

تأثير محددات هيكل التمويل على الاستقرار المالي
(بحث تحليلي لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة
(2010-2022))

**The Impact of Financing Structure Determinants on Financial
Stability (An Analytical Study of a Sample of Iraqi Industrial
Companies Listed on the Stock Exchange for the Period (2010-2022))**

أ.د. عبدالحسين جاسم محمد²

Abdul-Hussein Jasim Mohammed

كلية الإدارة والاقتصاد، قسم إدارة الأعمال، جامعة كربلاء

Faculty of Administration and Economics,

Business Administration Department, University
of Kerbala

abdulhussein.j@uokerbala.edu.iq

تبارك علي عباس¹

Tabark Ali Abbas

الهيئة العامة للضرائب، فرع كربلاء المقدسة،

وزارة المالية العراقية

Iraqi Ministry of Finance, General
Tax Authority, Holy Karbala Branch

tabark.a@s.uokerbala.edu

أ.د. محمد تركي عبدالعباس³

Mohammad Turki Abdul-Abbas

كلية الإدارة والاقتصاد، قسم إدارة الأعمال، جامعة كربلاء

Faculty of Administration and Economics, Business Administration Department,
University of Kerbala

muhammed.t@uokerbala.edu.iq

المستخلص

سعى البحث إلى تحليل تأثير محددات هيكل التمويل (حجم الشركة، العمر، ملموسية الموجودات، الربحية، فرص النمو، السيولة، الإعفاء الضريبي غير المرتبط بالدين، تقلب الأرباح) في الاستقرار المالي المقاس وفق نموذج (Altman Z-Score). اعتمد البحث المنهج التحليلي لعينة قسدية مختارة بلغت (5) شركات مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (ISX)، والتي استوفت شروط الاستمرارية وتوفر البيانات المالية خلال السلسلة الزمنية الممتدة لـ (12) سنة (2010-2022). تم استخدام البرمجيات الإحصائية (Eviews13)، (AMOS.26)، و (Excel) لمعالجة البيانات واختبار الفرضيات. وتوصل البحث إلى أن حجم الشركة هو المحدد الوحيد الذي أظهر علاقة تأثير إيجابية وذات دلالة إحصائية مع الاستقرار المالي، مما يؤكد دور "وفورات الحجم" كعامل حاسم في تفسير سلوك الشركات في السوق العراقية، بينما لم تظهر المتغيرات الأخرى تأثيراً معنوياً، وهو ما قد يُعزى إلى خصوصية البيئة التشغيلية أو صغر حجم عينة القطاع الصناعي الملتمزم بنشر بياناته بانتظام. وبناءً على ذلك، أوصى البحث بضرورة دعم الكوادر الإدارية ببرامج تدريبية متخصصة في إدارة رأس المال، مع ضرورة توجه الشركات الصغيرة نحو الاندماج أو التوسع لزيادة حجمها بما يعزز من استقرارها المالي.

الكلمات المفتاحية: الاستقرار المالي، نموذج التمان Z-Score، هيكل التمويل، محددات هيكل التمويل.

Abstract

The research sought to determine the impact of Capital Structure Determinants, measured by the ratios of (Firm Size, Age, Asset Tangibility, Profitability, Growth Opportunities, Liquidity, Non-Debt Tax Shield, Earnings Volatility), on Financial Stability, which was measured using the Altman Z-Score model. The study utilized a sample of Iraqi companies listed on the Iraq Stock Exchange (ISX). The research provided a theoretical framework for capital structure determinants and financial stability. In the applied section, the research relied on data from the sample companies listed on the ISX, covering a time series of (12) years from (2010–2022). The statistical software packages (Eviews 13), (AMOS.26), and (Excel) were used for data analysis and hypothesis testing. The research reached a set of conclusions, including that Firm Size was the only determinant that showed a positive and statistically significant relationship with financial

stability. This confirms the critical role of size as a decisive factor in explaining corporate behavior in the Iraqi market. None of the other variables demonstrated a statistically significant relationship with financial stability, reflecting the weak influence of these determinants in the Iraqi market environment. Based on these conclusions, the researchers presented a set of recommendations, including (supporting the administrative and financial cadres in Iraqi companies through specialized training programs in capital management and corporate finance to achieve financial stability).

Keywords: Financial Stability, Altman Z-Score Model, Capital Structure, Determinants of Capital Structure.

1. المقدمة

على الرغم من الدور الحيوي للقطاع الصناعي في تعزيز الإنتاجية الوطنية وخلق فرص العمل، إلا أن واقع الشركات الصناعية العراقية يكشف عن فجوة عميقة بين الأهمية النظرية والأداء الفعلي. فقد ساهم غياب استراتيجيات التنويع الاقتصادي والاعتماد الكلي على النفط في خلق بيئة تنافسية محفوفة بالمخاطر، أضعفت من مرونة الشركات المالية وقدرتها على الصمود أمام الأزمات. إن غياب الاستقرار المالي في هذه الشركات لا يقتصر تأثيره على تعثر العمليات التشغيلية فحسب، بل يمتد ليشمل زيادة حالة عدم اليقين الاقتصادي وانهيار الثقة الاستثمارية. ومن هنا، يكتسب البحث أهميته من خلال تسليط الضوء على ضرورة التحليل المالي الاستباقي كأداة استراتيجية لتقييم الملاءة المالية والتنبؤ بفرص الاستدامة، مما يساهم في حماية القطاع الصناعي من تداعيات الإفلاس ويدفع عجلة التنمية الاقتصادية المتعثرة.

يستهدف هذا البحث تحليل وقياس أثر محددات هيكل التمويل المتمثلة في (حجم الشركة، العمر، ملموسية الموجودات، فرص النمو، العائد على الموجودات، نسبة التداول، والدرع الضريبي لغير الديون) في الاستقرار المالي المقاس وفق نموذج (Altman Z-Score)، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية (ISX).

ولتحقيق هذا الهدف، انتظم البحث في أربعة مباحث رئيسية؛ خُصص **المبحث الأول** للإطار المنهجي الذي يحدد مشكلة البحث وفرضياته، بينما تناول **المبحث الثاني** الإطار النظري للمتغيرات قيد الدراسة. واستعرض **المبحث الثالث** الجانب التطبيقي والتحليلي للبيانات المالية واختبار الفرضيات، وصولاً إلى **المبحث الرابع** الذي استعرض جملة من الاستنتاجات والتوصيات المستقاة من النتائج الميدانية.

المبحث الأول:

2. منهجية البحث

2.1 مشكلة البحث

تتمثل المشكلة التطبيقية للبحث في حالة التذبذب وعدم اليقين التي تواجهها الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، حيث تعاني هذه الشركات من ضغوط متزايدة للموازنة بين مصادر التمويل (الداخلية والخارجية) وبين الحفاظ على مستويات أمانة من الاستقرار المالي. إن طبيعة البيئة الاقتصادية العراقية، وما تشهده من تقلبات في السيولة والمخاطر الائتمانية، تفرض واقعاً تشغيلياً صعباً يجعل من قرارات هيكل التمويل (الرافعة المالية، نسبة الملكية، حجم الشركة، وغيرها) قرارات مصيرية قد تؤدي إما إلى تعزيز الملاءة المالية أو الانحدار نحو العسر المالي.

بناء على ما تم عرضه يمكن صياغة مشكلة البحث بالتساؤل الرئيسي: (هل تؤثر محددات هيكل التمويل على الاستقرار المالي للشركات الصناعية العراقية بصورة مباشرة؟). ويتفرع من التساؤل الرئيس التساؤلات الفرعية الآتية

1. هل تؤثر مُحددات هيكل التمويل على الاستقرار المالي للشركات الصناعية العراقية؟
2. ما طبيعة العلاقة المباشرة وغير المباشرة بين مُحددات هيكل التمويل والاستقرار المالي؟

2.2 أهمية البحث

تتبع أهمية البحث من أهمية متغيراتها الرئيسية والمتمثلة في محددات هيكل التمويل، الاستقرار المالي، ومن طبيعة المشكلة التي تركز على ضعف الاستقرار في القطاع الصناعي العراقي في ظل أزمات مالية واقتصادية متكررة، ويكتسب القطاع الصناعي أهمية خاصة كونه أحد ركائز الاقتصاد الوطني منذ سبعينيات القرن الماضي إلا أن دوره تراجع بعد عام 2003 نتيجة الغياب الدعم الحكومي وتدهور الوضع الأمني وتدفق السلع الأجنبية بشكل كبير إلى السوق المحلية مما انعكس سلباً على أدائه واستقراره وفي هذا السياق يمكن إبراز أهمية البحث فيما يلي

1. يسعى البحث إلى كشف عن العلاقة بين محددات هيكل التمويل والاستقرار المالي للشركات الصناعية العراقية.
2. تقديم إطار تحليلي لفهم تأثير قرارات التمويل على الأداء المالي في ظل بيئة اقتصادية غير مستقرة.

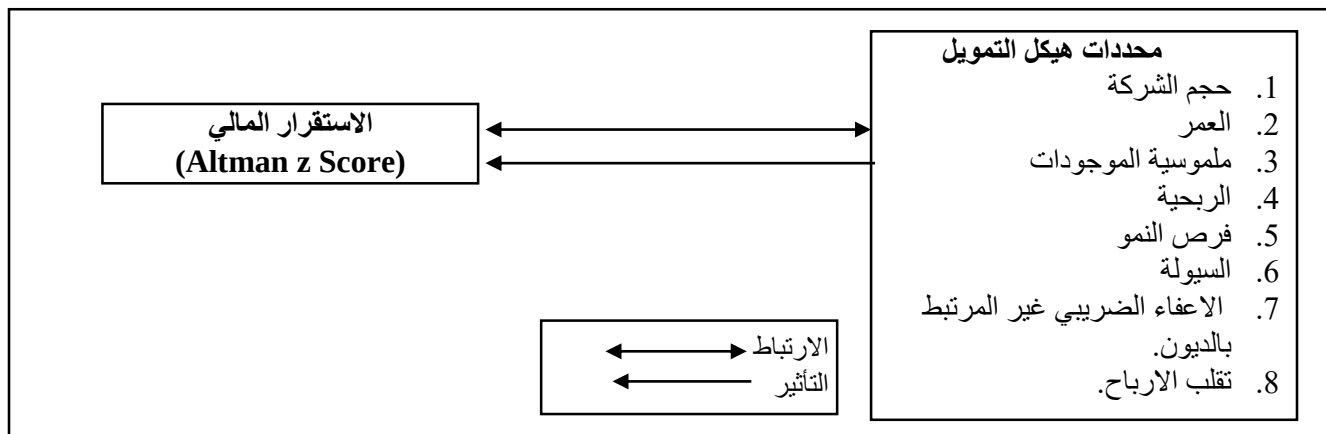
3. الاسهام في تطوير لمعرفة المالية من خلال توضيح العلاقة بين مُحددات هيكل التمويل والاستقرار المالي عبر اختيار هيكل تمويل مُناسب.

2.3 اهداف البحث

يسعى البحث الى تحقيق العديد من الاهداف هي:

1. قياس إثر محددات هيكل التمويل (حجم الشركة، ملموسية الموجودات، فرص النمو، العمر، العائد على الموجودات، نسبة التداول، الاعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون) على الاستقرار المالي للشركات الصناعية العراقية
2. الكشف عن طبيعة العلاقة (إيجابية أو سلبية) بين محددات هيكل التمويل والاستقرار المالي في العراق.
3. تشخيص مستوى محددات هيكل التمويل في الشركات الصناعية.
4. تحليل مؤشرات الاستقرار المالي لهذه الشركات العراقية المدرجة في سوق الاوراق المالية وتحديد الشركات المستقرة وغير المستقرة.

2.4 المخطط الفرضي للبحث



المصدر: من اعداد الباحثون

الشكل (1) مخطط البحث الفرضي

يتضمن الشكل أعلاه المتغيرات الرئيسية المعتمدة في البحث وكما يلي:-

1. **محددات هيكل التمويل:** تم قياسها استنادا الى مقياس (Chakrabarti, 2019: 9; Yisau et al., 2024: 22) والذي يتكون من سبع نسب مالية وهي: حجم الشركة، والعمر، وملموسية الموجودات، وفرص النمو، والعائد على الموجودات، ونسبة التداول، والإعفاء الضريبي لغير الديون.
2. **الاستقرار المالي:** تم قياسه استنادا الى مقياس (Wulandari & Fauzi, 2022: 114) نموذج التمان Altman Z-Score Model

2.5 فرضيات البحث

لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية لمحددات هيكل التمويل في الاستقرار المالي.

2.6 حدود الدراسة

1. **الحدود الزمنية:** المدة الزمنية التي قام بها الباحثون بأجراء البحث وتتمثل بمدة التطبيق الفعلية لبيانات الشركات التجارية العراقية عينة البحث للفترة (2010/ 12 /31 الى 2022/ 12 /31).
2. **الحدود المكانية:** من اجل اجراء الجانب التطبيقي للبحث تم اختيار عينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

2.7 مجتمع وعينة البحث

يمثل مجتمع البحث جميع الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. أما عينة البحث، فقد تم اختيارها بأسلوب **العينة القصدية (Purposive Sample)** المتمثلة في (5) شركات صناعية وهي (1) شركة بغداد لتصنيع مواد التنظيف IBCB (2) شركة بغداد للمشروبات الغازية IBBG (3) الشركة الوطنية للصناعات الكيماوية IICN (4) الشركة العراقية لتصنيع وتسويق التمور IIDT (5) الشركة العراقية للسجاد والمفروشات IISM.

وقد اعتمد البحث أسلوب البيانات اللوحية (Panel Data) الذي يجمع بين البيانات المقطعية (5 شركات) والسلاسل الزمنية (12 سنة)، مما وفر (60) مشاهدة إحصائية، وهو عدد كافٍ لإجراء تحليل الانحدار المتعدد ونمذجة المعادلات الهيكلية. وتعود أسباب اختيار هذه الشركات تحديداً إلى:

1. معيار الاستمرارية: استمرار إدراج وتداول أسهم هذه الشركات في السوق طوال مدة الدراسة (2010-2022) دون انقطاع.
2. معيار شمولية البيانات: توفر كافة التقارير المالية السنوية والبيانات التفصيلية اللازمة لاستخراج محددات هيكل التمويل ومؤشرات نموذج (Altman Z-Score).
3. معيار التجانس القطاعي: تم استبعاد الشركات التي لم تكتمل بياناتها أو التي عانت من توقفات تشغيلية طويلة، لضمان دقة النتائج الإحصائية وعدم وجود "بيانات مفقودة (Missing Data)" قد تؤدي إلى تضليل التحليل.

الجدول (1) الشركات عينة البحث

ت	اسم الشركة	رمز الشركة	سنة التأسيس	رأس المال التأسيسي
1	بغداد لصناعة مواد التنظيف	IBCB	1962	2500.00
2	بغداد للمشروبات الغازية	IBBG	1989	70.000.000
3	الوطنية للصناعات الكيماوية	IICN	1962	150 000
4	العراقية لتصنيع وتسويق التمور	IIDT	1989	50 ,000.000
5	العراقية للسجاد والمفروشات	IISM	1989	5000.000

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على التقارير والاحصائيات المنشورة للبنك المركزي العراقي والتقارير السنوية للشركات.

2.8 الأساليب المالية والاحصائية

1. الأساليب المالية

الجدول (2) الأساليب المالية

ت	البعد	المقياس
1	حجم الشركة	Natural Logarithm Of Total Assets
	العمر	Natural Logarithm Of Firm Age
	ملموسية الموجودات	Tangibility Of The Assets = Fixed Assets / Total Assets
	الربحية	Return On Assets = Net Income / Assets
	فرص النمو	Growth Opportunity = Percentage Change In Total Assets
	السيولة	Current Ratio = Current Assets / Current Liabilities
	الاعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون	Tax Shield = Depreciation / Total Assets
2	نموذج (Altman z Score)	Z= X1+X2+X3+X4+X5
	X1	صافي رأس المال العامل / إجمالي الموجودات
	X2	الأرباح المحتجزة / إجمالي الموجودات
	X3	الأرباح قبل الفوائد والضرائب / إجمالي الموجودات
	X4	القيمة السوقية لحقوق الملكية / القيمة الدفترية إلى إجمالي المطلوبات
	X5	الإيراد / إجمالي الموجودات

2. الأساليب الإحصائية

استخدمت الدراسة الحالية عدد من البرامج والأساليب الإحصائية للتحليل المالي (Eviews13) لتحليل مؤشرات الدراسة الحالية فضلاً عن استخدام ها العديد من الأساليب الإحصائية بمساعدة البرنامج الاحصائي (Amos 26) وتمثلت الأساليب الإحصائية بما يأتي: (الوسط الحسابي، الانحراف المعياري، توصيف نماذج الانحدار، اختبار F- اختبار R^2).

المبحث الثاني: الإطار النظري للبحث

3. هيكل التمويل

3.1 مفهوم هيكل التمويل

يُعد هيكل التمويل أحد أهم جوانب عمليات الشركة تُحدد سياسة الإنفاق للمدير المالي، الذي يُواجه باستمرار اعتبارات نوعية وكمية، هيكل تمويل الشركة ينص على أن هيكل التمويل هو توضيح لشكل النسب المالية للشركة، وتحديدًا بين رأس المال المملوك (حقوق المساهمين) المُشتق من الديون طويلة الأجل (الالتزامات طويلة الأجل) "يتكون هيكل رأس مال الشركة من حقوق الملكية والديون". بناءً على هذه المعرفة، يُمكن استنتاج أن هيكل رأس المال جزء من الهيكل المالي. يُقارن الهيكل المالي

بين أسهم الشركة الممتازة، والديون طويلة الأجل، والديون قصيرة الأجل الدائمة، والأسهم العادية (Mitra & Samanta, 2022: 40) لذلك فإن هيكل التمويل وهيكل رأس المال هما مفاهيم مالية متعلقة بتمويل الشركات لكنهما يختلفان في المعنى والغرض وكما يوضح في الجدول أدناه:

الجدول (3) الفرق بين هيكل التمويل وهيكل رأس المال

ت	هيكل التمويل	هيكل رأس المال
1	يتكون من مصادر التمويل طويلة الأجل، وقصيرة الأجل	يشمل مصادر التمويل طويلة الأجل فقط
2	يتكون من جانب المطلوبات من الميزانية العمومية	فقط المطلوبات طويلة الأجل للشركة
3	يتكون الهيكل المالي من جميع مصادر رأس المال	يتكون من حق الملكية والأرباح المحتجزة
4	هيكل التمويل يؤثر على تكلفة رأس المال ومخاطر الشركة	هيكل رأس المال يؤثر على قدرة الشركة على النمو والاستثمار

Source: Dhankar, R. S. (2019). Optimal Capital Structure and Investment Decisions. In Capital Markets and Investment Decision Making (pp. 197-210).

عرف الباحثون هيكل التمويل على أنه مجموعة مصادر التمويل التي تعتمد عليها الشركة لتمويل أنشطتها المختلفة وتشمل الديون وحقوق الملكية والتمويل الداخلي يعتبر يعد ذلك جزءاً مهماً من الإدارة المالية للشركة لدوره في تحقيق الأهداف المالية والاستراتيجية المنشودة.

1. محددات هيكل التمويل

تختلف هياكل التمويل اختلافاً كبيراً بين البلدان والقطاعات، بل وحتى بين الشركات داخل القطاع الواحد وهذا يؤكد حجة (Bara) عام (2004) القائلة بأن الاختلافات في هياكل التمويل بين القطاعات قد تُعزى إلى خصائص خاصة بكل شركة ركزت دراسات هياكل التمويل على تحديد العوامل التي تُفسر سلوك الشركات في اتخاذ القرارات التمويلي ونتيجةً لهذه الدراسات النظرية والتجريبية، ظهرت مجموعة من العوامل التي تُفسر هياكل التمويل بشكل أفضل ومن أبرز هذه العوامل: هي (ملموسية الموجودات، ومستويات الربحية، و فرص النمو، والحماية الضريبية غير المرتبطة بالديون، وحجم الشركة، وتقلب الأرباح (Bala & Abatcha, 2020:2).

الجدول (4) محددات هيكل التمويل بحسب وجهة نظر مجموعة من الباحثين

ت	المصدر	محددات هيكل التمويل
1	(Mwangi, 2007:16)	اتفق على عشر محددات للهيكل التمويل (1) ملموسية الموجودات (2) الاعفاء الضريبي لغير الديون (3) معدل الضريبة الفعلية (4) معدل النمو (5) حجم الشركة (6) تقلب الأرباح (7) الربحية (8) تكاليف الإفلاس (9) التفرد (10) تصنيف الصناعة
2	(Zurigat, 2009:53)	حدد ست محددات لهيكل التمويل (1) الربحية (2) الملموسية (3) حجم الشركة (4) الحماية الضريبية غير المرتبطة بالديون (5) فرص النمو (6) تقلب الأرباح
3	(Newman, 2010: 64)	اتفق على أربع محددات للهيكل التمويل (1) حجم الشركة (2) عمر الشركة (3) هيكل الموجودات (4) الربحية
4	(Anake et al., 2014: 56)	صنف محددات هيكل التمويل إلى ست محددات (1) الحجم (2) الملموسية (3) الربحية (4) فرص النمو (5) مخاطر الشركة (6) الضرائب
5	(Chakrabarti, 2019: 9; Yisau et al., 2024: 22)	(1) حجم الشركة (2) العمر (3) ملموسية الموجودات (4) الربحية (5) فرص النمو (6) السيولة (7) الاعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون (8) تقلب الأرباح.

المصدر: اعداد الباحثون

بناءً على ما طرح بعض الباحثين في الجدول (4) أعلاه نستنتج أن هيكل التمويل هو المزيج المحدد من الديون وحقوق الملكية الذي تستخدمه الشركة لتمويل عملياتها وموجوداتها عند اختيار هيكل التمويل، تأخذ الشركة في الاعتبار عدة عوامل رئيسية، يشار إليها باسم محددات هيكل التمويل الذي طرحها سيتم اعتماد مؤشرات، (Chakrabarti, 2019: 9; Yisau et al., 2024: 22). والتي تشمل (حجم الشركة، العمر، ملموسية الموجودات، الربحية، فرص النمو، السيولة، الاعفاء الضريبي غير المرتبطة بالديون، تقلب الأرباح).

وفيما يلي شرح المؤشرات المعتمدة للمحددات هيكل التمويل:

1. حجم الشركة

تشير العديد من الدراسات إلى أن حجم الشركة هو المحدد الرئيسي لهيكل التمويل ووفقاً للعديد من الباحثين، هناك علاقة إيجابية قوية بين حجم الشركة ونسبة ديونها بمعنى آخر، تميل الشركات الأكبر إلى استخدام نسبة أعلى من الديون في هيكل رأس مالها مقارنة بالشركات الأصغر تُعزى هذه العلاقة إلى عدة عوامل غالباً ما تكون الشركات الأكبر أقل مخاطرة ولديها وضع مالي أكثر استقراراً وهذا يجعلها أكثر جاذبية للمقرضين، وبالتالي يمكنها الحصول على قروض بشروط أفضل علاوة على ذلك، تكون الشركات الأكبر أكثر تنوعاً في أنشطتها، مما يقلل من خطر الإفلاس وقد تم تأكيد هذه العلاقة في العديد من الدراسات الأكاديمية، مثل تلك التي أجراها (Titman Wessels) 1985 (Varajan and Zengals) 1998 هذه الدراسات أدلة تجريبية قوية على أن حجم الشركة يؤثر بشكل مباشر على قرارات التمويل (Kareem, 2019: 20) وأشار كل من (Mat Nawi, 2015:132; Yildirima et al., 2018:9; Edberg & Kjellander, 2022:52; Mohammad et al., 2022:61; Nesta & Amir, 2023:141) أنه بالإمكان قياس حجم الشركة وتصنيفها على أنها شركات صغيرة أو متوسطة أو كبيرة الحجم عبر الصيغة الآتية:

Company Size

$$= \text{The Logarithm Of Total Assets} \text{ ————— (1)}$$

2. العمر

يعتبر عمر الشركة المقياس الرئيسي لسمعة الشركة كما يراه العديد من الباحثين حيث يعطي فكرة عن قدرة الشركة على الاستمرار وبالتالي المؤسسات الحديثة الأقل عمراً مقارنة بالمؤسسات القديمة الأكثر عمر تتميز بانخفاض مصادر دخلها وقلة أرباحها وزيادة حاجتها لتمويل مشاريع التوسع والنمو وانخفاض سمعتها وبالتالي انخفاض قدرتها على الاقتراض فالتعبير عن عمر الشركة يكون بعدد السنوات التي مضت منذ تأسيسها ومباشرة أعمالها (Matemilola et al., 2025:8) لذلك يلعب عمر الشركة دوراً محورياً في تشكيل هيكلها التمويلي طوال دورة حياتها، مما يؤثر بشكل مباشر على استراتيجياتها المالية إذ تُعد العلاقات طويلة الأمد مع البنوك ذات أهمية بالغة للشركات، إذ تمنحها ميزة كونها "عميلاً موثوقاً به" ونتيجة لذلك، تستفيد الشركات القديمة من شروط تمويل أفضل من الشركات الناشئة على الرغم من هذه الميزة، تميل الشركات القديمة إلى أن تكون أقل تحفظاً تجاه المخاطر، وغالباً ما تُفضل خفض مستويات ديونها مقارنةً بالشركات الأحدث والأكثر جرأة (Acedo-Ramirez et al., 2017:84) وعادة يتم استخدام اللوغاريتم الطبيعي لعدد سنوات في احتساب عمر الشركة.

Age Of The Firm

$$= \text{The Natural Logarithm Of The Number Of Years} \text{ ————— (2)}$$

3. ملموسية الموجودات

تُعد ملموسية الموجودات عاملاً أساسياً يؤثر بشكل كبير على قرارات الشركات بشأن هيكل تمويلها وتشير ملموسية الموجودات إلى نسبة الموجودات المادية الملموسة، مثل الأراضي والمباني والآلات، إلى إجمالي موجودات الشركة تتمتع هذه الموجودات الملموسة بقيمة سوقية واضحة، ويمكن استخدامها كضمان قوي لتأمين التمويل الخارجي (Boumlik et al., 2025:78) ان ملموسية موجودات هي نسبة الموجودات الملموسة إلى إجمالي الموجودات الشركة ترتبط ملموسية الموجودات ارتباطاً وثيقاً بتكاليف الوكالة للديون وتكلفة الضائقة المالية وان الشركات التي لديها المزيد من الموجودات الملموسة تكون أكثر قدرة على تأمين الديون، حيث يمكن استخدام هذه الموجودات كضمان في حالة التصفية، وتكون الموجودات الملموسة أكثر قيمة من الموجودات غير الملموسة (Alipour et al., 2015:60). ويتم قياس ملموسية الموجودات عبر الصيغة الآتية واتفق كل من (Harris & Raviv, 1990:334; Delcours, 2007:407; Ab Wahab & Ramli, 2014:933; Khan et al., 2021:5; Boateng et al, 2022: 4) على ان ملموسية الموجودات يمكن قياسها فق المعادلة التالية

Tangibility Of The Assets

$$= \text{Fixed Assets} / \text{Total Assets} \text{ ————— (3)}$$

4. الربحية

تعتبر الربحية أحد العوامل الرئيسية التي تؤثر على هيكل تمويل الشركات، حيث تعكس قدرة الشركة على تحقيق الأرباح من عملياتها حيث تهتم منظمات الاعمال بشكل عام والشركات بشكل خاص بأهم عنصر أو هدف تسعى من خلاله الوصول اليه ألا

وهو الربحية كونه الأساس الذي من خلاله يمكن للشركة من بناء او وضع استراتيجياته التنافسية الان يعد بحد ذاتها محصلة اعمالها وجهدها المبذول من انجاز وظائفها المناطة بها من الحصول على المبالغ واستثمارها وتحقيق الارباح (Fayez & Transport, 2024:73)

وأشار كل من (Harris & Raviv, 1990:335; Rajan & Zingales, 1994:22; Frank & Goyal, 2009:7; Cortez & Susanto, 2012:125; Matemilola & Ahmad, 2015:408; Alipour et al., 2015:62; sukamdi,2023:790; Al-badiri et al., 2024:98) انه يمكن قياس الربحية باستخدام مقاييس مالية رئيسية، مثل: هامش الربح والعائد على الموجودات (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE).

5. فرص النمو

تُعد فرص النمو عاملاً حاسماً يؤثر بشكل كبير على قرارات الشركات المتعلقة بهيكل تمويلها يشير مفهوم فرص النمو إلى الإمكانيات المستقبلية للشركة للتوسع وخلق القيمة، من خلال الاستثمار في مشاريع جديدة أو توسيع أعمالها القائمة تؤثر هذه الفرص على قرار الشركة بين استخدام الدين (الاقتراض) أو الأسهم (إصدار الأسهم) لتمويل عملياتها ومن هذا المنطلق تعتبر فرص النمو من العوامل البارزة في نظرية التمويل المؤسسي حيث يعتقد بشكل عام أن هذه الفرص تلعب دوراً حيوياً في تحديد سياسة الديون للشركات وعادة ما يتوقع أن الشركات التي تمتلك فرص نمو جيدة تميل إلى تقليل ديونها، كما يكون لديها نسبة أعلى من الديون قصيرة الأجل مقارنة بالديون طويلة الأجل، خصوصاً تلك التي تتمتع بأولوية أو ضمانات (مثل الديون المضمونة) بدلاً من الديون الثانوية (goya et al., 2020:1; Matemilola & Ahmad, 2015:409).

Company Growth

$$= \text{Percentage Change In Total Assets} \quad (4)$$

6. السيولة

السيولة عامل أساسي في اختيار هيكل تمويل الشركة، إذ تلعب دوراً محورياً في قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية قصيرة الأجل واغتنام فرص الاستثمار تُعد السيولة عنصراً بالغ الأهمية لكل من المحللين الداخليين والخارجيين، نظراً لارتباطها المباشر بقدرة المؤسسة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل وضمان استمرارية العمليات التشغيلية اليومية بكفاءة (Šeligová, 2018:224). وفقاً لنظرية المبادلة، غالباً ما تكون الشركات ذات مستويات السيولة العالية مربحة، مما يتطلب منها الاعتماد على تمويل الديون للاستفادة من المزايا الضريبية المرتبطة بها في المقابل، تشير نظرية ترتيب الهرم إلى أن الشركات المربحة ذات السيولة العالية تفضل استخدام مواردها الداخلية أولاً لتجنب مشاكل المعلومات غير المتماثلة وتكاليف الوكالة وقد دعم هذا النهج عدد من الباحثين الذين أكدوا وجود علاقة سلبية بين السيولة وتمويل الديون (Hoang et al., 2018:10).

ويمكن قياس السيولة عبر مقياس نسبة التداول هي مؤشر السيولة الأكثر شيوعاً، وهي تقيس مدى كفاية الموجودات الحالية لتغطية المطلوبات الحالية، تمثل هذه النسبة الموجودات المتداولة مقسومة على المطلوبات المتداولة وتستخدم هذه النسبة لقياس قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل من خلال تحويل موجوداتها المتداولة إلى نقد بسرعة، مما يعكس قدرة الشركة على تجنب الإفلاس على المدى القصير (Brigham & Houston, 2019:108)

Current Ratio

$$= \frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}} \quad (5)$$

7. الاعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون

الاعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون هي مزايا ضريبية تحصل عليها الشركة دون اللجوء إلى الديون، مثل الاستهلاك الذي يُخصم من الإيرادات عند حساب الضرائب، أو أي خصومات ضريبية أخرى تُخفف هذه الدروع العبء الضريبي على الشركة، مما يجعلها بديلاً محتملاً للفائدة المدفوعة على الديون، والتي تُعد أيضاً درعاً ضريبياً لذلك، عندما تتمتع الشركة بدروع ضريبية كبيرة من مصادر أخرى غير الديون، فإنها تقلل من حاجتها إلى الاقتراض للحصول على الميزة الضريبية، مما يؤثر على قرار هيكل التمويل الخاص بها بمعنى آخر، كلما زادت الإعفاءات الضريبية للموجودات غير المتعلقة بالديون، قلت أهمية الدين كمصدر للتمويل، مما قد يدفع الشركة إلى الاعتماد بشكل أكبر على حقوق الملكية (Kumar et al, 2017:7)

يرى (Modigliani and Miller) (1958) أن الحماية الضريبية المرتبطة بالفوائد تشجع الشركات بقوة على تحمل المزيد من الروافع المالية ووفقاً لنظرية المقايضة، فإن الضرائب لها تأثير كبير على اختيارات هيكل رأس المال وقد اقترح البعض أن الشركات تختار هيكل التمويل الخاص بها من خلال الموازنة بين نفقات تحمل الديون والمزايا الضريبية التي يخلقها الدين (Yisau et al., 2024 :23)

Non – interest tax shield

$$= \text{Depreciation} / \text{Total Assets} \text{---(6)}$$

8. تقلب الأرباح

يُعد تقلب الأرباح عاملاً أساسياً في دراسة قرارات هيكل تمويل الشركات ، ووفقاً لنظرية المقايضة، تسعى الشركات إلى موازنة المزايا الضريبية للديون مع مخاطر تكاليف الإفلاس ويزيد التقلب المرتفع في الأرباح من احتمالية حدوث اضطرابات مالية، مما يؤدي إلى انخفاض الرافعة المالية أو الاعتماد على الديون ووفقاً لنظرية التقاط، يرتبط تقلب الأرباح بارتفاع تكلفة تمويل الديون بسبب عدم تماثل المعلومات إذ يدرك الدائنون زيادة خطر تقلب الأرباح، مما يزيد من تكلفة الاقتراض ونتيجةً لذلك، تميل الشركات ذات التقلب المرتفع في الأرباح إلى تجنب الاقتراض، وتفضل التمويل الداخلي أو التمويل الأكثر مخاطرة (titman & wessels , 1988:6; brigham, 2016: 150)

يشير تقلب الأرباح إلى درجة التباين أو التذبذب في أرباح الشركة بمرور الوقت. هذا التقلب هو محدد رئيسي لهيكل تمويل الشركة، ويؤثر بشكل مباشر على قدرة الإدارة على اتخاذ قرارات الاقتراض وتمويل الديون (Damayanty & Murwaningsari , 2020:150)

4. الاستقرار المالي

4.1 نشاء ومفهوم الاستقرار المالي

يعود أصل مفهوم الاستقرار إلى الكلمة اللاتينية stables، والتي تعني الثبات والانتظام حيث يتمتع الجسم المستقر بخصائص مثل الثبات والصلابة والأمان والاستمرارية إذ يكمن التحدي في تعريف الاستقرار المالي في طبيعته المعقدة والمتعددة الأبعاد، فهو ليس مجرد غياب الأزمات المالية، بل هو حالة تتضمن تفاعلات بين مختلف المؤسسات والأسواق المالية، ويتأثر بعوامل اقتصادية وسياسية واجتماعية على سبيل المثال، تُعرّف دائرة المعارف البريطانية الاستقرار بأنه درجة أو خاصية مقاومة التآكل والتلف، والقدرة على الحفاظ على الثبات والاستقرار، وقدرة الجسم على التعافي من فقدان التوازن (Cernavskis, 2014:37). لقد أصبح توضيح مفهوم الاستقرار المالي هدفاً متزايد الأهمية، وذلك لأن كل من يحاول تعريف الاستقرار المالي يدرك أنه لا يوجد نموذج أو إطار تحليلي مقبول على نطاق واسع لتقييم أو قياس الاستقرار المالي، ولكن محاولات الخبراء تختلف في إعطاء تعريف ومفهوم الاستقرار المالي (Mishkin, 1997:56). بنا على ما تقدم يمكن عرض أهم التعريفات التي وردت عن الاستقرار المالي للمدة من (2003 - 2025) وكما في الجدول (5).

الجدول (5) بعض التعاريف للاستقرار المالي

ت	المصدر	التعريف
1	(Popov & Stutzmann, 2003: 55)	هو مصطلح يستخدم للإشارة إلى الوضع المالي للشركة إذا كان مستقرًا، كما يتم استخدام الاستقرار المالي بشكل متكرر كمقياس لأداء الشركة من أجل العمل كنقطة مرجعية عند اتخاذ الخيارات الاقتصادية.
2	(Houben et al., 2004:11)	هو نموذج بسيط تعمل فيه اسعار الموجودات على تامين المستوى الامثل للادخار والاستثمار.
3	(Sant'Anna & Figueiredo, 2024:7)	هو حالة حيث يمكن للنظام المالي أن يتحمل الصدمات دون إفساح المجال لعمليات تعوق تخصيص المدخرات للاستثمارات ومعالجة المدفوعات في الاقتصاد.
4	(Wu & Jin, 2025: 34)	هو حالة من غير المحتمل ان تحدث فيها حلقة من عدم الاستقرار ولا يكون الخوف من عدم الاستقرار المالي عاملا ماديا في القرارات المادية التي تتخذها الشركات
5	(Joshi, 2025:120)	بأنه حالة متوازنة للنظام المالي بحيث يمكنه العمل بكفاءة في تخصيص الموارد وتنفيذ وظائف الدفع، والتي يمكن أن تتغلب على الصدمات الاقتصادية والإفلاس والتغيرات الهيكلية الأساسية

4.2 أهمية وفوائد الاستقرار المالي

يعدّ الاستقرار المالي ركيزة أساسية لضمان استمرارية النظام الاقتصادي وسلامته، فهو بمثابة العمود الفقري الذي يدعم النمو والتنمية. يشير الاستقرار المالي إلى حالة يكون فيها النظام المالي قادراً على أداء وظائفه الأساسية بفعالية حتى في مواجهة الصدمات والتحديات الاقتصادية. يمكن أن يؤدي غياب الاستقرار المالي إلى عواقب وخيمة، مثل الأزمات المالية التي تُسبب انخفاضاً في الاستثمار، وزيادة في البطالة، وتآكلًا في ثقة الجمهور. لذلك، تسعى الحكومات والمؤسسات المالية حول العالم جاهدةً إلى تعزيز هذا الاستقرار من خلال سياساتٍ حكيمة وإجراءاتٍ رقابية صارمة. تتضمن هذه المقدمة لمحّة عامة عن الجوانب الرئيسية للاستقرار المالي، بدءاً من دوره في تعزيز النمو الاقتصادي، مروراً بأهميته في حماية مدخرات الأفراد والشركات، وانتهاءً بكيفية تأثيره على القدرة الائتمانية والتعاون الدولي. ومن هذا المنطلق يعد الاستقرار المالي من أكثر القضايا المالية التي يتم مناقشتها، حيث تلقى اهتماماً واسعاً في الأبحاث الحديثة في العلوم الاجتماعية ذات الطبيعة المالية والتجارية ولا ترجع شعبية هذا المفهوم إلى علاقته بالاقتصاد الكلي فحسب، بل أيضاً إلى حالة الضائقة المستمرة التي تعاني منها العديد من المؤسسات المالية، بالإضافة إلى الإخفاقات الكبرى التي شهدتها مجتمعات الأعمال من جميع الأحجام والمواقع (Enyi, 2017:180). تظهر أهمية استقرار النظام المالي والمصرفي من خلال ارتباطه بالنشاطات الاقتصادية كافة وذلك من خلال توفير التمويل اللازم لهذه النشاطات بدا بالاستثمار ومرورا بالتبادل وانتهاء بالاستهلاك لذلك فان أهمية استقرار النظام المالي تتجسد في عدة جوانب أهمها (Bozic & Bozic, 2025:6)

- يسهم الاستقرار المالي في تطبيق أفضل الممارسات المصرفية
 - يعد الاستقرار المالي شرطاً ضرورياً لتطور النظام المالي
 - يعزز الاستقرار المالي من انتقال أثر السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي
 - يساهم الاستقرار المالي في زيادة الشمول المالي وتحقيق التنمية الاقتصادية
- إن الاستقرار المالي له فوائد عديدة تتجلى من خلال ما يلي (Gorczyńska, 2013:105; Joshi, 2025:124; Franta et al., 2025:183; Şahin, 2025:16)

- تلعب اللامركزية والتنويع دوراً حاسماً في التخفيف من تأثير الصدمات المالية: تلعب اللامركزية والتنويع دوراً هاماً في تعزيز قدرة النظام المالي على مواجهة الصدمات المحتملة. فاللامركزية تُقلل اعتماد النظام على مؤسسات أو أسواق محددة، مما يمنع الأزمات من الانتشار السريع عبر مختلف المكونات المالية. وفي المقابل، يُسهم التنويع في توزيع المخاطر على أدوات ومجالات متعددة، مثل تنويع مصادر التمويل أو محافظ الاستثمار. ويُقلل هذا التوزيع من احتمالية تكبد خسائر فادحة عند تعرض قطاع ما لأزمة. وبالتالي، فإن الجمع بين اللامركزية والتنويع يُعزز قدرة النظام المالي على امتصاص الصدمات والتكيف معها دون التعرض لانهيئات واسعة النطاق.
- الكفاءة: تعزيز بيئة تنافسية: تُعدّ كفاءة النظام المالي أمراً أساسياً لتحقيق الاستخدام الأمثل للموارد الاقتصادية. ويتعزز ذلك من خلال خلق بيئة تنافسية بين المؤسسات المالية تُؤدي المنافسة إلى تحسين جودة الخدمات المالية وخفض التكاليف، مما يعود بالنفع على الأفراد والشركات. كما تُحفّز المؤسسات على الابتكار وتبني تقنيات جديدة لتحسين الأداء وتلبية احتياجات السوق بفعالية أكبر. إضافةً إلى ذلك، تُسهم البيئة التنافسية في الحد من الاحتكارات وتعزيز الشفافية، مما يؤدي إلى نظام مالي أكثر كفاءة واستقراراً على المدى الطويل الشاملة.
- تشجع نماذج الأعمال المستقرة للمؤسسات المالية: تُعد نماذج الأعمال المستقرة للمؤسسات المالية عاملاً هاماً في دعم الاستقرار المالي العام. توفر هذه النماذج استراتيجيات واضحة ومتوازنة للإيرادات والمخاطر، مما يقلل الاعتماد على مصادر دخل شديدة التقلب أو المخاطرة. المؤسسات التي تتبع نماذج أعمال مستقرة تكون أكثر قدرة على مواجهة الأزمات المالية والحفاظ على استمرارية خدماتها. علاوةً على ذلك، يُسهم الاستقرار التشغيلي في تعزيز ثقة المستثمرين والمودعين، ويُقلل من احتمالية تعرض النظام المالي لصدمات حادة. لذلك، فإن تشجيع هذا النوع من النماذج يُعزز متانة القطاع المالي ككل الشاملة.

➤ الوصول إلى الخدمات المالية الكافية: فهو يعزز النمو الاقتصادي والتنمية: يُعدّ الوصول الكافي إلى الخدمات المالية محركاً أساسياً للنمو الاقتصادي والتنمية المستدامة. ويمكن للأفراد والشركات الاستفادة من أدوات التمويل، كالقروض والادخار والتأمين، لتوسيع أنشطتهم وتحسين مستوى معيشتهم. كما يُسهم الشمول المالي في دمج الفئات المهمشة في النظام الاقتصادي، وتعزيز العدالة الاقتصادية والحد من الفقر. علاوة على ذلك، يُحفّز هذا الوصول الاستهلاك والاستثمار، مما يُترجم إلى زيادة الإنتاج وفرص العمل. لذا، يُعدّ تمكين جميع شرائح المجتمع من الوصول إلى الخدمات المالية المناسبة خطوةً أساسيةً نحو التنمية الاقتصادية الشاملة.

4.3 نماذج قياس الاستقرار المالي

أشار (Wulandari & Fauzi, 2022:112; Yudha et al., 2025: 181) بأن نموذج ألتمان (Z-Score) الذي طوّر على يد (Edward Altman) عام (1968) يعد من أوائل النماذج التنبؤية المستخدمة على نطاق واسع ومع ذلك غالباً ما يُنتقد لكونه أقل حساسية للتغيرات في بيئة الأعمال الحديثة. لذلك عمد (Edward Altman) على تعديل صيغة نمودجه عام (1983) ثم عُذلت مرة أخرى عام (1995) (Nurjanah & Darmawan, 2024:515). لذلك يعد مقياس ألتمان (Z-Score) أحد أشهر نماذج التنبؤ بالإفلاس أو الضائقة المالية إذ أشار (Brigham & Weston, 2005) إلى أن هذا النموذج يُعد أداة فعّالة للتنبؤ باحتمالية إفلاس الشركات (Harahap & Sari, 2024 :78). يستخدم نموذج ألتمان (Z-Score) خمس نسب مالية تتحد بطريقة معينة لإنتاج رقم واحد هذا الرقم يسمى (Z-Score) انه مقياس عام للاستقرار المالي للشركات ويتم تمثيل هذا النموذج عن طريق الصيغة التالية (239: Cindik & Armutlulu, 2021). بناء على ما طرح أعلاه سيتم اعتماد مقياس ألتمان (Z-Score) وفقاً لخمس مؤشرات وكما في الصيغة الموضحة أدناه (Wulandari & Fauzi, 2022: 112)

$$Z - Score = 1.2X1 + 1.4X2 + 3.3X3 + 1.6X4 + 0.99X5 \text{ ————— (1)}$$

اذ ان

- $X1$ = رأس المال العامل / إجمالي الموجودات.
- $X2$ = الأرباح المحتجزة / إجمالي الموجودات.
- $X3$ = الأرباح قبل الفوائد والضرائب / إجمالي الموجودات.
- $X4$ = القيمة السوقية لحقوق الملكية / القيمة الدفترية إلى إجمالي المطلوبات.
- $X5$ = الأيراد / إجمالي الموجودات

علما ان:

صافي راس المال العامل هو عبارة عن: الموجودات المتداولة - المطلوبات المتداولة
القيمة السوقية هي عبارة: سعر السهم × عدد الأسهم القائمة

لا يُطبّق نموذج ألتمان (Z-Score) الأصلي إلا على الشركات المساهمة العامة، إذ يعتمد على القيمة السوقية للشركة وقد أُكّد ألتمان (1983) على أن نموذج (Z-Score) صُمّم ليكون مناسباً للعامة إذ يقسم نموذج ألتمان الشركات إلى ثلاث فئات حسب قيمة (Z) على النحو الاتي (127: Tanjung, 2020).

- إذا كانت قيمة ($Z > 2.99$) تعد الشركة مستقرة
- إذا كانت قيمة ($Z < 1.81$) تعد الشركة غير مستقرة
- إذا كانت قيمة ($1.81 < Z < 2.99$) تعد الشركة في المنطقة الرمادية.

وفيما يأتي استعراض لمتغيرات هذا النموذج

X1 = رأس المال العامل / إجمالي الموجودات.

هي مؤشر مالي يعكس قدرة الشركة على توفير السيولة اللازمة لتغطية التزاماتها قصيرة الأجل تُحسب هذه النسبة على أنها الفرق بين الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة إذا كان الفرق سلبياً، فقد تواجه الشركة صعوبة في الوفاء بالتزاماتها، بينما تعكس النسبة الإيجابية استقراراً مالياً أكبر وتقلل من خطر التخلف عن السداد لذلك، تميل الشركات الناجحة إلى تحقيق نسبة أعلى، بينما تعاني الشركات غير الناجحة من نسبة أقل، مما يجعل هذه النسبة مؤشراً حيوياً على الوضع المالي للشركة صافي رأس المال العامل، وهو الموجودات المتداولة مطروحاً منها المطلوبات المتداولة، يساعد أصحاب المصلحة على تحليل حجم الموجودات اللازمة لتشغيل العمليات اليومية للشركة وحجم الموجودات المرتبطة برأس المال العامل أشار (Mohammed, 2017:73) صافي رأس المال العامل هو الفرق بين الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة، بينما يُعرف إجمالي الموجودات بأنه مجموع الموجودات المتداولة والثابتة تُستخدم هذه النسبة لقياس قدرة الشركة على توليد رأس مال عامل صافي من إجمالي الموجودات المملوكة لها، وذلك لمعرفة مستوى سيولة الشركة ويُعرف رأس المال العامل الصافي من خلال حساب الفرق بين الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة (madona & paramitha, 2024:579)

X2 = الأرباح المحتجزة / إجمالي الموجودات .

تعكس نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الموجودات مبلغ الأرباح المعاد استثمارها أو الخسائر المتكبدة، مما يشير إلى اعتماد الشركة على التمويل الداخلي ويعكس مستوى نفوذها المالي (Puspitasari et al., 2020:3065) تقيس هذه النسبة قدرة الشركة على تجميع الأرباح باستخدام موجوداتها يُفضل معظم المحللين والمستثمرين نسبة أعلى للأرباح المحتجزة إلى إجمالي الموجودات لأنها تعكس قدرة الشركة على الاحتفاظ بمزيد من الأرباح تُعتبر نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الموجودات، التي تبلغ 100٪، نسبة مثالي (Sari, 2018:35) ترتبط هذه النسبة بعمر الشركة، بالإضافة إلى علاقتها بمؤشر الربحية الإجمالي وينبع هذا من الاعتقاد بأن الشركات الناشئة تمر بمرحلة نمو سريعة، مما لا يمنحها الوقت الكافي لتحقيق ربحية إجمالية عالية لذلك، تكون هذه النسبة أقل نسبياً للشركات الناشئة مقارنة بالشركات الراسخة لذلك، تكون الشركات الناشئة أكثر عرضة للتعثّر والإفلاس خلال هذه المرحلة مقارنةً بنظيراتها ذات التاريخ الطويل في السوق، حيث يكون خطر الفشل أعلى خلال السنوات الأولى من تأسيسها (Nengsih, 2024:218) توضح هذه النسبة قدرة الشركة على توليد أرباح محتجزة من إجمالي موجوداتها الأرباح المحتجزة هي صافي الدخل المحتجز للشركة، ولا تُوزع على المساهمين، وهي مفيدة لتمويل مختلف مصالح الشركة على المدى الطويل والقصير (Madona & Paramitha, 2024: 5).

X3 = الأرباح قبل الفوائد والضرائب / إجمالي الموجودات.

تُعد نسبة الأرباح قبل الفوائد والضرائب إلى إجمالي الموجودات مؤشراً على الكفاءة التشغيلية للشركة، وتعكس قوة ربحيتها علاوة على ذلك، تُعد هذه النسبة معياراً لقياس إنتاجية موجودات الشركة، بغض النظر عن أي التزامات ضريبية أو آثار رفع مالي نظراً لأن استمرارية الشركة تعتمد على قدرتها على تحقيق أرباح من موجوداتها، فإن هذه النسبة ذات أهمية خاصة في الدراسات التي تتناول مخاطر الائتمان كما تُسلط الضوء على مدى تعرّض الموجودات للانخفاض في قيمتها (4: Listyarini, 2020) يمكن تحديد قيمة موجودات الشركة قبل أن تتجاوز التزاماتها قيمتها، مما يؤدي إلى ضائقة مالية مقارنةً بالافتراض (Hantono, 2019:2; Shafitranata et al., 2020: 235).

X4 = القيمة السوقية لحقوق الملكية/القيمة الدفترية لإجمالي المطلوبات

تحدد هذه النسبة نظرة السوق للشركة، حيث يمكن للسوق تقييم قيمتها بناءً على المعلومات التي تقدمها الشركات تُقاس حقوق الملكية بالقيمة السوقية الإجمالية لحقوق الملكية، بينما يشمل الدين الالتزامات قصيرة وطويلة الأجل يعكس هذا المقياس الانخفاض المحتمل في قيمة أصول الشركة قبل أن تتجاوز التزاماتها وتواجه ضائقة مالية (3: Nilasari & Haryanto, 2018).

X5 = الإيرادات/إجمالي الموجودات

تُعرف هذه النسبة بأنها مؤشر على قدرة الإدارة على المنافسة في السوق كلما ارتفعت نسبة الإيرادات إلى إجمالي الموجودات، زادت قدرة الشركة على تحقيق عوائد كما يُعتبر هذا المقياس مؤشراً على كفاءة الشركة في تحويل موجودتها إلى إيرادات، حيث تُشير القيم الأعلى إلى قدرة أفضل على تحقيق عوائد من الموجودات المتاحة (80: Rulandari & Sudrajat, 2017). بالإضافة إلى ذلك، يعكس هذا المؤشر معدل دوران الموجودات، الذي يُظهر مدى كفاءة الشركة في استخدام مواردها لتحقيق الإيرادات، وهو مقياس رئيسي لأداء الأعمال (66: Lubawa & Louangrath, 2016) يمكن تحديد قيمة موجودات الشركة قبل أن تتجاوز التزاماتها قيمتها، مما يؤدي إلى ضائقة مالية (71: Umut, 2024). تعكس هذه النسبة قدرة الشركة على تحقيق أرباح كافية لتغطية التزاماتها المتعلقة بدفع الفوائد تشير القيم المنخفضة لهذه النسبة إلى ضعف قدرة الشركة على سداد مدفوعات الفوائد مقارنةً بالافتراض (109: Wulandari & Fauzi, 2022).

المبحث الثالث:

5. الإطار العملي

5.1 التحليل المالي

1. التحليل المالي لشركة بغداد لتصنيع مواد التنظيف

الجدول (6) التحليل المالي لشركة بغداد لتصنيع مواد التنظيف

المتغير	حجم الشركة	العمر	ملموسية الموجودات	العائد على الموجودات	فرص النمو	نسبة التداول	الدرع الضريبي	قيمة z
2010	19.614	3.871	0.722	-0.020	0.050	2.463	0.012	63.015
2011	20.158	3.892	0.427	0.000	0.724	13.224	0.007	157.603
2012	20.135	3.912	0.595	0.010	-0.023	40.591	0.011	848.586
2013	20.850	3.932	0.420	0.035	1.044	128.006	0.005	607.054
2014	20.824	3.951	0.517	-0.033	-0.026	29.179	12.864	106.062
2015	20.731	3.970	0.645	-0.084	-0.088	67.477	0.003	401.763
2016	20.766	3.989	0.595	0.004	0.035	7.532	0.003	56.364
2017	20.778	4.007	0.740	0.002	0.012	5.895	0.003	34.769
2018	20.762	4.025	0.750	0.017	-0.016	21.733	0.003	125.299
2019	20.785	4.043	0.752	0.018	0.024	14.773	0.003	127.138
2020	20.791	4.060	0.758	0.006	0.006	15.002	0.003	2.186
2021	20.800	4.078	0.762	0.008	0.009	0.004	0.003	2.309
2022	21.962	4.094	0.238	0.003	2.196	0.001	0.001	1994.451

- أ. **حجم الشركة (Size):** يعكس الجدول نمواً مستمراً في حجم الشركة، حيث سجلت أدنى قيمة لها في عام 2010 بمقدار (19.614) وقد استمر هذا النمو التصاعدي ليبلغ ذروته في عام 2022 بقيمة (21.962) هذا الاستقرار في النمو يفسر معنوية هذا المتغير إحصائياً وتأثيره الإيجابي في الاستقرار المالي للشركة.
- ب. **عمر الشركة (Age):** بوصفه متغيراً تراكمياً، سجل العمر أدنى قيمة لوغاريتمية له في عام 2010 بمقدار (3.871)، ووصل إلى أعلى قيمة له في نهاية مدة الدراسة عام 2022 بمقدار (4.094).
- ت. **ملموسية الموجودات (Tangibility):** أظهرت الشركة اعتماداً متذبذباً على الموجودات الملموسة؛ إذ حققت أعلى قيمة لها في عام 2021 بنسبة (0.762)، إلا أنها شهدت انخفاضاً حاداً ومفاجئاً في عام 2022 لتصل إلى (0.238)، مما يشير إلى تحول جذري في هيكلية موجودات الشركة في السنة الأخيرة.
- ث. **العائد على الموجودات (ROA):** اتسمت ربحية الشركة بالتذبذب الشديد وعدم الاستقرار؛ فقد سجلت أفضل أداء ربحي لها في عام 2013 بقيمة (0.035)، بينما واجهت خسائر تشغيلية واضحة في عام 2015 بلغت أدنى قيمة لها (-0.084) وبالرغم من كون الربحية جزءاً أصيلاً من نموذج (Altman)، إلا أن ضعف استقرارها يبرر عدم ظهور تأثير معنوي قوي لها بمفردها في بعض الاختبارات الإحصائية.
- ج. **فرص النمو (Growth):** شهدت فرص النمو قفزة استثنائية في عام 2022 لتصل إلى (2.196)، بعد سلسلة من التراجعات كانت أدناها في عام 2015 بقيمة (-0.088).
- ح. **نسبة التداول (Liquidity):** أظهرت البيانات مستويات سيولة مرتفعة جداً وغير اعتيادية في عام 2013 بلغت (128.006)، إلا أنها انحدرت بشكل حاد لتسجل أدنى مستوياتها في عام 2022 بقيمة (0.001) هذا الانخفاض يفسر هشاشة الاستقرار المالي عند الاعتماد على السيولة وحدها كمؤشر.

- خ. **الدرع الضريبي (Tax Shield)** حققت الشركة أقصى استفادة من الإعفاءات الضريبية في عام 2014 بقيمة (12.864)، بينما تلاشت هذه القيمة لتصل إلى أدنى مستوياتها في عام 2022 بمقدار (0.001).
- د. **قيمة z:** حققت شركة بغداد لصناعة مواد التغليف أعلى استقرار مالي سنة (2022) بقيمة (451.1994) وأقل استقرار سنة (2020) بقيمة (2.186).
- ذ. **الاستقرار المالي (Z-score)** أظهرت نتائج نموذج Altman انتقال الشركة من مستويات استقرار مالي حرجية (أدناها في عام 2020 بقيمة (2.186) إلى طفرة كبيرة جداً في عام 2022 بلغت (1994.451).
2. **التحليل المالي للشركة العراقية للسجاد والمفروشات**

الجدول (7) التحليل المالي للشركة العراقية للسجاد والمفروشات

المتغير	حجم الشركة	العمر	لموسية الموجودات	العائد على الموجودات	فرص النمو	نسبة التداول	الدرع الضريبي	قيمة z
2010	21.781	0.012	0.088	0.056	0.195	2.636	0.006	4.13837514
2011	21.871	3.091	0.028	0.058	0.094	2.413	0.006	3.639107262
2012	21.839	3.135	0.037	0.063	-0.031	2.627	0.006	3.711072701
2013	21.969	3.178	0.030	0.057	0.138	2.290	0.005	2.973198591
2014	21.876	3.218	0.031	0.060264	-0.088	2.766	0.006	3.706865285
2015	21.749	3.258	0.032	0.070	-0.119	3.375	0.007	4.702726326
2016	21.741	3.295	0.032	0.066	-0.007	3.072	0.007	5.08646744
2017	21.866	3.332	0.025	0.086	0.132	2.938	0.006	5.564967802
2018	21.868	3.367	0.024	0.112	0.002	3.085	0.003	5.840533294
2019	22.027	3.401	0.019	0.203	0.172	3.084	0.000	2.901301684
2020	22.125	3.433	0.019	0.152	0.103	2.946	0.000	2.855704094
2021	22.053	3.465	0.019	0.197	-0.069	3.504	0.000	3.549640564
2022	22.150	3.496	0.018	0.237	0.101	4.454	0.000	1.607304626

- أ. **حجم الشركة:** ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان أعلى قيمة لحجم شركة حققتها الشركة العراقية للسجاد والمفروشات خلال عام (2022) بقيمة (22.150). وأقل قيمة حققتها سنة 2016 بقيمة (212.741).
- ب. **عمر الشركة:** ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان أعلى قيمة لعمر لشركة حققتها الشركة العراقية للسجاد والمفروشات خلال سنة (2022) بقيمة (3.496). وأقل قيمة حققتها سنة (2010) بقيمة (0.012).
- ت. **لموسية الموجودات:** ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان أعلى قيمة لموسية الموجودات حققتها للشركة العراقية للسجاد والمفروشات خلال سنة (2010) بقيمة (0.08) وأقل قيمة حققتها سنة (2022) بقيمة (0.018).
- ث. **العائد على الموجودات:** ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان أعلى قيمة للعائد على الموجودات حققتها الشركة العراقية للسجاد والمفروشات خلال عام (2022) بقيمة (0.237) وأقل قيمة حققتها سنة (2010) بقيمة (0.056).
- ج. **فرص النمو:** ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان أعلى قيمة لفرص النمو حققتها للشركة العراقية للسجاد والمفروشات خلال عام (2010) بقيمة (0.195) وأقل قيمة حققتها سنة (2015) بقيمة (-0.199).

- ح. **نسبة التداول:** ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة لنسبة التداول حققتها الشركة العراقية للسجاد والمفروشات خلال عام (2022) بقيمة (4.454) واقل قيمة حققتها سنة (2013) بقيمة (2.290).
- خ. **الدرع الضريبي:** ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة للدرع الضريبي حققتها الشركة العراقية للسجاد والمفروشات خلال عام (2015) بقيمة (0.007) واقل قيمة حققتها سنة (2022) بقيمة (0.000).
- د. **قيمة z:** حققت الشركة العراقية للسجاد والمفروشات اعلى استقرار مالي سنة (2018) بقيمة (5.840) . واقل استقرار سنة (2022) بقيمة (1.6073).

3. **التحليل المالي لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية**
الجدول (8) التحليل المالي لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية

المتغير	حجم الشركة	العمر	ملموسية الموجودات	العائد على الموجودات	فرص النمو	نسبة التداول	الدرع الضريبي	قيمة z
2010	22.139960	7.605890	0.285367	0.195545	0.027516	9.08967243	0.012106	28.48831317
2011	22.372769	7.606387	0.317669	0.194810	0.262141	7.584963896	0.013374	20.67473515
2012	22.555875	7.606885	0.303502	0.177987	0.200941	8.84994756	0.007605	36.63995203
2013	22.635802	7.607381	0.261741	0.104037	0.083208	13.02325588	0.021613	51.2367776
2014	22.576255	7.607878	0.288351	-0.040259	-0.057808	16.91556951	0.024993	29.26444332
2015	22.561802	7.608374	0.289012	0.007740	-0.014350	32.35841791	0.024905	54.58771117
2016	22.568723	7.608871	0.271425	0.006938	0.006945	34.25254609	0.026034	43.0762937
2017	22.617635	7.609367	0.241012	0.047332	0.050128	30.50897183	0.024950	35.43619005
2018	22.666199	7.609862	0.250864	0.009746	0.049763	7.826588519	0.021378	13.70631921
2019	22.731529	7.610358	0.283407	0.112869	0.067511	14.89913387	0.021378	34.33353378
2020	22.734412	7.610853	0.266443	0.002647	0.002887	15.20265024	0.021378	27.95609942
2021	22.723607	7.611348	0.248067	0.002022	-0.010747	20.82724425	0.021378	2.2352125
2022	22.726584	7.611842	0.224099	0.001421	0.002981	20.58283016	0.021378	3.448457713

- أ. **حجم الشركة:** ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة لحجم شركة حققتها شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية خلال عام (2020) بقيمة (22.734). واقل قيمة حققتها سنة 2010 بقيمة (22.139) .
- ب. **عمر الشركة:** ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة لعمر لشركة حققتها شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية خلال سنة (2022) بقيمة (22.611). واقل قيمة حققتها سنة (2010) بقيمة (7.605).
- ت. **ملموسية الموجودات:** ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة لملموسية الموجودات حققتها شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية خلال سنة (2011) بقيمة (0.317) واقل قيمة حققتها سنة (2022) بقيمة (0.224).
- ث. **العائد على الموجودات:** ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة للعائد على الموجودات حققتها شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية خلال عام (2022) بقيمة (0.237) واقل قيمة حققتها سنة (2010) بقيمة (0.056) .
- ج. **فرص النمو:** ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة لفرص النمو حققتها شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية خلال عام (2011) بقيمة (0.262) واقل قيمة حققتها سنة (2014) بقيمة (-0.057).
- ح. **نسبة التداول:** ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة لنسبة التداول حققتها شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية خلال عام (2016) بقيمة (34.252) واقل قيمة حققتها سنة (2011) بقيمة (7.584).

خ. **الدرع الضريبي:** ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة للدرع الضريبي حققتها شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية خلال عام (2015) بقيمة (0.007) واقل قيمة حققتها سنة (2022) بقيمة (0.000) .
د. **قيمة z:** حققت شركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية اعلى استقرار مالي سنة (2015) بقيمة (54.587) . واقل استقرار سنة (2021) بقيمة (2.235).

4. التحليل المالي لشركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل

الجدول (9) التحليل المالي لشركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل

المتغير	حجم الشركة	العمر	لموسية الموجودات	العائد على الموجودات	فرص النمو	نسبة التداول	الدرع الضريبي	قيمة z
2010	21.898164	3.044522	0.299575	0.027516	0.062934	8.513796	0.039951	32.14436402
2011	22.082599	3.091042	0.272135	0.025696	0.202539	8.585364	0.032510	34.77024695
2012	22.353357	3.135494	0.196527	0.073014	0.310958	3.389200	0.032622	7.109820689
2013	22.782488	3.178054	0.150378	0.038050	0.535921	14.927394	0.021415	20.72571752
2014	22.822704	3.218876	0.137386	0.051840	0.041036	7.918088	0.021141	9.875727036
2015	22.803483	3.258097	0.152129	0.063413	-0.019038	14.845756	0.021934	18.58867041
2016	22.820480	3.295837	0.171834	-0.002735	0.017142	10.934715	0.026560	11.5664634
2017	22.808960	3.332205	0.301857	0.023979	-0.011454	11.877863	0.030365	15.45225653
2018	22.975076	3.367296	0.512914	0.009021	0.180711	2.518965	0.018973	3.821289102
2019	23.046455	7.610358	0.460097	0.007454	0.073988	3.833083	0.018163	6.537665456
2020	22.436882	7.610853	0.803443	0.051601	-0.456417	2.173956	0.045992	1.95811061
2021	23.794964	7.611348	0.487924	0.017848	2.888728	12.520095	0.000797	3.09858523
2022	23.563896	7.611842	0.752785	0.003224	-0.206315	3.333962	0.008320	2.346882771

أ. **حجم الشركة:** ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة لحجم شركة حققتها شركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل خلال عام (2021) بقيمة (23.749). واقل قيمة حققتها سنة 2010 بقيمة (21.898)

ب. **عمر الشركة:** ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة لعمر لشركة حققتها شركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل خلال سنة (2022) بقيمة (7.611). واقل قيمة حققتها سنة (2010) بقيمة (3.044).
ت. **لموسية الموجودات:** ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة لملوسية الموجودات حققتها شركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل خلال سنة (2020) بقيمة (0.803) واقل قيمة حققتها سنة (2016) بقيمة (0.137).

ث. **العائد على الموجودات:** ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة للعائد على الموجودات حققتها شركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل خلال عام (2012) بقيمة (0.0730) واقل قيمة حققتها سنة (2016) بقيمة (0.002 -).

ج. **فرص النمو:** ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة لفرص النمو حققتها شركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل خلال عام (2021) بقيمة (0.2888) واقل قيمة حققتها سنة (2020) بقيمة (0.0456). (-0)

- ح. نسبة التداول: ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة لنسبة التداول حققتها شركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل خلال عام (2013) بقيمة (14.927) واقل قيمة حققتها سنة (2020) بقيمة (2.173).
- خ. الدرع الضريبي: ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة للدرع الضريبي حققتها شركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل خلال عام (2020) بقيمة (0.045) واقل قيمة حققتها سنة (2021) بقيمة (0.007).
- د. قيمة z: حققت شركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل اعلى استقرار مالي سنة (2011) بقيمة (34.770) . واقل استقرار سنة (2020) بقيمة (2.958).
5. التحليل المالي للشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات

الجدول (10) التحليل المالي للشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات

المتغير	حجم الشركة	العمر	ملموسية الموجودات	العائد على الموجودات	فرص النمو	نسبة التداول	الدرع الضريبي	قيمة z
2010	22.882443	3.871201	0.29916287	-0.185099	-	1.981910922	0.018218	6.006503137
2011	22.759535	3.891820	0.265385336	-0.141004	-	1.840087932	0.019154	4.499454242
2012	22.681904	3.912023	0.184767792	-0.100289	-	2.040279041	0.024918	4.01461662
2013	22.483069	3.931826	0.147036511	-0.318171	-	1.747144993	0.025282	2.386839366
2014	22.242843	3.951244	0.15157727	-0.262441	-	1.407801231	0.031157	1.284997993
2015	21.942020	3.970292	0.163150752	-0.446318	-	0.939326589	0.040289	0.731946992
2016	21.718905	3.988984	0.154530987	-0.457604	-	0.655871421	0.054678	1.101693921
2017	21.600979	4.007333	0.143370146	-0.336013	-	0.52219682	0.046817	1.825412531
2018	21.562460	4.025352	0.106324849	-0.461299	-	0.424873169	0.043523	5.665844283
2019	21.540171	4.043051	0.091032819	1.000000	-	0.389825435	0.045940	10.32553525
2020	21.429415	4.060443	0.081801034	1.000000	-	0.352906768	0.048060	9.436809621
2021	21.297509	4.077537	0.073747944	0.122134	-	0.344119952	0.053809	9.436809621
2022	21.578154	4.094345	0.053263579	0.230280	0.123577	0.488131398	0.003508	67.54473887

- أ. حجم الشركة: ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة لحجم شركة حققتها الشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات خلال عام (2022) بقيمة (22.882) . واقل قيمة حققتها سنة (2021) بقيمة (2.297) .
- ب. عمر الشركة: ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة لعمر لشركة حققتها الشركة الوطنية للصناعات المعدنية خلال سنة (2022) بقيمة (4.094) . واقل قيمة حققتها سنة (2010) بقيمة (3.871) .
- ت. ملموسية الموجودات: ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة لملموسية الموجودات حققتها الشركة الوطنية للصناعات المعدنية خلال سنة (2010) بقيمة (0.299) . واقل قيمة حققتها سنة (2022) بقيمة (0.053) .
- ث. العائد على الموجودات. ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة للعائد على الموجودات حققتها شركة الشركة الوطنية للصناعات المعدنية خلال عام (2019) بقيمة (1.00) . واقل قيمة حققتها سنة (2018) بقيمة (0.0461) (-)

- ج. فرص النمو: ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة لفرص النمو حققتها الشركة الوطنية للصناعات المعدنية خلال عام (2022) بقيمة (0.323) واقل قيمة حققتها سنة (2010) بقيمة (-0.275).
- ح. نسبة التداول: ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة لنسبة التداول حققتها الشركة الوطنية للصناعات المعدنية خلال عام (2012) بقيمة (0.040) واقل قيمة حققتها سنة (2021) بقيمة (0.334).
- خ. الذراع الضريبي: ومن خلال الجدول اعلاه نجد ان اعلى قيمة للذراع الضريبي حققتها الشركة الوطنية للصناعات المعدنية خلال عام (2016) بقيمة (0.054) واقل قيمة حققتها سنة (2022) بقيمة (0.003).
- د. قيمة z: حققت الشركة الوطنية للصناعات المعدنية اعلى استقرار مالي سنة (2022) بقيمة (67.544) واقل استقرار سنة (2015) بقيمة (0.731).

5.2 التحليل الاحصائي

1. التحليل الاحصائي لشركة بغداد لتصنيع مواد التنظيف: يوضح الجدول ادناه ان معامل التحديد (R^2) بلغت قيمته (0.883) تعني ان النموذج يفسر ما نسبته (88.3%) من التغيرات في الاستقرار المالي وان النسبة المتبقية تفسرها متغيرات أخرى داخلية في نموذج البحث وان قيمة اختبار F بلغت 0.04 وهي قيمة ذات دلالة غير معنوية لأنها اقل من مستوى المعنوية 0.05 ، أما فيما يتعلق بكفاءة النموذج ككل، فقد بلغت قيمة اختبار (F) المحسوبة (5.401) بمستوى معنوية (Significance F) مقدار (0.0408) وبما أن هذه القيمة أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05) ، فإن ذلك يشير إلى أن النموذج بمجمله ذو دلالة إحصائية (معنوي). وهذا يعني وجود تأثير حقيقي ومعنوي لمجموعة المتغيرات المستقلة (محددات هيكل التمويل) مجتمعة في الاستقرار المالي لشركة بغداد عند مستوى ثقة 95%.

الجدول (11) التحليل الاحصائي لشركة بغداد لتصنيع مواد التنظيف

	P-Value	T Stat	Coefficients
y	0.535368133	-0.665206848	-4281.605044
X1	0.271249061	-1.236310549	-910.2790814
X2	0.263743072	1.25859859	6185.367442
X3	0.289715014	-1.183757139	-2502.452284
X4	0.969073378	-0.040748612	-139.9998512
X5	0.556345512	-0.630023135	-326.1733795
X6	0.06277927	2.384945437	10.03914284
X7	0.809687645	-0.253893875	-8.481785224
Regression Statistics			
R Square		0.88319	

ANOVA					
Significance F	F	MS	SS	df	Regression
0.04080085	5.40107362	470368.2443	435439.5787	7	Residual
	87087.91573		5	5	Total
		3728017.289	12	12	
				5	Residual

2. التحليل الإحصائي للشركة العراقية للسجاد والمفروشات: يوضح الجدول ادناه ان معامل التحديد (R^2) بلغت قيمته (0.535) تعني ان النموذج يفسر ما نسبته (53.5%) من التغيرات في الاستقرار المالي وان النسبة المتبقية تفسرها متغيرات أخرى داخلية في نموذج البحث وان قيمة اختبار F بلغت 0.12 وهي قيمة ذات دلالة معنوية لأنها أكبر من مستوى المعنوية 0.05.

الجدول (12) التحليل الاحصائي للشركة العراقية للسجاد والمفروشات

	P-Value	T Stat	Coefficients
y	0.673275726	-0.447439865	-227920359.8
X1	0.964623774	0.046616143	1306455.097
X2	0.63564823	0.504046302	43329560.44
X3	0.38506793	0.951451869	33985360.43
X4	0.176871485	1.571490636	298869188
X5	0.525000435	-0.68293423	-19269901.1
X6	0.138970365	1.75861909	2494737.295
X7	0.116964278	-1.892631267	-336460166.9
Regression Statistics			
R Square		0.535709945	

ANOVA					
Significance F	F	MS	SS	df	
0.127009941	2.934030162	1.964595378	13.75216765	7	Regression
	0.66958936	3.347946801		5	Residual
		17.10011445		12	Total

3. التحليل الاحصائي لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية: يوضح الجدول ادناه ان معامل التحديد (R^2) بلغت قيمته (0.859) تعني ان النموذج يفسر ما نسبته (85.9%) من التغيرات في الاستقرار المالي وان النسبة المتبقية تفسرها متغيرات أخرى داخلية في نموذج البحث وان قيمة اختبار F بلغت 4.35 وهي قيمة ذات دلالة غير معنوية لأنها اقل من مستوى المعنوية 0.05

الجدول (13) التحليل الاحصائي لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية

	P-Value	T Stat	Coefficients
y	0.026413773	3.114573647	79675.55685
X1	0.03370486	2.90218444	107.9545305
X2	0.025526581	-3.144847486	-10797.39677
X3	0.511421741	0.706514953	116.3533333
X4	0.088065272	2.114969514	183.4761848
X5	0.138540044	-1.76102615	-111.7072991
X6	0.098720818	2.025141489	0.866225732
X7	0.442091495	0.83438525	922.5703437
Regression Statistics			
R Square		0.85902472	

ANOVA					
Significance F	F	MS	SS	df	
4.35245872	386.3362561	2704.353793	7	7	Regression
	88.76276167	443.8138084	5	5	Residual
		3148.167601	12	12	Total

4. التحليل الاحصائي لشركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل: يوضح الجدول ادناه ان معامل التحديد (R^2) بلغت قيمته (0.974) تعني ان النموذج يفسر ما نسبته (97.4 %) من التغيرات في الاستقرار المالي وان النسبة المتبقية تفسرها متغيرات أخرى داخلية في نموذج البحث وان قيمة اختبار F بلغت 27.61 وهي قيمة ذات دلالة معنوية لأنها اكبر من مستوى المعنوية 0.05

الجدول (14) التحليل الاحصائي لشركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل

	P-Value	T Stat	Coefficients	
y	0.009037691	4.135363422	953.4988012	
X1	0.035139095	-2.866477277	-40.91351564	
X2	0.995533859	-0.00588263	-0.202359514	
X3	0.094568703	2.058873224	20.75596627	
X4	0.092063142	-2.079989556	-81.82817283	
X5	0.211681339	-1.431584545	-1.963530203	
X6	0.001224299	6.57136524	1.714557744	
X7	0.030176884	-2.997758456	-1066.229208	
Regression Statistics				
R Square 0.955822973				
ANOVA				
Significance F	F	MS	SS	Df
27.61055778	200.9830403	1406.881282	7	Regression
	7.279209712	36.39604856	5	Residual
		1443.277331	12	Total

5. التحليل الاحصائي للشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات: يوضح الجدول ادناه ان معامل التحديد (R^2) بلغت قيمته (0.955) تعني ان النموذج يفسر ما نسبته (95.5 %) من التغيرات في الاستقرار المالي وان النسبة المتبقية تفسرها متغيرات أخرى داخلية في نموذج البحث وان قيمة اختبار F بلغت 0.004 وهي قيمة ذات دلالة غير معنوية لأنها اقل من مستوى المعنوية 0.05

الجدول (15) التحليل الاحصائي للشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات

	P-Value	T Stat	Coefficients		
y	0.179371167	1.560588526	182205.5639		
X1	0.166770487	-1.617144002	-107.4700413		
X2	0.024472954	3.182377268	185.8639429		
X3	0.126215651	1.833392604	7607.008317		
X4	0.128846082	1.817360397	450.3915109		
X5	0.059220258	-2.432195131	-11.14841138		
X6	0.575671696	-0.598359758	-19.5280332		
X7	0.622472055	-0.524302647	-16.3851547		
Regression Statistics					
R Square		0.955822973			
ANOVA					
Significance F	F	MS	SS	df	
0.00411419	15.45442828	521.3889261	3649.722483	7	Regression
	7.279209712	33.7371863	168.6859315	5	Residual

		3818.408414	12	Total
--	--	-------------	----	-------

المبحث الرابع:

6. الاستنتاجات والتوصيات

6.1 الاستنتاجات

1. كشفت نتائج التحليل المالي عن وجود تباين ملحوظ وتفاوت كبير في محددات هيكل التمويل المتمثلة في (العمر، ملموسية الموجودات، العائد على الموجودات، فرص النمو، نسبة التداول، والدرع الضريبي) بين الشركات المبحوثة خلال مدة الدراسة. فعلى سبيل المثال، شهدت شركة بغداد تذبذباً حاداً في مؤشرات السيولة والربحية، حيث انحدرت نسبة التداول لتصل إلى أدنى مستوياتها (0.001) في عام 2022 بعد أن سجلت طفرات سابقة. هذا التفاوت يعكس تباين القدرات التنافسية للشركات، مما قد يحد من قدرة الشركات الأصغر أو الأقل سيولة على الوصول إلى مصادر التمويل الكافية. وعلى النقيض من ذلك، أظهر مؤشر (حجم الشركة) استقراراً نسبياً ونمواً تدريجياً متقارباً عبر عينة الدراسة رغم اختلاف القطاعات الصناعية التي تنتمي إليها؛ وهو ما يشير إلى أن حجم النشاط في البيئة العراقية يتأثر بالظروف الاقتصادية الكلية (البيئة العامة) بشكل أكثر وضوحاً من تأثيره بالسياسات المالية الداخلية للشركة.
2. أثبتت نتائج التحليل الإحصائي أن النموذج التحليلي لشركة بغداد لتصنيع مواد التنظيف ككل يتمتع **بدلالة معنوية**؛ إذ بلغت قيمة مستوى المعنوية للنموذج (F) حوالي (0.0408)، وهي أقل من القيمة الاختبارية (0.05). وهذا يؤكد وجود تأثير ذي دلالة إحصائية لمحددات هيكل التمويل (مجتمعة) في الاستقرار المالي للشركة عند مستوى ثقة 95%. كما تعزز هذه النتيجة قيمة معامل التحديد (R^2) البالغة (0.883)، مما يعني أن النموذج يفسر (88.3%) من التباين الحاصل في الاستقرار المالي.
3. تؤكد النتائج أن **"حجم الشركة"** هو المحدد المستقل الأكثر تأثيراً ومعنوية في تعزيز الاستقرار المالي (Z-score) للشركات الصناعية عينة الدراسة. فقد أظهرت البيانات أن نمو حجم الشركة (الذي وصل إلى ذروته بمقدار 21.962 في شركة بغداد عام 2022) كان المحرك الأساسي للأمان المالي. وفي المقابل، لم تظهر بقية المتغيرات (مثل ملموسية الموجودات، العمر، والدرع الضريبي) تأثيراً معنوياً منفرداً، مما يعكس هيمنة وفورات الحجم على المشهد التمويلي في البيئة العراقية.
4. على الرغم من أن الربحية والسيولة يمثلان المكونات الجوهرية لنموذج (Altman Z-score)، إلا أن الاختبارات الإحصائية لم تظهر لهما تأثيراً معنوياً منفرداً في أغلب الشركات المبحوثة. ويُعزى هذا التناقض الظاهري إلى حالة عدم الاستقرار التشغيلي؛ ففي شركة بغداد مثلاً، شهد عام 2022 قفزة هائلة في الاستقرار المالي (1994.451) رغم الانخفاض الحاد في السيولة إلى (0.001) وهذا يستنتج منه أن استقرار الشركات الصناعية العراقية في الأمد الطويل بات يرتبط "بالقيمة السوقية لأسهمها" (فرص النمو) و"حجم أصولها" أكثر من ارتباطه بالتدفقات النقدية الجارية أو الأرباح المحتجزة.

6.2 التوصيات

1. **تعزيز وفورات الحجم** : يوصي البحث الشركات الصناعية العراقية (خاصة الصغيرة منها) بالتوجه نحو الاندماج أو التوسع في قاعدة الأصول لزيادة حجمها، كونه المحدد الوحيد الذي أثبت معنوية إحصائية في تعزيز الاستقرار المالي وقدرة الشركة على مواجهة الأزمات.
2. **التركيز على القيمة السوقية** : ضرورة اهتمام إدارات الشركات بتحسين صورتها الذهنية في سوق العراق للأوراق المالية لتعزيز "فرص النمو"، حيث أظهرت النتائج أن تحسن القيمة السوقية هو المحرك الرئيس لارتفاع مؤشر الاستقرار المالي (Z-score) حتى في حالات انخفاض السيولة الجارية.
3. **إدارة السيولة بمرونة** : نظراً للانخفاض الحاد في نسب التداول الذي لوحظ في نهاية مدة الدراسة لبعض الشركات، يجب على الشركات إعادة النظر في سياسات إدارة رأس المال العامل لضمان التوازن بين الاستقرار المالي طويل الأمد وبين الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل.
4. **التدريب التخصصي** : دعم الكوادر المالية والإدارية في الشركات الصناعية ببرامج تدريبية متقدمة حول نماذج التنبؤ بالعسر المالي مثل نموذج Altman، لتمكينهم من اتخاذ قرارات تمويلية تستند إلى مؤشرات علمية بدلاً من القرارات العشوائية.

النشرة السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للأعوام من (2010-2022)

1. Ab Wahab, S. N. A., & Ramli, N. A. (2014). The Determinants Of Capital Structure: An Empirical Investigation Of Malaysian Listed Government Linked Companies. *International Journal Of Economics And Financial Issues*, 4(4), 930-945
2. Acedo-Ramirez, M. A., Ayala-Calvo, J. C., & Navarrete-Martinez, E. (2017). Determinants of Capital Structure: Family Businesses versus Non-Family Firms. *Finance a Uver: Czech Journal of Economics & Finance*, 67(2), 80-103
3. Al-Badiri, K. H. A., & Al-Tamimi, N. A. A. H. (2024). The Impact Of Capital Structure On Financial Performance Using Pecking Order Theory An Analytical Study Of A Sample Of Agricultural Companies Listed On The Iraqi Stock Exchange For The Period (2010-2022).
4. Alipour, M., Mohammadi, M. F. S., & Derakhshan, H. (2015). Determinants of capital structure: an empirical study of firms in Iran. *International Journal of Law and Management*, 57(1), 53-83
5. Anake, A. F., Obim, E. N., & Awara, F. (2014). Determinants Of Financial Structure: Evidence From Nigerian Quoted Firms. *Research Journal Of Finance And Accounting*, 5(16), 53-66.
6. Bala, S. A., & Abatcha, B. M. (2020). Determinants of capital structure in listed insurance companies in Nigeria. *International Business and Accounting Research Journal*, 4(1), 1-10.
7. Boateng, P. Y., Ahamed, B. I., Soku, M. G., Addo, S. O., & Tetteh, L. A. (2022). Influencing factors that determine capital structure decisions: A review from the past to present. *Cogent Business & Management*, 9(1), 2152647.
8. Boumlik, Z., Oulhadj, B., & Colot, O. (2025). Determinants of Debt Financing Behavior of Unlisted Moroccan Family SMEs: A Panel Data Analysis. *International Journal of Financial Studies*, 13(1), 6.
9. Bozic, I., & Bozic, A. (2025). Commercial banking and financial stability: evaluating internal and external determinants. *Journal of Business and Economic Options*, 8(1), 1-14.
10. Brigham & Houston, 2019, "Fundamentals of Financial Management", 10th ed, USA.
11. Cernavskis, K. (2014). Financial Stability Of Enterprise As The Main Precondition For Sustainable Development Of Economy. *Regional Formation And Development Studies*, 8(3), 36-46
12. Chakrabarti, Anindita, And Ahindra Chakrabarti. "The Capital Structure Puzzle—Evidence From Indian Energy Sector." *International Journal Of Energy Sector Management* 13.1 (2019): 2-23.
13. Cındık, Z., & Armutlulu, I. H. (2021). A revision of Altman Z-Score model and a comparative analysis of Turkish companies' financial distress prediction. *National Accounting Review*, 3(2), 237-255
14. Cortez, M. A., & Susanto, S. (2012). The Determinants Of Corporate Capital Structure: Evidence From Japanese Manufacturing Companies. *Journal Of International Business Research*, 11(3), 121-134.
15. Damayanty, P., & Murwaningsari, E. (2020). The Role Analysis of Accrual Management on Loss-Loan Provision Factor and Fair Value Accounting to Earnings Volatility. *Research Journal of Finance and Accounting*, 11(2), 155-
16. Delcours, N. (2007). The Determinants Of Capital Structure In Transitional Economies. *International Review Of Economics & Finance*, 16(3), 400-415. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2005.03.005>
17. Dhankar, R. S. (2019). Optimal Capital Structure and Investment Decisions. In *Capital Markets and Investment Decision Making* (pp. 197-210).
18. Edberg, C., & Kjellander, O. (2022). The Impact of COVID-19 on Corporate Capital Structure: An empirical evaluation on the pandemic in a Swedish context.
19. Enyi, E. P. (2017). Going Concern, Earnings Capacity And Corporate Financial Stability. *International Journal Of Development And Sustainability*, Issn, 2186-8662
20. Frank, M. Z., Goyal, V. K., & Shen, T. (2009). The Pecking Order Theory Of Capital Structure: Where Do We Stand?.
21. Franta, M., Baruník, J., Horvath, R., & Šmídová, K. (2025). Are Bayesian fan charts useful? The effect of zero lower bound and evaluation of financial stability stress tests. 34th issue (March 2014) of the *International Journal of Central Banking*.
22. Gorczyńska, M. (2013). Stabilność Finansowa A Zrównoważony Rozwój Przedsiębiorstwa. *Zarządzanie I Finanse*, 2(2), 99-110.
23. Goyal, V. K., Lehn, K., & Racic, S. (2020). Growth Opportunities And Corporate Debt Policy: The Case Of The Us Defense Industry. *Journal Of Financial Economics*, 64(1), 35-59
24. Hantono, H. (2018). Predicting Financial Distress Using Altman Score, Grover Score, Springate Score, Zmijewski Score (Case Study On Consumer Goods Company). *Accountability*, 8(1), 1-16.
25. Harahap, N. A., & Sari, E. P. (2024). Analisis Perbandingan Model Altman (Z-Score) Dan Springrate Untuk Memprediksi Financial Distress Pada Perusahaan Sub Sektor Makanan Dan Minuman Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2017-2021. *Management, Accounting, Islamic Banking and Islamic Economic Journal*, 2(1), 76-88.
26. Harris, M., & Raviv, A. (1990). Capital Structure And The Informational Role Of Debt. *The Journal Of Finance*,

- 45(2): 321-349
27. Hoang, B. V., Tran, T. T., & Nguyen, D. V. Malnutrition risk of patients with oral cavity cancer and other related factors at National Cancer Hospital 2018-2019. *J Pub Health Nutri* 2020; 3 (4): 255-264. 256 *J Pub Health Nutri* 2020 Volume 3 Issue, 4, 3.
 28. Houben, A. C., Kakes, J., & Schinasi, G. J. (2004). *Toward a framework for safeguarding financial stability* (Vol. 4). Washington, DC: International Monetary Fund
 29. Joshi, S. (2025). Advancing innovation in financial stability: A comprehensive review of ai agent frameworks, challenges and applications. *World Journal of Advanced Engineering Technology and Sciences*, 14(2), 117-126
 30. Joshi, S. (2025). Advancing innovation in financial stability: A comprehensive review of ai agent frameworks, challenges and applications. *World Journal of Advanced Engineering Technology and Sciences*, 14(2), 117-126.
 31. Kareem, J. (2019). Effect of capital structure on the performance of quoted manufacturing firms in Sub-Saharan Africa (Doctoral dissertation, Kwara State University (Nigeria)).
 32. Khan, S., Bashir, U., & Islam, M. S. (2021). Determinants Of Capital Structure Of Banks: Evidence From The Kingdom Of Saudi Arabia. *International Journal Of Islamic And Middle Eastern Finance And Management*, 14(2), 268-285
 33. Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106-132.
 34. Listyarini, F. (2020). Analisis Perbandingan Prediksi Kondisi Financial Distress Dengan Menggunakan Metode Altman, Springate, Dan Zmijewski. *Jurnal Bina Akuntansi*, 7(1), 1-20.
 35. Lubawa, G., & Louangrath, P. (2016). Using Altman Z-Score To Assess The Financial Effects Of Multiple Loans On Smes. *International Journal Of Research & Methodology In Social Science*, 2(1), 63-86.
 36. Madona, A. S., & Paramitha, D. A. (2024, April). Analysis Of Potential Financial Distress Using Altman Z-Score Method:(Study on Companies Listed in the LQ45 Index on the Indonesian Stock Exchange). In *Proceeding Kilisuci International Conference on Economic & Business* (Vol. 2, pp. 575-588).
 37. Mat Nawati, H. (2015). Determinants of capital structure in small and medium sized enterprises in Malaysia (Doctoral dissertation, Brunel University London).
 38. Matemilola, B. T., & Ahmad, R. (2015). Debt financing and importance of fixed assets and goodwill assets as collateral: dynamic panel evidence. *Journal of Business economics and Management*, 16(2), 407-421
 39. Matemilola, B. T., Kijkasiwat, P., & Liew, C. Y. (2025). The moderating effect of firm age on capital structure choices: evidence from emerging markets. *Journal of Industrial and Business Economics*, 52(1), 177-199
 40. Mishkin, F. (1997). *The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers*. Federal Reserve Bank of Kansas City
 41. Mitra, S., & Samanta, P. K. (2022). Leverage tax benefit, non-debt tax shield, default risk and external financing policy of listed small and medium-sized transportation companies: a panel data approach. *SKBU Business Review*, 2(1).
 42. Mohammad, A. H. J., Ahmed, A. H., & Alabbas, S. A. A. (2022). The Capital Management System After The Adoption Of Basel Iii Norms: Evidence From Iraqi Credit Banks. *International Journal Of Ebusiness And Egovernment Studies*, 14(2), 57-77
 43. Mohammed, S. (2017). Bankruptcy prediction by using the Altman Z-score model in Oman: A case study of Raysut cement company SAOG and its subsidiaries. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 10(4).
 44. Mwangi, M. (2007). Determinants Of Capital Structure: A Review Of The Evidence (Doctoral Dissertation, University Of Nairobi).
 45. Nengsih, T. A. (2024). Financial modelling of metal and mineral mining companies in Indonesia using Altman Z-scores. *Shirkah: Journal of Economics and Business*, 9(2), 216-229.
 46. Nesta, K. A., & Amir, A. (2023). The Effect Of Capital Structure, Profitability, Leverage And Company Size On Company Value. *Ratio: Reviu Akuntansi Kontemporer Indonesia*, 4(2), 139-148
 47. Newman, A. (2010). Capital structure determinants of private small and medium-sized enterprises in China (Doctoral dissertation, University of Nottingham).
 48. Nilasari, D., & Haryanto, M. (2018). Memprediksi Perusahaan yang Berpotensi Mengalami Masalah Keuangan dengan Model Altman, Springate, dan Zmijewski. *Diponegoro Journal of Management*, 7(2), 1-11.
 49. Nurjanah, Y., & Darmawan, A. (2024). Financial Distress Analysis Using Altman Z-Score, Ohlson, And Fulmer Methods: Empirical Study Of Aviation Sector
 50. Popov, V., & Stutzmann, Y. (2003). *How Is Foreign Exchange Managed: An Empirical Study Applied to Two Swiss Companies*
 51. Puspitasari, D. M., Roespinoedji, D., & Napitupulu, S. (2020). Applicability of Altman Model in predicting financial distress: Evidence from Rural Bank in Indonesia. *Solid State Technology*, 63(3), 3064-3069.

52. Rajan, R. G., & Zingales, L. (1994). What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data. *The Journal Of Finance*, 50(5), 1421-1460.
53. Rulandari, N., & Sudrajat, A. (2017). Financial Ratio (Altman Z Score) With Statistic Modelling. *International Journal Of Scientific Research In Science And Technology*, 3(6), 341-344.
54. Şahin, A. (2025). The Role of Monetary and Fiscal Policies in Ensuring Financial Stability. *Optimum Ekonomi ve Yönetim Bilimleri Dergisi*, 12(1), 25-46
55. Sant'Anna, D. A., & Figueiredo, P. N. (2024). Fintech innovation: Is it beneficial or detrimental to financial inclusion and financial stability? A systematic literature review and research directions. *Emerging Markets Review*, 60, 101140.
56. Sari, R. P. (2018). Analisis perbandingan model Altman, Springate dan Zmijewski dalam memprediksi kebangkrutan. *AKTUAL*, 3(1).
57. Šeligová, M. (2018). The impact of selected financial indicators related to the structure of funding sources on corporate liquidity in energy sector in the Czech republic and Slovak republic. *Scientific papers of the University of Pardubice. Series D, Faculty of Economics and Administration*. 42/2018.
58. Shafitranata, R. C., & Arshed, N. (2020). Prediction Of Islamic Banking Bankruptcy In Indonesia: Comparative Study Of Altman Z-Score And Springate Models. *Ikonomika: Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam*, 5(2), 231-248.
59. Sukamdi, I. (2023). The Effect Of Profitability, Firm Size And Capital Structure On Firm Value. *Dinasti International Journal Of Digital Business Management*, 4(4), 788-794.
60. Tanjung, P. R. S. (2020). Comparative analysis of Altman Z-Score, Springate, Zmijewski and Ohlson models in predicting finan
61. Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants Of Capital Structure Choice. *The Journal Of Finance*, 43(1), 1-19.
62. Umut, E. (2024). Kazanç Yönetiminde Kullanılan Karma Modeller Ve Altman Z Modeli Arasındaki İlişkiler: Amerikan Şirketleri Üzerine Bir Analiz. *İşletme Akademisi Dergisi*, 5(1), 67-95.
63. Wu, D., Song, Z., & Jin, S. (2025). ESG performance and financial Stability: The moderating effect of CEO characteristics. *Journal of Environmental Management*, 393, 127049.
64. Wulandari, E., & Fauzi, I. (2022). Analisis perbandingan potensi kebangkrutan dengan model grover, altman z-score, springate dan zmijewski pada perusahaan real estate dan property di Bursa Efek Indonesia. *Ekonomi, Keuangan, Investasi Dan Syariah (EKUITAS)*, 4(1), 109-117.
65. Yildirim, R., Masih, M., & Bachac, O. I. (2017). Determinants Of Capital Structure: Evidence From Shari'Ah Compliant And Non-Compliant Firms.
66. Yisau, N., Oke, A., & Odukoya, M. (2024). Determinants Of Capital Structure In Nigeria's Quoted Consumer Goods Firms. *Journal Of Banking And Financial Research*, 11(1), 19-44.
67. Yudha, A. Z., Abustam, A., & Tenrigau, A. P. (2025). pdf Revealing Bankruptcy Prediction: Accuracy Comparison of Altman, Springate, and Zmijewski Models on PT Garuda Indonesia. *Journal of Economic and Social Science*, 2(1), 181-186
68. Zurigat, Z. (2009). Pecking order theory, trade-off theory and determinants of capital structure: empirical evidence from Jordan (Doctoral dissertation, Heriot-Watt University).