

## تحليل وتقدير الأداء المالي لشركات الاستثمار العقاري في إقليم كردستان العراق حالة دراسية عن شركة كاره مشروع بارز ستي السكني في دهوك

م.م. فرهاد ميكائيل طاهر

كلية الادارة والاقتصاد

جامعة دهوك

farhad.taher@uod.ac

### المستخلص:

شهد الاستثمار العقاري في محافظة دهوك تقلبات عدّة إلى جنب التطورات والتقلبات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية التي شهدتها جميع المحافظات العراقية منها محافظة دهوك، فالاحداث والتغيرات بعد العام ٢٠٠٣ والتحسين النسبي في المستوى المعيشي للفرد العراقي بصورة عامة وأيضاً التزايد المستمر في عدد السكان وال الحاجة المتزايدة إلى الوحدات السكنية في محافظة دهوك، كلها أدّت إلى توجه العشرات من الشركات نحو الاستثمار العقاري وإنشاء العشرات من المشاريع السكنية في المحافظة، واستمر هذا التطور إلى أن ظهرت الخلافات الاقتصادية والمالية بين الحكومة العراقية وحكومة الإقليم في العام ٢٠١٥ ودخول العراق والإقليم في حرب مع المنظمات الإرهابية مما أثّرت سلباً على الأنشطة الاقتصادية بشكل عام والاستثمار العقاري بشكل خاص.

تهدف الدراسة إلى تحليل وتقدير أداء الشركات العقارية (شركة كاره-مشروع بارز ستي السكني) في محافظة دهوك عينة الدراسة للفترة (٢٠١٦-٢٠١٢) من خلال تحليل البيانات المالية للشركة (الموجودات، المطلوبات، حقوق الملكية وصافي التدفقات النقدية) وباستخدام عدد من المؤشرات (النسبة) المالية (مؤشرات السيولة، مؤشرات الرافعة المالية ومؤشرات الربحية) والتحقق من مدى توزيع البيانات الخاصة بالظاهرة المدروسة مع منحني التوزيع الطبيعي وباستخدام (الوسط الحسابي والانحراف المعياري وأعلى قيمة وأقلها فضلاً عن معامل الالتواء والتقطيع) وذلك لإعطاء صورة تشخيصية عن بيانات متغيرات البحث.

**الكلمات المفتاحية:** الاستثمار، مجالات الاستثمار، أدوات الاستثمار، الاستثمار العقاري، خطر الاستثمار العقاري.

### Analyze and evaluate of the financial performance of real estate investment companies investment companies in the Kurdistan region of Iraq

#### Case Study of Gara Company/Barez City Residential Project in Duhok

Assist. Lecturer Farhad Mikael Taher

College of Administration and Economics

University of Duhok

#### Abstract:

The real estate investment in Duhok Governorate witnessed in several stages and fluctuations. In addition to happening several developments and fluctuations of economic, social and political in the whole governorates in Iraq in general, and in

Duhok governorate specifically. Overall, events and developments after 2003, also a relative improvement of the living level for the Iraqi citizen, and continuing increasing population, and an increasing need for the housing in Duhok governorate all of these caused to tend tens of real estate investment firms to build up tens of housing projects in Duhok governorate. These developments continued until appearing the financial and economic conflicts between the Iraqi government and Kurdistan Iraq region government in 2015. As well, entering the whole of Iraq in a war with terrorist organizations. Which negatively affected the economic activities in general, and real estate investment in specific in Duhok governorate.

The current study aims to evaluate real estate companies performance (Gara Company/Barez City Residential Project) in Duhok governorate in the period (2012-2016). Through analyzing financial statements of the company ( e.g. assets, liabilities, equity and net cash flows), Use a number of financial ratios such as (Liquidity Ratios , Profitability Ratios and Leverage Ratios). And to investigate the range of the distribution of the data that has particular to a studied phenomenon, with the normal distribution curve by using (Average, standard deviation, the highest and lowest value, Skew ness, Skew Kurtosis), thus to give a diagnostic picture about data of the research variables.

**Keyword:** investment, investment fields, investment tools, real estate investment, risk of real estate investment.

## المقدمة

يُعد الأداء المالي من خلال ما يتضمنه من مؤشرات، أهمها: (مؤشرات الربحية، مؤشرات السيولة ومؤشرات الرافعة المالية) من أهم مجالات الأداء الذي يمكن للمدراء من خلاله تحديد نقاط القوة والضعف الداخلية في الشركة، وجاء البحث لتحليل وتقدير الأداء المالي لشركة كارة التي تعمل في قطاع الاستثمار العقاري في محافظة دهوك. ان تحليل واقع الاستثمار العقاري في العراق عموماً والإقليم خصوصاً ينطوي على العديد من الجوانب والمحددات التي سيتمتناولها من خلال أربعة محاور رئيسة تناول الأول مقدمة البحث فيما تناول المحور الثاني منهجة البحث وبعض الدراسات السابقة ذات العلاقة، فيما تناول المحور الثالث الإطار النظري والمفاهيمي للبحث، أما المحور الرابع فيتناول تحليل البيانات (الجانب التطبيقي)، وأخيراً تناول المحور الخامس أهم الاستنتاجات والمقترنات التي تم التوصل إليها.

## ١. منهجة البحث والدراسات السابقة

١- **أهمية البحث:** يعد القطاع العقاري في إقليم كردستان من القطاعات الاستثمارية المهمة التي نشطت بشكل كبير بعد سنة ٢٠٠٥ لما له من أهمية كبيرة في الحسابات الكلية للإقليم ومنها الناتج المحلي الإجمالي وترامك رأس المال ونسبة التشغيل والعمالة ولهذا يعد البحث في هذا القطاع غاية في الأهمية.

٢- **مشكلة البحث:** ان أغلب حالات تعثر وفشل الشركات بشكل عام والشركات العقارية بشكل خاص يعود الى عدم اهتمامها بتقييم أدائها، وعليه فان مشكلة البحث تكمن في التساؤلات الآتية:  
- هل تتوزع المتغيرات المالية الخاصة بالظاهرة المدروسة مع منحنى التوزيع الطبيعي؟  
- ما مدى أهمية مؤشرات الربحية والسيولة والرافعة المالية في تحليل وتقدير الأداء المالي للشركة  
الحالة الدراسية؟

**١-٣. هدف البحث:** يهدف البحث الى تحليل وتقدير أداء الشركات العقارية (شركة كاره-مشروع بارز ستي السكني) في محافظة دهوك للفترة (٢٠١٦-٢٠١٢) من خلال تحليل البيانات المالية للشركة (الموجودات، المطلوبات، حقوق الملكية وصافي التدفقات النقدية) وباستخدام عدد من المؤشرات (النسب) المالية (مؤشرات السيولة، مؤشرات الرافعة المالية ومؤشرات الربحية) والتحقق من مدى توزيع البيانات الخاصة بالظاهرة المدروسة مع منحى التوزيع الطبيعي وباستخدام (الوسط الحسابي والانحراف المعياري وأعلى قيمة وأقلها فضلاً عن معامل الالتواز والتفلطح) وذلك لإعطاء صورة تشخيصية عن بيانات متغيرات البحث.

**١-٤. فرضية البحث:** يمكن صياغة فرضيات البحث بالشكل الآتي:

- لا تتوزع قيم متغير (الموجودات، المطلوبات، الملكية ونسبة صافي التدفق النقدي إلى الموجودات) لشركة كاره توزيعاً طبيعياً خلال مدة البحث.
- لمؤشرات الربحية والسيولة والرافعة المالية أهمية بالغة في تحليل وتقدير الأداء المالي لشركة كاره والاعتماد عليها في اتخاذ قرارات مناسبة في المستقبل.

**١-٥. أبعاد البحث:**

- بعد المكاني: (شركة كاره) مشروع بارز ستي السكني في محافظة دهوك
- بعد الزماني: يغطي البحث المدة بين سنة ٢٠١٢ وسنة ٢٠١٦.

**١-٦. مصادر البيانات:** اعتمد البحث على مصدرين للبيانات والمعلومات، الأول: الجانب النظري وما توفره الأدبيات المعنية بالاستثمار العقاري لبناء الإطار النظري للبحث من كتب وبحوث ودراسات، والجانب الثاني: التطبيقي فقد تم الاعتماد على الكشوفات المالية لشركة كاره (الحالة الدراسية) للسنوات ٢٠١٦-٢٠١٢.

**١-٧. الدراسات السابقة:**

أ. دراسة (عبد الحميد، ٢٠٠٨)، بعنوان: العلاقة بين الاستثمار القومي والاستثمار العقاري (مردود العلاقة على النمو العمراني/ حالة القاهرة الكبرى): هدفت الدراسة الى تحليل العلاقة بين الاستثمار القومي والاستثمار العقاري خلال الفترة (٢٠٠٧-١٩٥٢) من خلال رصد العلاقة بين الاستثمار العقاري والاستثمار في القطاعات الأخرى والتعرف على البيئة الاقتصادية والسياسية والمالية المحيطة والمؤثرة في الاستثمار القومي والعقاري والتعرف على مدى تأثير العلاقة بين الاستثمار القومي والعقاري على النمو العمراني، وأوصى الباحث بضرورة أن تلعب المراكز البحثية والجامعات دوراً رئيساً في الاهتمام بدراسة وتحليل الخطط الاجتماعية والاقتصادية الطويلة والمتوسطة الأجل بهدف الوصول إلى نتائج مفيدة في مساعدة جهاز التخطيط والجهات الرسمية بالدولة في رسم السياسات المستقبلية وضرورة الاهتمام والربط بين خطط التنمية الاجتماعية والاقتصادية وبين المخططات العمرانية.

ب. دراسة (يوسف، ٢٠١٥)، بعنوان: تقييم آثار الاستثمار العقاري وتشابكاته القطاعية في الاقتصاد المصري: هدفت الدراسة الى دراسة آثار الاستثمار العقاري على الاقتصاد المصري بجوانبها المختلفة خلال الفترة (٢٠١٠-١٩٧٠) والتي مررت بها جمهورية مصر بسياسات اقتصادية مختلفة كالانفتاح الاقتصادي وبرامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي ثم سياسات الخصخصة وتفعيل دور القطاع الخاص، واستنتاج الباحث الى أنَّ الاستثمار العقاري في تزايد مستمر خلال فترة الدراسة وأنَّ الاستثمار العقاري جاذب للاستثمارات بشكل عام، الاستثمار الخاص يهيمن على

الاستثمارات العقارية، الاستثمار العقاري يساهم في التوظيف وتوليد الاجور، واقتراح الباحث ضرورة اصلاح وتحسين منظومة التمويل العقاري وتعظيم دور الاستثمار العقاري والشراكة مع القطاع الخاص.

ج. دراسة (Sdino, et al., 2018)، بعنوان:

Real estate risk analysis: The case of caserma garibaldi in MILAN.

هدفت الدراسة الى دراسة تأثير الأزمة المالية العالمية على الاستثمار العقاري وضرورة دراسة وتصنيف المخاطر التي تواجه العقارات، قدمت الدراسة ٣٣ معياراً لتلك المخاطر تحدد أوزانها من خلال تطبيق عملية هرمية تحليلية بالاعتماد على نشرات السوق الإيطالي، كما هدفت الدراسة الى تسلیط الضوء على العلاقة القوية بين ربحية الاستثمار العقاري والمخاطر التي تواجه هذا الاستثمار، وخلصت الدراسة الى ضرورة قيام المستثمرين بالاعتماد على هذه المعايير لتحديد المخاطر بشكل دقيق واخذها اساساً لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

د. دراسة (Shol, 2017)، بعنوان:

Factors influencing real estate investment in Kenya, case of uasin gishu county.

هدفت الدراسة إلى إظهار تأثير العوامل المالية على الاستثمار العقاري، لتحديد تأثير النمو السكاني واسعار السكن على الاستثمار العقاري للفترة تموز-ايلول ٢٠١٧ في كينيا، واستنتاج الباحث أن العوامل المالية تخفض من سرعة التطور بشكل عام وان ارتفاع مستوى التضخم يمكن أن تزيد من معدل الاستثمار العقاري. وأشار الباحث إلى أنَّ الاستثمار العقاري تستجيب إلى معدلات النمو السكاني، واقتراح الباحث على الجهات المعنية بالرقابة وتنظيم لوائح وتعليمات الاستثمار العقاري وضرورة التأكيد على معايير كلف المباني والممتلكات التي تدخل ضمن الاستثمار العقاري.

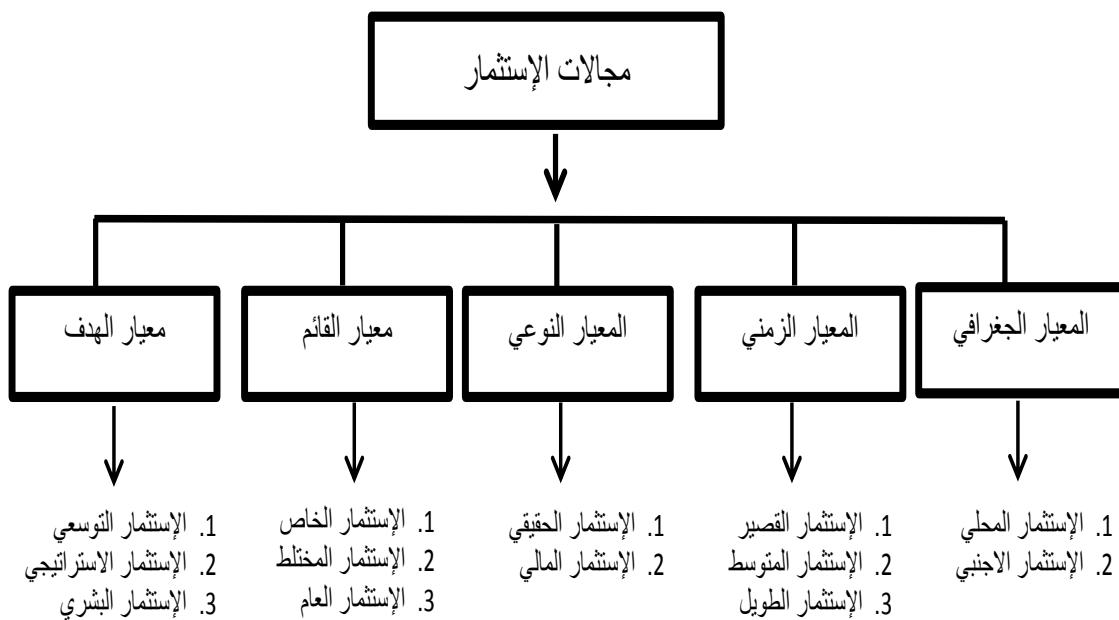
وتتشابه الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة من الناحية الموضوعية، وتختلف عنها من ناحية الحدود المكانية والزمانية، وكذلك طبيعة وحجم عينة الدراسة.

## ٢. الإطار النظري والمفاهيمي للبحث

١-٢. مفهوم الاستثمار: يستمد مفهوم الاستثمار أصوله كمفهوم من علم الاقتصاد، وهو على صلة وثيقة بمجموعة أخرى من المفاهيم الاقتصادية من أهمها: الدخل Income، الاستهلاك Consumption، الادخار Saving، والاقتراض Borrowing (غانم ومطر، ١٩٩٠: ١٥)، وتتسم الفوائض المالية لدى الأفراد والشركات بسمة الندرة، لذا تتنافس على توظيف هذه الفوائض على فرص استثمارية متعددة، تفرض على المستثمر اختيار ما يناسبه منها من خلال عملية مفاضلة تأخذ في عين الاعتبار مجموعة من العوامل وهي (معدل العائد المتوقع على الاستثمار، درجة المخاطرة، السيولة وتكلفة الفرصة البديلة وذلك بالنسبة لكل بديل من البديلات المتاحة (مطر، ٢٠٠٦: ٢٩).

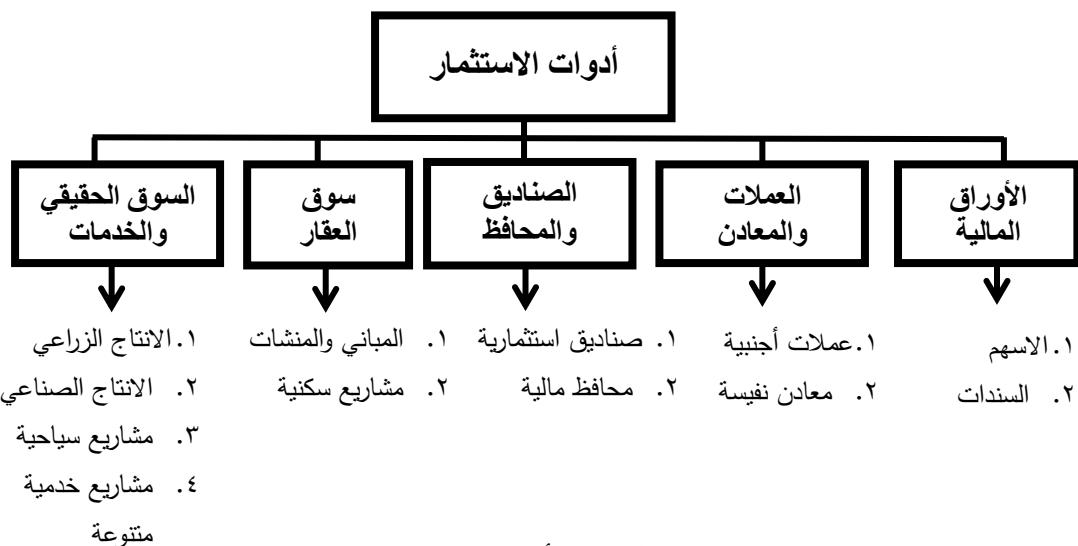
كما يختلف دافع اتخاذ قرار الإقدام على استثمار جديد وفقاً للجهة التي تملك رأس المال المرغوب استثماره، وإذا ما تم استبعاد العوامل الذاتية التي قد يكون لها أثر في بعض الأحيان، والتركيز على العوامل الموضوعية فقط، فإنه يتضح أن الدافع للاستثمار الخاص يكون عادة تحقيق أعلى عائد ممكن، أما الاستثمار العام فغالباً ما يتحرك بدوافع وأسباب متعددة يكون عامل الربح واحداً منها، فالاستثمار العام ينطلق من محور النظرة الشاملة للمنافع الاقتصادية والاجتماعية التي تؤول إلى البلد المعنى كلية ولا ينحصر بحافز الربحية فقط (كبار، ٢٠١٠: ٢).

٢-٢. **مجالات الاستثمار وأدواته:** ويقصد به نوع أو طبيعة النشاط الاقتصادي الذي سيوظف فيه المستثمر أمواله بقصد الحصول على عائد، أما أداة الاستثمار فهي واسطة أو وسيلة الاستثمار التي توظف فيها تلك الأموال والعلاقة بينهما هي علاقة الجزء من الكل، أي أنَّ مجال الاستثمار هي أشمل من أداة الاستثمار، (العبيدي، ٢٠١٢: ٣٢)، وتختلف مجالات الاستثمار، تختلف أيضاً أدوات الاستثمار المتوفرة في كل مجال، وهذا سيوفر للمستثمر بدائل استثمارية متعددة تتيح له الفرصة لاختيار ما يناسبه منها (مطر، ٢٠٠٦: ٧٥). ونظراً لتعدد تبويبات مجالات الاستثمار وأدواته أمام المستثمر لاستثمارها في تلك المجالات، يمكن تلخيص مجالات الاستثمار حسب الشكل (١) وأدوات الاستثمار بالشكل (٢).



الشكل (١): مجالات الاستثمار

المصدر: من إعداد الباحث بالأعتماد على (العبيدي، ٢٠١٢: ٢٩-٢٧)، (مطر، ٢٠٠٦: ٧٥-٨٠).



الشكل (٢): أدوات الاستثمار

المصدر: من إعداد الباحث بالأعتماد على (العبيدي، ٢٠١٢: ٢٦-٢٨)، (مطر، ٢٠٠٦: ٨٠-٨٩).

**٣-٢. مفهوم الاستثمار العقاري:** يعد الاستثمار العقاري أحد أهم الأنشطة الاقتصادية وإن العقار يمثل مصطلحاً قانونياً يشير إلى عدم حرکة الموجود، ويطلق عليه مصطلح الملكية الحقيقية Real Property ويحقق الاستثمار العقاري أرباحاً رأسمالية وتشغيلية ويضم التملك والاستحواذ (Karster Lieser, Alexander Peter Groh, Pike. R & Neal. B 1999:158)، ويشير (Lieser & Groh, 2011: 2) إلى أن مفهوم الاستثمار العقاري يعد من المفاهيم المجموعة Aggregate بدلالة تأثيراته الاقتصادية والاجتماعية والمؤسسية بين الدول وأسواقها وكذلك محدودية تأثير العامل الدولي في توزيع الموجودات العقارية (Greycourt, 2009: 1)، ويناقش Greycourt العقار؟ ويضع تعريفاً له مضمونه الأرض والتحسينات المرتبطة بها مثل البناء وغيرها، وهناك من يعتبر الموجودات الحقيقة (Real Assets) تضم أشياء كثيرة منها السلع والبضائع والموارد الطبيعية وعلى الرغم من كل ما يقال فإن الموجودات الحقيقة لها مفاهيم تختلف عن الموجود العقاري (Residential Real Estate, Greycourt, 2009: 1)، والعقار يضم عدة أنواع للسكن (Commercial Real Estate, Greycourt, 2009: 2).

أما مفهوم الاستثمار العقاري ويقصد به توظيف الموارد المالية في موجودات عقارية، والاستثمار العقاري الناجح يعد عملاً صعباً يتطلب المهارة والمعرفة والقدرة على إيجاد العقار وتقيمه في إطار الاستثمار مع توفير متطلباته التمويلية، وفي النهاية كيفية إدارة كل تلك العقارات أو ربما أيجاد سوق لها (Haight & Singer, 2005: 1-2).

يعد الاستثمار العقاري Real State أحد الأنشطة التي يتم من خلاله تدوير المدخلات الاربعة (رأس المال، المعدات، المواد، العمالة) والارض، لإنتاج سلعة تمثل في وحدة عقارية، يتم عرضها في السوق العقاري (عبدالحميد، ٢٠٠٨: ٢٨)، والاستثمار في تشييد المساكن (Investment in Residential Construction) جزءاً مهمـاً من مجلـم الاستثمارات في مجلـم دول العالم، فازدهار هذا القطاع إنما يتوقف على تكوين أسر جديدة، وهذا يعتمد على جملة عوامل أهمها: درجة تزايد السكان وتغيير سن الزواج وتوزيع السكان حسب العمر، والمهم في الأمر ليس توفر الرغبة في اقتناء المسكن وإنما قدرة الفرد المالية على ذلك (أرشيد وخريوش، ١٩٩٩: ٣٢). وبهدف اتخاذ قرار استثماري مناسب، يجب على المستثمر العقاري القيام بتحديد الامكانيات والموارد المتاحة لديه واللامم بالعوامل التي تؤثر في سوق العقارات (Chol, 2017: 25).

**٤- أهمية الاستثمار العقاري:** يحقق الاستثمار العقاري الكثير من المنافع ولاسيما إذا كان ذلك العقار ضمن المحفظة الاستثمارية للمستثمر حيث يعد العقار أحد الموجودات التي يصنفها المستثمر ويدرجها في المحفظة مثلها مثل الأسهم والسنادات والنقد وغيرها من موجودات المحفظة (رمضان، ٢٠٠٧: ٨٢)، ويتحقق المزيد من المنافع وعلى المستويين السككي أو التجاري (عائد رأس المال والعائد على الاستثمار والقيمة) فالاستثمار العقاري يوفر عائداً جارياً سنوياً، ويوفر عائداً آخر يتمثل في تعظيم القيمة، وتتصحـح أهمية الاستثمار العقاري كونه يمثل حماية للمستثمرين وتنويع استثمارـاتهم وزيادة الربح والتحوط للمخاطر (Haper, 2011: 7-12)، وبعد القطاع العقاري من أوسع القطاعـات وأكثرها ربحاً في الاقتصاد وأن إدارة الاستثمار العقاري قد جعلـت هذا القطاع أكثر تنافسية (Dipas & williamc, 1992: 2)، فيما أشرـ بأن الهيكل الاقتصادي الجيد في الاستثمار العقاري وهو يضيف قوة واستقراراً وأيضاً يمكن أن يبرز على غيره من الاقتصادـات الإقليمـية ويكون عاملاً جاذباً للاستثمارـات الأجنـبية المباشرـة (wej, 2006: 57) والأهم من ذلك

دعمه للناتج المحلي الإجمالي (Nicholas, et.al, 2004: 163)، كما ان الاستثمار العقاري خاصة للأغراض السكنية من أهم مكونات اجمالي الاستثمار القومي لاي دولة في العالم وقد أشارت دراسة أعدّها البنك الدولي بان كل دولار يستثمر في قطاع الاسكان ينتج عنه دولارين اضافيين في انشطة اقتصادية اخرى نظراً لارتباطه بكافة القطاعات الاقتصادية الأخرى، وتمثل نسبة العمالة في قطاع الاسكان من ٣-١% من مجموع القوى العاملة في القطاعات الأخرى، كما ان كل فرصة عمل جديدة في هذا القطاع ينتج عنها بالضرورة فرصتين عمل في قطاعات انتاجية اخرى (عبدالحميد، ٢٠٠٨: ٤٧).

**٥-٢. العوامل المؤثرة في العرض والطلب في الوحدات السكنية:** يعد قانون العرض والطلب والذي يحكم حركة السلع في السوق المقياس الاول لكсадها او ازدهارها وينطبق هذا على الاسكان بكافة أنواعه ومستوياته، حيث يتأثر بمجموعة من العوامل ومنها (عوامل تنظيمية، عوامل سياسية وأمنية، الوضع القانوني والتشريعي بالإضافة الى التضخم وحجم المدخلات)، (عبدالحميد، ٢٠٠٨: ٥٣)، والاستثمار العقاري وبالرغم من أهميته للمستثمر وللاقتصاد وللمجتمع فإنه يجب على المستثمر وقبل اتخاذ قراره الاستثماري الإلمام وبشكل دقيق على البيئة السائدة والفرص الاستثمارية البديلة المتاحة (Shol, 2017: 7).

**٦-٢. خطر الاستثمار العقاري:** عندما يقوم المستثمر بعملية الاستثمار فهو في الواقع يتحمل درجة من المخاطر مقابل توقعه الحصول على عائد معقول، لذلك تعتبر المخاطر عنصراً هاماً يجب أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ أي قرار استثماري، ويهدف المستثمر الى تحقيق أكبر عائد ممكن مع تحمل أقل درجة ممكنة من المخاطر (مطر، ٢٠٠٦: ٥١)، ويعرف خطر الاستثمار العقاري بتقلب العوائد المتوقعة من الاستثمار (Block & Hirt, 2002: 189) وهي احتمالية حدوث بعض الأحداث غير المرغوب فيها (Brigham & Philhp, 2004: 29)، ويعرف بانها احتمالية تغير التدفقات النقدية المستقبلية وهذا التغير يرتبط بتدفق العائد (Kewon, etal., 2006: 582)، ويتبين مما سبق بأن خطر الاستثمار العقاري هو أمر مستقبلي يجب التحسب والتحوط له (الجميل، ٢٠١٢: ٢١٣).

### ٣. الإطار التحليلي للبحث

**١-٣. نبذة عن شركة كارة مشروع بارز ستي السكني:** تأسست الشركة في العام (٢٠٠٥) برأسمال (٣٠٠,٠٠٠,٠٠٠) دينار وأحيل لها مشروع بارز ستي السكني بموجب الأمر المرقم ٦٦٤ في ٢٠١١/٢/١٩ الصادر من المديرية العامة للاستثمار في الاقليم، وتشيد المشروع على القطعة المرقمة (٢٣٢٧٣٤) مقاطعة ٨٥ نزاركي وبمساحة (١٠٩/٩٥) شقة سكنية موزعة على ١٩ عمارة، بالإضافة الى الحدائق العامة وروضه الأطفال والمحلات التجارية، (المديرية العامة للاستثمار، ٢٠١١: ١١)، قسمت الشركة تنفيذ المشروع الى ثلاث مراحل، المرحلة الاولى (٢٩٦) شقة في العام ٢٠١٢، و (٩٦) شقة في عام ٢٠١٤، والشقق الباقيه (٦٤) لم تبدأ بها الشركة بسبب تدهور الوضع المالي والأمني بعد العام ٢٠١٥ الذي مرّ به العراق بشكل عام والمحافظات الشمالية بشكل خاص.

**٢-٣. تهيئة البيانات وتوصيفها:** تم إعداد البيانات وتوصيفها وتهئتها بعد الحصول عليها من الكشوفات المالية لشركة كارة للفترة ٢٠١٦-٢٠١٢، ويتضمن التوصيف الإحصائي اختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرات المدروسة، وتم الاستعانة باختبار Anderson-Darling test، وباستخدام هذا

الاختبار يمكن الحصول على منحنى يمثل احتمالية وقوع أي من بيانات العمود الذي يمثل بيانات الظاهرة المدروسة (عينة مسحوبة من مجتمع)، إن نتائج هذا الاختبار تتمثل برسم بياني (المحور السيني منه X-axis يمثل قيم خطية لبيانات الظاهرة، والمحور العمودي Y-axis يمثل القيم الاحتمالية لكل قيمة من بيانات الظاهرة) وهي قيم لوغاريتمية تأخذ الاحتمالات من (٠-١) ويؤشر هذا الاختبار مطابقة المشاهدات المدروسة مع التوزيع الطبيعي Normal Probability plot، أي مدى انطباق توزيع البيانات الخاصة بالظاهرة المدروسة مع منحنى التوزيع الطبيعي.

ويستند قرار الرفض لفرضية العدم على قيمة (AD) ومقارنتها مع مستوى المعنوية (P-Value) التي يظهرها الشكل البياني عند تنفيذ الإيعاز في برنامج (Minitab)، ويتم الوصف الإحصائي للبيانات من خلال إيجاد بعض المقاييس الإحصائية مثل الوسط الحسابي والانحراف المعياري وأعلى قيمة وأقلها فضلاً عن الالتواء والتفلطح والهدف من ذلك هو إعطاء صورة تشخيصية عن بيانات متغيرات البحث وفق المعدلات الآتية:

**أ. الانحراف المعياري Standard Deviation:** تم استخدام هذا المقياس في معرفة مدى تباعد القيم عن القيمة المتوقعة (المتوسط)، ويحسب من المعادلة الآتية:

$$S = \sqrt{\frac{\sum X_i^2 - (\sum X)^2}{n-1}}$$

**ب. الوسط الحسابي (المتوسط) The Arithmetic Mean (Average):** يعد الوسط الحسابي المقياس الأوسع استخداماً في توصيف البيانات عن طريق معرفة متوسط تلك البيانات، ويحسب من المعادلة الآتية:

$$\bar{X} = \frac{\sum_{i=1}^n X_i}{n}$$

**ج. أعلى/أدنى قيمة Maximum, Minimum:** وتشير إلى أعلى وأدنى قيمة للبيانات في مدة توصيف البيانات

**د. معامل الالتواء Skew ness:** ويستخدم هذا المعامل لإعطاء فكرة عن تماثل المنحنى من عدمه وهل هو ملتوٍ نحو اليمين (موجب) أو نحو اليسار (سلب)، ويحسب كما يأتي:

$$\frac{n}{(n-1)(n-2)} \sum \left( \frac{Xi - \bar{X}}{S} \right)^3$$

**هـ. معامل التفلطح Skew Kurtosis:** ويستخدم هذا المعامل لمعرفة انحراف قيمة المنحنى عن التوزيع الطبيعي للعينة المختارة ويحسب كما يأتي:

$$\left[ \frac{n(n+1)}{(n-1)(n-2)(n-3)} \sum \frac{(Xi - \bar{X})^4}{S^4} \right] - \frac{3(n-1)^2}{(n-2)(n-3)}$$

ويظهر الجدول (١) التوصيف الإحصائي لمتغيرات البحث لمدة ٢٠١٦-٢٠١٢، بعد أن تم أخذ اللوغاريتم لمشاهدات الموجودات والمطلوبات وحق الملكية وذلك لتبسيط العمليات الحسابية، فضلاً عن احتساب صافي التدفقات النقدية نسبة إلى إجمالي الموجودات.

**الجدول (١): التوصيف الإحصائي لمتغيرات البحث للفترة (٢٠١٦-٢٠١٢)**

المتغيرات	المقاييس	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة	الالتواز	التفلطح
لوغاريتيم الموجودات	9.1333	0.2105	8.6587	9.3972	-0.94	-0.35	
لوغاريتيم المطلوبات	8.5829	0.0415	8.5740	8.8751	6.32	43.40	
لوغاريتيم حق الملكية	8.9368	0.3752	7.9069	9.3265	-1.30	0.55	
صافي التدفقات النقدية	-0.0006	0.0252	-0.0681	0.0883	0.58	4.09	

الجدول من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات الحاسوب.

أما فيما يتعلق بتقييم الأداء المالي للشركة خلال الفترة (٢٠١٦-٢٠١٢) فقد تم استخدام مجموعة من المؤشرات والنسب المالية، والجدول (٢) ملخص لهذه المؤشرات:

**الجدول (٢): المؤشرات المالية المستخدمة في البحث**

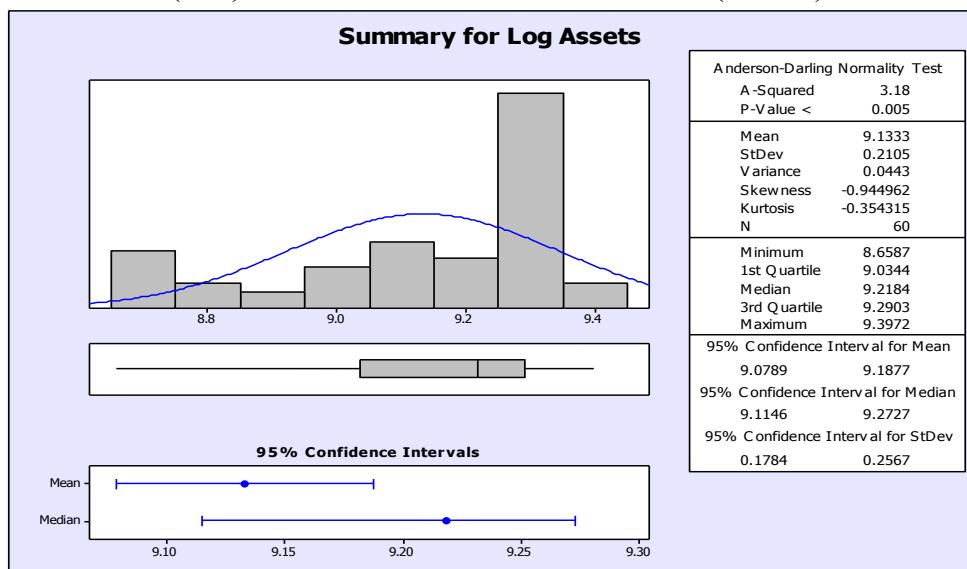
المجموعة	اسم المؤشر	هدف المؤشر	الصيغة الرياضية للمؤشر
مؤشرات السيولة	نسبة التداول	توضح الموارد المتاحة في الاجل القصير لخدمة التزامات الشركة في الاجل القصير، القيمة المعيارية لهذا المؤشر (٢:١)	الموجودات المتداولة
	النسبة السريعة	توضح قدرة الشركة على مواجهة المطلوبات المتداولة بال الموجودات المتداولة الاكثر سيولة (ما عدا المخزون والمدفوعات مقدماً) والقيمة المعيارية لهذا المؤشر (١:١)	المطلوبات المتداولة - المخزون
مؤشرات الرافعة المالية	نسبة المديونية	توضح مدى امكانية تغطية إجمالي الالتزامات باستخدام إجمالي الأصول وكلما انخفضت هذه النسبة كان ذلك أفضل من وجهة نظر المستثمرين والمقرضين	مجموع المطلوبات
	نسبة الديون	توضح مدى امكانية تغطية إجمالي الديون باستخدام إجمالي حقوق الملكية	مجموع الموجودات
مؤشرات الربحية التشغيلية	معدل العائد على الاستثمار	يعبر عن قدرة الشركة على استخدام موجوداتها في توليد الربح وكلما ارتفعت هذه النسبة دل ذلك على كفاءة الشركة في استغلال مواردها	مجموع الموجودات
	معدل العائد على حقوق الملكية	يعبر عن العائد الذي يحققه المالك على استثمار أموالهم، وهو يعبر من أهم نسب الربحية المستخدمة وبناءً على هذه النسبة قد يقرر المالك الاستثمار في النشاط أو تحويل الأموال إلى استثمارات أخرى تتحقق عائداً مناسباً	صافي الدخل

المصدر: العامری، محمد علي ابراهیم، (٢٠١٣) الادارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر، الاردن، ص ٧٧.

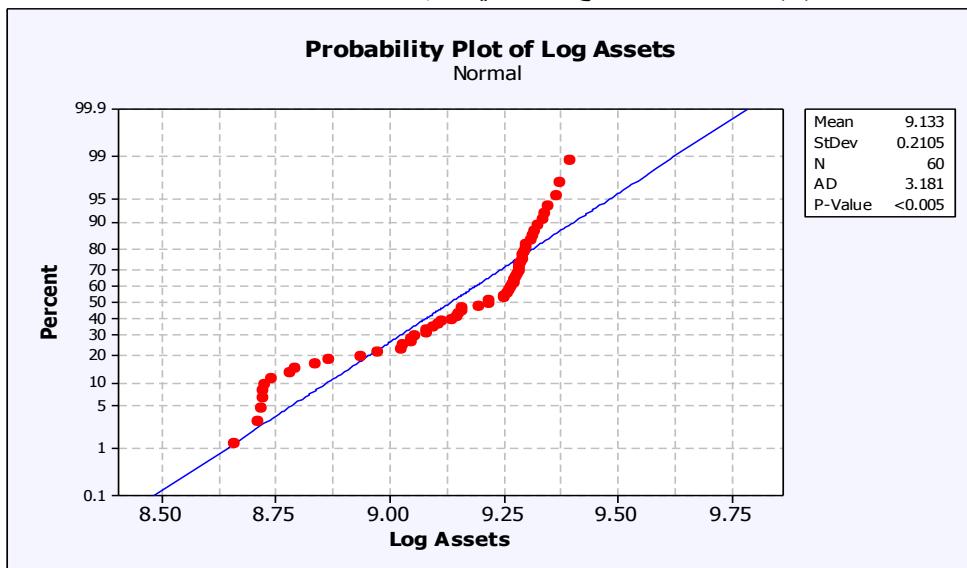
### ٣-٣. اختبار فرضيات البحث

**الفرضية الاولى:** أظهر الجدول (١) ان متوسط موجودات شركة كارة خلال مدة البحث بلغت قيمة لوغارتمية (٩,١٣٣) فيما سجلت الموجودات انحراف معياري قدره (٠٠,٢١٠٥) مما يؤشر ارتفاع تشتت البيانات عن المتوسط، كما بلغت قيمة الالتواز (-٠,٩٤) مما يؤشر التواز سالباً فضلاً

عن تمركز البيانات حول النهايات العليا للتوزيع، بينما أظهر الجدول (١) تقلطاً سالباً بلغت قيمته (-٠٣٥٠)، مما يؤشر ارتفاع درجة التقطيع وعدم الاعتدال، وهذا ما يوضحه الشكل (١) ملخص التوزيع الطبيعي لقيم الموجودات. ويتبين من ذلك أن توزيع قيم متغير الموجودات يعد توزيعاً غير طبيعي، وهذا ما أثبته اختبار Anderson-Darling test، إذ يؤشر الشكل البياني (٢) أن قيمة (AD) بلغت قيمتها (١٨١٣)، فضلاً عن معنويتها عند مستوى معنوية (%)٥.



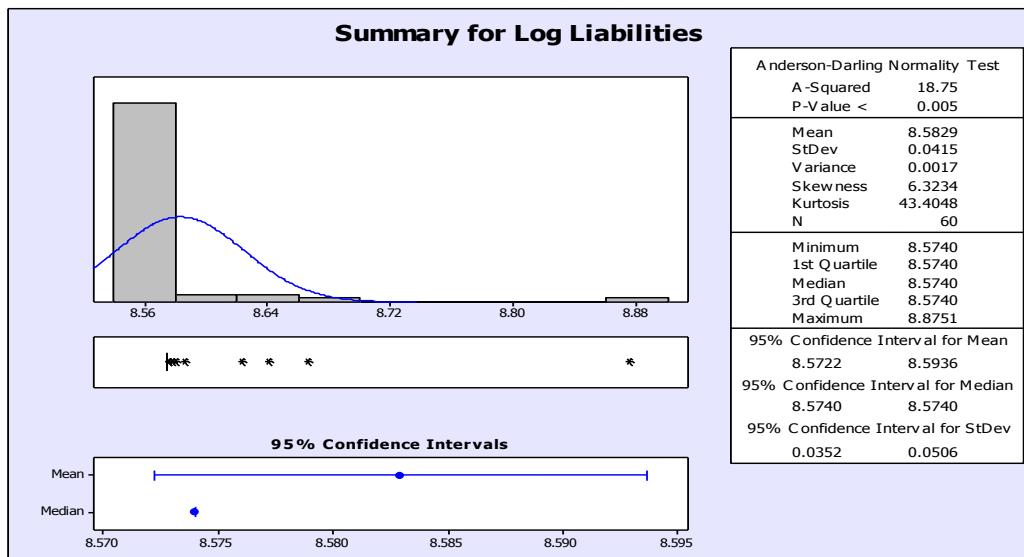
الشكل (١): ملخص التوزيع الطبيعي لقيم الموجودات خلال مدة البحث



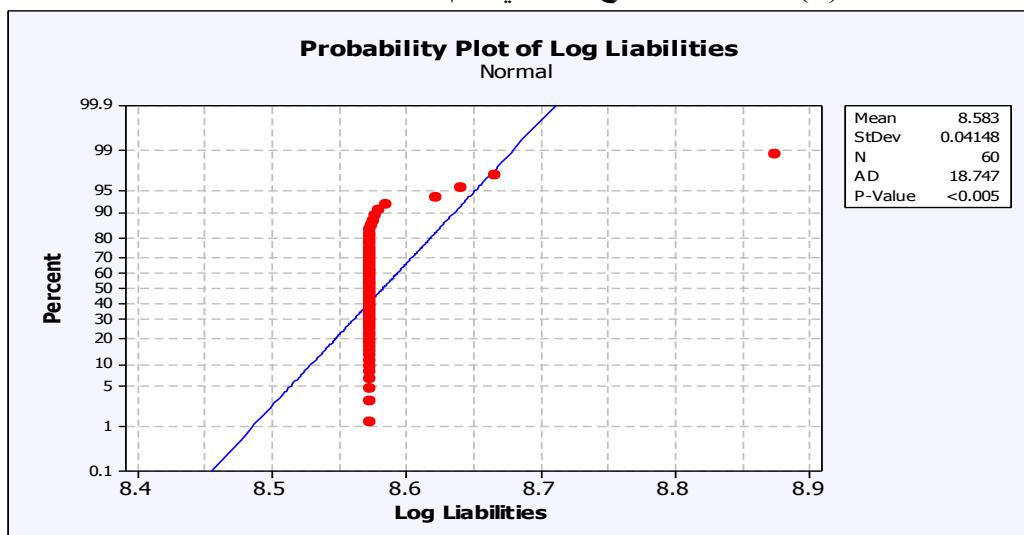
الشكل (٢): توزيع قيم الموجودات خلال مدة البحث

أما الجدول (١) أظهر أن متوسط قيم المطلوبات خلال مدة البحث بلغت قيمة لوغارتمية (٨٠٥٨٢٩)، وبلغ الانحراف المعياري لمطلوبات شركة كاره خلال مدة البحث (٤١٥٠)، مما أوضح الجدول (١) عن التواء موجب إلى جهة اليمين لبيانات المطلوبات بلغت قيمته (٦٣٢)، مما يؤشر التواءً موجباً فضلاً عن تمركز البيانات حول النهايات الدنيا للتوزيع، وكانت التقطيع مدببة بمقدار (٤٠٤٣). ويتبين من ذلك أن توزيع قيم متغير المطلوبات يعد توزيعاً غير طبيعياً، وهذا ما يوضحه الشكل (٣) ملخص التوزيع الطبيعي لقيم المطلوبات. ويؤشر الشكل البياني (٤) اختبار

(٤) Anderson-Darling test اذ يؤشر الشكل البياني (٤) أن قيمة (AD) بلغت قيمتها (١٨,٧٤٧) فضلاً عن معنويتها عند مستوى معنوية (%)٥.

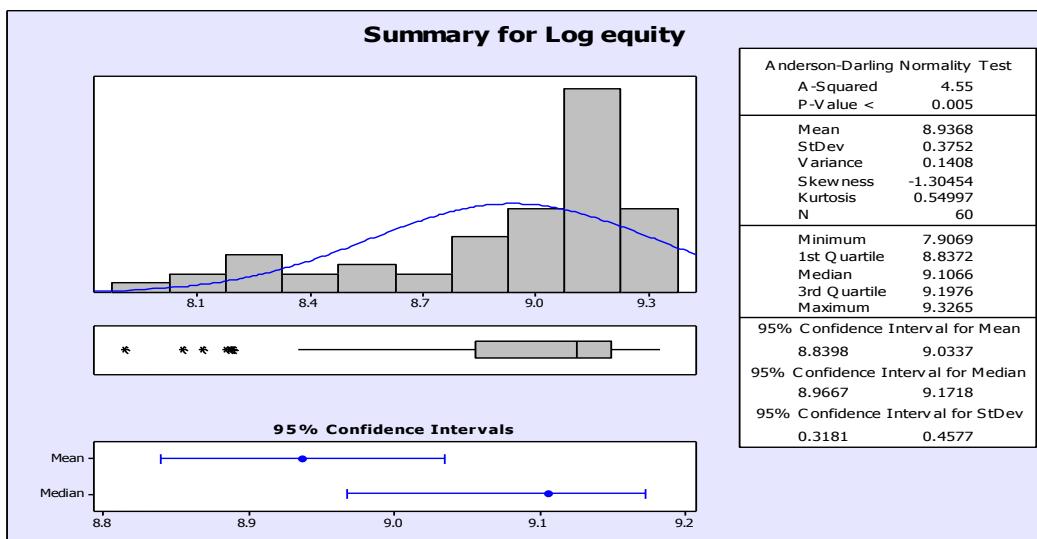


الشكل (٣): ملخص التوزيع الطبيعي لقيم المطلوبات خلال مدة البحث

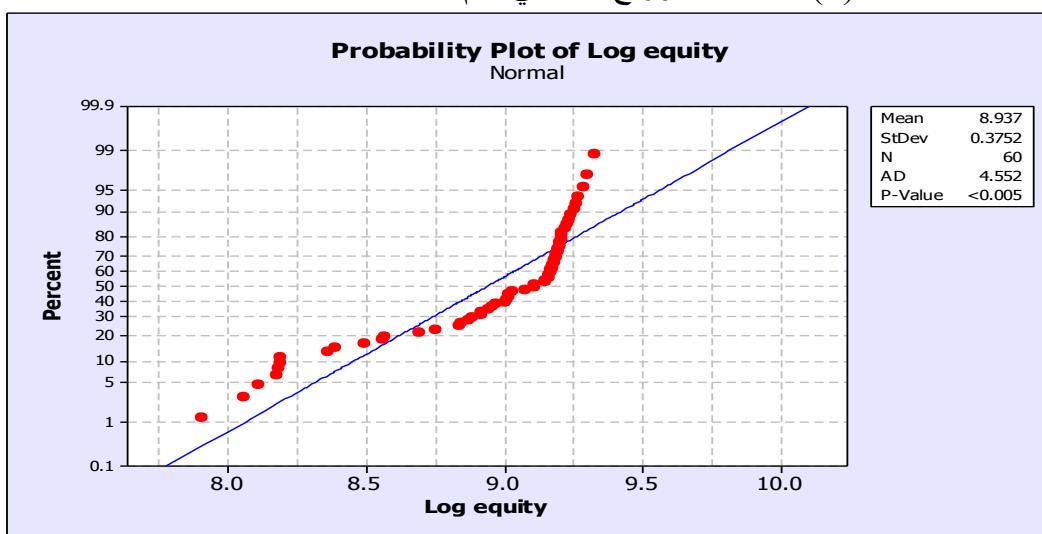


الشكل (٤): توزيع قيم المطلوبات خلال مدة البحث

كما اظهر الجدول (١) ان متوسط قيم حق الملكية خلال مدة البحث بلغت قيمة لوغارتمية (٨,٩٣٦٨) وبلغ الانحراف المعياري لحق ملكية شركة كاره خلال مدة البحث (٠٠,٣٧٥٢)، وهي قيمة انحراف مرتفعة ناتجة عن الانحرافات الكبيرة بين الموجودات والمطلوبات خلال مدة البحث. كما أشر الجدول (١) عن التواء سالب الى جهة اليسار لبيانات حق الملكية بلغت قيمته (-١,٣٠) مما يؤشر التواء سالباً فضلاً عن تمركز البيانات حول النهايات العليا للتوزيع، كما سجل التقطيع قيمة تقطيع بلغت (٠,٥٥). ويتبين من ذلك أن توزيع قيم متغير حق الملكية يعد توزيعاً غير طبيعياً، وهذا ما يوضحه الشكل (٥) ملخص التوزيع الطبيعي لقيم حق الملكية K ويؤشر الشكل البياني (٦) اختبار Anderson-Darling test، حيث يؤشر الشكل البياني (٦) أن قيمة (AD) بلغت (١٨,٤٧٤) فضلاً عن معنويتها عند مستوى معنوية (%)٥.

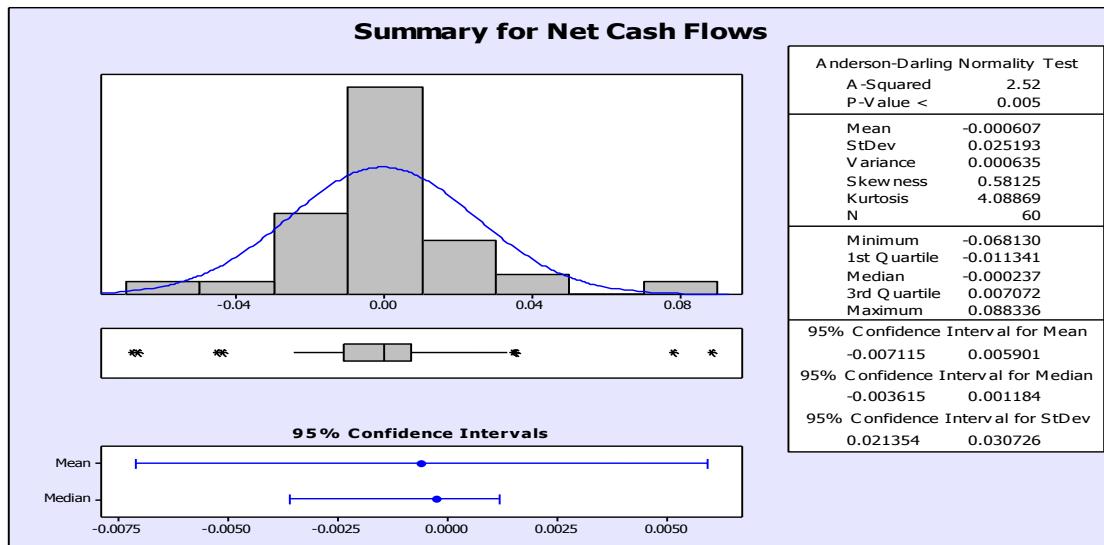


الشكل (٥): ملخص التوزيع الطبيعي لقيم حق الملكية خلال مدة البحث

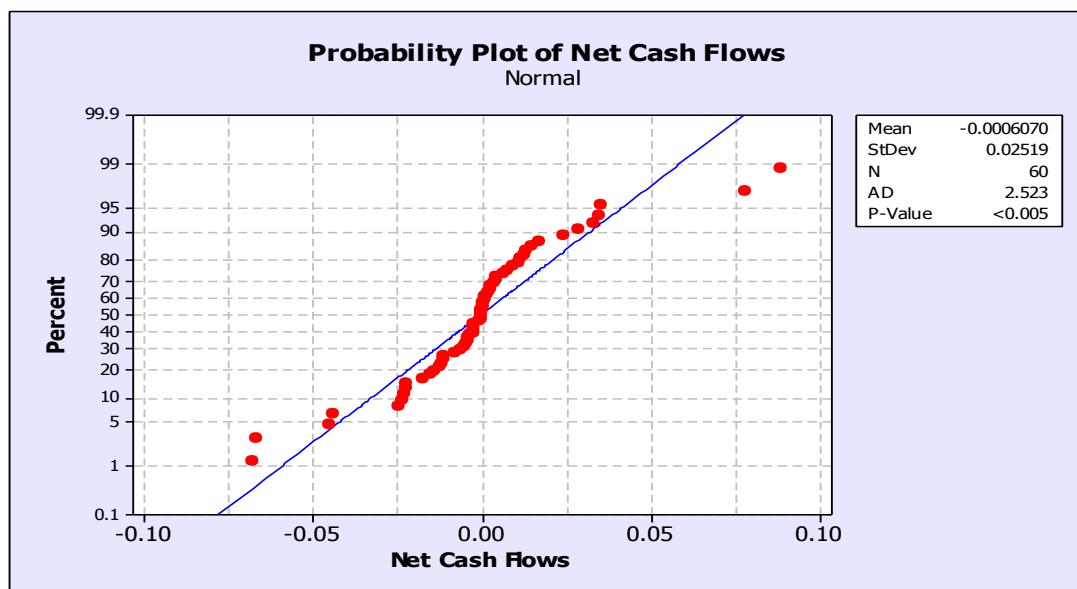


الشكل (٦): توزيع قيم حق الملكية خلال مدة البحث

كما اظهر الجدول (١) ان متوسط قيمة صافي التدفق النقدي الى اجمالي الموجودات خلال مدة البحث بلغت (-٦٠٠٠٠٠)، وهي قيمة منخفضة جداً، كما بلغ الانحراف المعياري لصافي التدفق النقدي خلال مدة البحث (٢٥٠٠٢)، وهي قيمة انحراف مرتفعة ناتجة عن الانحرافات الكبيرة بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة خلال مدة البحث. كذلك أوضح الجدول (١) عن التوااء موجب الى جهة اليمين لبيانات صافي التدفق النقدي بلغت قيمته (٥٨٠٠) مما يؤشر التوااء موجباً فضلاً عن تمرير البيانات حول النهايات الدنيا للتوزيع الناتج عن القيم السالبة لذلك التدفق، كما سجل التفلطح قيمة تفلطح مدببة بلغت (٩٠٤) مما يوضح ان صافي التدفق النقدي مدبب ومتمركز حول القيم السالبة، ويتبين من ذلك أن توزيع قيمة متغير صافي التدفق النقدي يعد توزيعاً غير طبيعياً فضلاً عن كونه مؤشراً ذات اهمية عن ارتفاع الخطر التشغيلي لشركة كارهة خلال مدة البحث، وهذا ما يوضحه الشكل (٧) ملخص التوزيع الطبيعي لقيم صافي التدفق النقدي. ويؤشر الشكل البياني (٨) اختبار Anderson-Darling test، اذ يؤشر الشكل البياني (٨) أن قيمة (AD) بلغت قيمتها (٣٢٥٥)، فضلاً عن معنويتها عند مستوى معنوية (%) ٥.



الشكل (٧): ملخص التوزيع الطبيعي لقيم نسبة صافي التدفق النقدي الى اجمالي الموجودات خلال مدة البحث



الشكل (٨): توزيع قيم صافي التدفق النقدي خلال مدة البحث

وبالرجوع الى طبيعة توزيع المتغيرات المبحوثة لشركة كاره للفترة (٢٠١٦-٢٠١٢) والظاهر في الأشكال (١،٢،٣،٤،٥،٧) ومقارنتها مع التوزيع الطبيعي لتلك المتغيرات حسب الأشكال (٢،٤،٦،٨) يتبين بأنَّ توزيع المتغيرات المبحوثة (الموجودات، المطلوبات، حق الملكية ونسبة صافي التدفق النقدي الى الموجودات) لا تتطابق مع منحنى التوزيع الطبيعي وبالتالي يتحقق فرضية البحث الاولى والتي تنص على ان قيم المتغيرات المدروسة (الموجودات، المطلوبات، الملكية ونسبة صافي التدفق النقدي الى الموجودات) لشركة كاره لا تتوزع توزيعاً طبيعياً خلال مدة البحث.

**الفرضية الثانية:** بهدف التحقق من فرضية البحث الثانية تم استخدام عدد من المؤشرات المالية خلال مدة البحث، وتم الاعتماد على الكشوفات المالية لشركة كاره للسنوات (٢٠١٦-٢٠١٢) بغرض احتساب النسب المالية وكانت النتائج بالشكل الآتي:

## ١. مؤشرات السيولة:

الجدول (٣): نسب السيولة لشركة كاره للفترة (٢٠١٦-٢٠١٢)

السنوات	المؤشر	وحدة القياس				
		٢٠١٦	٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢
نسبة التداول	مرات	5.82	3.30	2.10	3.34	1.99
النسبة السريعة	مرات	1.16	0.63	1.14	3.34	1.69

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على الكشوفات المالية للشركة.

- **تحليل نسبة التداول:** أظهرت نتائج الجدول (٣) بان نسبة التداول كانت متذبذبة بين الارتفاع والانخفاض خلال فترة الدراسة، حيث كانت أكبر وفي جميع السنوات من معيار نسبة التداول المعترف عليها وهو (١:٢) ما عدا سنة ٢٠١٢ والتي بلغت فيها (١:١,٩٩)، ويعود سبب هذا التذبذب الى طبيعة عمل الشركة، وهو ارتفاع حجم المدينون كون مبيعات الشركة كانت بالأجل (بالتقسيط)، ففي سنة ٢٠١٢ بلغت نسبة التداول (١:١,٩٩) أي أنَّ الموجودات المتداولة في هذه السنة تغطي ما يقارب مرتين للمطلوبات المتداولة، وارتفعت في العام ٢٠١٣ الى (١:٣,٣٤) بمقدار زيادة (١,٣٥) حيث ارتفعت فيها حجم المبيعات الآجلة وبالتالي حجم المدينون، وانخفضت في العام ٢٠١٤ الى (١:٢,١٠) ويعود سبب هذا الانخفاض الى ارتفاع بند الدائنون حيث قامت الشركة في هذا العام ببناء (٩٦) وحدة سكنية واعتمادها وبشكل كبير على الدائنين فيما يتعلق بتجهيز المواد الأولية، وارتفعت الى (١:٣,٣٠) ثم الى (١:٥,٨٢) في العامين ٢٠١٥ و ٢٠١٦ وعلى التوالي، ويعود سبب هذا الارتفاع الى زيادة تراكم المخزون وعدم القدرة على تصريفه وأيضاً ارتفاع بند المدينون وتضخمها وعدم القدرة على تحصيل الاقساط المستحقة بذمة المدينين، وبالتالي أدى الى إنخفاض في حجم التدفقات النقدية الداخلية.
- **تحليل نسبة السيولة السريعة:** بالرجوع الى نتائج الجدول (٣) يظهر بان نسبة السيولة السريعة متذبذبة بين الارتفاع والانخفاض خلال فترة الدراسة، والسبب يعود الى طبيعة عمل الشركة، وتشير النتائج بان الموجودات المتداولة بعد استبعاد المخزون بان الشركة قادرة على تغطية مطلوباتها المتداولة وبنسب مختلفة، ويظهر ايضاً بأنها أكبر من المعيار المقبول والمتعارف عليه وهو (١:١) وفي جميع الأعوام ما عدا سنة ٢٠١٥، ففي سنة ٢٠١٢ بلغت (١:١,٦٩) وارتفعت الى (١:٣,٣٤) في سنة ٢٠١٣ حيث تساوت مع نسبة التداول في نفس السنة، وهذا يشير الى أنَّ الشركة استطاعت بيع جميع الوحدات السكنية المشيدة في هذه السنة، وانخفضت في سنة ٢٠١٤ الى (١:١,١٤) ويعود سبب هذا الانخفاض الى ارتفاع حجم الدائنون حيث قامت الشركة في هذه السنة ببناء (٩٦) وحدة سكنية جديدة معتمدة على الدائنين وبشكل كبير في تجهيز المواد الأولية، وفي العام ٢٠١٥ وصلت الى أدنى معدل لها لتبلغ (١:٠,٦٣) والسبب يعود الى انخفاض حجم المبيعات وانخفاض التدفقات النقدية الداخلية، وارتفعت النسبة في سنة ٢٠١٦ الى (١:١,١٦) بعد التحسن النسبي في مبيعات الشركة وارتفاع حجم التدفقات النقدية الداخلية.

## ٢. مؤشرات الرافعة المالية:

الجدول (٤): مؤشرات الرافعة المالية لشركة كاره للفترة (٢٠١٦-٢٠١٢)

السنوات	المؤشر	وحدة القياس				
		٢٠١٦	٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢
نسبة المديونية	%	0.08	0.21	0.37	0.19	0.38
نسبة الديون	%	0.09	0.26	0.60	0.23	0.62

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على الكشوفات المالية للشركة.

- **تحليل نسبة المديونية:** أظهرت نتائج الجدول (٤) بان شركة كاره عينة الدراسة قد اعتمدت على المصادر الخارجية في تمويل استثماراتها وبنسب مختلفة خلال فترة الدراسة، ففي العام ٢٠١٢ بلغت نسبة المديونية (%)٣٨ وهي أعلى نسبة خلال فترة الدراسة والسبب يعود الى ان الشركة وفي بداية اعمالها اعتمدت وبشكل كبير على الدائنين في تجهيز المواد الاولية للمشروع، وانخفضت في العام ٢٠١٣ الى (%)١٩ بعد ان استطاعت الشركة تسديد ما عليها من التزامات، وفي العام ٢٠١٤ ارتفعت النسبة الى (%)٣٧ بعد قيام الشركة في هذا العام ببناء ٩٦ وحدة سكنية واعتمادها على الدائنين في تجهيز المواد الاولية، وفي العامين ٢٠١٥ و ٢٠١٦ انخفضت النسبة الى (%)٢١، (%)٢٠ و (%)٨ وعلى التوالي حيث لم تقم الشركة ببناء أية وحدات سكنية خلال هذين العامين.
- **تحليل نسبة الديون:** ان اتجاه مؤشر نسبة الديون الى حق الملكية متذبذب خلال فترة الدراسة، وسجل في العام ٢٠١٢ أعلى نسبة حيث بلغت نسبة الديون الى حق الملكية (%)٦٢ والسبب يعود الى بداية بدأ المشروع واعتماد الشركة على الدائنين، وانخفضت النسبة في سنة ٢٠١٣ الى (%)٢٣ وارتفعت مرة ثانية في سنة ٢٠١٤ الى (%)٦٠ وهي ثاني أكبر نسبة حيث قامت الشركة في هذه السنة ببدأ المرحلة الثانية من بناء الوحدات السكنية، وانخفضت في سنة ٢٠١٥ الى (%)٢٦ ثم الى (%)٩ في العام ٢٠١٦.

## ٣. مؤشرات الربحية:

الجدول (٥): نسب الربحية لشركة كاره للفترة (٢٠١٦-٢٠١٢)

السنوات	المؤشر	وحدة القياس				
		٢٠١٦	٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢
العائد على الاستثمار	%	0.07	0.02	0.25	0.05	0.72
العائد على حقوق الملكية	%	0.07	0.02	0.39	0.06	1.16

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على الكشوفات المالية للشركة.

- **تحليل العائد على الاستثمار:** تشير النتائج الى أن نسبة العائد على الاستثمار متذبذب خلال فترة الدراسة حيث بلغت في العام ٢٠١٢ (%)٧٢ وهي أعلى نسبة خلال فترة الدراسة، ويعود السبب الى ان الشركة قد باعت خلال هذه السنة اكثر من (%)٦١ من اجمالي الوحدات السكنية للمشروع وانخفضت في العام ٢٠١٣ الى (%)٥ ويعود السبب بان معدل انخفاض المبيعات أكبر بكثير من الانخفاض في التكاليف خاصة (التكاليف الثابتة) وفي العام ٢٠١٤ ارتفعت النسبة الى (%)٢٥ بعد قيام الشركة ببدأ المرحلة الثانية من بيع الوحدات السكنية والتحسين في حجم المبيعات، وفي الأعوام ٢٠١٥ و ٢٠١٦ انخفضت النسبة الى أدنى مستوياتها حيث كانت بداية تدهور الوضع المالي في الاقليم والتوقف الشبه الكامل للسوق بشكل عام والمشاريع السكنية بشكل خاص.

• **تحليل العائد على حقوق الملكية:** أظهرت نتائج الجدول (٥) ان نسبة العائد على حقوق الملكية بلغت في العام ٢٠١٢ (١١٦٪) وهي أعلى نسبة خلال فترة الدراسة حيث كانت المبيعات والأسعار في أعلى مستوياتها، وانخفضت في العام ٢٠١٣ إلى (٦٪) وذلك بسبب انخفاض الارباح المتحققة في هذه السنة، وارتفعت إلى (٣٩٪) في العام ٢٠١٤ نتيجة بدأ المرحلة الثانية من المشروع وارتفاع نسبة الأرباح، وانخفضت في العام ٢٠١٥ إلى أدنى مستوى لها وبمعدل (٢٪) نتيجة الانخفاض الكبير في المبيعات وبالتالي حجم الارباح وفي العام ٢٠١٦ وبعد التحسن النسبي في حجم المبيعات ارتفعت النسبة إلى (٧٪).

وبالرجوع إلى نتائج الجداول (٥،٤،٣) الخاصة بنتائج المؤشرات المالية لشركة كاره (حالة الدراسة) خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠١٢ يمكن الوقوف على نقاط القوة والضعف لدى الشركة وكيف كان أدائها خلال فترة الدراسة وبالتالي الاستفادة من معطيات هذه المؤشرات للاستفادة منها في المرحلة الأخيرة الباقية من المشروع، وبالتالي تحقق فرضية الدراسة الثانية والتي تنص (المؤشرات الربحية والسيولة والرافعة المالية أهمية بالغة في تحليل وتقدير الأداء المالي لشركة كاره والاعتماد عليها في اتخاذ قرارات مناسبة في المستقبل).

#### ٤. الاستنتاجات والمقررات:

##### اولاًً. الاستنتاجات

١. أظهرت النتائج حسب الأشكال (٢،٤،٨) والخاصة بطبيعة توزيع المتغيرات المبحوثة (قيم متغير الموجودات، متغير المطلوبات، متغير حق الملكية ومتغير قيم صافي التدفق النقدي إلى إجمالي الموجودات) لشركة كاره للفترة ٢٠١٦-٢٠١٢ بأنها توزيعاً غير طبيعياً.
  ٢. أظهرت نتائج التحليل حسب الجدول (٣) بأن نسب السيولة كانت متذبذبة بين الارتفاع والانخفاض خلال مدة الدراسة، وهي أعلى من المعيار المتعارف عليه في أغلب سنوات الدراسة، وتبيّن بأن بند المدينون والمخزون هما المؤثران وبشكل كبير في مقدار هذه النسب.
  ٣. أظهرت نتائج تحليل نسب الرافعة المالية حسب الجدول (٤) بأنها متذبذبة بين الارتفاع والانخفاض خلال مدة الدراسة، وتبيّن بأن الشركة اعتمدت وبشكل كبير على الدائنين في تنفيذ المشروع خاصة في المرحلة الأولى من تنفيذ المشروع.
  ٤. تبيّن نتائج التحليل حسب الجدول (٥) بأن نسب الربحية متذبذبة خلال مدة الدراسة، وسجلت أعلى نسبة في العام ٢٠١٢ حيث كانت بداية المشروع والقبال الكبير من قبل الناس نحو شراء الشقق وبالتالي ارتفاع حجم المبيعات.
  ٥. بالرجوع إلى نتائج الجدول (٣،٤،٥) يتبيّن أن فرار البدء بالمرحلة الثانية من المشروع في العام ٢٠١٤ لم يكن في صالح الشركة حيث ظهر النتائج خاصة نسب السيولة كانت مرتفعة وكان بإمكانها بدء المرحلة الثانية في العام ٢٠١٣ حيث تمتلك فيه سيولة فائضة.
  ٦. تبيّن من خلال نتائج نسب السيولة بأن الشركة لم تتبع السياسات الناجحة فيما يتعلق ببيع الوحدات السكنية (المخزون) من جهة وتحصيل مستحقاتها بذمة زبائنها المدينين من جهة أخرى.
- ثانياً. المقررات**
١. على ادارة الشركة الاهتمام بمعطيات نسب المؤشرات المالية بهدف اتخاذ قرارات مناسبة عند تنفيذ المرحلة الأخيرة من المشروع فيما يتعلق بسعر الشقة وآلية البيع.

٢. على ادارة الشركة الالامم الجيد بمحددات الطلب والعرض للوحدات السكنية ودراسة حاجة السوق قبل اتخاذ قرار البدء بالمرحلة الاخيرة من المشروع.
٣. وضع الية مناسبة لسياسة تحصيل الاقساط من المدينين بحيث يسهل للشركة من تحقيق التوافق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجية والمتمثلة بشكل كبير بالبالغ المسدة للدائنين بالإضافة الى تكاليف العمل بالمشروع.
٤. على الشركة الاهتمام باتمام المرافق العامة كالحدائق وال محلات التجارية وغيرها، لتحفيز المسجلين من دفع الاقساط المستحقة عليهم أولاً وتشجيع الافراد الى شراء الوحدات غير المباعة ثانياً.
٥. ضرورة قيام الأكاديميين والمهنيين بإجراء العديد من البحوث والدراسات لغرض تطوير الاستثمار العقاري وايجاد حلول مناسبة للقضاء على المشاكل التي تواجه الأطراف المشاركة في هذا الاستثمار، كالمستثمرين والمشتررين والجهات الحكومية.

#### المصادر

##### اولاً. المصادر العربية:

١. المديرية العامة للاستثمار في محافظة دهوك، (٢٠١١).
٢. أرشيد، عبد المعطي وخريوش، حسني علي، (١٩٩٩)، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران للنشر، عمان، الاردن.
٣. آل شبيب، دريد كامل، (٢٠٠٩)، مقدمة في الادارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الاردن.
٤. الجميل، سرمد كوكب، (٢٠١٢)، المدخل الى ادارة المؤسسات المالية (نظريات وتطبيقات)، الطبعة الاولى، دار ابن الاثير للطباعة والنشر، جامعة الموصل.
٥. رمضان، زياد، (٢٠٠٧)، مبادئ الاستثمار المالي وال حقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الاردن.
٦. العامری، محمد علي ابراهيم، (٢٠١٣)، الادارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر، الاردن.
٧. عبد الحميد، فارس السيد، (٢٠٠٨)، العلاقة بين الاستثمار القومي والاستثمار العقاري (مردود العلاقة على النمو العماني/حالة القاهرة الكبرى)، كلية الهندسة، جامعة القاهرة، جمهورية مصر.
٨. العبيدي، فاضل محمد، (٢٠١٢)، البيئة الاستثمارية، مكتبة المجمع العربي للنشر والتوزيع، عمان، الاردن.
٩. غانم، عبدالله مهند ومطر، محمد عطية، (١٩٩٠)، مبادئ الاستثمار، الهيئة العامة للتعليم التطبيقي والتدريب، الكويت.
١٠. كباره، محمد بشار، (٢٠١٠)، الاستثمار، موسوعة الاقتصاد والتمويل الإسلامي:  
[https://iefpedia.com/arab/?page\\_id=2793](https://iefpedia.com/arab/?page_id=2793)
١١. مطر، محمد، (٢٠٠٦)، إدارة الاستثمارات (الإطار النظري والتطبيقات العملية)، دار وائل للنشر، عمان، الاردن.
١٢. يوسف، محمد محمود، (٢٠١٥)، تقييم اثار الاستثمار العقاري وتشابكاته القطاعية في الاقتصاد المصري، كلية التخطيط الاقليمي والعماني، جامعة القاهرة، جمهورية مصر.

##### ثانياً. المصادر الاجنبية:

1. Block, Stanley & Hirt, Geoffry, (2002), Foundations of Financial Management, (10) edition, McGraw-Hill Companies, New York, USA.

2. Brigham, Eugene & Daves, Philhp, (2004), Intermediate Financial Management, (8) edition, Thomson South-Western, U.S.A.
3. Greycourt, (2009), Investment in Real Property-A, Primer, White, Paper, No (47).
4. Keown, Arthur, et al., (2006), Foundation of Finance, (5) edition, Prentice Hall, Inc., New Jersey, USA.
5. Lieser, Karsten & Groh, Alexander, (2011), The Determinants of International Commercial Real Estate Investments, Working Paper, IESE Business School, University of Navarra.
6. Nicholas, Gina, et al., (2004), Do Individual Investor Learn from Their Trading Experience, Electronic Version, University Of Cincinnati, [www.ideas.com](http://www.ideas.com) .
7. Pik, Richard & Neal, Bill, (1999), Corporate Finance and Investment, Third Edition, Prentice.
8. Sdino, et al, (2018), Real estate risk analysis: The case of caserma garibaldi in Milan. International Journal of Financial Studies, No (6).
9. Shol, Peter ajith, (2017), Factors influencing real estate investment in Kenya-A case of uasin gishu county, Master Thesis published, University of nairobi, Kenya.
10. Wej,Chin & et al, (2006), An Explanatory Analysis of Barriers to Investment and Market Maturity in Southeast Asian Cities, In Journal of Real Estate Portfolio Management, vol(12), No (1).
11. Haight, Timothy & Singer, Daniel, (2005), The Real Estate Investment Hand book, White Paper No (47).
12. Haper, Jeffrey, Alternative, (2011), Investment Opportunities in Real Estate for Individual Investors, Thesis, saint Ionis University
13. Dipas, Denise & Wheaton, William, (1992), the Markets for Real Estate Assets and Space: A Conceptual Framework, Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association. V20.1: pp. 181-197.