

## "النبؤ بالفشل المالي باستخدامها إنموذج ألتمان"

### دراسة تطبيقية لعينة من شركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

م.م راند كاظم ناجي\*\*

م.م هالة عايد هادي\*

#### المستخلص

تهدف الدراسة الحالية إلى بيان مفهوم التعثر المالي و أنواعه، وكيف يمكن التنبؤ بالفشل المالي وماهي القيمة السوقية بالإضافة إلى ماهي العوامل المؤثرة في القيمة السوقية وكيفية احتساب القيمة السوقية، باستخدام إنموذج ألتمان لتحليل البيانات، بالزيادة إن عينة البحث شملت 22 شركة صناعية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وقسمت إلى الشركات الناجحة والمتعثرة وغير الممكن التنبؤ بها وتم ترجيح النسب مالية التي يمكن استخدامها في التنبؤ بالفشل المالي، فقد توصلت الدراسة إلى إن نتائج تطبيق هذا النموذج ألتمان على مجموعة الشركات المدرجة في عينة البحث يكون متوسط قيمة (z) يتراوح ما بين (3.76- 5.87) وهوزيادة قيمة (z) عن 2.99 وللفترة مابين 2004-2012 ، ما يدل ذلك على إن الشركات عالية النجاح وإنها تتسم بأداء جيد وبالتالي تكون بعيدة عن أحتتمال الفشل أو التعثر المالي لبعض من عينة البحث ،فقد أعطى ذلك مؤشراً مستقراً لتلك الشركات، وتوصي الدراسة إلى تطوير الكفاءات وزيادة الخبرات الفنية والإدارية والمالية، الاهتمام بالمظاهر أكثر من الربحية واستخدام العميل للقروض الممنوحة في الأغراض غير التي منحت لأجلها.

الكلمات الرئيسية:- التنبؤ بالفشل المالي، انموذج التمان

## Forecasting Financial Failure Using the Altman model

Halaa Ayyed

[halaayyed/105@gmail.com](mailto:halaayyed/105@gmail.com)

raid kadum

[raaidkadum@gmail.com](mailto:raaidkadum@gmail.com)

### Abstract

The study aims to identify the concept of financial stumbling and its types, how to predict the financial failure, what is the credit and what are its conditions, how can the analysis of the steps of credit, what is the market value and what are the most important factors affecting the market value and how to calculate the market value, using the Altman model for data analysis. The sample included 22 industrial companies listed in the Iraqi market for securities Financial and divided into successful companies and troubled companies and even

\* عضو هيئة تدريسية / الجامعة التقنية المعهد التقني/ الصويرة

\*\* وزارة النفط/ شركة الخطوط الانابيب النفطية

companies that are not predictable and were weighted financial ratios that can be used to predict financial failure The most important results were achieved by applying this model to the group of companies identified by the research. The average value of (z) ranged between (5.87 - 3.76) which means increasing the value of (z) from 2.99 for the period from 2004 to 2012, The study recommends the development of administrative competencies, increasing technical and financial expertise, interest in aspects rather than profitability, the use of loans by the client for purposes other than those which were granted to them.

Keywords:- Financial Failure, Altman

## المقدمة

يعيش العالم مرحلة من النمو على اكتساب القدرة على التطور والتجديد بسبب الإنفتاح وتفكك القيود والعولمة ونمو قوى التكتل الاقتصادي حول العالم ونلاحظ تحرير تجارة الخدمات المالية والتطور التكنولوجي والمنافسة بين المنظمات المالية وهذه المنافسة والتحديات ستنمو بشكل كبير، إذ تم تقسيم البحث الحالي إلى فصلين تناول الفصل الأول ثلاثة مباحث تضمن المبحث الأول منهجية البحث الحالي في حين تضمن المبحث الثاني للجانب النظري، وتم التطرق إلى مفهوم التعثر المالي وكيفية التنبؤ بالفشل المالي، بالإضافة إلى ماهو الائتمان وكيفية تحليل خطوات الائتمان وتوضيح سياسات الائتمان في حين تضمن المبحث الثالث توضيح القيمة السوقية والعوامل المؤثرة في القيمة السوقية وطرق احتسابها لكونها الأساس في معرفة قيمة الشركة، في حين خصص الفصل الثاني للجانب العلمي تناول في المبحث الأول بالاعتماد على عينة البحث الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية باستخدام إنموذج ALTMAN وخصص المبحث الثاني، أهم الاستنتاجات والتوصيات.

## الفصل الأول /المبحث الأول

### أولاً- منهجية البحث

**1. مشكلة البحث:** تتبع مشكلة البحث من تفشي ظاهرة الإفلاس في العديد من الشركات المساهمة وما لها من آثار سلبية، إذ إن الإجراءات والدراسات التي تجريها الشركات الصناعية والتي تسبق عملية منح الائتمان غير كافية، ولا بد من التعرف على أوجه القصور التي تؤدي إلى ظهور مشكلة التعثر المالي وتقديم بعض المقترحات التي تسهم قدر الإمكان في تطوير عمليات الإقراض المصرفي بناءً على أسس سليمة وذلك للوقاية من أخطار الديون المتعثرة، حاولنا من خلال هذا البحث إن نجيب عن التساؤلات الآتية:

أ -مدى إمكانية استخدام إنموذج ألتمان للتنبؤ بالتعثر المالي للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية ؟

ب-هل تؤثر مستويات التعثر المالي على القيمة السوقية للشركة ؟

**2. أهمية البحث.** تكمن أهمية البحث في تسليط الضوء على الدور الذي يلعبه التعثر المالي وأثره في القيمة السوقية للشركة والتي تؤثر بشكل مباشر على القرارات المالية المهمة للوظائف التشغيلية والإدارية في الشركة لأغراض الرقابة والمتابعة والتقييم.

**3. أهداف البحث.** يسعى البحث إلى تحقيق الأهداف الآتية

- 1- ماهو مفهوم التعثر المالي وماهي أنواعه.
- 2- كيف يمكن التنبؤ بالفشل المالي.
- 3- ماهي القيمة السوقية وما العوامل المؤثرة في القيمة السوقية.
- 4- كيف يمكن احتساب القيمة السوقية.

**4. فرضية البحث.** لتحقيق أهداف البحث تم صياغة الفرضية بالشكل الآتي:

(H1):- يصلح إنموذج ألتمان للتنبؤ بالفشل المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

(H0):- لا يصلح إنموذج ألتمان للتنبؤ بالفشل المالي للشركات المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

**5. طرق جمع البيانات.** سيتم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي والمراجع والمصادر المحاسبية والتي لها علاقة بموضوع البحث، وكذلك جمع الملاحظات والبيانات وتحليلها بالأسلوب المناسب لتقديم الاقتراحات والتوصيات اللازمة.

**6. عينة البحث:** شملت عينة البحث 22 شركة صناعية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وقسمت إلى الشركات الناجحة والمتعثرة وغير الممكن التنبؤ بها وتم ترجيح نسب مالية يمكن استخدامها للتنبؤ بالفشل المالي.

## الفصل الثاني / المبحث الأول

**أولاً. التعثر المالي:** قبل توضيح مفهوم التعثر المالي لابد من معرفة مفهوم الفشل وبشكل عام إن الفشل هو عدم قدرة الإدارة على تحقيق الأهداف المحددة والسياسات المرسومة والخطط والتعليمات الموجهة أو هو إنحراف عن الخطة الموضوعة المتمثلة في الميزانية التقديرية النقدية في تدفق الأموال النقدية ولم يتم معالجة أسباب الإنحراف في الوقت المناسب ، أما الفشل المالي و يقصد به عجز المنشأة عن الوفاء بالتزاماتها المستحقة والناشئة عن العسر المالي الذي تواجهه المنشأة وتكون القيمة الدفترية لموجوداتها أقل من مكوناتها (التزاماتها) إلى جانب عدم قدرتها على تغطية تكلفة رأس المال المستثمر أي ما مطلوب تسديده كفوائد عن الأموال المقترضة أعلى من العوائد التي تحققها على استثماراتها وغالبا ما تختلط المفاهيم في هذه الأبحاث بإذ تستخدم العديد من المصطلحات ككلمات مترادفة المعنى مثل الإفلاس،

الفشل، العسر وبالتالي تختلط المعايير المالية والقانونية والاقتصادية التي تصف حالة المؤسسة المسماة بالمفلسة أو الفاشلة أو المعسرة، ويعد التعثر من أكبر المشاكل التي تواجه المصارف لأنه يؤدي إلى تعطيل وتجميد جزء كبير من موارد الجهاز المصرفي مما يؤثر على الربحية والسيولة والتي تعد أهم أهداف المصارف التجارية التي تسعى إلى تحقيقها. (الشمري، 2005: 7)

### أولاً. أشكال الفشل المالي.. يمكن تصنيف الفشل إلى صنفين :- (عثمان، 2013:455)

1- فشل اقتصادي **Economic Fallure** فشل المنشأة في تحقيق عائد الاستثمار المطلوب على الأموال المستثمرة أي إن عائد الاستثمار في المنشأة أقل من عائد استثماره في مجالات أخرى وبمعنى آخر عدم قدرة المنشأة على تغطية تكلفة رأس المال .

2- فشل مالي **Financial Fallure** : يعني إن القيمة الدفترية للالتزامات المنشأة أكثر من القيمة الدفترية لأصولها وبالتالي تكون في حالة عجز عن تسديد التزاماتها المستحقة وربما تكون أصول المنشأة تفوق التزاماتها إلى إنها تمر بأزمة سيولة تجعلها غير قادرة على مواجهة استحقاقها .  
كما يمكن تقسيم الفشل المالي إلى نوعين هما :-

أ- **العسر الفني Technical Insolvncy** وهو عجز المنشأة عن مواجهة التزاماتها المستحقة على الرغم من إن أصولها ( موجوداتها ) تفوق التزاماتها ( مطلوباتها ) ويطلق على هذا النوع من الأعمال أزمة السيولة، مادامت تملك فرصة لتجاوز هذه الأزمة دون إن تضطر للوصول إلى حالة الإفلاس وذلك من خلال بيع بعض موجوداتها لتغطية الالتزامات المستحقة والعاجلة وبالتأكيد فإن هذه الحالة تستدعي من إدارة المنشأة ضرورة اتخاذ الإجراءات الفعالة لحماية مستقبلها من تكرار حدوث هذه الأزمات

ب:- **العسر الحقيقي Real Insolvency** : وهو عجز المنشأة عن مواجهة التزاماتها المستحقة وتكون أصولها أقل من التزاماتها، أما بالنسبة للحالة الثانية والمتعلقة بالعسر المالي الحقيقي فإن المنشأة قريبة جداً من الإفلاس إذا إنها عاجزة عن سداد التزاماتها بالإضافة إلى كونها تعاني من تراكم الخسائر لديها والتي جعلت إجمالي موجوداتها يقل عن إجمالي مطلوباتها أي إنها حتى لو فكرت في بيع موجوداتها لم تكون قادرة على تغطية كامل التزاماتها .

### ثانياً. مظاهر الفشل المالي

#### 1- مظاهر الفشل المالي **Financial Failure Aspects** (الزبيدي، 2002: 241)

هناك مجموعة من الأعراض والمظاهر التي تصيب المنشأة الفاشلة الأيلة إلى الإفلاس يمكن النظر إليها من اتجاهين الأول يمكن اعتباره اتجاهاً عاماً للمظاهر والاتجاه الآخر يخص المؤسسات المالية الإقراضية ووجهة نظرها متعلقة بسياساتها الائتمانية .

أ:- مظاهر الفشل العام: إن السبب الرئيس للفشل هو نقص التدفقات النقدية الداخلة إلى المنشأة ويمكن ملاحظة بعض مظاهر الفشل في المنشأة من الجوانب الآتية .

1. تدني الربحية لفترات متتالية .
2. التوسع والإنتشار غير مدروس .
3. اختلال الهيكل التمويلي للمنشأة .
4. ضعف الرقابة المالية .
5. التأخير في تسديد التزاماتها للموردين .
6. الطلبات المتكررة لإعادة جدولة القروض .
7. التغيير المتكرر في إدارة المنشأة .

ب:- مظاهر الفشل الخاصة ( من وجهة نظر المؤسسات الإقراضية ) إن مظاهر أو أعراض الفشل التي يمكن للإدارة الاسترشاد بها في المؤسسات المالية ( الإقراضية ) كمؤشرات في متابعة المنشأة المقترضة ما يأتي .

1. عجز المنشأة عن تسديد الأقساط في تواريخ استحقاقها .
2. تكرار الطلب على تأجيل تسديد الأقساط .
3. تغيير متكرر في الطرق والسياسات المحاسبية أو في مدقق حساباتها .
4. الاحجام عن تزويد البنك بمعلومات مالية يطلبها منهم .
5. ظهور دائنين جدد للمنشأة لم تكن قد كشفت عنها للبنك سابقا .
6. أعداد الموازنات والتوقعات المستقبلية على افتراضات غير معقولة .
7. الممانعة والتردد اتجاه زيارة موظفي البنك لإدارة المنشأة ومواقع عملها المختلفة ويمكن اعتبار الشركة فاشلة أو مفلسة (Bank Rapt) إذا كان إجمالي المطلوبات يزيد عن قيمة الموجودات الإجمالية في السوق (هذا يعني إن قيمة حقوق الملكية الحقيقية تكون سالبة) وتوجد أسباب متعددة لفشل المؤسسة تعود كلها في النهاية إلى سوء الإدارة وإن الإدارة هي المسؤولة في المقام الأول عن الوصول بالمؤسسة إلى حالة عدم كفاية السياسات التشغيلية والاستثمارية والتمويلية المتبعة .

**ثالثا: أسباب التعثر:-** يمكن إن يعزى تعثر المنشأة إلى أسباب الداخلية المتمثلة. (الساعدي، 2016: 5)

- 1- أسباب مالية (الخاصة بالمصارف): وتشمل ضعف الإدارة المالية ،وقصور الخبرات الائتمانية وارتفاع المديونية، سياسات البيع والتحصيل غير السليمة وعدم كفاية الضمانات المقدمة والمغالاة في تقدير قيمتها .

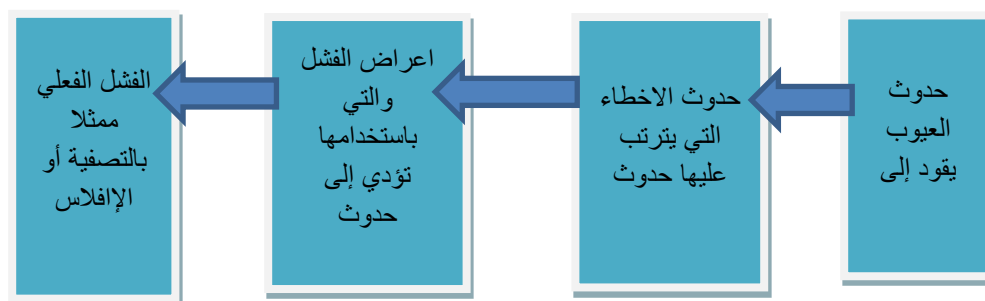
2-أسباب غير مالية : وتشمل عدم كفاءة الإدارة ونقص الخبرات الفنية والإدارية والمالية، الاهتمام بالمظاهر أكثر من الربحية، استخدام العميل القروض الممنوحة في الأغراض غير التي منحت من أجلها، والأسباب الخارجية المؤثرة في هذا المجال فيمكن إن تعود إلى المنافسة الشديدة، الظروف الاقتصادية الصعبة بشكل عام، التغير في الطلب على منتجات المنشأة، القرارات الحكومية ذات التأثير السلبي على المنشأة، التوقعات المتشائمة للمستثمرين وما يترتب عليها من تأثيرات على حجم الاستثمار في المنشأة .

#### رابعاً- طرق التنبؤ بالتعثر المالي .

نتيجة للجدل الذي احتدم في مجال الأعمال أثر الكساد العالمي الذي أعقب الحرب العالمية الثانية والإفلاسات الكبيرة التي اجتاحت الولايات المتحدة الأمريكية لذلك وتحمل مدققي الحسابات المسؤولية عن التظليل الحاصل في حينه والذي أدى إلى تلك الظاهرة وبتشجيع من المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين (AICPA) وهيئة البورصات (تداول الأوراق المالية)(SEC) نشط الباحثون منذ الستينيات من القرن الماضي في إجراء الدراسات الهادفة إلى تحديد المؤشرات التي يمكن الاسترشاد بها في التنبؤ باحتمالات التعثر المالي إذ صدر عدد كبير من هذه الدراسات نختار منها الآتي:

1-إنموذج Argenti: يجمع هذا النموذج الذي قدمه Argenti عام 1976 والذي يعرف في عالم الأعمال تحت مسمى (A-Score) بين أسلوبين هما - التحليل المالي وأسلوب تحليل المخاطر ويعتمد معاً على معيار مختلف لتقييم حالة المنشأة المقترضة تجمع بين المؤشرات المالية والمؤشرات النوعية أو الوصفية وإن كان يعطي للمؤشرات الثانية وزناً أكبر كما ينظر إليه في عالم الأعمال باعتباره أداة لاستشراف الخطر أكثر منه إنموذجاً للتنبؤ بالتعثر المالي كما يؤخذ عليه أيضاً إنه يركز على ظروف المنشأة المقترضة فقط ويهمل العوامل الأخرى المرتبطة بالبيئة المحيطة بها. وحسب هذا النموذج تمر الشركة الفاشلة عادة بالمراحل الآتية (Rees,212: 1990) الشكل أدناه يوضح مراحل الفشل التي تمر بها الشركات

شكل (1) يوضح المراحل التي تمر بها الشركة الفاشلة



المصدر(إعداد الباحثة 2018)

وفي مجال التطبيق الفعلي للإنموذج تعطي كل مرحلة من المراحل الثلاث الأخرى المؤدية إلى الفشل علامة تتناسب ووزنها النسبي والمحدد في النموذج كما يأتي :

|     |              |                    |
|-----|--------------|--------------------|
| 43  | الوزن النسبي | 1-العيوب           |
| 45  | الوزن النسبي | 2-الأخطاء          |
| 12  | الوزن النسبي | 3-الأعراض          |
| 100 |              | مجموع الوزن النسبي |

## 2-إنموذج Altman: (الزبيدي، 2002: 248)

قدم الباحث إنموذج Altman عام 1968 ويقوم النموذج على خمس متغيرات مستقلة يمثل كل منها نسبة مالية من النسب المالية المتعارف عليها ومتغيراً تابعاً يرمز له بالرمز (Z) يمثل مؤشراً للاستمرارية ويعبر عن هذا النموذج رياضياً بالمعادلة الآتية :

$$Z=1.2X1+1.4X2+3.3X3+0.6X4+0.99X5$$

إذ إن:-

- 1- (x1) نسبة صافي رأس المال العامل إلى مجموع الموجودات .
- 2- (x2) نسبة الأرباح المحتجزة إلى مجموع الموجودات .
- 3- (x3) نسبة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب إلى مجموع الموجودات .
- 4- (x4) نسبة القيمة السوقية لرأس المال إلى القيمة الدفترية للديون.
- 5- (x5) نسبة صافي المبيعات إلى مجموع الموجودات.

وحسب هذا الأمودج تعد احتمالات الفشل مرتفعة عندما تكون قيمة (Z) سالبة لقد أثبت هذا الإنموذج في التطبيق العلمي قدره تنبؤية بحوادث الإفلاس قدرها 90% قبل سنه من حدوث واقعة الإفلاس

أضافة إلى إن قاعدة القرار تعتمد على

- 1- إذا كانت Z أكبر من 2.99 فإن الشركة غير فاشلة مالياً
- 2- إذا كانت Z أقل من 1.81 فإن الشركة فاشلة مالياً
- 3- إذا كانت قيمة Z بين 1.81 و 2.99 فإن الشركة لافاشلة ولا ناجحة وإنما تعاني من بعض النواقص ووضعتها جيد من نواح أخرى

## المبحث الثاني، القيمة السوقية للشركة

يعد الربح الاقتصادي أو الدخل المتبقي من أكثر المفاهيم شيوعاً للقيمة الاقتصادية والتي ينسب مفاهيمها الفكرية إلى علم الاقتصاد لاسيما ما ذكره هاملتون في كتابه مقدمة المبيعات 1777 م ومنذ بداية التسعينيات من القرن المنصرم تم إحياء هذه المفاهيم وهي مسميات القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) والقيمة السوقية المضافة (MVA) وليس فقط مقاييس للأداء المالي للشركات ونظام مكافأة الإدارة ليسترشد بها المستثمرون وحملة الأسهم للحكم على قدرة الإدارة في تعظيم القيمة السوقية للشركة هذا إلى جانب إن معيار القيمة الاقتصادية المضافة تحل محل المؤشرات التقليدية منها على سبيل المثال معدل العائد على حق الملكية ومعدل العائد على الموجودات وخضم التدفقات النقدية وصافي القيمة الحالية الخ كما إن (MVA) قد أزلت كل الغموض المتعلق بربط القرارات المالية لا بل إنها أصبحت عادة لنقل الوظائف التشغيلية والإدارية في الشركة لأغراض الرقابة والمتابعة والتقييم. (العودة، 2015: 72)

### أولاً، مفهوم القيمة السوقية المضافة.

شهدت القيمة الاقتصادية المضافة كمفهوم وتطبيق صدق بين المستثمرين وحاملي الأوراق المالية كونها سوقت مع معيار القيمة السوقية المضافة (MVA) من قبل الشركة (Stern Stewart) والذي وصفته الشركة معياراً لتقييم القيمة السوقية للأسهم هذا بالإضافة إلى إن النظرية المالية اقترحت على إن القيمة السوقية للشركة تعتمد بشكل مباشر على القيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية ومن هنا جاءت أهمية القيمة السوقية المضافة. ويقصد بالقيمة السوقية المضافة (MVA) بأنها الفرق بين القيمة السوقية للشركة ورأس المال المستثمر من قبل المالكين والمقرضين في حين يرى البعض إلى إن القيمة السوقية المضافة هي الفرق بين القيمة السوقية لأسهم الشركة والقيمة الدفترية لحقوق المالكين ووفقاً لهذا المفهوم فإن القيمة السوقية المضافة مشابهة لمفهوم مضاعف القيمة الدفترية للسهم (Market-to-Book Valum) واختصاراً (MVA) والفرق الوحيد بينهما هو إن (MVA) قيمة مطلقة والمضاعف (MVA) مقياس نسبي فإذا MVA موجبة فهذا يعني إن (MVA) أكبر من الواحد الصحيح والقيمة السالبة تعني المضاعف أقل من الواحد. يتضح مما تقدم إن القيمة السوقية المضافة وفقاً للشركة المسوقة تمثل إحدى الأدوات المهمة في خلق القيمة لثروة المساهمين ولذلك فإن هذا المعيار مقياس للشركات الناجحة التي تحقق قيمة سوقية مضافة موجبة كونها مقياساً جوهرياً يلخص الأداء الإداري والتشغيلي للشركة وقدرتها على إدارة مواردها بهدف تعظيم ثروة المساهمين. (التميمي، 2008: 145)

### ثانياً، العوامل المؤثرة في القيمة السوقية المضافة .

تتأثر القيمة السوقية المضافة (MVA) بالعوامل الآتية :

- 1- معدلات النمو في إيرادات وصافي الربح التشغيلي ورأس المال المستثمر ولكي تكون القيمة السوقية المضافة موجبة لابد أن تكون معدلات النمو هذه تفوق كلفة رأس المال المستثمر .
- 2- إنتاجية الدينار وكلما زادت هذه الإنتاجية في ظل ثبات رأس المال والمستثمر أو إنخفاضه زادت القيمة السوقية المضافة لاسيما في ظل إنخفاض أو ثبات كلفة رأس المال .



3- الحد الأدنى من هامش الربح المطلوب لخلق ثروة إضافية للمساهمين . ( التميمي، 2008: 146)  
وإن هناك طريقة لاحتساب القيمة السوقية المضافة (MVA) واختلاف الطرق يعتمد على الافتراضات المعتمدة في قياس (MVA) كما إن اختيار الطريقة المناسبة يعتمد بشكل أساسي على أهداف المستثمرين ومحلي الأوراق المالية وعلى الأفق الآتي .

#### 1- طريقة صافي حقوق المالكين :

$$MVA = MVA - MVA$$

إذ إن :

$$MVA = \text{القيمة السوقية المضافة} .$$

$$MVA = \text{القيمة السوقية لأسهم الشركة (عدد الأسهم} \times \text{سعر السهم)}$$

$$MVA = \text{القيمة الدفترية لحقوق المالكين وكما تظهر في الميزانية العمومية للشركة}$$

#### الفصل الثالث، للجانب التطبيقي /أولا: نبذة عن عينة البحث

والتي وقع الاختيار على مجموعة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية من إذ سنه التأسيس ونوع المساهمة ورأس المال وهي (23) شركة من مختلف القطاعات وهذه نبذة من هذه العينة

| ت  | اسم الشركة                                                     | سنة التأسيس | نوع المساهمة  | رأس مال الشركة | القطاع  |
|----|----------------------------------------------------------------|-------------|---------------|----------------|---------|
| 1  | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 1986        | مساهمة خاصة   | 8000000        | خاص/عام |
| 2  | العراقية للسجاد والمفروشات (م.خ)                               | 1989        | مساهمة خاصة   | 5000000        | خاص/عام |
| 3  | المشروبات الغازية والمعدنية للمنطقة الشمالية (م.خ)             | 1986        | مساهمة خاصة   | 7000000        | خاص/عام |
| 4  | بغداد للمشروبات الغازية (م.م.)                                 | 1989        | مساهمة مختلطة | 10000000       | خاص/عام |
| 5  | العراقية لتصنيع وتسويق التمور (م.م.)                           | 1989        | مساهمة مختلطة | 50000000       | خاص/عام |
| 6  | الحلال الصناعية (م.م.)                                         | 1962        | مساهمة مختلطة | 150000000      | خاص/عام |
| 7  | الصناعات الخفيفة (م.م.)                                        | 1956        | مساهمة مختلطة | 500000         | خاص/عام |
| 8  | الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية (م.م.)                 | 1992        | مساهمة مختلطة | 150000000      | عام     |
| 9  | الصناعات الالكترونية (م.م.)                                    | 1973        | مساهمة مختلطة | 1000000        | خاص/عام |
| 10 | الفلوجة لإنتاج المواد الإنشائية (م.م.)                         | 1989        | مساهمة مختلطة | 10000000       | عام     |
| 11 | الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية (م.م.)                | 1990        | مساهمة مختلطة | 150000000      | عام     |
| 12 | العراقية للأعمال الهندسية (م.م.)                               | 1985        | مساهمة مختلطة | 8000000        | عام     |
| 13 | الحازر لإنتاج المواد الإنشائية (م.م.)                          | 1989        | مساهمة مختلطة | 160000000      | عام     |
| 14 | صناعات الاصباغ الحديثة (م.م.)                                  | 1976        | مساهمة مختلطة | 7000000        | عام     |
| 15 | الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات (م.م.)                     | 1964        | مساهمة مختلطة | 4000000        | عام     |
| 16 | العراقية لصناعة الكارتون (م.م.)                                | 1978        | مساهمة مختلطة | 2500000        | خاص/عام |
| 17 | الوطنية لصناعة الأثاث المنزلي (م.م.)                           | 1986        | مساهمة مختلطة | 10000000       | خاص/عام |
| 18 | صناعة المواد الإنشائية الحديثة (م.م.)                          | 1976        | مساهمة مختلطة | 1500000        | خاص/عام |
| 19 | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 1989        | مساهمة مختلطة | 8000000        | خاص/عام |
| 20 | الحياطة الحديثة (م.خ)                                          | 1989        | مساهمة مختلطة | 6000000        | خاص/عام |

## ثانياً نتائج التحليل

تشير نتائج التحليل بتطبيق إنموذج Altman على (22) شركة من الشركات الصناعية المدرجة بسوق العراق للأوراق المالية إلى :-

أولاً: إن نتائج تطبيق هذا النموذج على مجموعة الشركات المدرجة في أدناه تكون متوسط قيمة (z) يتراوح ما بين (5.87 - 3.76) وهو زيادة قيمة z عن 2.99 وللفترة ما بين 2004-2012 مما دل ذلك على إن الشركات عالية النجاح وأنها تتسم بأداء جيد وبالتالي تكون بعيدة عن احتمال الفشل أو التعثر المالي فقد أعطى ذلك مؤشراً مستقراً لتلك الشركات.

| ت | الشركة                           | قيمة Z |
|---|----------------------------------|--------|
| 1 | الخطاطة الحديثة (م.خ)            | 3.76   |
| 2 | بغداد لصناعة مواد التغليف (م.خ)  | 5.65   |
| 3 | الصناعات الكيماوية العصرية (م.خ) | 5.87   |
| 4 | إنتاج الملابس الجاهزة (م.م)      | 4.02   |

ثانياً: إن نتائج تطبيق هذا النموذج على مجموعة الشركات المدرجة في أدناه تكون متوسط قيمة (z) يتراوح ما بين (1.51 - 2.84) أي عندما تتراوح قيمة z بين (1.18 - 2.99) وللفترة ما بين 2004-2012 مما دل ذلك على صعوبة الحكم على أداء هذه الشركات وبالتالي يكون من الصعب التنبؤ باحتمالات تعرضها إلى الفشل أو التعثر المالي أي إن الشركة تعاني من درجة مخاطرة على مستوى المخاطر الائتمانية

| ت  | اسم الشركة                                                     | قيمة Z |
|----|----------------------------------------------------------------|--------|
| 1  | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 2.3515 |
| 2  | العراقية للسجاد والمفروشات (م.خ)                               | 1.8500 |
| 3  | المشروبات الغازية والمعدنية للمنطقة الشمالية (م.خ)             | 2.0341 |
| 4  | بغداد للمشروبات الغازية (م.م)                                  | 2.8413 |
| 5  | العراقية لتصنيع وتسويق التمور (م.م)                            | 2.0176 |
| 6  | الهلال الصناعية (م.م)                                          | 2.6472 |
| 7  | الصناعات الخفيفة (م.م)                                         | 0.9715 |
| 8  | الوطنية للصناعات الكيماوية والبلاستيكية (م.م)                  | 2.4900 |
| 9  | الصناعات الالكترونية (م.م)                                     | 1.5192 |
| 10 | الفلوجة لإنتاج المواد الإنشائية (م.م)                          | 2.0958 |
| 11 | الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية (م.م)                 | 3.1300 |
| 12 | العراقية للأعمال الهندسية (م.م)                                | 2.8119 |
| 13 | الخازر لإنتاج المواد الإنشائية (م.م)                           | 1.8784 |
| 14 | صناعات الاصباغ الحديثة (م.م)                                   | 2.5783 |
| 15 | الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات (م.م)                      | 1.6345 |
| 16 | العراقية لصناعة الكرتون (م.م)                                  | 2.2539 |
| 17 | الوطنية لصناعة الأثاث المنزلي (م.م)                            | 1.7847 |
| 18 | صناعة المواد الإنشائية الحديثة (م.م)                           | 1.8815 |
| 19 | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 2.3515 |

**ثالثاً :** إن نتائج تطبيق هذا النموذج على مجموعة الشركات المدرجة في أعلاه يوضح إنه لا يوجد ضمن الشركات انخفاض لقيمة (z) عن 1.81 أي لا يوجد ما تتسم بضعف الأداء ومؤهلة أكثر من غيرها في تعرضها للفشل وإن وضعها غير مستقرة ولا يعطي مؤشر الاستمرارية مما يدل ذلك على خروجها وإعلان تصفيتها، ومن خلال النتائج أعلاه ظهرت الشركات الفاشلة مالياً

| ت | الشركات الفاشلة مالياً                    | قيمة Z |
|---|-------------------------------------------|--------|
| 1 | الصناعات الخفيفة (م.م)                    | 0.9715 |
| 2 | الصناعات الالكترونية (م.م)                | 1.5192 |
| 3 | الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات (م.م) | 1.6345 |
| 4 | الوطنية لصناعة الأثاث المنزلي (م.م)       | 1.7857 |

## الفصل الثالث: المبحث الثاني الاستنتاجات والتوصيات

توصل البحث إلى مجموعة من الاستنتاجات وكانت بالشكل الآتي :-

- 1- يعد نموذج ألتمان واحداً من نماذج لقياس الفشل المالي وإضافة للتنبؤ المالي وبالدرجة الأولى لغرض قياس مستويات التعثر المالي ومن خلال النموذج يمكن تمييز الأداء بين الشركات.
- 2- تبين الدراسة الحالية إمكانية تطبيق نموذج التمان للتنبؤ بالفشل المالي للشركة في عينة البحث.
- 3- لا توجد علاقة بين مستويات التعثر المالي وبين القيمة السوقية للشركة مما أدى ذلك إلى الإفلاس وإعلان التصفية.
- 5- توصلت الدراسة إلى إن نتائج تطبيق هذا النموذج على مجموعة الشركات المدرجة في أدناه تكون متوسط قيمة (z) يتراوح ما بين (3.76- 5.87) وهوزيادة قيمة (z) عن 2.99 وللفترة ما بين 2004-2012.
- 6- تتسم بعض من الشركات عالية النجاح وبإنها تتسم بأداء جيد وبالتالي تكون بعيدة عن احتمال الفشل أو التعثر المالي لبعض من عينة البحث، فقد أعطى ذلك مؤشراً مستقراً لتلك الشركات في عينة البحث.

## التوصيات

في ضوء الاستنتاجات تقدم الباحثة مجموعة من التوصيات:-

- 1- على شركات عينة البحث أن تكون لهم رؤية كاملة ودراسة حول التعثر المالي والفشل المالي
- 2- زيادة توعية ودراسة مؤشرات التعثر المالي من قبل المحلل المالي لغرض عدم التعرض إلى الإفلاس والتصفية
- 3- على الشركات عينة البحث رفع المستوى الاقتصادي واستخدام مؤشرات إنموذج ألتمان للتغلب على المخاطر الاقتصادية وبالتالي المحافظة على قيمة الشركة.
- 4- تطوير الكفاءات الإدارية وزيادة الخبرات الفنية والإدارية والمالية.

5-ينبغي على شركات عينة البحث إجراء بعض من دراسات حول أنموذج ألتمان والنماذج الأخرى حول الفشل المالي لغرض الوصول إلى أنموذج يهتم بشكل أفضل للتنبؤ المالي.

### أولاً- الكتب-

- 1-عثمان، محمد داود عثمان " إدارة وتحليل الائتمان ومخاطر " ط1 ، 2013.0
- 2-الزبيدي " إدارة الائتمان المصرفي والتحليل الائتماني " ط1، 2002.
- 3-التميمي، فواد أرشد التميمي"مدخل في التحليل المالي " الاتجاهات التحليل المالي"الأردن:2008.
- 4-فتح،محمود فتوح" تحليل النسب المالية والمؤشرات في عالم المال والأعمال"سوريا : 2010.

### ثانياً- الرسائل والطاريح-

- 1-الشمري، أحمد "آليات حوكمة الشركات ودورها في تعزيز التنبؤ بالفشل المالي"رسالة ماجستير ، كلية الإدارة والاقتصاد/بغداد 2015.
- 2-العوادة، باسم"اختبار النسب المالية والعوامل الاقتصادية على القيمة السوقية" رسالة ماجستير، الأردن:2015

### مصادر الأجنبية-

1-Rees,Bill"Financial Analysis"1 ed, prentice hall,new York: 1990.

ملاحق.. ملحق رقم [1]

| لعام 2004             |                 |                |                                                                |   |
|-----------------------|-----------------|----------------|----------------------------------------------------------------|---|
| المبلغ بالمليون دينار | القيمة الدفترية | القيمة السوقية | اسم الشركة                                                     | ت |
| إجمالي الخصوم         | إجمالي الخصوم   | لحقوق الملكية  |                                                                |   |
| الخصوم x4             |                 |                |                                                                |   |
| 0.433                 | 763             | 330            | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجهيل (خ) | 2 |
| 2.428                 | 3336            | 8100           | الخيطة الحديثة (م.خ)                                           | 3 |
| لعام 2005             |                 |                |                                                                |   |
| المبلغ بالمليون دينار | القيمة الدفترية | القيمة السوقية | اسم الشركة                                                     | ت |
| إجمالي الخصوم         | إجمالي الخصوم   | لحقوق الملكية  |                                                                |   |
| الخصوم x4             |                 |                |                                                                |   |
| 1.219                 | 1624            | 1980           | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجهيل (خ) | 2 |
| 2.455                 | 1833            | 4500           | الخيطة الحديثة (م.خ)                                           | 3 |
| لعام 2006             |                 |                |                                                                |   |
| المبلغ بالمليون دينار | القيمة الدفترية | القيمة السوقية | اسم الشركة                                                     | ت |
| إجمالي الخصوم         | إجمالي الخصوم   | لحقوق الملكية  |                                                                |   |
| الخصوم x4             |                 |                |                                                                |   |
| 1.088                 | 1679            | 1826           | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجهيل (خ) | 2 |
| 1.032                 | 1570            | 1620           | الخيطة الحديثة (م.خ)                                           | 3 |
| لعام 2007             |                 |                |                                                                |   |
| المبلغ بالمليون دينار | القيمة الدفترية | القيمة السوقية | اسم الشركة                                                     | ت |
| إجمالي الخصوم         | إجمالي الخصوم   | لحقوق الملكية  |                                                                |   |
| الخصوم x4             |                 |                |                                                                |   |
| 0.837                 | 1819            | 1522           | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجهيل (خ) | 2 |
| 0.920                 | 1760            | 1620           | الخيطة الحديثة (م.خ)                                           | 3 |
| لعام 2008             |                 |                |                                                                |   |
| المبلغ بالمليون دينار | القيمة الدفترية | القيمة السوقية | اسم الشركة                                                     | ت |
| إجمالي الخصوم         | إجمالي الخصوم   | لحقوق الملكية  |                                                                |   |
| الخصوم x4             |                 |                |                                                                |   |

| ت                               | اسم الشركة                                                        | القيمة السوقية<br>لحقوق الملكية | القيمة الدفترية<br>لإجمالي الخصوم | الملكية إلى<br>الخصوم x4          |
|---------------------------------|-------------------------------------------------------------------|---------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|
| 2                               | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد<br>التجهيل (خ) | 2228                            | 2364                              | 0.942                             |
| 3                               | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                             | 1440                            | 1886                              | 0.764                             |
| المبلغ بالمليون دينار لعام 2009 |                                                                   |                                 |                                   |                                   |
| ت                               | اسم الشركة                                                        | القيمة السوقية<br>لحقوق الملكية | القيمة الدفترية<br>لإجمالي الخصوم | الملكية إلى<br>الخصوم x4          |
| 2                               | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد<br>التجهيل (خ) | 3369                            | 3082                              | 1.093                             |
| 3                               | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                             | 1980                            | 1441                              | 1.374                             |
| المبلغ بالمليون دينار لعام 2010 |                                                                   |                                 |                                   |                                   |
| ت                               | اسم الشركة                                                        | القيمة السوقية<br>لحقوق الملكية | القيمة الدفترية<br>لإجمالي الخصوم | الملكية إلى<br>الخصوم x4          |
| 2                               | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد<br>التجهيل (خ) | 6899                            | 3238                              | 2.131                             |
| 3                               | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                             | 6660                            | 1132                              | 5.883                             |
| المبلغ بالمليون دينار لعام 2011 |                                                                   |                                 |                                   |                                   |
| ت                               | اسم الشركة                                                        | القيمة السوقية<br>لحقوق الملكية | القيمة الدفترية<br>لإجمالي الخصوم | الملكية إلى<br>الخصوم x4          |
| 2                               | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد<br>التجهيل (خ) | 9121                            | 3894                              | 2.342                             |
| 3                               | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                             | 1332                            | 919                               | 1.449                             |
| المبلغ بالمليون دينار لعام 2012 |                                                                   |                                 |                                   |                                   |
| ت                               | اسم الشركة                                                        | القيمة السوقية<br>لحقوق الملكية | القيمة الدفترية<br>لإجمالي الخصوم | الملكية إلى<br>الخصوم x4          |
| 2                               | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد<br>التجهيل (خ) | 3913                            | 5104                              | 0.767                             |
| 3                               | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                             | 3213                            | 921                               | 3.489                             |
| المبلغ بالمليون دينار لعام 2004 |                                                                   |                                 |                                   |                                   |
| ت                               | اسم الشركة                                                        | صافي المبيعات                   | مجموع<br>الموجودات                | نسبة المبيعات إلى<br>الموجودات x5 |
| 2                               | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد<br>التجهيل (خ) | 390                             | 763                               | 0.511                             |
| 3                               | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                             | 6224                            | 3336                              | 1.866                             |
| المبلغ بالمليون دينار لعام 2005 |                                                                   |                                 |                                   |                                   |
| ت                               | اسم الشركة                                                        | صافي المبيعات                   | مجموع<br>الموجودات                | نسبة المبيعات إلى<br>الموجودات x5 |
| 2                               | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد<br>التجهيل (خ) | 760                             | 1624                              | 0.468                             |
| 3                               | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                             | 916                             | 1833                              | 0.500                             |
| المبلغ بالمليون دينار لعام 2006 |                                                                   |                                 |                                   |                                   |
| ت                               | اسم الشركة                                                        | صافي المبيعات                   | مجموع<br>الموجودات                | نسبة المبيعات إلى<br>الموجودات x5 |
| 2                               | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد<br>التجهيل (خ) | 784                             | 1679                              | 0.467                             |
| 3                               | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                             | 521                             | 1570                              | 0.332                             |

| المبلغ بالمليون دينار |                                                                |               |                 |                                |
|-----------------------|----------------------------------------------------------------|---------------|-----------------|--------------------------------|
| لعام 2007             |                                                                |               |                 |                                |
| ت                     | اسم الشركة                                                     | صافي المبيعات | مجموع الموجودات | نسبة المبيعات إلى الموجودات x5 |
| 2                     | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 1247          | 1819            | 0.686                          |
| 3                     | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                          | 965           | 1760            | 0.548                          |
| المبلغ بالمليون دينار |                                                                |               |                 |                                |
| لعام 2008             |                                                                |               |                 |                                |
| ت                     | اسم الشركة                                                     | صافي المبيعات | مجموع الموجودات | نسبة المبيعات إلى الموجودات x5 |
| 2                     | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 2041          | 2364            | 0.863                          |
| 3                     | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                          | 2106          | 1886            | 1.117                          |
| المبلغ بالمليون دينار |                                                                |               |                 |                                |
| لعام 2009             |                                                                |               |                 |                                |
| ت                     | اسم الشركة                                                     | صافي المبيعات | مجموع الموجودات | نسبة المبيعات إلى الموجودات x5 |
| 2                     | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 2217          | 3082            | 0.719                          |
| 3                     | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                          | 1867          | 1441            | 1.296                          |
| المبلغ بالمليون دينار |                                                                |               |                 |                                |
| لعام 2010             |                                                                |               |                 |                                |
| ت                     | اسم الشركة                                                     | صافي المبيعات | مجموع الموجودات | نسبة المبيعات إلى الموجودات x5 |
| 2                     | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 1427          | 3238            | 0.441                          |
| 3                     | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                          | 772           | 1132            | 0.682                          |
| المبلغ بالمليون دينار |                                                                |               |                 |                                |
| لعام 2011             |                                                                |               |                 |                                |
| ت                     | اسم الشركة                                                     | صافي المبيعات | مجموع الموجودات | نسبة المبيعات إلى الموجودات x5 |
| 2                     | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 2093          | 3894            | 0.537                          |
| 3                     | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                          | 398           | 919             | 0.433                          |
| المبلغ بالمليون دينار |                                                                |               |                 |                                |
| لعام 2012             |                                                                |               |                 |                                |
| ت                     | اسم الشركة                                                     | صافي المبيعات | مجموع الموجودات | نسبة المبيعات إلى الموجودات x5 |
| 2                     | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 3503          | 5104            | 0.686                          |
| 3                     | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                          | 355           | 921             | 0.385                          |

| المبلغ بالمليون دينار |                                                                |       |       |       |       |       |
|-----------------------|----------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| لعام 2006             |                                                                |       |       |       |       |       |
| ت                     | اسم الشركة                                                     | X1    | X2    | X3    | X4    | X5    |
| 2                     | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 0.523 | 0.036 | 0.040 | 1.088 | 0.467 |
| 3                     | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                          | 0.732 | 0.000 | 0.000 | 1.032 | 0.332 |
| المبلغ بالمليون دينار |                                                                |       |       |       |       |       |
| لعام 2007             |                                                                |       |       |       |       |       |
| ت                     | اسم الشركة                                                     | X1    | X2    | X3    | X4    | X5    |
| 2                     | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 0.657 | 0.100 | 0.157 | 0.837 | 0.686 |
| 3                     | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                          | 0.745 | 0.030 | 0.073 | 0.920 | 0.548 |

| لعام 2008 المبلغ بالملليون دينار |                                                                |       |       |       |       |       |         |
|----------------------------------|----------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| ت                                | اسم الشركة                                                     | X1    | X2    | X3    | X4    | X5    | Z       |
| 2                                | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 0.75  | 0.078 | 0.130 | 0.942 | 0.863 | 0.0287  |
| 3                                | الخيطة الحديثة (م.خ)                                           | 0.594 | 0.000 | 0.000 | 0.764 | 1.117 | 0.0229  |
| لعام 2009 المبلغ بالملليون دينار |                                                                |       |       |       |       |       |         |
| ت                                | اسم الشركة                                                     | X1    | X2    | X3    | X4    | X5    | Z       |
| 2                                | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 0.677 | 0.079 | 0.130 | 1.093 | 0.719 | 0.0273  |
| 3                                | الخيطة الحديثة (م.خ)                                           | 0.692 | 0.000 | 0.000 | 1.374 | 1.296 | 0.0295  |
| لعام 2010 المبلغ بالملليون دينار |                                                                |       |       |       |       |       |         |
| ت                                | اسم الشركة                                                     | X1    | X2    | X3    | X4    | X5    | Z       |
| 2                                | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 0.618 | 0.016 | 0.027 | 2.131 | 0.441 | 0.0257  |
| 3                                | الخيطة الحديثة (م.خ)                                           | 0.579 | 0.000 | 0.000 | 5.883 | 0.682 | 0.0491  |
| لعام 2011 المبلغ بالملليون دينار |                                                                |       |       |       |       |       |         |
| ت                                | اسم الشركة                                                     | X1    | X2    | X3    | X4    | X5    | Z       |
| 2                                | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 0.643 | 0.016 | 0.026 | 2.342 | 0.537 | 0.0282  |
| 3                                | الخيطة الحديثة (م.خ)                                           | 0.746 | 0.010 | 0.011 | 1.449 | 0.433 | 0.0225  |
| لعام 2012 المبلغ بالملليون دينار |                                                                |       |       |       |       |       |         |
| ت                                | اسم الشركة                                                     | X1    | X2    | X3    | X4    | X5    | Z       |
| 2                                | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 0.566 | 0.044 | 0.073 | 0.767 | 0.686 | 0.0213  |
| 3                                | الخيطة الحديثة (م.خ)                                           | 0.736 | 0.002 | 0.003 | 3.489 | 0.385 | 0.0337  |
| لعام 2004 المبلغ بالملليون دينار |                                                                |       |       |       |       |       |         |
| ت                                | اسم الشركة                                                     | X1    | X2    | X3    | X4    | X5    | Z       |
| 2                                | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 0.368 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.511 | 0.9526  |
| 3                                | الخيطة الحديثة (م.خ)                                           | 4.812 | 0.413 | 0.414 | 2.428 | 1.866 | 11.0416 |
| لعام 2005 المبلغ بالملليون دينار |                                                                |       |       |       |       |       |         |
| ت                                | اسم الشركة                                                     | X1    | X2    | X3    | X4    | X5    | Z       |
| 2                                | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 0.592 | 0.118 | 0.138 | 1.219 | 0.468 | 2.5304  |
| 3                                | الخيطة الحديثة (م.خ)                                           | 0.8   | 0.000 | 0.000 | 2.455 | 0.500 | 2.9330  |
| لعام 2006 المبلغ بالملليون دينار |                                                                |       |       |       |       |       |         |
| ت                                | اسم الشركة                                                     | X1    | X2    | X3    | X4    | X5    | Z       |
| 2                                | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 0.523 | 0.036 | 0.040 | 1.088 | 0.467 | 1.9298  |

|                       |                                                                |                  |                 |                          |       |       |        |
|-----------------------|----------------------------------------------------------------|------------------|-----------------|--------------------------|-------|-------|--------|
| 3                     | الخيطة الحديثة (م.خ)                                           | 0.732            | 0.000           | 0.000                    | 1.032 | 0.332 | 1.8296 |
| المبلغ بالمليون دينار |                                                                |                  |                 |                          |       |       |        |
| لعام 2007             |                                                                |                  |                 |                          |       |       |        |
| ت                     | اسم الشركة                                                     | X1               | X2              | X3                       | X4    | X5    | Z      |
| 2                     | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 0.657            | 0.100           | 0.157                    | 0.837 | 0.686 | 2.6347 |
| 3                     | الخيطة الحديثة (م.خ)                                           | 0.745            | 0.030           | 0.073                    | 0.920 | 0.548 | 2.2769 |
| المبلغ بالمليون دينار |                                                                |                  |                 |                          |       |       |        |
| لعام 2008             |                                                                |                  |                 |                          |       |       |        |
| ت                     | اسم الشركة                                                     | X1               | X2              | X3                       | X4    | X5    | Z      |
| 2                     | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 0.75             | 0.078           | 0.130                    | 0.942 | 0.863 | 2.8664 |
| 3                     | الخيطة الحديثة (م.خ)                                           | 0.594            | 0.000           | 0.000                    | 0.764 | 1.117 | 2.2882 |
| المبلغ بالمليون دينار |                                                                |                  |                 |                          |       |       |        |
| لعام 2009             |                                                                |                  |                 |                          |       |       |        |
| ت                     | اسم الشركة                                                     | X1               | X2              | X3                       | X4    | X5    | Z      |
| 2                     | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 0.677            | 0.079           | 0.130                    | 1.093 | 0.719 | 2.7268 |
| 3                     | الخيطة الحديثة (م.خ)                                           | 0.692            | 0.000           | 0.000                    | 1.374 | 1.296 | 2.9508 |
| المبلغ بالمليون دينار |                                                                |                  |                 |                          |       |       |        |
| لعام 2010             |                                                                |                  |                 |                          |       |       |        |
| ت                     | اسم الشركة                                                     | X1               | X2              | X3                       | X4    | X5    | Z      |
| 2                     | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 0.618            | 0.016           | 0.027                    | 2.131 | 0.441 | 2.5727 |
| 3                     | الخيطة الحديثة (م.خ)                                           | 0.579            | 0.000           | 0.000                    | 5.883 | 0.682 | 4.9066 |
| المبلغ بالمليون دينار |                                                                |                  |                 |                          |       |       |        |
| لعام 2011             |                                                                |                  |                 |                          |       |       |        |
| ت                     | اسم الشركة                                                     | X1               | X2              | X3                       | X4    | X5    | Z      |
| 2                     | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 0.643            | 0.016           | 0.026                    | 2.342 | 0.537 | 2.8220 |
| 3                     | الخيطة الحديثة (م.خ)                                           | 0.746            | 0.010           | 0.011                    | 1.449 | 0.433 | 2.2479 |
| المبلغ بالمليون دينار |                                                                |                  |                 |                          |       |       |        |
| لعام 2012             |                                                                |                  |                 |                          |       |       |        |
| ت                     | اسم الشركة                                                     | X1               | X2              | X3                       | X4    | X5    | Z      |
| 2                     | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 0.566            | 0.044           | 0.073                    | 0.767 | 0.686 | 2.1279 |
| 3                     | الخيطة الحديثة (م.خ)                                           | 0.736            | 0.002           | 0.003                    | 3.489 | 0.385 | 3.3743 |
| المبلغ بالمليون دينار |                                                                |                  |                 |                          |       |       |        |
| لعام 2004             |                                                                |                  |                 |                          |       |       |        |
| ت                     | اسم الشركة                                                     | رأس المال العامل | مجموع الموجودات | نسبة رأس المال العامل x1 |       |       |        |
| 1                     | نينوى للصناعات الغذائية (م.خ)                                  | 157              | 520             | 0.302                    |       |       |        |
| 2                     | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 281              | 763             | 0.368                    |       |       |        |
| 3                     | الخيطة الحديثة (م.خ)                                           | 16054            | 3336            | 4.812                    |       |       |        |
| المبلغ بالمليون دينار |                                                                |                  |                 |                          |       |       |        |
| لعام 2005             |                                                                |                  |                 |                          |       |       |        |
| ت                     | اسم الشركة                                                     | رأس المال العامل | مجموع الموجودات | نسبة رأس المال العامل x1 |       |       |        |
| 1                     | نينوى للصناعات الغذائية (م.خ)                                  | -407             | 1905            | -0.214                   |       |       |        |



|                                 |                                                                |                  |                 |                          |
|---------------------------------|----------------------------------------------------------------|------------------|-----------------|--------------------------|
| 2                               | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 961              | 1624            | 0.592                    |
| 3                               | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                          | 1467             | 1833            | 0.800                    |
| لعام 2006 المبلغ بالمليون دينار |                                                                |                  |                 |                          |
| ت                               | اسم الشركة                                                     | رأس المال العامل | مجموع الموجودات | نسبة رأس المال العامل x1 |
| 1                               | نينوى للصناعات الغذائية (م.خ)                                  | 1593             | 2986            | 0.533                    |
| 2                               | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 878              | 1679            | 0.523                    |
| 3                               | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                          | 1150             | 1570            | 0.732                    |
| لعام 2007 المبلغ بالمليون دينار |                                                                |                  |                 |                          |
| ت                               | اسم الشركة                                                     | رأس المال العامل | مجموع الموجودات | نسبة رأس المال العامل x1 |
| 1                               | نينوى للصناعات الغذائية (م.خ)                                  | -434             | 4086            | -0.106                   |
| 2                               | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 1195             | 1819            | 0.657                    |
| 3                               | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                          | 1311             | 1760            | 0.745                    |
| لعام 2008 المبلغ بالمليون دينار |                                                                |                  |                 |                          |
| ت                               | اسم الشركة                                                     | رأس المال العامل | مجموع الموجودات | نسبة رأس المال العامل x1 |
| 1                               | نينوى للصناعات الغذائية (م.خ)                                  | -636             | 3922            | -0.162                   |
| 2                               | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 1774             | 2364            | 0.750                    |
| 3                               | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                          | 1120             | 1886            | 0.594                    |
| لعام 2009 المبلغ بالمليون دينار |                                                                |                  |                 |                          |
| ت                               | اسم الشركة                                                     | رأس المال العامل | مجموع الموجودات | نسبة رأس المال العامل x1 |
| 1                               | نينوى للصناعات الغذائية (م.خ)                                  | -833             | 3242            | -0.257                   |
| 2                               | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 2085             | 3082            | 0.677                    |
| 3                               | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                          | 997              | 1441            | 0.692                    |
| لعام 2010 المبلغ بالمليون دينار |                                                                |                  |                 |                          |
| ت                               | اسم الشركة                                                     | رأس المال العامل | مجموع الموجودات | نسبة رأس المال العامل x1 |
| 1                               | نينوى للصناعات الغذائية (م.خ)                                  |                  |                 | #DIV/0!                  |
| 2                               | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 2001             | 3238            | 0.618                    |
| 3                               | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                          | 655              | 1132            | 0.579                    |
| لعام 2011 المبلغ بالمليون دينار |                                                                |                  |                 |                          |
| ت                               | اسم الشركة                                                     | رأس المال العامل | مجموع الموجودات | نسبة رأس المال العامل x1 |
| 1                               | نينوى للصناعات الغذائية (م.خ)                                  |                  |                 | #DIV/0!                  |
| 2                               | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 2504             | 3894            | 0.643                    |
| 3                               | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                          | 686              | 919             | 0.746                    |
| لعام 2012 المبلغ بالمليون دينار |                                                                |                  |                 |                          |
| ت                               | اسم الشركة                                                     | رأس المال العامل | مجموع الموجودات | نسبة رأس المال العامل x1 |
| 1                               | نينوى للصناعات الغذائية (م.خ)                                  |                  |                 | #DIV/0!                  |
| 2                               | المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل (خ) | 2891             | 5104            | 0.566                    |
| 3                               | الخطاطة الحديثة (م.خ)                                          | 678              | 921             | 0.736                    |