



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)

Tabark Ali Abbas¹ Abdul-Hussein Jasim Mohammed² Mohammad Turki Abdul-Abbas³

تأثير محددات هيكل التمويل على الاستقرار المالي¹
بحث تحليلي لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2010-2022)
تبارك علي عباس^{1*} عبد الحسين جاسم محمد² محمد تركي عبد العباس³

1. Iraqi Ministry of Finance, General Tax Authority, Holy Karbala Branch,
Email: tabark.a@s.uokerbala.edu *Corresponding Author
2. College of Administration and Economics, Department of Business Administration, University of Karbala, Iraq.
Email: abdulhussein.j@uokerbala.edu.iq
3. College of Administration and Economics, Department of Business Administration, University of Karbala, Iraq.
Email: muhammed.t@uokerbala.edu.iq



1. الهيئة العامة للضرائب، فرع كربلاء المقدسة، وزارة المالية العراقية. *المؤلف المراسل
2. كلية الإدارة والاقتصاد، قسم إدارة الاعمال، جامعة كربلاء، العراق – كربلاء.
3. كلية الإدارة والاقتصاد، قسم إدارة الاعمال، جامعة كربلاء، العراق – كربلاء.

Article information

Abstract DOI: <https://doi.org/10.71207/ijas.v22i87.5817>

Article history:

Received: 19/02/2026

Accepted : 12/03/2026

Available online: 22/03/2026

Keywords:

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

تاريخ الاستلام: 2026/02/19

تاريخ قبول النشر: 2026/03/12

تاريخ النشر: 2026/03/22

الكلمات المفتاحية

الاستقرار المالي، نموذج التمان Z-Score ، هيكل التمويل، محددات هيكل التمويل

Citation: Ali Abbas, Tabark, Jasim Mohammed, Abdul-Hussein, Turki Abdul-Abbas, Mohammad. (2026). 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). *Iraqi Journal for Administrative Sciences*, 22(87), 531–553.

الاقتباس: علي عباس، تبارك، جاسم محمد، عبد الحسين، تركي عبد العباس، محمد. (2026). تأثير محددات هيكل التمويل على الاستقرار المالي: بحث تحليلي لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2010-2022). *المجلة العراقية للعلوم الإدارية*، 22(87)، 531-553.

المستخلص

هدف البحث إلى تحليل تأثير محددات هيكل التمويل (حجم الشركة، عمر الشركة، ملموسية الموجودات، العائد على الموجودات، فرص النمو، نسبة التداول، الإعفاء الضريبي غير المرتبط بالدين) في الاستقرار المالي لعينة من (5) شركات صناعية عراقية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2010-2022). وباستخدام المنهج الوصفي التحليلي ونموذج Altman Z-score وتحليل الانحدار المتعدد، كشفت النتائج عن قدرة تفسيرية عالية للمتغيرات المستقلة بلغت (85%-97%) في أغلب النماذج. وأثبتت البحث أن "حجم الشركة" هو المحدد الأكثر تأثيراً ومعنوية في تعزيز الأمان المالي، يليه "نسبة التداول" في الشركات الدوائية، مع وجود تداخل هيكلية (تعددية خطية) بين المحددات بعكس طبيعة البيئة الصناعية العراقية. وأوصى البحث بضرورة تعزيز القاعدة الرأسمالية للشركات لتعظيم وفورات الحجم، واعتماد نموذج Altman كأداة إنذار مبكر للتنبؤ بالتعثر المالي، بما يضمن استدامة الأداء في ظل التقلبات الاقتصادية.

¹ بحث مستل من أطروحة الدكتوراه والموسومة (تأثير محددات هيكل التمويل في الاستقرار المالي عبر تحسين الكفاءة المالية).

Introduction

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 وانتهيار 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، والاعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون) 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، انظم 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".

منهجية البحث

Research methodology

اولا :- مشكلة البحث

Research problem

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 آمنة من الاستقرار المالي. إن طبيعة البيئة الاقتصادية العراقية، وما تشهده من تقلبات في السيولة والمخاطر الائتمانية، تفرض واقعاً تشغيلياً صعباً يجعل من محددات 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؟).

ثانيا :- اهمية البحث

Research Importance

تكمن أهمية البحث في تقديم رؤية تطبيقية وقيمة مضافة للشركات الصناعية العراقية (عينة البحث) التي تواجه تحديات استثنائية في ظل بيئة اقتصادية متقلبة وتدفق كبير للسلع الأجنبية؛ إذ يساهم البحث في تمكين إدارات هذه الشركات من صياغة "هيكل تمويلي" متوازن يراعي خصائصها الذاتية (كالحجم، العمر، وملموسية الأصول)، بما يضمن تعزيز قدرتها التنافسية واستمراريتها كركيزة للاقتصاد الوطني في مواجهة غياب الدعم الحكومي وتدهور الظروف الأمنية التي أعقبت عام 2003 كما تبرز الأهمية في توظيف نموذج Altman Z-Score كأداة تشخيصية ونظام إنذار مبكر يتيح للشركات عينة البحث التنبؤ باحتمالات الضائقة المالية قبل وقوعها، وتحديد المزيج التمويلي الأمثل الذي يقلل من مخاطر الإعسار المالي. وبذلك، يوفر البحث قاعدة بيانات ومؤشرات قياسية واقعية مستمدة من صلب البيئة المالية العراقية، تخدم صناعات القرار والباحثين في رسم السياسات المالية المستقبلية الكفيلة بتحقيق الاستقرار المالي للقطاع الصناعي.

ثالثا :- اهداف البحث

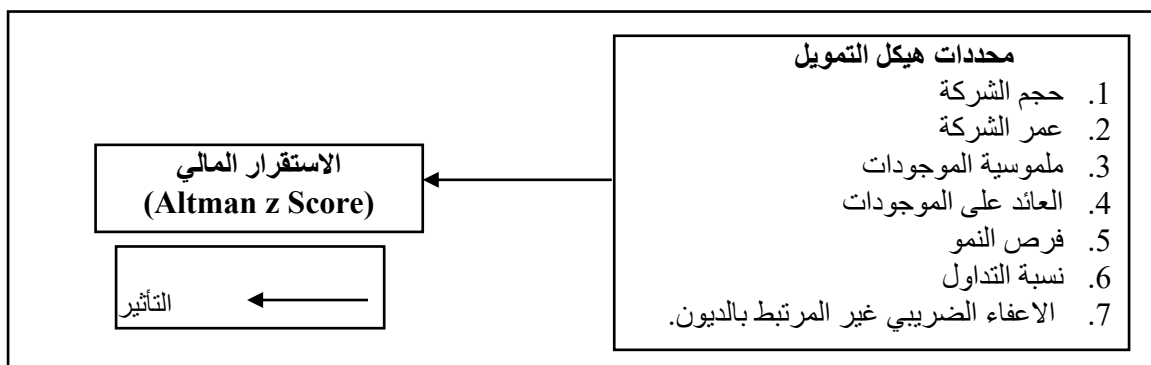
Research Objectives

يسعى البحث الى تحقيق العديد من الاهداف هي:

1. قياس اثر 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. تشخيص مستوى محددات هيكل التمويل في الشركات الصناعية.
3. تحليل مؤشرات الاستقرار المالي لهذه الشركات العراقية المدرجة في سوق الاوراق المالية وتحديد الشركات المستقرة وغير المستقرة.

Hypothetical Research Model

رابعاً: - المخطط الفرضي للبحث



المصدر: من اعداد الباحثون

الشكل (1) نموذج البحث الفرضي

يتضمن الشكل أعلاه المتغيرات الرئيسية المعتمدة في البحث وكما يلي: -
محددات هيكل التمويل: تم قياسها استناداً الى مقياس Yisau (Chakrabarti & Chakrabarti, 2019:9; et al., 2024: 22) والذي يتكون من سبع نسب مالية وهي: حجم الشركة، عمر الشركة، ملموسية الموجودات، العائد على الموجودات، فرص النمو، نسبة التداول، الإعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون.

1. **الاستقرار المالي:** تم قياسه استناداً الى مقياس (Wulandari & Fauzi, 2022: 114) نموذج التمان Altman Z-Score Model

Research Hypotheses

خامساً: - فرضيات البحث

يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمحددات هيكل التمويل (مجتمعة) في الاستقرار المالي للشركات عينة البحث، وتفرع عنها الفرضيات الفرعية الآتية: -

1. يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لحجم الشركة في الاستقرار المالي.
2. يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لعمر الشركة في الاستقرار المالي.
3. يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لملموسية الموجودات في الاستقرار المالي.
4. يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية للعائد على الموجودات في الاستقرار المالي.
5. يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لفرص النمو في الاستقرار المالي.
6. يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لنسبة التداول في الاستقرار المالي.
7. يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية للإعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون في الاستقرار المالي.

Research boundaries

سادساً: - حدود البحث

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.

Research community and sample

سابعاً: -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).
- 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	راس 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 إعداد الباحث بالاعتماد على التقارير المالية السنوية المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية ISX للفترة (2010-2022).

ثامناً:- الأساليب المالية والإحصائية

1. الأساليب المالية

الجدول (2) الأساليب المالية

ت	البعد	الترميز	المقياس
1	حجم الشركة	SIZE	Natural Logarithm Of Total Assets
	عمر الشركة	AGE	Natural Logarithm Of Firm Age
	لموسية الموجودات	TANG	Tangibility Of The Assets = Fixed Assets / Total Assets
	العائد على الموجودات	ROA	Return On Assets = Net Income / Assets
	فرص النمو	GROW	Growth Opportunity = Percentage Change In Total Assets
	نسبة التداول	CR	Current Ratio = Current Assets / Current Liabilities
	الاعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون	NDTS	Tax Shield = Depreciation / Total Assets
2	نموذج (Altman z Score)		
	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	

المصدر: اعداد الباحثون

2. الأساليب الإحصائية

استخدمت الدراسة الحالية عدد من البرامج والأساليب الإحصائية لتحليل المالي (Eviews13) لتحليل مؤشرات الدراسة الحالية فضلاً عن استخدامها العديد من الأساليب الإحصائية بمساعدة البرنامج الإحصائي SPSS V.25 وتمثلت الأساليب الإحصائية بما يأتي: (الوسط الحسابي، الانحراف المعياري، توصيف نماذج الانحدار المتعدد، اختبار F- اختبار R^2).

Intellectual Framework

Financing structure

The concept of financing structure

الإطار الفكري للبحث

أولاً: - هيكل التمويل

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) المشتق من التمويل طويل الأجل "ينكون 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 ادناه:

الجدول (3) الفرق بين هيكل التمويل وهيكل راس المال

ت	هيكل التمويل	هيكل راس المال
1	يتكون من مصادر التمويل طويلة الاجل، وقصيرة الاجل	يشمل مصادر التمويل طويلة الاجل فقط
2	يتكون من جانب المطلوبات من الميزانية العمومية	فقط المطلوبات طويلة الاجل للشركة
3	يتكون الهيكل المالي من جميع مصادر راس المال	يتكون من حق الملكية والارباح المحتجزة
4	هيكل التمويل يؤثر على تكلفة راس المال ومخاطر الشركة	هيكل راس 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 انه مجموعة مصادر التمويل التي تعتمد عليها الشركة لتمويل أنشطتها المختلفة وتشمل الديون وحقوق الملكية والتمويل الداخلي يعتبر ويعد ذلك جزئا مهما من الادارة المالية للشركة لدوره في تحقيق الاهداف المالية والاستراتيجية المنشودة.

2. محددات هيكل التمويل

تختلف هيكل التمويل اختلافاً كبيراً بين البلدان والقطاعات، بل وحتى بين الشركات داخل القطاع الواحد وهذا يؤكد حجة (Bara) عام (2004) كما ورد في (Bala & Abatcha, 2020:2) القائلة بأن الاختلافات في هيكل التمويل بين القطاعات قد تُعزى إلى خصائص خاصة بكل شركة ركزت دراسات هيكل التمويل على تحديد العوامل التي تُفسر سلوك الشركات في اتخاذ القرارات التمويلي ونتيجةً لهذه الدراسات النظرية والتجريبية، ظهرت مجموعة من العوامل التي تُفسر هيكل التمويل بشكل أفضل ومن أبرز هذه العوامل: هي (حجم الشركة، عمر الشركة، ملموسية الموجودات، العائد على الموجودات، فرص النمو، نسبة التداول، الإعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون)

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

ت	المصدر	محددات هيكل التمويل
1	(Amidu, 2007:72)	اتفق على عشر محددات لهيكل 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) التفرّد (10) تصنيف الصناعة
2	(Psillaki & Daskalakis, 2009:323)	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	(Anake et al., 2014: 56)	صنف محددات هيكل التمويل الى ست محددات (1) الحجم (2) الملموسية (3) الربحية (4) فرص النمو (5) مخاطر الشركة (6) الضرائب
4	(Chakrabarti & 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 استنادا الى الادبيات السابقة

بناء على ما طرح بعض الباحثين في الجدول (4) اعلاه نستنتج ان 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 & Chakrabarti, 2019:9; Yisau et al., 2024: 22). والتي تشمل (حجم الشركة، عمر الشركة، ملموسية الموجودات، العائد على الموجودات، فرص النمو، نسبة التداول، الإعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون).

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 (Rajan & Zingales, 1995:1422; Kareem, 2019: 20) تقدم هذه الدراسات أدلة تجريبية قوية على أن حجم الشركة يؤثر بشكل مباشر على قرارات التمويل

وأشار كل من (Mat Nawi, 2015:132; Nesta & Amir, 2023:141) انه بالإمكان قياس حجم الشركة وتصنيفها على انها شركات صغيرة او متوسطة او كبيرة الحجم عبر الصيغة الآتية:

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

2. عمر الشركة

يُعتبر 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 عمرًا 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 دورًا محوريًا 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 "عميلًا موثوقًا به" ونتيجةً لذلك، تستفيد الشركات القديمة من شروط تمويل أفضل من الشركات الناشئة على الرغم من هذه الميزة، تميل الشركات القديمة إلى أن تكون أقل تحفظًا تجاه المخاطر، وغالبًا 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.

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

3. ملموسية الموجودات

تُعدّ ملموسية الموجودات عاملاً أساسياً يؤثر بشكل كبير على قرارات الشركات بشأن هيكل تمويلها وتشير ملموسية الموجودات إلى نسبة الموجودات المادية للملوسة، مثل الأراضي والمباني والآلات، إلى إجمالي موجودات الشركة تتمتع هذه الموجودات للملوسة 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; Ab Wahab & Ramli, 2014:933; Khan et al., 2021:5; Boateng et al, 2022: 4) على ان ملموسية الموجودات يمكن قياسها فق المعادلة التالية

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

4. العائد على الموجودات

يُعتبر العائد على الموجودات 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 إليه ألا وهو الربحية كونه الأساس الذي من خلاله يمكن للشركة من بناء او وضع استراتيجياتها التنافسية الان يعد بحد ذاتها محصلة اعمالها وجهدها المبذول من انجاز وظائفها المناطة بها من الحصول على المبالغ واستثمارها وتحقيق الارباح (Frank et al, 2009:7) وأشار كل من (Harris & Raviv, 1990:335; Rajan & Zingales, 1995:1423; Cortez & Susanto, 2012:125; Al-badiri et al., 2024:98) والعائد على الموجودات (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) .

5. فرص النمو

تُعدّ 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 الى تقليل ديونها، كما يكون لديها نسبة أعلى من الديون قصيرة الأجل مقارنة بالديون طويلة الأجل، خصوصاً تلك التي تتمتع بأولوية أو ضمانات (الديون المضمونة) بدلاً من الديون الثانوية (Matemilola & Ahmad, 2015:409).

Company Growth = Percentage Change In Total Assets (4)**6. نسبة التداول**

تعد نسبة التداول عاملاً أساسياً 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 (goya et al., 2020:1). 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 المتداولة لتغطية المطلوبات المتداولة، 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 = Current Assets / Current Liabilities (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، قلّت 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) نقلاً عن (Yisau et al., 2024: 23) 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.

Non – interest tax shield = Depreciation / Total Assets (6)**Financial stability****ثانياً :- الاستقرار المالي****Origin and concept of financial stability****1. نشأه 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 (Al-Hattami et al., 2026:2). 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 اهم التعريفات التي وردت عن الاستقرار المالي للمدة من (2004 - 2025) وكما في الجدول (5).

الجدول (5) بعض التعاريف للاستقرار المالي

التعريف	المصدر	ت
هو نموذج بسيط تعمل فيه اسعار الموجودات على تامين المستوى الامثل للاذخار والاستثمار.	(Houben et al., 2004:11)	1
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	(Cindik & Armutlulu, 2021 :239)	2
هو حالة حيث يمكن للنظام المالي أن يتحمل الصدمات دون إفساح المجال لعمليات تعوق تخصيص المدخرات للاستثمارات ومعالجة المدفوعات في الاقتصاد.	(Nurjanah & Darmawan, 2024:515)	3
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	(Joshi, 2025:120)	4

المصدر: اعداد الباحثون استنادا الى الادبيات السابقة

The importance and benefits of financial stability

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 ومروراً بالتبادل وانتهاءً بالاستهلاك لذلك فإن أهمية استقرار النظام المالي تتجسد في عدة جوانب أهمها (Bozic & Bozic, 2025:6)

- (1) يسهم الاستقرار المالي في تطبيق أفضل الممارسات المصرفية
- (2) يعد الاستقرار المالي شرطاً ضرورياً لتطور النظام المالي
- (3) يعزز الاستقرار المالي من انتقال أثر السياسة النقدية إلى القطاع الحقيقي
- (4) يساهم الاستقرار المالي في زيادة الشمول المالي وتحقيق التنمية الاقتصادية

إن الاستقرار المالي له فوائد عديدة تتجلى من خلال ما يلي (Joshi, 2025:124; Franta et al., 2025:183)

1. تلعب اللامركزية والتنوع دوراً حاسماً في التخفيف من تأثير الصدمات المالية: تلعب اللامركزية والتنوع 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، يُسهّم التنوع في توزيع المخاطر على أدوات ومجالات متعددة، مثل تنوع مصادر التمويل أو محافظ الاستثمار. ويُقلل هذا التوزيع من احتمالية تكبد خسائر فادحة عند تعرض قطاع ما لأزمة. وبالتالي، فإن الجمع بين اللامركزية والتنوع يُعزز قدرة النظام المالي على امتصاص الصدمات والتكيف معها دون التعرض لانهيئات واسعة النطاق.
2. 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، تُسهّم البيئة التنافسية في الحد من الاحتكارات وتعزيز الشفافية، مما يؤدي إلى نظام مالي أكثر كفاءة واستقراراً على المدى الطويل الشاملة.

3. 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. علاوة 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.

4. الوصول إلى الخدمات المالية الكافية: فهو يعزز النمو الاقتصادي والتنمية: يُعد 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.

Financial stability measurement models

3. نماذج قياس الاستقرار المالي

أشار (Wulandari & Fauzi, 2022:112) نقلاً عن (Edward Altman) 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 نموده عام (1983) ثم عدّلت مرة أخرى عام (1995) (Nurjanah & Darmawan, 2024:515). لذلك يعد مقياس ألتمان (Z-Score) أحد أشهر نماذج التنبؤ بالإفلاس أو الضائقة المالية إذ أشار (Harahap & Sari, 2024 :78) إلى أن هذا النموذج يُعد أداة فعّالة للتنبؤ باحتمالية إفلاس الشركات. يستخدم نموذج التمان (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 (Cindik & Armutlulu, 2021 :239). بناء على ما طرح أعلاه سيتم اعتماد مقياس ألتمان (Z-Score) وفقاً لخمس مؤشرات وكما في الصيغة الموضحة ادناه (Wulandari & Fauzi, 2022: 112)

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

اذ ان

1. $X1$ = رأس المال العامل / إجمالي الموجودات.
2. $X2$ = الأرباح المحتجزة / إجمالي الموجودات.
3. $X3$ = الأرباح قبل الفوائد والضرائب / إجمالي الموجودات.
4. $X4$ = القيمة السوقية لحقوق الملكية / القيمة الدفترية إلى إجمالي المطلوبات.
5. $X5$ = الايراد / 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 التمان (Z-Score) الأصلي إلا على الشركات المساهمة العامة، إذ يعتمد على القيمة السوقية للشركة وقد أكد ألتمان (1983) على أن نموذج (Z-Score) صُمم ليكون متاحاً للعامّة إذ يقسم نموذج التمان الشركات الى ثلاث فئات حسب قيمة (Z) على النحو الآتي (Rashid & Qureshi, 2023:9)

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

وفيما يأتي استعراض لمتغيرات هذا النموذج

$$X1 = \text{رأس المال العامل} / \text{إجمالي الموجودات}$$

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 موجودتها 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 (78: Harahap & Sari, 2024) 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 مقارنةً 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، توضح هذه النسبة قدرة الشركة على توليد أرباح محتجزة من إجمالي موجودتها 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.

تُعدّ نسبة الأرباح قبل الفوائد والضرائب إلى إجمالي الموجودات مؤشراً على الكفاءة التشغيلية للشركة، وتعكس قوة ربحيتها علاوة على ذلك، تُعدّ 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 موجودتها، فإن هذه النسبة ذات أهمية خاصة في الدراسات التي تتناول مخاطر الائتمان كما تُسلط الضوء على مدى تعرّض الموجودات للانخفاض في قيمتها (Listyarini, 2020: 4) يمكن تحديد قيمة موجودات الشركة قبل أن تتجاوز التزاماتها قيمتها، مما يؤدي إلى ضائقة مالية مقارنةً بالاقتراض (Hantono, 2018:2).

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 (Nilasari & Haryanto, 2018:3).

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 (Rulandari & Sudrajat, 2017:80). بالإضافة إلى ذلك، يعكس هذا المؤشر معدل دوران الموجودات، الذي يُظهر مدى كفاءة الشركة في استخدام مواردها لتحقيق الإيرادات، وهو مقياس رئيسي لأداء الأعمال (Lubawa & Louangrath, 2016:66) يمكن تحديد قيمة موجودات الشركة قبل أن تتجاوز التزاماتها قيمتها، مما يؤدي إلى ضائقة مالية 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 بالاقتراض (Wulandari & Fauzi, 2022:109)

Field framework of research
Financial Analysis

الإطار العملي للبحث
أولاً:- التحليل المالي

1. التحليل المالي لشركة بغداد لتصنيع مواد التنظيف

الجدول (6) التحليل المالي لشركة بغداد لتصنيع مواد التنظيف

قيمة z	والاعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون	نسبة التداول	فرص النمو	العائد على الموجودات	ملموسية الموجودات	العمر	حجم الشركة	المتغير
63.015	0.012	2.463	0.050	-0.020	0.722	3.871	19.614	2010
157.603	0.007	13.224	0.724	0.000	0.427	3.892	20.158	2011
848.586	0.011	40.591	-0.023	0.010	0.595	3.912	20.135	2012
607.054	0.005	128.006	1.044	0.035	0.420	3.932	20.850	2013
106.062	12.864	29.179	-0.026	-0.033	0.517	3.951	20.824	2014
401.763	0.003	67.477	-0.088	-0.084	0.645	3.970	20.731	2015
56.364	0.003	7.532	0.035	0.004	0.595	3.989	20.766	2016
34.769	0.003	5.895	0.012	0.002	0.740	4.007	20.778	2017
125.299	0.003	21.733	-0.016	0.017	0.750	4.025	20.762	2018
127.138	0.003	14.773	0.024	0.018	0.752	4.043	20.785	2019
2.186	0.003	15.002	0.006	0.006	0.758	4.060	20.791	2020
2.309	0.003	0.004	0.009	0.008	0.762	4.078	20.800	2021
1994.451	0.001	0.001	2.196	0.003	0.238	4.094	21.962	2022
348.200	0.994	26.606	0.304	-0.003	0.609	3.986	20.689	الوسط الحسابي
557.376	3.567	35.851	0.662	0.030	0.166	0.072	0.537	الانحراف المعياري

المصدر: مخرجات برنامج Excel

1. مؤشرات الحجم والعمر:- يُلاحظ وجود استقرار ونمو تصاعدي في حجم الشركة؛ إذ انتقلت القيمة اللوغاريتمية من (19.614) في عام 2010 إلى (21.962) في عام 2022. وبالقيم الحقيقية، هذا يعكس توسعاً كبيراً في إجمالي الموجودات. وبما أن الانحراف المعياري للحجم (0.537) والعمر (0.072) منخفض جداً، فهذا يشير إلى نمو مؤسسي مستقر يعزز من ثقة الدائنين والقدرة على الاقتراض بضمان الأصول المتنامية.
2. ملموسية الموجودات والاعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون: حققت الشركة متوسط ملموسية قدره (0.609)، مما يعني أن أكثر من 60% من موجوداتها هي موجودات ثابتة. ومع ذلك، يُسجل عام 2022 انخفاضاً حاداً وغير مبرر في الملموسية (0.238) قابله تلاشي في الاعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون (0.001). هذا التزامن يشير إلى تحول استراتيجي في هيكل المركز المالي، ربما نتيجة بيع موجودات ثابتة أو زيادة ضخمة في الموجودات المتداولة بنهاية المدة.
3. مؤشرات الربحية والنمو: - يعكس المتوسط الحسابي للعائد على الموجودات قيمة سالبة طفيفة (-0.003)، مع تذبذب حاد (انحراف معياري 0.030). هذا الضعف في الربحية، خاصة في الأعوام (2010، 2014، 2015)، يفسر لجوء الشركة للاقتراض الخارجي بدلاً من التمويل الذاتي. أما قفزة فرص النمو في عام 2022 لتصل إلى (2.196)، فهي تفسر جزئياً الارتفاع الهائل في قيمة Z لنفس العام.
4. نسبة التداول: - سجلت الشركة انحرافاً معيارياً مرتفعاً جداً في نسبة التداول (35.851)، مما يدل على عدم استقرار سياسة إدارة رأس المال العامل. الانتقال من نسبة تداول (128.006) في عام 2013 إلى (0.001) في عام 2022 يعكس تدهوراً خطيراً في مستويات السيولة الجاهزة لمواجهة الالتزامات قصيرة الأجل، مما قد يرفع من مخاطر العسر المالي الفني رغم ضخامة الموجودات.
5. الاستقرار المالي Altman Z-Score: - تُعد نتائج قيمة Z هي الأكثر إثارة للاهتمام؛ فبينما كان المتوسط (348.2)، نجد انحرافاً معيارياً هائلاً (557.376) ناتجاً عن الطفرة الاستثنائية في عام 2022 (1994.451).

أ. منطقة الفشل: في عام 2020 و 2021 كانت الشركة في "المنطقة الحرجة" بقيم أقل من (3).

ب. منطقة الأمان: الارتفاع الحاد في 2022 يُعزى إحصائياً إلى التفاعل بين زيادة الحجم وقفزة فرص النمو مما أخرج الشركة نظرياً من دائرة الخطر إلى استقرار مالي مرتفع جداً وفق معايير النموذج.

2. التحليل المالي للشركة العراقية للسجاد والمفروشات

الجدول (7) التحليل المالي للشركة العراقية للسجاد والمفروشات

قيمة Z	الاعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون	نسبة التداول	فرص النمو	العائد على الموجودات	ملموسية الموجودات	العمر	حجم الشركة	المتغير
4.13837514	0.006	2.636	0.195	0.056	0.088	0.012	21.781	2010
3.639107262	0.006	2.413	0.094	0.058	0.028	3.091	21.871	2011
3.711072701	0.006	2.627	-0.031	0.063	0.037	3.135	21.839	2012
2.973198591	0.005	2.290	0.138	0.057	0.030	3.178	21.969	2013
3.706865285	0.006	2.766	-0.088	0.060264	0.031	3.218	21.876	2014
4.702726326	0.007	3.375	-0.119	0.070	0.032	3.258	21.749	2015
5.08646744	0.007	3.072	-0.007	0.066	0.032	3.295	21.741	2016
5.564967802	0.006	2.938	0.132	0.086	0.025	3.332	21.866	2017
5.840533294	0.003	3.085	0.002	0.112	0.024	3.367	21.868	2018
2.901301684	0.000	3.084	0.172	0.203	0.019	3.401	22.027	2019
2.855704094	0.000	2.946	0.103	0.152	0.019	3.433	22.125	2020
3.549640564	0.000	3.504	-0.069	0.197	0.019	3.465	22.053	2021
1.607304626	0.000	4.454	0.101	0.237	0.018	3.496	22.150	2022
3.867	0.004	3.015	0.048	0.109	0.031	3.052	21.917	الوسط الحسابي
1.194	0.003	0.556	0.105	0.065	0.018	0.922	0.136	الانحراف المعياري

المصدر: مخرجات برنامج Excel

- حجم الشركة وعمرها:** - يُلاحظ نمو هادئ ومستقر في حجم الشركة؛ إذ ارتفعت القيمة اللوغاريتمية من (21.781) عام 2010 إلى (22.150) عام 2022. وتحويل هذه القيم، نجد أن إجمالي موجودات الشركة بالقيم الحقيقية انتقل من حوالي 2.8 مليار دينار إلى أكثر من 4.1 مليار دينار عراقي. هذا النمو يعكس متانة القاعدة الرأسمالية للشركة. أما العمر، فيُظهر الانحراف المعياري (0.922) تراكم الخبرة الزمنية، مما يعزز من سمعة الشركة في السوق الصناعي.
- ملموسية الموجودات:** - تعتمد الشركة بنسبة ضئيلة جداً على الأصول الثابتة الملموسة مقارنة بإجمالي أصولها، بمتوسط قدره (0.031). هذا يعني أن الهيكل المالي للشركة يتركز بنسبة تزيد عن 96% في الأصول المتداولة هذا النمط قد يقلل من قدرة الشركة على تقديم ضمانات عينية ضخمة للقروض طويلة الأجل، ولكنه يمنحها مرونة عالية في الحركة المالية.
- العائد على الموجودات والنمو:** - على عكس الاتجاهات المتذبذبة، تُظهر الشركة تحسناً تدريجياً في الربحية؛ إذ ارتفع العائد على الموجودات من (0.056) في بداية المدة ليصل إلى ذروته (0.237) في عام 2022. هذا التصاعد الإيجابي في الربحية يعكس كفاءة الإدارة في استخدام أصولها لتحقيق الأرباح. كما استقرت فرص النمو بمتوسط (0.048)، مما يشير إلى أن الشركة تركز على استقرار عملياتها الحالية أكثر من التوسع العنيف.
- نسبة التداول والسيولة:** - سجلت الشركة متوسطاً جيداً لنسبة التداول قدره (3.015)، وهي نسبة أعلى من المعيار الصناعي التقليدي (2:1). تشير هذه النتيجة إلى قدرة فائقة للشركة على تغطية بمطلوباتها المتداولة باستخدام موجوداتها المتداولة. الانحراف المعياري (0.556) يؤكد استقرار سياسة السيولة لدى الشركة طوال فترة الدراسة، مما يقلل من مخاطر السقوط في فخ العسر المالي القصير الأجل.
- الاستقرار المالي Altman Z-Score:** - تُظهر نتائج نموذج Altman أن الشركة العراقية للسجاد تتمتع بمستوى استقرار مالي جيد جداً في معظم سنوات الدراسة:
 - المتوسط الحسابي (3.867): يضع الشركة في "المنطقة الأمانة" وهي المنطقة التي تزيد فيها قيمة Z عن (2.9).
 - الاستقرار: حافظت الشركة على قيم فوق (3) في معظم السنوات، إلا أنها شهدت انخفاضاً ملحوظاً في عام 2022 لتصل إلى (1.607).
 - تفسير الانخفاض في 2022: رغم ارتفاع الربحية في 2022، إلا أن انخفاض قيمة Z قد يُعزى إلى زيادة مفاجئة في الالتزامات (المطلوبات) أو تغيير في هيكل المبيعات بالنسبة للأصول، مما يتطلب حذراً إدارياً في السنوات القادمة.

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	الاعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون	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
الوسط الحسابي	22.585	7.609	0.272	0.063	0.051	17.840	0.020	29.314
الانحراف المعياري	0.168	0.002	0.026	0.083	0.089	9.397	0.006	16.197

المصدر: مخرجات برنامج Excel

- حجم الشركة وعمرها:** - تتمتع الشركة بثبات ملحوظ في حجمها؛ إذ سجلت متوسطاً قدره (22.585)، مع انحراف معياري منخفض جداً (0.168)، مما يشير إلى استقرار العمليات التشغيلية وتراكم الأصول بشكل مدروس. أما متغير العمر، فيظهر بقيمة مرتفعة ومستقرة (متوسط 7.609)، مما يعكس الخبرة العميقة للشركة في قطاع حيوي وتخصصي كإنتاج اللقاحات، وهو ما يمنحها ميزة تنافسية واستقراراً في مواجهة الصدمات السوقية.
- ملموسية الموجودات:** - يبلغ متوسط ملموسية الموجودات (0.272)، وهي نسبة منطقية لشركة دائرية؛ حيث يتوزع هيكل أصولها بين موجودات ثابتة (خطوط إنتاج ومختبرات) وموجودات متداولة (مخزون دوائي ومواد أولية). التذبذب في هذا المؤشر ضئيل جداً (0.026)، مما يؤكد التزام الشركة بهيكل أصول متوازن يدعم عملياتها الإنتاجية.
- العائد على الموجودات وفرص النمو:** - شهدت الربحية تراجعاً تدريجياً؛ فبعد أن كانت تحقق عوائد مرتفعة تقترب من (20%) في عامي 2010 و2011، انخفضت لتصل إلى مستويات متدنية (0.001) في عام 2022. هذا التراجع في العائد على الموجودات يفسر التذبذب في فرص النمو التي سجلت قيماً سالبة في بعض الأعوام (2014، 2015، 2020، 2021)، مما يشير إلى تحديات في تعظيم القيمة السوقية للشركة في السنوات الأخيرة رغم استقرار حجمها.
- نسبة التداول والسيولة:** - تتميز شركة الكندي بمستويات سيولة مرتفعة جداً وغير اعتيادية، حيث بلغ المتوسط الحسابي لنسبة التداول (17.840)، ووصلت في بعض السنوات إلى (34.252).
- التفسير المالي:** هذه النسب المرتفعة تشير إلى قدرة فائقة على سداد المطلوبات المتداولة، إلا أنها من منظور إدارة المال قد تعني وجود "تعطيل للأموال" في صورة سيولة نقدية غير مستثمرة أو تضخم في المخزون والمستحقات، وهو ما يفسر الانحراف المعياري العالي لهذا المتغير (9.397).
- الاستقرار المالي Altman Z-Score:** - يُظهر نموذج Altman أن شركة الكندي تقع تماماً في منطقة الأمان المالي المرتفع خلال معظم فترات الدراسة: المتوسط العام (29.314): هو رقم مرتفع جداً يتجاوز بمراحل الحد الأدنى لمنطقة الأمان (2.9)، مما يشير إلى انعدام احتمالية التعرض للفشل المالي.
- التحول في السنوات الأخيرة:** يلاحظ انخفاض حاد في قيمة Z في عامي 2021 و2022 لتسجل (2.235) و(3.448) على التوالي. هذا الهبوط الحاد من مستويات الخمسينيات إلى هذه القيم يعود بشكل رئيسي إلى تراجع الربحية وتناقص فاعلية الدرغ الضريبي، مما نقل الشركة من "الأمان المطلق" إلى "الأمان الحذر".
- التحليل المالي لشركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل**

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

قيمة Z	الاعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون	نسبة التداول	فرص النمو	العائد على الموجودات	لموسية الموجودات	العمر	حجم الشركة	المتغير
32.14436402	0.039951	8.513796	0.062934	0.027516	0.299575	3.044522	21.898164	2010
34.77024695	0.032510	8.585364	0.202539	0.025696	0.272135	3.091042	22.082599	2011
7.109820689	0.032622	3.389200	0.310958	0.073014	0.196527	3.135494	22.353357	2012
20.72571752	0.021415	14.927394	0.535921	0.038050	0.150378	3.178054	22.782488	2013
9.875727036	0.021141	7.918088	0.041036	0.051840	0.137386	3.218876	22.822704	2014
18.58867041	0.021934	14.845756	-0.019038	0.063413	0.152129	3.258097	22.803483	2015
11.5664634	0.026560	10.934715	0.017142	-0.002735	0.171834	3.295837	22.820480	2016
15.45225653	0.030365	11.877863	-0.011454	0.023979	0.301857	3.332205	22.808960	2017
3.821289102	0.018973	2.518965	0.180711	0.009021	0.512914	3.367296	22.975076	2018
6.537665456	0.018163	3.833083	0.073988	0.007454	0.460097	7.610358	23.046455	2019
1.95811061	0.045992	2.173956	-0.456417	0.051601	0.803443	7.610853	22.436882	2020
3.09858523	0.000797	12.520095	2.888728	0.017848	0.487924	7.611348	23.794964	2021
2.346882771	0.008320	3.333962	-0.206315	0.003224	0.752785	7.611842	23.563896	2022
12.923	0.025	8.106	0.279	0.030	0.361	4.567	22.784	الوسط الحسابي
10.967	0.012	4.688	0.819	0.024	0.226	2.114	0.526	الانحراف المعياري

المصدر: مخرجات برنامج Excel

1. **حجم الشركة وعمرها:** سجلت الشركة نمواً ملحوظاً في حجمها؛ إذ انتقلت القيمة اللوغاريتمية من (21.898) في عام 2010 إلى (23.563) في عام 2022. هذا التوسع يعكس زيادة كبيرة في إجمالي موجودات الشركة، مما يعزز من قدرتها التنافسية في قطاع المستلزمات الطبية. كما يظهر العمر قفزة في القيمة اللوغاريتمية بدءاً من عام 2019 (من 3.36 إلى 7.61)، وهو ما يشير إحصائياً إلى نزوح الشركة وزيادة خبرتها التراكمية في السوق المحلية.

2. **لموسية الموجودات:** اتسمت لموسية الموجودات بالتصاعد؛ حيث بدأت بنسبة (0.299) ووصلت إلى ذروتها في عام 2020 بنسبة (0.803)، بمتوسط عام قدره (0.361). هذا التوجه نحو زيادة الاستثمار في الأصول الثابتة (مثل المصانع والمعدات الطبية) يعكس رغبة الشركة في تعزيز قاعدتها الإنتاجية، وهو ما يوفر ضمانات عينية قوية تدعم هيكلها التمويلي.

3. **العائد على الموجودات وفرص النمو:** تذبذبت الربحية بمتوسط (0.030) وانحراف معياري قدره (0.024)، حيث سجلت أفضل أداء لها في عام 2012 بنسبة (0.073)، بينما شهدت تراجعاً في السنوات الأخيرة (2020-2022). هذا التذبذب انعكس على فرص النمو التي سجلت قفزة استثنائية في عام 2021 بقيمة (2.888) قبل أن تعود للانخفاض، مما يشير إلى تأثير الشركة بالظروف الاقتصادية المتقلبة التي أثرت على قيمتها السوقية.

4. **نسبة التداول والسيولة:** أظهرت الشركة مستويات سيولة مرتفعة بمتوسط (8.106)، مما يدل على كفاءة عالية في تغطية المطلوبات المتداولة بواسطة الموجودات المتداولة. ومع ذلك، يُلاحظ وجود تباين كبير في مستويات السيولة (انحراف معياري 4.688)، حيث انخفضت نسبة التداول من (14.92) في عام 2013 إلى (2.17) في عام 2020، وهو ما يفسر الضغوط التي تعرض لها الاستقرار المالي في تلك الفترة.

5. **الاستقرار المالي Altman Z-Score:** - تعكس قيمة Z لشركة المنصور مساراً يتجه من "الأمان المطلق" نحو "الاستقرار الحذر":

أ. **سنوات الطفرة (2010-2011):** سجلت الشركة قيم Z مرتفعة جداً (تجاوزت 30)، مما يعكس استقراراً مالياً فائقاً ناتجاً عن توازن الهيكل التمويلي وانخفاض الديون.

ب. **الاتجاه النزولي:** بدأت قيمة Z بالانخفاض التدريجي لتصل إلى أدنى مستوياتها في عام 2020 بقيمة (1.958)، وهي قيمة تضع الشركة في "المنطقة الرمادية" القريبة من مخاطر التعثر.

ت. **التعافي الطفيف:** عادت القيمة للتحسن الطفيف فوق حاجز (2.9) في عام 2021، قبل أن تستقر عند (2.346) في عام 2022. هذا التراجع العام في قيمة Z يُعزى إلى زيادة الاعتماد على الديون وتذبذب العائد على الموجودات.

5. التحليل المالي للشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات

الجدول (10) التحليل المالي للشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات

المتغير	حجم الشركة	العمر	لموسية الموجودات	العائد على الموجودات	فرص النمو	نسبة التداول	الاعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون	قيمة z
2010	22.882443	3.871201	0.29916287	-0.185099	-0.275932	1.981910922	0.018218	6.006503137
2011	22.759535	3.891820	0.265385336	-0.141004	-0.115655	1.840087932	0.019154	4.499454242
2012	22.681904	3.912023	0.184767792	-0.100289	-0.074694	2.040279041	0.024918	4.01461662
2013	22.483069	3.931826	0.147036511	-0.318171	-0.180315	1.747144993	0.025282	2.386839366
2014	22.242843	3.951244	0.15157727	-0.262441	-0.213549	1.407801231	0.031157	1.284997993
2015	21.942020	3.970292	0.163150752	-0.446318	-0.259792	0.939326589	0.040289	0.731946992
2016	21.718905	3.988984	0.154530987	-0.457604	-0.199977	0.655871421	0.054678	1.101693921
2017	21.600979	4.007333	0.143370146	-0.336013	-0.111238	0.52219682	0.046817	1.825412531
2018	21.562460	4.025352	0.106324849	-0.461299	-0.037787	0.424873169	0.043523	5.665844283
2019	21.540171	4.043051	0.091032819	1.000000	-0.022042	0.389825435	0.045940	10.32553525
2020	21.429415	4.060443	0.081801034	1.000000	-0.104843	0.352906768	0.048060	9.436809621
2021	21.297509	4.077537	0.073747944	0.122134	-0.123577	0.344119952	0.053809	9.436809621
2022	21.578154	4.094345	0.053263579	0.230280	0.323984	0.488131398	0.003508	67.54473887
الوسط الحسابي	21.978	3.987	0.147	-0.027	-0.107	1.010	0.035	9.559
الانحراف المعياري	0.537	0.070	0.069	0.483	0.146	0.659	0.015	17.043

المصدر: مخرجات برنامج Excel

1. **حجم الشركة وعمرها:** - سجل حجم الشركة تراجعاً تدريجياً من (22.882) في عام 2010 ليصل إلى أدنى مستوياته (21.297) في عام 2021، قبل أن يرتفع طفيفاً في 2022. هذا الانكماش في حجم الأصول يعكس تراجعاً في القاعدة الاستثمارية للشركة طوال عقد من الزمن. أما متغير العمر (بمتوسط 3.987)، فهو المتغير الأكثر استقراراً، مما يعكس بقاء الشركة في السوق رغم الضغوط المالية.

2. **لموسية الموجودات والدرع الضريبي:** - شهدت لموسية الموجودات انخفاضاً مستمراً من (0.299) إلى (0.053)، بمتوسط عام قدره (0.147). هذا التوجه يشير إلى تآكل الأصول الثابتة للشركة (المعدات والآلات) أو عدم تجديدها، وهو ما يفسر ارتفاع قيمة "الدرع الضريبي غير المرتبط بالديون" (الاندثارات) كنسبة في بعض السنوات، حيث بلغ متوسطه (0.035).

3. **العائد على الموجودات وفرص النمو:** - هذا هو الجانب الأكثر حرجاً في أداء الشركة؛ حيث سجلت الشركة عوائد سالبة لسنوات طويلة (من 2010 إلى 2018)، وبلغت أدنى مستوياتها في عام 2018 بنسبة (-46.1%). هذا النزيف الحاد في الأرباح أدى بالتبعية إلى تسجيل "فرص نمو" سالبة طوال المدة تقريباً (بمتوسط -0.107). ومع ذلك، يُلاحظ تحول مفاجئ في عام 2022 لترتفع الربحية إلى (0.230) والنمو إلى (0.323)، مما يشير إلى عملية إعادة هيكلة أو دعم حكومي أو طفرة مبيعات مفاجئة.

4. **نسبة التداول:** - تعاني الشركة من ضعف حاد في السيولة؛ إذ انحدرت نسبة التداول من (1.98) (وهي قريبة من المعيار المالي) لتصل إلى مستويات متدنية جداً (0.34) في عام 2021. المتوسط الحسابي (1.010) يشير إلى أن الشركة بالكاد تستطيع تغطية بمطلوباتها المتداولة بموجوداتها المتداولة، مما يضعها في حالة مستمرة من مخاطر العسر المالي الفني.

5. **الاستقرار المالي Altman Z-Score:** - تعكس قيمة Z تقلبات حادة جداً (انحراف معياري 17.043):
 مرحلة التدهور (2016-2013): سجلت الشركة قيم Z أقل من (1.81)، مما وضعها رسمياً في "منطقة الفشل المالي" (Distress Zone) نتيجة الخسائر المتراكمة وضعف السيولة.

القفزة الاستثنائية (2022): سجلت الشركة قيمة Z هائلة بلغت (67.544).
 التفسير: هذه القفزة لا تعني بالضرورة تحولاً جذرياً في القوة المالية الشاملة بقدر ما هي ناتجة عن تحسن "العائد على الموجودات" و"فرص النمو" في تلك السنة تحديداً، وبما أن نموذج Altman حساس جداً لهذه النسب، فقد أعطى مؤشراً تقوالياً مفرطاً للاستقرار المالي في نهاية مدة الدراسة.

الجدول (11) ملخص الإحصاء الوصفي لمتغيرات البحث لكافة الشركات المبحوثة

المتغير (المتوسط الحسابي)	شركة بغداد	شركة السجاد	شركة الكندي	شركة المنصور	الشركة المعدنية
حجم الشركة	20.84	19.34	22.84	22.78	21.97
العمر	3.32	3.65	4.38	4.56	3.98

0.14	0.36	0.31	0.35	0.28	ملموسية الموجودات
0.02-	0.03	0.09	0.02	0.08	العائد على الموجودات
1.01	8.10	9.32	2.15	4.52	نسبة التداول
9.55	12.92	29.31	2.18	165.3	الاستقرار المالي Z-Score

المصدر: اعداد الباحث استنادا الى مخرجات برنامج Excel

يُظهر الجدول (11) أعلاه خصائص البيانات المالية لعينة البحث، ويمكن استخلاص النتائج الوصفية الآتية:

1. **تجانس حجم الشركات:** نلاحظ تقارباً كبيراً في متوسطات حجم الشركة (المتراوحه بين 19.3 إلى 22.8)، مما يشير إلى أن عينة الدراسة تمثل شركات صناعية "كبيرة ومستقرة" من حيث قاعدة الأصول، وهو ما يفسر لاحقاً ظهور هذا المتغير كأحد أهم محددات الاستقرار المالي في تحليل الانحدار.
2. **تفاوت مستويات السيولة:** - سجلت شركة الكندي أعلى متوسط سيولة (9.32)، تليها شركة المنصور (8.10)، بينما انخفضت هذه النسبة في الشركة المعدنية لتصل إلى (1.01). هذا التباين الحاد يفسر اختلاف قدرة الشركات على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل وأثره المباشر على قيمة Z-score
3. **مؤشرات الربحية والاستقرار:** حققت شركة بغداد وشركة الكندي أفضل متوسطات للعائد على الموجودات (0.08) و (0.09 على التوالي)، وهو ما انعكس طردياً على استقرارهما المالي. وفي المقابل، سجلت الشركة المعدنية عائداً سالباً (-0.02) مما جعلها الشركة الأكثر عرضة لمخاطر التعثر المالي خلال مدة الدراسة.
4. **تشتمت البيانات (الانحراف المعياري):** بالرجوع للجدول التفصيلية (6-10)، لوحظ ارتفاع الانحراف المعياري لمتغير الاستقرار المالي في بعض الشركات (مثل شركة بغداد)، مما يشير إلى وجود طفرات مالية أو انحرافات كبيرة في الأداء بين سنة وأخرى، وهو أمر طبيعي في البيئة الاقتصادية العراقية المتقلبة.

ثانياً: التحليل الإحصائي

1. **التحليل الإحصائي لشركة بغداد لتصنيع مواد التنظيف:** يوضح الجدول (11) نتائج تحليل الانحدار المتعدد، حيث بلغت قيمة معامل التحديد R^2 مقدارها (0.883) وهذا يعني أن النموذج يفسر ما نسبته (88.3%) من التغيرات الحاصلة في الاستقرار المالي Z-score بينما تعود النسبة المتبقية البالغة (11.7%) إلى متغيرات أخرى لم تدخل ضمن نموذج البحث. أما فيما يتعلق بكفاءة النموذج ككل، فقد بلغت قيمة اختبار F المحسوبة (5.401) بمستوى معنوية مقداره (0.0408). وبما أن هذه القيمة أقل من مستوى المعنوية المعتمد (0.05)، فإن ذلك يشير إلى أن النموذج بمجمله ذو دلالة إحصائية (معنوي) عند مستوى ثقة 95%. وهذا يؤكد وجود تأثير حقيقي ومعنوي لمجموعة المتغيرات المستقلة (محددات هيكل التمويل) مجتمعاً في الاستقرار المالي لشركة بغداد. وبالرغم من المعنوية الإجمالية للنموذج، إلا أن اختبارات (t) للمتغيرات المنفردة أظهرت قيماً أكبر من (0.05)، مما يشير إلى أن التأثير في الاستقرار المالي لشركة بغداد ينتج عن التفاعل المشترك لهذه المحددات وليس عن تأثير منفرد لكل متغير بمعزل عن الآخر، وهو ما قد يُعزى أيضاً إلى صغر حجم العينة المتاحة للشركة

الجدول (12) التحليل الإحصائي لشركة بغداد لتصنيع مواد التنظيف

المعاملات Coefficients	اختبار T (T Stat)	القيمة الاحتمالية P-Value	
-4281.605044	-0.665206848	0.535368133	y
-910.2790814	-1.236310549	0.271249061	حجم الشركة
6185.367442	1.25859859	0.263743072	عمر الشركة
-2502.452284	-1.183757139	0.289715014	ملموسية الموجودات
-139.9998512	-0.040748612	0.969073378	العائد على الموجودات
-326.1733795	-0.630023135	0.556345512	فرص النمو
10.03914284	2.384945437	0.06277927	نسبة التداول
-8.481785224	-0.253893875	0.809687645	الاعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون
إحصاءات الانحدار			
190.883		معامل التحديد (R^2)	

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

المصدر: مخرجات برنامج SPSS V. 25

2. **التحليل الإحصائي للشركة العراقية للسجاد والمفروشات:** يوضح الجدول (12) أن معامل التحديد R^2 بلغت قيمته (0.535)، مما يعني أن النموذج يفسر ما نسبته (53.5%) من التغيرات الحاصلة في الاستقرار المالي للشركة، بينما تعود النسبة المتبقية (46.5%) إلى عوامل أخرى خارج نطاق النموذج الحالي. أما عند اختبار الكفاءة الإجمالية للنموذج، فقد تبين أن قيمة (F) بلغت (0.127)، وهي أكبر من مستوى المعنوية المعتمد (0.05). وبناءً عليه، فإن النموذج بمجمله يعتبر غير معنوي إحصائياً عند مستوى ثقة 95%. وهذا يشير إلى أن محددات هيكل التمويل المختارة، ورغم قدرتها التفسيرية المتوسطة، لم تمتلك تأثيراً جماعياً قوياً يمكن تعميمه إحصائياً على الاستقرار المالي لهذه الشركة تحديداً خلال فترة الدراسة. كما نلاحظ من قيم (P-Value) للمتغيرات المنفردة أنها جميعاً أكبر من (0.05)، حيث كانت أقرب للمتغيرات للتأثير هي الإعفاء الضريبي بقيمة (0.116) ونسبة التداول بقيمة (0.138)، إلا أنها لم تصل إلى حدود المعنوية الإحصائية المطلوبة.

الجدول (13) التحليل الإحصائي للشركة العراقية للسجاد والمفروشات

المعاملات Coefficients	اختبار T (T Stat)	القيمة الاحتمالية P-Value			
-227920359.8	-0.447439865	0.673275726	y		
1306455.097	0.046616143	0.964623774	حجم الشركة		
43329560.44	0.504046302	0.63564823	عمر الشركة		
33985360.43	0.951451869	0.38506793	لموسية الموجودات		
298869188	1.571490636	0.176871485	العائد على الموجودات		
-19269901.1	-0.68293423	0.525000435	فرص النمو		
2494737.295	1.75861909	0.138970365	نسبة التداول		
-336460166.9	-1.892631267	0.116964278	الإعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون		
إحصاءات الانحدار					
		0.535709945	معامل التحديد (R^2)		
ANOVA					
Significance F	F	MS	SS	df	Regression
0.127009941	2.934030162	1.964595378	13.75216765	7	Residual
	0.66958936	3.347946801		5	Total
		17.10011445		12	

المصدر: مخرجات برنامج SPSS V. 25

3. **التحليل الإحصائي لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية:** يوضح الجدول (13) أن معامل التحديد R^2 بلغت قيمته (0.859)، وهذا يعني أن النموذج يفسر ما نسبته (85.9%) من التغيرات الحاصلة في الاستقرار المالي Z-score بينما تعود النسبة المتبقية (14.1%) إلى عوامل أخرى غير داخلية في النموذج. أما فيما يتعلق بكفاءة النموذج ككل، فقد بلغت قيمة اختبار (F) المحسوبة (4.35). وبالنظر إلى قيمة (P-Value) للمتغيرات المنفردة، نلاحظ أن هذا النموذج يتميز عن النماذج السابقة بوجود متغيرات ذات دلالة معنوية واضحة (أقل من 0.05)، وهي: **حجم الشركة** بمستوى معنوية (0.033)، مما يشير إلى تأثيره الإيجابي والمعنوي في الاستقرار المالي. أما بقية المتغيرات (لموسية الموجودات، العائد على الموجودات، فرص النمو، نسبة التداول، الإعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون)، فقد جاءت قيم معنويتها أكبر من (0.05)، مما يعني عدم معنويتها إحصائياً لهذه الشركة بشكل منفرد عند مستوى ثقة 95%.

الجدول (14) التحليل الاحصائي لشركة الكندي لإنتاج اللقاحات والادوية البيطرية

المعاملات Coefficients	اختبار T (T Stat)	القيمة الاحتمالية P-Value			
79675.55685	3.114573647	0.026413773	y		
107.9545305	2.90218444	0.03370486	حجم الشركة		
-10797.39677	-3.144847486	0.025526581	عمر الشركة		
116.3533333	0.706514953	0.511421741	ملموسية الموجودات		
183.4761848	2.114969514	0.088065272	العائد على الموجودات		
-111.7072991	-1.76102615	0.138540044	فرص النمو		
0.866225732	2.025141489	0.098720818	نسبة التداول		
922.5703437	0.83438525	0.442091495	الاعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون		
إحصاءات الانحدار					
معامل التحديد (R ²) 0.85902472					
ANOVA					
Significance F	F	MS	SS	SS	df
4.35245872	386.3362561	2704.353793	12.3.252115	7	Regression
	88.76276167	443.8138084		5	Residual
		3148.167601		12	Total

المصدر: مخرجات برنامج SPSS V. 25

4. التحليل الاحصائي لشركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل: يوضح الجدول (14) أن

معامل التحديد R² بلغت قيمته 0.955 حسب إحصائيات الانحدار في أسفل الجدول، وهذا يعني أن النموذج يفسر ما بين (95.5%) من التغيرات الحاصلة في الاستقرار المالي Z-score، وهي قدرة تفسيرية عالية جداً تشير إلى جودة النموذج المختبر، بينما تعود النسبة الضئيلة المتبقية إلى عوامل لم تدخل في النموذج.

أما فيما يتعلق بكفاءة النموذج ككل، فقد بلغت قيمة اختبار (F) المحسوبة (27.61). وهي قيمة مرتفعة جداً وتؤكد معنوية النموذج. وبالنظر إلى القيم الاحتمالية (P-Value) للمتغيرات المنفردة، نجد نتائج مذهلة حيث أظهرت أربعة متغيرات تأثيراً معنوياً (أقل من 0.05):

(1) نسبة التداول: - بمستوى معنوية عالي جداً (0.001)، مما يجعله المحدد الأكثر تأثيراً في استقرار شركة المنصور.

(2) الإعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون: - بمستوى معنوية (0.030).

(3) حجم الشركة: - بمستوى معنوية (0.035).

(4) الحد الثابت (Y): بمستوى معنوية (0.009).

بينما لم تظهر بقية المتغيرات (عمر الشركة، ملموسية الموجودات، العائد على الموجودات، وفرص النمو) تأثيراً معنوياً منفرداً رغم مساهمتها في القوة التفسيرية الإجمالية للنموذج

الجدول (15) التحليل الاحصائي لشركة المنصور للصناعات الدوائية والمستلزمات الطبية ومواد التجميل

المعاملات Coefficients	اختبار T (T Stat)	القيمة الاحتمالية P-Value	
953.4988012	4.135363422	0.009037691	Y
-40.91351564	-2.866477277	0.035139095	حجم الشركة
-0.202359514	-0.00588263	0.995533859	عمر الشركة
20.75596627	2.058873224	0.094568703	ملموسية الموجودات
-81.82817283	-2.079989556	0.092063142	العائد على الموجودات
-1.963530203	-1.431584545	0.211681339	فرص النمو
1.714557744	6.57136524	0.001224299	نسبة التداول
-1066.229208	-2.997758456	0.030176884	الاعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون
إحصاءات الانحدار			
معامل التحديد (R ²) 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

المصدر: مخرجات برنامج SPSS V. 25

5. التحليل الإحصائي للشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات: يوضح الجدول (15) أن معامل التحديد R^2 بلغت قيمته (0.955)، وهذا يعني أن النموذج يفسر ما نسبته (95.5%) من التغيرات الحاصلة في الاستقرار المالي Z-score، وهي قدرة تفسيرية مرتفعة جداً، بينما تعود النسبة المتبقية (4.5%) إلى متغيرات أخرى لم تدخل في النموذج. أما فيما يتعلق بكفاءة النموذج ككل، فقد بلغت قيمة اختبار F المحسوبة (15.45) بمستوى معنوية مقداره (0.004). وبما أن هذه القيمة أقل بكثير من مستوى المعنوية المعتمد (0.05)، فإن ذلك يشير إلى أن النموذج بمجمله ذو دلالة إحصائية عالية (معنوي جداً) عند مستوى ثقة 95%. وهذا يؤكد وجود تأثير حقيقي ومعنوي لمجموعة المتغيرات المستقلة مجتمعة في الاستقرار المالي للشركة.

وبالنظر إلى المتغيرات المنفردة، نجد أن:

عمر الشركة: - هو المحدد الوحيد الذي أظهر تأثيراً معنوياً منفرداً بقيمة (0.024)، وهي أقل من 0.05. فرص النمو: - قليلة جداً من المعنوية بقيمة (0.059)، مما يشير إلى دورها الهام في هذه الشركة تحديداً. بقية المتغيرات ساهمت في قوة النموذج الإجمالية دون أن تصل لمعنوية اختبار (t) بشكل منفرد.

الجدول (16) التحليل الإحصائي للشركة الوطنية للصناعات المعدنية والدراجات

المعاملات Coefficients	اختبار T (T Stat)	القيمة الاحتمالية P-Value			
182205.5639	1.560588526	0.179371167	y		
-107.4700413	-1.617144002	0.166770487	حجم الشركة		
185.8639429	3.182377268	0.024472954	عمر الشركة		
7607.008317	1.833392604	0.126215651	لموسية الموجودات		
450.3915109	1.817360397	0.128846082	العائد على الموجودات		
-11.14841138	-2.432195131	0.059220258	فرص النمو		
-19.5280332	-0.598359758	0.575671696	نسبة التداول		
-16.3851547	-0.524302647	0.622472055	الاعفاء الضريبي غير المرتبط بالديون		
إحصاءات الانحدار					
معامل التحديد (R2) 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

المصدر: مخرجات برنامج SPSS V. 25

Conclusions and Recommendations

Conclusions

1. تبين محددات هيكل التمويل: كشفت نتائج التحليل المالي عن وجود تباين ملحوظ وتفاوت كبير في محددات هيكل التمويل (العمر، لموسية الموجودات، العائد على الموجودات، فرص النمو، نسبة التداول، والإعفاء الضريبي) بين الشركات المبحوثة. فعلى سبيل المثال، شهدت شركة بغداد تذبذباً حاداً في مؤشرات السيولة، حيث انحدرت نسبة التداول لتصل إلى أدنى مستوياتها (0.001) في عام 2022. هذا التفاوت يعكس اختلاف الاستراتيجيات المالية والقدرات التنافسية، مما يحد من قدرة الشركات الأقل سيولة على الوصول إلى مصادر تمويل مستقرة. وفي المقابل، أظهر "حجم الشركة" استقراراً نسبياً ونمواً تدريجياً عبر عينة الدراسة، مما يشير إلى أن حجم النشاط في البيئة العراقية يتأثر بالظروف الاقتصادية الكلية أكثر من تأثره بالسياسات المالية الداخلية.

الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: الاستنتاجات

2. **معنوية النموذج التفسيري:** أثبتت نتائج التحليل الإحصائي أن النموذج التحليلي لشركة بغداد يتمتع بدلالة معنوية إجمالية؛ إذ بلغت قيمة مستوى المعنوية للنموذج F حوالى (0.0408)، وهي أقل من القيمة الاختبارية (0.05). وهذا يؤكد وجود تأثير ذي دلالة إحصائية لمحددات هيكل التمويل (مجتمعة) في الاستقرار المالي عند مستوى ثقة 95%. وتعزز هذه النتيجة قيمة معامل التحديد R^2 البالغة (0.883)، مما يعني أن النموذج يفسر (88.3%) من التباين الحاصل في الاستقرار المالي للشركة، وهي قدرة تفسيرية عالية جداً.
3. **هيمنة "حجم الشركة" كمحدد للاستقرار:** تؤكد النتائج أن "حجم الشركة" هو المحدد المستقل الأكثر تأثيراً ومعنوية في تعزيز الاستقرار المالي Z-score للشركات المبحوثة (كما ظهر بوضوح في شركتي الكندي والمنصور). فقد أظهرت البيانات أن نمو حجم الشركة كان المحرك الأساسي للأمان المالي. وفي المقابل، لم تظهر بقية المتغيرات (مثل ملموسية الموجودات والدرع الضريبي) تأثيراً معنوياً منفرداً في أغلب الحالات، مما يعكس هيمنة "وفورات الحجم" وقدرة الشركات الكبيرة على امتصاص الصدمات المالية في البيئة العراقية بشكل أفضل من المتغيرات التشغيلية الأخرى.
4. **تفسير مفارقة السيولة والاستقرار:** على الرغم من أن الربحية والسيولة يمثلان المكونات الجوهرية لنموذج Altman Z-score إلا أن الاختبارات الإحصائية ((T لم تظهر لهما تأثيراً معنوياً منفرداً في بعض الشركات. ويُعزى هذا التناقض الظاهري إلى حالة "عدم الاستقرار التشغيلي"؛ ففي شركة بغداد مثلاً، حدثت قفزة في الاستقرار المالي (1994.451) عام 2022 رغم الانهيار الحاد في السيولة. ويُستنتج من ذلك أن استقرار الشركات الصناعية العراقية بات يرتبط "بالقيمة السوقية للأسهم" (فرص النمو) و "حجم الموجودات المتركمة" أكثر من ارتباطه بالتدفقات النقدية الجارية، وهو ما يشير إلى أن السوق يعطي وزناً للأصول والسمعة التاريخية للشركة أكثر من كفاءتها في إدارة السيولة الأنية.

ثانياً: التوصيات

1. 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. ضرورة اهتمام إدارات الشركات بتحسين صورتها الذهنية في سوق العراق لأوراق 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. نظراً لانخفاض 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. 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.

الشكر والتقدير: يتقدم الباحثون بخالص الشكر والتقدير إلى كل من أسهم بتقديم المشورة العلمية والدعم الفكري في إنجاز هذا البحث.

التمويل: لم يتلقَ هذا البحث أي تمويل من أي جهة كانت.

مساهمة المؤلفين: ساهم جميع المؤلفين في إعداد البحث وجمع البيانات وتحليلها ومراجعته النهائية. استخدام الذكاء الاصطناعي والتقنيات المساعدة في عملية الكتابة: لم يعتمد الباحثون على برامج وأدوات الذكاء الاصطناعي في إعداد البحث أو تحليل البيانات وتفسير النتائج.

تضارب المصالح: نوّكّد بعدم وجود أي تضارب في المصالح فيما يتعلق بمحتوى البحث أو تأليفه أو نشره.

نبذة عن كل مؤلف:

المؤلف الأول: حاصل على شهادة الماجستير في تخصص إدارة الاعمال، وحالياً أنجزت مرحلة اعداد أطروحة الدكتوراه في إدارة الاعمال – تخصص الإدارة المالية.

المؤلف الثاني: حاصل على شهادة الدكتوراه في تخصص إدارة الاعمال – إدارة الإنتاج والعمليات.

المؤلف الثالث: حاصل على شهادة الدكتوراه في تخصص إدارة الاعمال – إدارة المصارف.

1. النشرة السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للأعوام من (2010-2022)
2. 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.
3. 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.
4. 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). *Tikrit Journal of Administrative and Economic Sciences*, 20(65), 180-198.
5. 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
6. 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)66-53.
7. 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.
8. 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.
9. 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.
10. 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.
11. Brigham & Houston, (2019), "Fundamentals of Financial Management", 10th ed, USA.
12. Al-Hattami, H. M., Mady, K., & Al-Bukhrani, M. A. (2026). Green digital accounting and sustainable entrepreneurship in emerging economies: impacts on financial sustainability and performance. *Cogent Business & Management*, 13(1), 2601944.
13. Chakrabarti, A., & Chakrabarti, A. (2019). The capital structure puzzle—evidence from Indian energy sector. *International Journal of Energy Sector Management*, 13(1), 2-23.
14. 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
15. Cortez, M. A., & Susanto, S. (2012). The Determinants Of Corporate Capital Structure: Evidence From Japanese Manufacturing Companies. *Journal Of International Business Research* 11, (3)134-121.
16. Dhankar, R. S. (2019). Optimal Capital Structure and Investment Decisions. In *Capital Markets and Investment Decision Making* (pp. 197-210).

17. Enyi, E. P. (2017). Going Concern, Earnings Capacity And Corporate Financial Stability. *International Journal Of Development And Sustainability*, Issn, 2186–8662
18. Frank, M. Z., Goyal, V. K., & Shen, T. (2009). The pecking order theory of capital structure: where do we stand?.
19. Franta, M., Baruník, J., Horvath, R., & Šmídková, 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*.
20. 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.
21. 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.
22. Harris, M. & Raviv, A. (1990). Capital Structure And The Informational Role Of Debt. *The Journal Of Finance* 45, (2)349-321
23. 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.
24. Houben, A. C., Kakes, J., & Schinasi, G. J. (2004). *Toward a framework for safeguarding financial stability (Vol. 4)*. Washington, DC: International Monetary Fund
25. 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
26. Kareem, J. (2019). Effect of capital structure on the performance of quoted manufacturing firms in Sub-Saharan Africa (Doctoral dissertation, Kwara State University (Nigeria)).
27. 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)285-268
28. 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.
29. Listyarini, F. (2020). Analisis Perbandingan Prediksi Kondisi Financial Distress Dengan Menggunakan Metode Altman, Springate, Dan Zmijewski. *Jurnal Bina Akuntansi*, 7(1), 1-20.
30. 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.
31. 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)*.
32. Mat Nawi, H. (2015). Determinants of capital structure in small and medium sized enterprises in Malaysia (Doctoral dissertation, Brunel University London).

33. 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
34. 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
35. Mishkin, F. (1997). *The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policymakers*. Federal Reserve Bank of Kansas City
36. 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).
37. 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).
38. Amidu, M. (2007). Determinants of capital structure of banks in Ghana: an empirical approach. *Baltic journal of management*, 2(1), 67-79.
39. 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)148-139
40. 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.
41. Nurjanah, Y., & Darmawan, A. (2024). Financial Distress Analysis Using Altman Z-Score, Ohlson, And Fulmer Methods: Empirical Study Of Aviation Sector Companies Listed On The Idx In The Period Of 2018 To 2021. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Kesatuan*, 12(6), 513-528.
42. 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.
43. Psillaki, M., & Daskalakis, N. (2009). Are the determinants of capital structure country or firm specific?. *Small business economics*, 33(3), 319-333.
44. 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.
45. Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 5
46. Rashid, F., Khan, R. A., & Qureshi, I. H. (2023). A comprehensive review of the Altman Z-Score model across industries. *Available at SSRN 5044057*.
47. 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.
48. Yisau, N., Oke, A., & Odukoya, M. (2024). Determinants of capital structure in Nigeria's quoted consumer goods firms. *Bankacılık ve Finansal Araştırmalar Dergisi*, 11(1), 19-44.