *International Journal of research in Commerce, Economic& Management*, Vol.(1), Issue (1) May.
- 25- Jamshidinavid et. al, 2015, " The Relationship between Financial Flexibility and Financial Performance of the companies accepted in Tehran Stock Exchange ",*MAGNT Research Report*, Vol.(3), No. (2).
- 26- Khoramin et. al, 2014, " A Framework for the analysis of financial flexibility", *Academic Journal of Research in Business & Accounting* , Vol. 2, No. 5, May ( 7-15 ), [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- 27- Kijewska, Anna, 2015, " Conditions for sustainable growth (SGR) for companies from metallurgy and mining sector in Poland", *The Silesian University of Technology, Faculty of Mining and Geology, Gliwice, Poland, Metalurgija*, Vol.55,No.1.
- 28- Lemmon, M.L., and Jaime,F.Z., 2010, "Debt Capacity and Test of Capital Structure Theories", *Journal of Quantitative Financial Analysis*, 45, 45.
- 29- Marchica, M. T. & Mura. R. (2010)," Financial flexibility, investment ability, and firm value: Evidence from firms with spare debt capacity", *Financial Management*..
- 30- Moeinfar, Zahra & Mousavi, , Zahra, 2011, " Sustainable Growth Rate and Firm Performance : Evidence From Iran Stock Exchange", *International Journal of Business and Social Science*, Vol (2), No. 23 December 2011 .
- 31- Momčilović et.al.,2015, "Sustainable Growth Rate: Evidence from Agricultural and Food Enterprises", *Management,Higher School of Professional Business Studies, Novi Sad*, number 76.
- 32- Padachi , Kesseven," Trends in Working Capital Management and its Impact on Firms Performance : An Analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms", *International Review of Business Research Papers* Vol. 2 No. 2 . (2006).
- 33- Panbunyuen, Podjaman & Rimo, Alexandra,2010," The effect of company characteristics on working capital management", Student Umeå School of Business, Master thesis , SE-901 87 Umeå, Sweden, [www.usbe.umu.se](http://www.usbe.umu.se) .
- 34- Rahim, Norfhadzilahwati & Saad ,Noriza, " *Sustainable Growth of Public Listed Companies (PLC) using Capital Structure Choices and firm Performance in an Asean Market*", *Proceeding of the Global Summit on Education GSE , Department Finance and Economics ,University Tenaga Nasional*, MALAYSIA. Organized by WorldConferences.net .