



أثر حجم الشركة على العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية في ظل قانون الضرائب دراسة اختبارية على الشركات المصرية

إعداد

د. السيد حسن سالم بلال

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

sbela1362005@gmail.com

د. أحمد محمد شاكر

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

dr_ahmedshaker2000@yahoo.com

دينا عبد الرحيم السيد علي

باحثة ماجستير محاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

dina_rahim89@hotmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد السابع والأربعون - العدد الثالث يوليه 2025

رابط المجلة: <https://zcom.journals.ekb.eg/>

مستخلص البحث

استهدفت الدراسة الحالية تحديد العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية، وبشكل أكثر تحديداً، اختبار الأثر المنظم لحجم الشركة على هذه العلاقة. ولتحقيق هذا الهدف، تم تطبيق الدراسة الاختبارية على عينة مكونة من 99 شركة مساهمة غير مالية مقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 2018 حتى عام 2022.

وفيما يتعلق بمنهجية قياس متغيرات الدراسة، فقد تم قياس المتغير المستقل (الأرباح المحتجزة) من خلال نسبة إجمالي الأرباح (الخسائر) المرحلة مقسومة على إجمالي القيمة الدفترية لحقوق الملكية. أما المتغير التابع (قرارات المديونية)، فقد تم قياسه بقسمة إجمالي القروض والتسهيلات الائتمانية التي حصلت عليها الشركة (بعد استبعاد القروض الحسنة بدون فائدة إن وجدت) على إجمالي القيمة الدفترية لحقوق الملكية. وتجدر الإشارة إلى أن الدراسة استخدمت أيضاً عدداً من المتغيرات الضابطة للتحكم في العوامل المؤثرة، والتي تمثلت في: معدل العائد على الأصول، وكثافة رأس المال، والوفورات الضريبية، ونسبة السيولة.

وبتحليل البيانات إحصائياً، توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية، مما يشير إلى أن تغير حجم الأرباح المحتجزة من فترة لأخرى في شركات العينة يؤثر بشكل مباشر على قرارات المديونية التي تتخذها هذه الشركات. وعلى الجانب الآخر، أظهرت النتائج وجود علاقة سالبة بين المتغيرات الضابطة المستخدمة وقرارات المديونية في العلاقة الأساسية بالدراسة. فضلاً عن ذلك، فقد كشفت الدراسة عن وجود أثر منظم إيجابي لحجم الشركة على العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية، حيث ارتفعت معنوية هذه العلاقة بشكل ملحوظ عند إدخال المتغير المنظم (حجم الشركة). وفي السياق ذاته، أوضحت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة سالبة بين متغير كثافة رأس المال وقرارات المديونية في الشركات محل الدراسة، مما يعني أن الشركات ذات الكثافة الرأسمالية المرتفعة تميل إلى الاعتماد بدرجة أقل على التمويل بالديون مقارنة بنظيراتها ذات الكثافة الرأسمالية المنخفضة.

الكلمات الدالة: الأرباح المحتجزة، قرارات المديونية، حجم الشركة.

مشكلة البحث

تضطلع الشركات المساهمة المصرية بدور محوري في تنمية الاقتصاد القومي، حيث تسهم في توفير المنتجات وخلق فرص عمل متنوعة للحد من البطالة، مما يبرز أهميتها الاستراتيجية في المجتمع. ومع ذلك، تواجه العديد من هذه الشركات تحديات جوهرية في توفير التمويل المناسب الذي يتلاءم مع دورة حياتها للمحافظة على استمراريته ونموها المستقبلي (عبد الحميد، 2011ص199).

وفي هذا السياق، تتحدد قرارات التمويل للشركات في ضوء مجموعة من العوامل الرئيسية منها: الحجم، والربحية، ومعدل الضريبة الفعلي، والمزايا الضريبية. وتجدر الإشارة إلى أن هذه العوامل تختلف وفقاً لحجم الشركة، الأمر الذي يؤثر بشكل مباشر على قراراتها الاستثمارية. وقد أظهرت الأدبيات المحاسبية تبايناً في وجهات النظر بشأن قرارات المديونية؛ فمن ناحية، أوضحت دراسة (العبدلي، 2013: ص34) أن الشركات ذات المديونية المرتفعة تكون أكثر عرضة للمخاطر، بينما بينت دراسة (Myers, 2001: p21) من ناحية أخرى أن ارتفاع نسبة المديونية يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار المزايا الضريبية. وبناءً عليه، فإن وجهات النظر تختلف باختلاف حجم الشركة.

وفي إطار سعي الشركات نحو تحقيق أهدافها الاستراتيجية المتمثلة في الربحية والنمو والاستمرارية، يُفرض على إدارتها ضرورة اتخاذ قرارات استراتيجية بدقة وفقاً لاحتياجاتها من الموارد المتاحة. وتعد قرارات الاستثمار والتمويل من أهم هذه القرارات، حيث يشير قرار الاستثمار إلى كيفية استخدام الموارد المتاحة وتوزيع الاستثمارات، في حين يهتم قرار التمويل باختيار المزيج التمويلي الأمثل وتحديد نسبة التمويل من كل مصدر وأجله (بوعبدلي، 2016: ص65).

وعلاوة على ذلك، ينتج عن التمويل الخارجي بالقروض ما يُعرف بالرافعة المالية، التي تُقاس بنسبة مجموع الالتزامات إلى أصول الشركة. وبالرغم من المزايا المتعددة التي تحققها الرافعة المالية للشركات مثل الوفورات الضريبية المتمثلة في خصم أسعار الفائدة من صافي الربح، وانخفاض تكلفة الدين مقارنة بتكلفة حقوق الملكية في بعض الحالات، إلا أن زيادة الاعتماد على التمويل بالأموال المقترضة دون كفاءة في استخدامها قد يعرض الشركة لمخاطر الإفلاس والخروج من السوق. (Donaldson, 1961: p45)

ونظراً لما سبق، يُعد قرار التمويل من أهم قرارات الإدارة المالية وأكثرها تعقيداً، حيث تمثل عملية الحصول على الأموال وترشيدها نحو الفرص الاستثمارية مهمة أساسية لإدارة الشركات، مما يؤكد أهمية اختيار قرار التمويل المناسب من قبل المديرين الماليين لتحديد كيفية الحصول على الأموال اللازمة في التوقيت المناسب (Karadeniz et al., 2011: p761) وتتعدد مصادر التمويل وتتباين في خصائصها وتكلفتها وعوائدها، وفي هذا الصدد، تُعد نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل من أكثر النظريات أهمية في تفسير قرارات المديرين التمويلية (Donaldson, 1961: p45)، حيث تقضي بأن الشركات تفضل الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية مثل الأرباح المحتجزة بالمقارنة بالتمويل الخارجي مثل القروض.

وجدير بالذكر أن مصادر التمويل تتنوع أمام الشركات وتختلف في تكاليفها وشروط الحصول عليها وخصائصها. وعلى الرغم من هذا التنوع، فقد ظل الاهتمام منصباً بشكل أكبر على كيفية تشكيل الهيكل التمويلي للشركة بين أموال الملكية وأموال الديون، نظراً لما لهذا التنوع من تأثير واضح على عنصرين أساسيين في نشاط الشركة: العائد والمخاطرة (عبد الحميد، 2021: ص14).

وفي سياق متصل، أجرى (Gordon & Donaldson) دراسة مسحية للممارسات التمويلية لعينة من الشركات الكبرى في الولايات المتحدة الأمريكية، استنتجوا منها نظرية لترتيب أولويات مصادر التمويل من وجهة نظر الشركات، والتي تم تطويرها لاحقاً. وتتلخص أبعاد نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل في النقاط الستة التالية: (Myers, 2001, p45)

- 1- تفضيل الشركات لمصادر التمويل الداخلي من الأرباح المحتجزة كمحاولة للتقليل من تكاليف التمويل الأخرى مثل القروض، وتخفيض عدم تماثل المعلومات وبالتالي تقليل تكاليف الوكالة.
- 2- تكييف الشركات لنسبها المستهدفة لتوزيعات الأرباح بناءً على توقعاتها بشأن الفرص الاستثمارية المتاحة، بحيث تكون الأرباح المحتجزة كافية - في ظل الظروف العادية - لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة.
- 3- اتباع الشركات لسياسات توزيع أرباح مستقرة (Sticky)، إذ يتم تعديل النسب المستهدفة للتوزيعات بشكل تدريجي لملاءمة الفرص الاستثمارية القيمة أو التمويلية المتاحة، تجنباً لإحداث تغييرات مفاجئة في سياسات توزيع الأرباح للحفاظ على حقوق أصحاب المصالح وجذب المستثمرين.

4- في حالة تقلبات غير متوقعة في أرباح الشركة أو في فرص الاستثمار المتاحة، فإن اتباع سياسات توزيع أرباح مستقرة يعني أن الأموال المتولدة داخلياً قد تزيد أو تقل عن النفقات الاستثمارية. فمن جهة، عندما تفوق الأموال المتولدة داخلياً الاستثمار الرأسمالي، يُوجه الفائض لسداد الديون أو للاستثمار في أوراق مالية قابلة للتداول. ومن جهة أخرى، عندما تقل هذه الأموال عن الاستثمار الرأسمالي الضروري، تسحب الشركة من رصيدها النقدي أو محفظة أوراقها المالية.

5- عند الحاجة للتمويل الخارجي للاستثمار الرأسمالي، تصدر الشركة الأوراق المالية الأكثر أماناً أولاً (الديون قبل حقوق الملكية). ومع تزايد الحاجة للتمويل الخارجي، تنتقل الشركة من الدين الآمن إلى الدين الأكثر خطورة، وربما إلى الأوراق المالية القابلة للتحويل أو الأسهم الممتازة، وأخيراً إلى إصدار أسهم جديدة كملاذ أخير.

6- تعكس نسبة ديون كل شركة متطلباتها المتراكمة (Cumulative Requirement) للتمويل الخارجي.

بناءً على ما تقدم، تشير هذه النظرية إلى أن الشركات تستخدم تسلسلاً هرمياً للتمويل (Hierarchy of Financing) من خلال ترتيب أولويات مصادر تمويلها، دون تحديد خليط مستهدف من الديون وحقوق الملكية داخل هيكل التمويل. فوفقاً لهذه النظرية، لا يوجد مزيج أو خليط مثالي محدد نسبياً من الديون وحقوق الملكية، حيث يوجد نوعان من حقوق الملكية: داخلية (الأرباح المحتجزة) وخارجية (إصدار أسهم جديدة)، مع وقوع الأموال المقترضة في موقع متوسط بينهما (هندي، 1998؛ بسيوني، 2017).

مما سبق، يتضح أن نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل بينت أن الشركات الأكثر ربحية تميل إلى احتجاز المزيد من الأرباح دون توزيعها، وتقلل من الاقتراض لتوفر التمويل الداخلي الكافي لمشروعاتها الاستثمارية. وفي المقابل، تسعى الشركات الأقل ربحية للحصول على الاقتراض لعدم كفاية ما يمكن احتجازه من أرباح لتلبية احتياجاتها. وبالتالي، وفقاً لهذه النظرية، ينبغي على الشركات اللجوء إلى التمويل الخارجي فقط عندما يكون التمويل الداخلي غير كافٍ.

وعلى صعيد آخر، تحصل الشركات المقترضة على ميزة ضريبية من مدفوعات الفائدة الخاصة بالديون (ضمن حدود معينة وفقاً للقانون)، نتيجة الوفورات الضريبية المتحققة، مما يجعل تكلفة الاقتراض الحقيقية أقل من سعر الفائدة المتعاقد عليه. وبناءً على ذلك، يكون العائد الإجمالي

المتاح لحملة الأسهم أكبر في حالة الشركة التي تعتمد على القروض مقارنة بالشركة التي لا تستخدم هذا النوع من التمويل (لبدة، 1984: ص13).

وفي ضوء ما سبق، فإن قرارات التمويل من خلال الاقتراض تتيح للشركات ميزة ضريبية تحقق ربحية تستفيد منها. فمع وجود ضرائب على دخل الشركات، يمكن أن ترتفع القيمة السوقية للشركة مع زيادة نسبة الأموال المقترضة نتيجة الوفورات الضريبية التي تحققها مدفوعات الفائدة على الديون ضمن حدود معينة. (Chaklader & Sayeed, 2024)

وتأكيداً على ذلك، أشارت دراسة (Modigliani and Miller, 1963, p55) إلى أن القيمة السوقية للشركة ترتفع بالتزامن مع زيادة نسبة الأموال المقترضة، وذلك بسبب الوفورات الضريبية التي تحققها مدفوعات الفائدة المتعلقة بالديون، حيث تُعد فوائد الديون من المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، مما يولد وفورات ضريبية ذات آثار إيجابية على ثروة الملاك.

وبالانتقال إلى السياق المحلي، وبمراجعة أحكام قانون الضريبة المصري على الدخل رقم (91) لسنة 2005، ولائحته التنفيذية الصادرة بموجب قرار وزير المالية رقم (991) لسنة 2005 وتعديلاتهما، فيما يتعلق بالمعالجة الضريبية للعوائد المدينة على القروض والسلفيات التي تحصل عليها المنشأة لاستخدامها في ممارسة النشاط، يتبين أن المشرع الضريبي قد وضع حداً أقصى للقروض التي يسمح بخصم عوائدها (أو فوائدها) ضمن التكاليف واجبة الخصم، وهو ما يعادل أربعة أمثال متوسط حقوق الملكية (هندي، 1999، ص41).

وتجدر الإشارة إلى أن المادة رقم (52) من قانون الضريبة على الدخل رقم (91) لسنة 2005، في البند رقم (1) منها، نصت على أنه: "لا يعد من التكاليف واجبة الخصم العوائد المدينة التي تدفعها الأشخاص الاعتبارية المنصوص عليها في المادة (41) من هذا القانون على القروض والسلفيات التي حصلت عليها فيما يزيد على أربعة أمثال متوسط حقوق الملكية وفقاً للقوائم المالية التي يتم إعدادها طبقاً لمعايير المحاسبة المصرية، ولا يسري هذا الحكم على البنوك وشركات التأمين، وكذلك الشركات التي تباشر نشاط التمويل التي يصدر بتحديداتها قرار من الوزير".

وفي هذا الإطار، أتاحت المعالجة الضريبية التي جاء بها قانون الضريبة على الدخل رقم (91) لسنة 2005 للعوائد المدينة على القروض والسلفيات فرصة مناسبة للشركات المساهمة المصرية للقيام بالتخطيط الضريبي. فمن المتوقع أن تقوم هذه الشركات باحتجاز المزيد من الأرباح المتولدة لديها دون توزيعها، مما يزيد متوسط حقوق الملكية، وبالتالي يزيد مبلغ التمويل بالدين الذي

يؤدي إلى اعتماد المزيد من تكلفة التمويل بالدين ضمن التكاليف واجبة الخصم، ومن ثم اقتناص قدر أكبر من الوفورات الضريبية، الأمر الذي يولد لدى هذه الشركات الدافع للتوسع في عملية الاقتراض. وعليه، فإنه على عكس توقعات نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، فإن الشركات الأكثر ربحية، والتي يمكنها احتجاز المزيد من الأرباح، ستتوفر لها فرصة أكبر للتوسع في الاقتراض، نتيجة ارتفاع الحد الأقصى للقروض التي يسمح بخصم عوائدها ضمن التكاليف واجبة الخصم (أبو سالم، 2021). وفي المقابل، سيتقلص ميل الشركات الأقل ربحية نحو التوسع في الاقتراض، وذلك لأن ما يمكن احتجازه من أرباح لن يكون كافياً للحصول على المزيد من الوفورات الضريبية التي يحققها التمويل بالدين، نتيجة انخفاض الحد الأقصى للقروض التي يسمح بخصم عوائدها ضمن التكاليف واجبة الخصم.

ومما لا شك فيه أن التمويل يُعد إيجاد وتوفير الموارد المالية اللازمة للمشروعات الاستثمارية، وبهذا فهو خطوة تمهيدية للقرار الاستثماري، وهنا يبرز التساؤل الهام: هل يؤثر قرار التمويل على كفاءة القرار الاستثماري؟ تعني الكفاءة الاستثمارية التخصيص الأمثل لموارد الشركة، بحيث تستثمر في جميع المشروعات ذات القيمة المضافة المتوقعة (صافي قيمة حالية موجبة) مع تجنب المشروعات ذات صافي القيمة الحالية السالبة. (Chen et al., 2011, p14) إلا أن هذا الوضع المثالي نادر الحدوث في الواقع العملي، حيث غالباً ما يكون هناك استثمار أقل أو أكثر من اللازم، مما يشير إلى عدم كفاءة القرارات الاستثمارية ويؤثر سلباً على قيمة الشركة وموارد المجتمع والتنمية الاقتصادية للدولة. وفي هذا السياق، أشارت دراسة (Xu et al., 2022, p66) إلى وجود علاقة عكسية بين الرفع المالي وكفاءة الاستثمار.

واستكمالاً لما سبق، تشير دراسة (قنديل، 2018: ص 12-17) إلى أن الاستثمار الأقل أو الأكثر من اللازم للشركات يرجع إلى مقدمي التمويل والتكلفة والعائد من مصادر التمويل المختلفة. فمصدر التمويل الذي يحقق وفورات للشركات قد يجعلها تتجه إليه، ولكن في إطار المادة (52) من قانون الضرائب، يصبح من السهل على الشركات كبيرة الحجم الوصول إلى سوق الديون بسهولة، على عكس الشركات الصغيرة ومتوسطة الحجم.

مما سبق، يتمثل السؤال البحثي الذي تسعى الدراسة الحالية للإجابة عليه فيما يلي: هل هناك تأثير لحجم الشركة على العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية في ظل قانون الضرائب المصري على الدخل رقم (91) لسنة 2005؟

هدف البحث

يسعى البحث إلى تحقيق الأهداف التالية:

- 1- دراسة واختبار العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية في بيئة الأعمال المصرية خلال الفترة من (2018- 2022).
- 2- دراسة واختبار أثر حجم الشركة على العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية في ظل تطبيق أحكام قانون الضريبة المصري على الدخل رقم (91) لسنة 2005م خلال الفترة من (2018- 2022).

أهمية البحث

تتبع أهمية هذه الدراسة من الجوانب التالية:

- 1- **سد الفجوة البحثية**: عند مسح الأدبيات السابقة المتعلقة بالعلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية في الشركات المساهمة المصرية، تبين وجود ندرة نسبية في البحوث التي تناولت هذه العلاقة، فضلاً عن الدور المنظم لحجم الشركة عليها، مما يعد سبباً قوياً لدراستها في البيئة المصرية.
- 2- **تضارب نتائج الدراسات السابقة**: أظهرت الدراسات السابقة نتائج متضاربة حول العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية، مما يستدعي إجراء المزيد من الدراسات لتحديد دوافع ومحددات قرارات المديونية بين الشركات المساهمة المصرية.
- 3- **المنفعة العملية للمستخدمين**: من المتوقع أن تفيد نتائج هذه الدراسة المستخدمين الخارجيين للقوائم المالية عند صناعة قراراتهم التمويلية، انطلاقاً من أن مستوى الأرباح المحتجزة وعلاقتها المتوقعة بقرارات المديونية تعد أحد العوامل المؤثرة على قراراتهم.
- 4- **تعزيز كفاءة الاستثمار**: تساهم الأرباح المحتجزة في زيادة كفاءة الاستثمار والإقراض، وبالتالي مساعدة مستخدمي القوائم المالية على تقييم أداء الشركات واتخاذ قرارات كفوة عند استخدام الموارد المتاحة، مما يساهم في تنشيط أسواق المال.
- 5- **تقييم الآثار الضريبية**: الحاجة إلى معرفة التأثيرات الضريبية الناتجة عن تطبيق قانون الضرائب المصري رقم (91) لسنة 2005 على قرارات المديونية، وتحديد مصادر التمويل الأفضل للشركات.

6- **الإسهام النظري:** يتوقع أن تسهم نتائج هذه الدراسة في الأدبيات التي تسعى إلى تفسير دوافع قرارات المديونية، مثل نظرية المفاضلة الساكنة ونظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل.

حدود البحث

سوف يواجه البحث الحالي القيود أو الحدود التالية:

يقتصر تطبيق البحث الحالي على الشركات غير المالية المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية ، حيث سيتم استبعاد الشركات التي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية بخلاف البنوك من عينة البحث الحالي، نظراً لاختلاف طبيعة عملها وسياساتها التمويلية عن مثيلاتها في الشركات غير المالية، فضلاً عن طبيعة تقاريرها المالية والتي تجعل من تقدير قيم بعض المتغيرات الخاصة بالبحث الحالي أمراً صعباً.

خطة البحث

انطلاقاً من أهمية البحث وتحقيقاً لأهدافه والإجابة عن تساؤلاته البحثية، فقد تم استكمال البحث على النحو التالي: **يعرض القسم الأول:** التأسيس النظري لمتغيرات البحث، بينما يتناول **القسم الثاني:** تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فرضيات البحث. أما في **القسمين الثالث والرابع** يتم تصميم البحث وتحليل نتائج البحث واختبار فرضياته. ويعرض القسم الخامس خلاصة البحث والدراسات المستقبلية. بعد أن تناول الباحث مشكلة البحث، هدف البحث، أهمية البحث، حدود البحث، خطة البحث، سيتناول الباحث في القسم التالي عرض التأسيس النظري لمتغيرات البحث كلاً على حدة وتوضيح العلاقة بينهم .

القسم الأول: التأسيس النظري لمتغيرات البحث

مقدمة:

في الآونة الأخيرة زادت المنافسة بين الشركات، والتي فرضت ضرورة مواكبة التغيرات التي تحدث بسوق العمل للحفاظ على الاستمرارية، وذلك من خلال تحقيق أهدافها، وأحد أهم هذه الأهداف هو تحقيق الربحية، لأنها تعكس نجاح إدارة الشركة وقدرتها على الإستغلال الأمثل للموارد التي تحت تصرفها، من خلال زيادة كمية الإنتاج التي يتم بيعها لتحقيق ربح جيد (Sultan, 2022: pp15-21). ومن ثم الاهتمام بكيفية استخدامه في تكوين هيكل رأس المال بالشركات، حيث أن هناك مصدرين

أساسين لصناعة قرارات المديونية بالشركات وهما القروض وحقوق الملكية، وأن كل مصدر منهما يختلف عن الآخر، حيث يشير التمويل بالقروض من البنوك يفرض عليه تكاليف مثل سعر الفائدة الذي تدفعه الشركات على اقساط القروض المسدده، بالإضافة الى التمويل بالملكية والذي يدفع عنه تكاليف ايضاً مثل تكاليف إصدار الاسهم العادية في سوق المال.

وبالتالى فإن عملية التمويل من أهم القرارات التى تتخذها إدارة الشركات، حيث يتم من خلالها تحديد الكيفية التى يتم تدبير بها الأموال اللازمة لتمويل مختلف أنشطة الشركة وذلك من خلال المقارنة بين العائد والتكاليف لكل مصدر من مصادر التمويل، سواء كان تمويل من الخارج بالقروض، أم بالأرباح المحتجزة التى تمثل جزء من صافى ربح الشركة يستخدم لإعادة الإستثمار، بشكل يعزز المركز المالى للشركة وزيادة ربحيتها (الطيب، 2023: ص71) ولكن بالرغم من أهمية الأرباح المحتجزة كمصدر تمويل داخلى إلا أنه يختلف باختلاف أحجام الشركات وقدرتها على تحقيق الربحية ولكن إذا كان الشركة تستخدم مصادر تمويل خارجية فإن أرباح المساهمين سوف تنخفض فى الوقت الذى يحتاجون فيه الى أموال قصيرة الأجل ، على العكس من ذلك اذا زادت الأرباح الموزعة سوف تنخفض الأرباح المحتجزة مما يدفع الشركة إلى البحث عن مصادر تمويل أخرى (Tumiwa, 2021; p554)، بالإضافة الى ما يفرضه قانون الضرائب المصرى رقم 91 لسنة 2005 على أرباح الشركات و النسب المحدده التى يضع لها القانون حد معين من الأرباح المحتجزة حتى يسمح للشركة بالإقتراض، الأمر الذى جعل الشركات تسعى لزيادة حجم الأرباح المحتجزة بالشكل الذى يسمح به القانون للحصول على التمويل بالقروض والإستفادة من الوفورات الضريبية، الأمر الذى يستدعى بحث العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية، والدور المنظم لحجم الشركات على هذه العلاقة .

في ضوء ما سبق سيتم التاصيل النظري لمتغيرات البحث كما يلي:

1/1: ماهية الأرباح المحتجزة:

عرفت دراسة (بسيونى، 2017، ص85) الأرباح المحتجزة بأنها ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذى حققته الشركة من ممارسة نشاطها خلال السنة الجارية أو السنوات السابقة، ولم يدفع فى شكل توزيعات والذى يظهر فى قائمة المركز المالى للشركة، ضمن قسم حقوق الملكية ، فبدلاً من توزيع هذا الجزء من الأرباح تقوم ادارة الشركة بتخصيصه فى حسابات مستقلة بإسم الإحتياطيات، والى من أهمها الإحتياطى القانونى: وتقوم الشركة بتكوينه بنسبة 5% من صافى الأرباح بشرط ألا يتعدى 10% من رأس مال الشركة. الإحتياطى النظامى: وهو احتياطي تقوم ادارة الشركة بتكوينه

اختيارياً، حيث تقوم بتحديد نسبة من الأرباح لمواجهة المخاطر التي قد تتعرض لها الشركة في المستقبل. **الإحتياطات الأخرى:** قد سمح القانون للشركات بعد تحديد نصيب الاسهم من الارباح الصافية، أن تقوم بتكوين أى احتياطات تلزم للشركة وتضمن بقائها واستمرارها في السوق. **الأرباح المرحلة:** وهى مبالغ من الارباح المتبقية بعد توزيع الارباح على المساهمين، ويتم ترحيل هذا الجزء المتبقى إلى السنوات المقبلة التى تستطيع من خلالها الشركات سداد التزاماتها الطارئة أو القيام بمشاريع استثمارية جديدة.

مما سبق، يمكن تعريف الأرباح المحتجزة بأنها ذلك الجزء من التدفقات النقدية التى تحققها الشركة خلال فترة مالية معينه وتقوم بإحتجازها لمواجهة أى التزامات طارئة مثل التوسع في إستثمارات حالية أو مشروعات استثمارية جديدة وأن هذا الجزء من الإيرادات الذى لم يحصل عليه المساهمين فى شكل توزيعات يتم الاحتفاظ به وإعادة استثماره مره أخرى بالشركة.

2/1 : أهمية الاعتماد على الأرباح المحتجزة في التمويل:

يمكن بيان أهمية الأرباح المحتجزة من خلال النقاط التالية:

- 1- يؤدي زيادة الارباح المحتجزة بالشركات الى زيادة حقوق المساهمين، من خلال زيادة القيمة الدفترية لأسهم الشركات، مما يعد تقريباً للأسعار السوقية (الشريفى، 2021: ص 25).
- 2- امكانية رسملة الأرباح المحتجزة من خلال منح المساهمين أسهم مجانية تؤدي إلى زيادة عدد الأسهم المصدرة بالشركة، ومن ثم زيادة نصيب حملة الأسهم من الأرباح الموزعة.
- 3- تؤدي الأرباح المحتجزة إلى ارتفاع السعر السوقى والدفترى للسهم. وذلك لأن إعادة استثمار أرباح الشركات يعزز من قيمة الأسهم، ويكشف حجم التمويل الداخلى للشركة عن إمكانية نموها وإستمرارها بالمستقبل (Offor & Okwo, 2023: p66).
- 4- ان الإفصاح عن الأرباح المحتجزة يعطى اصحاب المصالح وخاصة المساهمين اشارة عن مدى استخدام إدارة الشركة للموارد المالية المولده داخلياً، وبالتالي القدرة على تقييم اداء الادارة، بما قد يؤدي إلى الحد من مشاكل الوكالة (Purohit, 2024 : p717).
- 5- تمكن الأرباح المحتجزة المساهمين وأصحاب المصالح من التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية للشركة. مؤشر للتدفقات النقدية- من خلال ما يحدث لأسعار الأسهم بالشركات والتي تحتفظ بها دون توزيعها مما يعطى إشارة للمستثمرين حول مدى قدرة الادارة على توليد أرباح جيدة لدى الشركة، ومن ثم يؤدي إلى زيادة قيمتها السوقية (Abdullahi, 2021: p112).

على الرغم مما سبق، بشأن أهمية الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل الداخلي إلا أن دراسة (هندي، 1999: ص10) ترى بأن اعتماد الشركات على الديون لتمويل مشروعاتها الاستثمارية بدلاً من حقوق الملكية قد يؤدي إلى زيادة العائد المتوقع، كنتيجة لانخفاض تكاليف الأموال المقترضة مقارنة بتكاليف حقوق الملكية.

كما بينت دراسة (Purohit, 2024: p77) العديد من الانتقادات الموجهة إلى الاعتماد على الأرباح المحتجزة كمصدر داخلي للتمويل، والتي من أهمها: أنه لا يصلح استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر تمويل بشكل متكرر لأنه خاضع للأنشطة التشغيلية أي الأرباح الأساسية التي تحققها الشركات ومدى قدرة الشركة على الإستمرار في تحقيق تلك الأرباح، بالإضافة إلى أنه من الصعب على الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم الاستفادة من التمويل بالأرباح المحتجزة وذلك لصغر حجم أعمالها وبالتالي انخفاض أرباحها التشغيلية.

3/1: النظريات المفسرة للتمويل بالأرباح المحتجزة:

من أهم النظريات التي تبنت مصادر التمويل المتعددة (الطراونة، 2021: ص 176) وأهم مبررات اختيار أيًا من هذه المصادر والتي منها ما يلي :

1/3/1 نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل : The Pecking Order Theory

وتتلخص أبعاد هذه النظرية فيما يلي (Gaud et al., 2005: pp 21-32):

- الشركات تفضل الاعتماد على التمويل من خلال المصادر الداخلية المتمثلة في الأرباح المحتجزة على التمويل الخارجي، والسبب في ذلك يرجع إلى عدم تماثل المعلومات لأنه ذو صلة بالتمويل الخارجي فقط .
- أن الشركات تحدد نسب الأرباح الموزعة بناءً على الفرص الاستثمارية المتاحة لها، أي عندما عندما تكون الأرباح المحتجزة كافية لتمويل المشروعات الاستثمارية لها .
- تقوم الشركات بعمل سياسة توزيع لزجة وأن النسب المستهدفة للتوزيعات يتم تعديلها بشكل تدريجي لتحويلها إلى فرص استثمارية، بمعنى أن الشركات تحاول تجنب التغيرات المفاجئة في سياسات توزيعات الأرباح.
- إذا كان التمويل الخارجي مطلوب للإستثمار الرأسمالي فإن الشركة سوف تقوم بإصدار أوراق مالية (الديون قبل حقوق الملكية) ثم أوراق مالية من أسهم ممتازة، ثم أسهم عادية.

مما سبق، يمكن استخلاص أن النظرية تستخدم التسلسل الهرمي للتمويل من خلال ترتيب أولويات مصادر التمويل، حيث تتوقع النظرية أن الشركات الأكثر ربحية تستطيع احتجاز أرباح أكثر من غيرها ولن تسعى إلى التمويل بالإقتراض، (Pibowei & Jimoh 2021 pp 32-41) لأن مصادر التمويل الداخلية بالشركة كافية لتلبية إحتياجاتها، وتلجأ إلى التمويل الخارجى فقط عندما تكون الأرباح المحتجزة غير كافية. بالتالى تتوقع النظرية أن الشركات الأكثر ربحية يمكنها احتجاز مزيد من الأرباح المتولدة لديها دون السعي نحو التوسع فى الإقتراض، وذلك لأن لديها تمويل داخلى كافى لمشروعاتها الإستثمارية على عكس الشركات صغيرة الحجم ذات الربحية المنخفضة .

2/3/1 نظرية الوكالة Agency Theory:

تعتبر هذه النظرية بديلة لنظرية المبادلة وتفترض ان المعلومات غير متماثلة لدى المستثمرين فى سوق المال، وتقوم بترتيب مصادر التمويل بالترتيب، حيث تبدأ بالتدفقات النقدية الداخلية للشركات أى من أرباح الشركات، ثم يليها التمويل الخارجى اذا كان ذلك ضرورياً للأنشطة التشغيلية بالشركة (الطراونة، 2023، ص ص 178-179).

وفيما يتعلق الأرباح المحتجزة فقد بينت دراسة (Jensen & Meckling, 1976) حتمية وقوع تكاليف الوكالة فى مجال تمويل الشركات، لأن التعارض الذى يحدث بين حملة الأسهم (الملاك) ينشأ عنه مخاطر عدم السداد أو التأخر عنه، حيث أن حملة الأسهم يمكنهم تحقيق أرباح عندما تنخفض قيمة الديون الحالية على الشركات، ويمكن أيضاً أن يقوم المديرين باتخاذ قرارات استثمارية ذات درجة مخاطر عالية مما يؤثر على توزيعات الأرباح، نتيجة لأن العائد من هذه المشروعات الاستثمارية لا يتناسب مع درجة المخاطر المصاحبة له (Myer, 2001: p321). وتشير دراسة (عبدالحميد، 2017: ص60) الى أنه يمكن أن يقوم المديرين باستغلال الميزة المعلوماتية لديهم من خلال اخفاء معلومات حول أصول الشركة عن المساهمين، وبالتالي قد تلجأ الشركات إلى مصدر تمويل آخر.

3/3/1 نظرية الإشارة (Signaling Theory)

فى عام 1986 اقترح Foster أن الشركات التى تستطيع تحقيق أرباح جيدة يكون لديها الحافز لأن تميز نفسها عن باقى الشركات الأخرى، وذلك من خلال توفير إفصاح اختياري، ويدعم ذلك فرض اشارة المعلومات والذى يقضى بأن الشركات فى ظل وجود أنباء جيدة من المحتمل أن

تفصح أكثر عن معلومات اضافية (Ross, 1979: pp112-117). وفي ذات السياق أشارت دراسة (Lee et al, 2010: p23) إلى أن الإفصاح عن مقدار الأرباح المحتجزة بالقوائم المالية يعطى إشارة موجبة للمستثمرين وأصحاب المصالح حول القوة الإيرادية التاريخية لفترات سابقة للشركة عن الأرباح والتي تعد مؤشر لنمو الشركات مستقبلاً.

وعلى النقيض من ذلك فقد أشارت دراسة (Chaklader, 2024: p99) إلى أن دفع الأرباح وتوزيعها على المساهمين دون احتجازها يدعم ما تؤيده نظرية الإشارة بأنه يعد إشارة موجبة للمساهمين في السوق بشأن قدرة وكفاءة الإدارة على استثمارها للموارد المتاحة لها، وبالتالي يدعم ثقة المستثمرين في الشركة مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية لأسهم الشركة.

4/3/1 نظرية التميز الضريبي:

تقوم هذه النظرية على أساس أنه إذا كان معدل الضريبة على التوزيعات يزيد عن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية "الناجمة عن الإستثمار في الأرباح المحتجزة" فإن المستثمرين سوف يطالبون بمعدل مرتفع على الإستثمار في الشركات التي ترتفع بها نسبة توزيعات الأرباح، (الطيب، 2023، ص ص 529 – 531). وذلك مقارنة بالشركات المماثلة التي تحتجز نسبة كبيرة من الأرباح، ومن ثم قد يؤدي ذلك إلى ارتفاع تكلفة الأموال بالشركات التي تقوم بعمل توزيعات أرباح، وبالتالي انخفاض قيمتها السوقية. لذلك، يمكن القول بأن الأرباح المحتجزة قد تؤثر إيجاباً على القيمة السوقية لأسهم الشركة، وتحديد مصادر التمويل بشكل أفضل لعدة أسباب من أهمها حدوث إنخفاض في معدل الضرائب على الأرباح الرأسمالية مقارنة بمعدل الضرائب على توزيعات الأرباح، الأمر الذي يشير إلى أن التمويل الأفضل يكون بالأرباح المحتجزة (حفيضة، 2018 ص ص 530-533)

2/1 قرارات المديونية

هناك مصدران للتمويل من جانب الشركات، أحدهما مصدر تمويل ذاتي، ويتمثل في حقوق الملكية، وإلى جانب ذلك المصدر (بسيوني، 2017، ص 36)، تعتمد الشركات على الديون كمصدر للتمويل يتضمن درجة ومستويات من المخاطرة، تتمثل في تكلفة الديون والتي تزداد على الشركات في حالة التأخر أو التخلف عن السداد في المواعيد المحددة لها، لذلك تعرف تكلفة الديون بأنها الأعباء المالية التي تتحملها الشركات نتيجة حصولها على أموال من الغير للقيام بالأنشطة المختلفة

(الدسوقي، 2024: ص 45) أو أنها التكاليف التي تدفعها الشركة بعد تعديلها بمقدار الضرائب نتيجة حصولها على أموال طويلة الأجل. وسيتم تناول قرارات المديونية من خلال النقاط التالية:

1/2/1 مفهوم قرارات المديونية

تسعى الشركات إلى الوصول للبديل الأمثل والأفضل لتمويل أنشطتها وتوسعاتها الإستثمارية، ويعرف قرار المديونية بأنه الخليط من الأموال التي تحصل عليها الشركة من مصادر مختلفة تتكون من العناصر والبنود المفصّل عنها بالقوائم المالية، حيث أشارت دراسة (بن عيشة، 2023: ص14) بأن قرار المديونية هو قرار يتعلق بتشكيلة مصادر هيكل رأس المال، حيث أنه اطار يصف كيفية اتخاذ قرار الحصول على الأموال وكيفية استخدامها، وتعرف العلاقة بين الديون والملكية بما يسمى بالرافعة المالية للشركات.

بالإضافة إلى أنه يمكن القول بأن قرارات المديونية هي تلك القرارات التي ترتبط بكيفية اختيار المزيج التمويلي الأفضل لتمويل الأصول بالشركات، وتحديد نسبة التمويل من كل مصدر تمويلي (طويل الأجل أم قصير الأجل)، وبالتالي القدرة على الوقوف على المصادر الداخلية والمصادر الخارجية للتمويل، ومعرفة نسبة كل منها (النسور، 2017: ص44).

2/2/1 محددات قرارات المديونية:

أ- العامل الأول: وهو صافي التدفقات النقدية بالشركة، حيث يتولد عن تكبد أو تحمل الشركة لفوائد القروض التي تحقق وفورات ضريبية والتي تؤدي الى زيادة صافي الربح وبالتالي التدفقات النقدية الخاصة بالشركة ومن ثم زيادة القيمة السوقية للشركة، وتعظيم العائد للمساهمين (Donaldson, 1961: p45).

ب- العامل الثاني: يتعلق بتكلفة رأس المال، ويتمثل في المتوسط المرجح لتكلفة العناصر التي يتكون منها رأس المال، حيث أنه كلما كانت تكلفة الإقتراض أقل من تكلفة العناصر الأخرى التي يتكون منها هيكل رأس المال كلما أدى ذلك الى زيادة التمويل بالإقتراض وتخفيض تكلفة رأس المال .

ج- العامل الثالث: يتوقف اختيار الهيكل التمويلي (قرارات المديونية) على درجة الرفع التشغيلي بالشركة، حيث يؤثر قرار مصدر التمويل الذي يتم اختياره على مقدار التكلفة المصاحبة له، ومن ثم تزيد الإلتزامات على الشركات، وبالتالي يهدف قرار المديونية الى اختيار البديل الذي له عائد أكبر من التكلفة (النسور، 2017: ص ص 55-63).

3/2/1 أهمية قرارات المديونية :

تحتاج الشركات إلى الأموال اللازمة للقيام بالأنشطة التشغيلية الأساسية التي يتولد عنها الأرباح والتدفقات النقدية، ومن أهم العناصر اللازمة لتحديد التمويل اللازم ما يلي (بسيونى، 2017: ص 45):

أ- التمويل لأعمال الاستثمار: يأتي بعد الحصول على رأس المال النقدى، حيث يتم تكوينه من أجل الحصول على أصول ثابتة تشغيلية مثل الاراضى والمباني وغيرها من الأصول التشغيلية للشركة، بالإضافة إلى تكوين رأس المال العامل، والذي يتمثل فى المواد الخام وغيرها من المواد اللازمة للإنتاج (ناصر، 2014، ص ص 241-253).

ب- تمويل الإنتاج: ويتمثل فى كيفية استغلال الموارد المتاحة لدى إدارة الشركة فى الإنتاج لمواجهة النفقات لدى الشركات والتي تتعلق بالعمليات التشغيلية أي الطاقة الانتاجية للشركة، ولذا يتم خلط عناصر الإنتاج المختلفة حيث يدمج رأس المال الثابت مع رأس المال العامل (Xu,2022;p67).

ج - تمويل البيع (التسويق): وتبدأ عملية البيع بعد انتهاء الإنتاج وإعداد السلع والمنتجات للبيع مثل عمليات التخزين والتوزيع وغيرها، وتتم عملية البيع بعد تحمل الشركات تكاليف انتاجها بالكامل، وعند البيع يصبح لدى الشركات سيولة نقدية من العمليات التشغيلية الاساسية (بسيونى، 2017: ص 45).

3/1 العلاقة بين التمويل بالأرباح المحتجزة وقرارات المديونية:

تعتمد الشركات بشكل دائم على الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل والذي يعد أحد بدائل التمويل بالملكية والأقل تكلفة من المصادر الأخرى مثل: إصدار اسهم عادية، بالإضافة الى أن التمويل بالأرباح المحتجزة يعكس قدرة الشركة على تحقيق الأرباح المستقبلية، الأمر الذى ينعكس ايجابياً على القيمة السوقية للشركة (الطيب، 2023، ص 71)،

وبالرغم من ذلك فى ضوء إهتمام المساهمين بتوزيعات الأرباح يترتب عليها القرارات الاستثمارية و التمويلية المستقبلية، فإن ذلك يتوقف على هيكل رأس المال، كما أن التوزيعات على المساهمين تعطى اشارة حول الوضع المالى للشركات وبالتالي زيادة ثقة المستثمرين وذلك على عكس احتجاز الأرباح وعدم توزيعها بما قد يؤثر بالسلب على قرارات المديونية بالشركات

(مصطفى، 2005، ص 115-117). لذلك سوف مناقشة ما سبق من خلال (مكونات هيكل رأس مال الشركات، المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الشركات، العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية).

1/3/1 مكونات هيكل رأس مال الشركات.

أشارت دراسة (حفيضة، 2018، ص 523-524) الى أن توجيه مصادر التمويل إلى الإستخدامات المثلى فى الشركات من أهم الأهداف التى تسعى الشركات الى تحقيقها لتعظيم قيمتها السوقية وتحسن صورتها أمام المساهمين، وفيما يتعلق بوجود فائض فى الأموال التى تحققها الشركات من انشطتها التشغيلية نجد أنه يوجد العديد من البدائل التى يمكن للإدارة المفاضلة والاختيار من بينها وذلك من خلال إعادة شراء الأسهم والتى تعد بمثابة أحد أهم التوزيعات على المساهمين ولكنها تضعف من حقوق الملكية بالشركات، وعلى الرغم من ذلك فإنها تشير الى انخفاض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة و المستثمرين بسوق المال .

ولذلك يمكن القول بأن هيكل رأس المال الذى يشمل القروض حيث يتعلق بعاملين وهما:

- صافى التدفقات النقدية بالشركات:

حيث يتولد عن تحمل المنشأة فوائد القروض مميزات عديدة أهمها الوفرة الضريبية والتى تؤدي إلى زيادة صافى التدفقات النقدية بالشركة ومن ثم زيادة القيمة السوقية لها، وبالتالي تعظيم العائد لدى المساهمين أو الملاك (Royer, 2017: pp393-411).

- تكلفة رأس المال :

والذى يتمثل فى المتوسط المرجح لتكلفة كل عنصر يتكون منه هيكل رأس المال، ونظراً لأن هيكل رأس المال يتوقف على تحديد العائد والتكاليف من كل قرار تمويلي للشركة فإنه كلما كانت تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة العناصر الأخرى أو باقى العناصر المكونه لهيكل رأس المال كلما زاد الاعتماد على قرار التمويل بالقروض وذلك لتخفيض تكلفة رأس المال (Le & Moore, 2023, pp223-251).

1/3/2 المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الشركات .

أ- مخاطر الأعمال:

وهي تعبر عن درجة المخاطرة المرتبطة بقرارات الشركة نحو الاستثمار فى الأصول والتي تزيد وتقل حسب العديد من العوامل والتي من أهمها ، درجة استقرار الطلب على منتجات

الشركة ومقدار التغير فى أسعار البيع، بما يتوافق مع التغيرات فى العملية الإنتاجية للشركة ، معدل الزيادة فى عناصر التكاليف مقارنة بالمبيعات ومدى قدرة الشركة على تغطية التكاليف الثابتة (Sadia,2012:pp5-17).

بد المخاطر المالية:

وهى تلك المخاطر المتعلقة بقرارات المديونية للشركات والتي يتكون منها الهيكل المالى للشركة، وتحدث عندما يزداد اعتماد الشركات على الديون كمصدر للتمويل الخارجى بالشكل الذى تزيد فيه المخاطر بحقوق كلطية الشكرة مثل مخاطر السيولة المالية والتي تؤدى الى عدم القدرة على سداد الالتزامات المستحقة فى مواعيدها، وتزداد هذه المخاطر عند حدوث انخفاض درجة السيولة بالأصول الثابتة، والأصول المتداولة وخاصة المخزون. وإنخفاض معدل العائد من الأموال المستثمرة وإرتفاع معدل الفائدة على القروض (Mateev&Invanov,2013:pp28-51).

3/3/1 العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية.

تشير دراسة (بسيونى،2017،ص 24) أن الشركات كبيرة الحجم والأكثر بحية يمكنها تحقيق أرباح محتجزة أكثر من غيرها ولن تسعى الى التوسع فى الإقتراض لأن لديها تمويل داخلى كافى من الأرباح المحتجزة وعلى عكس ما سبق، فإن الشركات الأقل ربحية لا تستطيع تمويل أنشطتها الأساسية من الأرباح المحتجزة وبالتالي قد تلجأ إلى الإقتراض من الخارج .

وبالتالى، فإن الأرباح المحتجزة تعكس قدرة الشركات على إعادة إستثمار الأرباح والحفاظ على الإستمرارية و النمو طويل الأجل، حيث يتم إحتجاز جزء من الأرباح بعد الضرائب دون توزيعها على المساهمين للأصول الصافية للشركة وذلك كمحاولة للتقليل من التمويل بالديون وبالتالي تخفيض المخاطر المالية ومخاطر السداد والأعمال التى يمكن أن تتعرض لها الشركات فى المستقبل (Agembe,2024,p677).

4/3/1 الدور المنظم لحجم الشركة فى علاقة الأرباح المحتجزة بقرارات المديونية

تحتاج الشركات إلى الأموال للمحافظة على نموها وبقائها فى السوق وذلك من خلال قدرتها على تغطية الإحتياجات المالية للتمويل والتوسع الإستثمارى، مما يجعلها تبحث عن مصادر تمويل عديدة بشكل يناسبها سواء كانت طويلة أم قصيرة الاجل (حميد،1991،ص 87)، ويعد من أهم محددات مصادر التمويل حجم الشركة ومدى أثره على قرارات المديونية التى تعتمد عليها

الشركات، حيث أشارت دراسة (ناصح، 2014، ص 77)، بأن محور قرارات المديونية في الشركات هو رقم الربحية المفصح عنه، كما أنه من أهم مصادر التمويل الذاتية أو الداخلية بالشركات بالرغم من أنه يصاحبه العديد من المخاطر مثل: عدم توزيعات الأرباح و مخاطر إعادة استثمار هذه الأموال مره أخرى في الأنشطة الأساسية بالشركة، بالإضافة إلى المخاطر المالية المصاحبة للتمويل الخارجى. ويمكن مناقشة ما سبق من خلال ما يلى:

1/4: حجم الشركة كمتغير منظم كما جاء فى النظريات

أ. نظرية المبادلة بين المنافع والتكاليف:

تقضى هذه النظرية بأن أى زيادة فى مستوى الديون تؤدي الى التعثر ومن ثم افلاس الشركة (حفيضة، 2018، ص ص 35-61)، لذلك من الممكن تحديد هيكل رأس المال بشكل أمثل من خلال التوازن بين الوفرات الضريبية والتكاليف التى تنتج عنها. لذلك فإن نظرية المبادلة تتوقع نسبة من الديون مستهدفة مسبقاً والتي تختلف حسب حجم الشركة، حيث أن الشركات كبيرة الحجم أصولها أكبر من غيرها ومن ثم تحقق وفرات ضريبية أكبر نتيجة ارتفاع أرباحها وبالتبعية طاقة اقتراضية كبيرة، وهو ما يشير الى أن زيادة استخدام التمويل المقترض قد يؤدي الى زيادة قيمة الشركة، وذلك على عكس الشركات صغيرة الحجم ذات الارباح المنخفضة عن غيرها، ولذلك فإن هذه النظرية تتبنى نسباً محددة من الديون أو القروض حسب حجم الشركة وبشكل عقلانى ومتوازن.

ب. نظرية تسلسل مصادر التمويل:

تعد بديلة لنظرية المبادلة، حيث ترى دراسة (Gitman, 2012, p533) أن الشركات كبيرة الحجم لديها ارباح أكبر من غيرها عندما، والتي تسهل على المديرين استخدامها لتمويل المشروعات الاستثمارية أو مواجهة أى التزامات طارئة تتعرض لها الشركة، ولكن نتيجة وجود عدم تماثل معلومات بين الإدارة والمستثمرين قد يحدث شك من قبل المستثمرين فى أنشطة الشركات حيث أنه قد يقرر المديرين رفض مشروعات استثمارية ذات قيمة حالية موجبة وذلك لتجنب بيع اسهم الملكية بأسعار منخفضة، ولذلك وضعت هذه النظرية ترتيب لمصادر التمويل الواجب على الشركة الأخذ بها وهى التمويل الداخلى وهو أولى مصادر التمويل بالشركة، العوائد وفرص الاستثمار والتي تختلف من سنة لأخرى حسب حجم الشركة، إذا لم تكفى الاموال الداخلية للاستثمار فيجب على الشركات ان تلجأ للتمويل الخارجى (بالديون) (Royer, 2017: pp393-411).

جـ- نظرية الإشارة :

تبدأ بإفترض أن السوق نادراً ما يكون متوازن، حيث يكون موقف المديرين أفضل من غيرهم نحو توقعات التدفقات النقدية المستقبلية للشركة لما لديهم من معلومات أكثر عن الأنشطة الخاصة بالشركات، حيث بينت دراسة (Mark & Sheric, 2006, P88) ان نسبة الدين الى حقوق الملكية تعد اشارة للسوق لنقل معلومات للمستثمرين وأهمها ما يلي:

- 1- معلومات تتعلق بالآزمات والتي فيها يتجنب المديرين الافصاح عن معلومات حول تعرض الشركة لصعوبات مالية وبالتالي تعرضها للإفلاس ومن ثم عقوبات اصدار الديون، ولذلك يكون لدى المديرين حافز قوى لإصدار اشارات صحيحة حول مدى قدرة الشركة على سداد ديونها وهو ما تستطيع الشركات كبيرة الحجم القيام به بعكس الشركات صغيرة الحجم .
- 2- معلومات تتعلق بإصدار الأسهم العادية التي تصدرها إدارة الشركة والتي تعد معلومه هامة للمستثمرين لمساعدته على تقييم القيمة الحقيقية لأسهم الشركة .

وبذلك يختلف قرار المديونية المكون لهيكل رأس المال، من حيث ما اذا كان يأخذ الشكل الامثل أم لا ، ووفقاً لنظرية عدم الارتباط (Donaldson,1961:pp12-31) لا يمكن للشركة تغيير تكلفة رأس المال من خلال تغيير نسبة الديون الى حقوق الملكية على افتراض عدم وجود ضرائب ولا تكاليف وكالة بالاضافة الى افتراض ان المعلومات غير متماثلة .

2/4 : وجهات النظر المؤيدة والمعارضة فى ضوء قانون الضرائب المصرى رقم 91 لسنة 2005.

تشير دراسة (Van Binsbergen & Yang, 2010, p92) بأن قرار الديون مشروط بالعديد من الخصائص من أهمها حجم الشركات، حيث أن حجم الشركة يؤدي الى زيادة الوفورات الضريبية التي تستفيد منها الشركات كبيرة الحجم عند التمويل بالقروض، بعكس الشركات صغيرة الحجم. واختلفت وجهات النظر بين مؤيد ومعارض للتمويل من خلال الأرباح المحتجزة أو من خلال التمويل الخارجى بالقروض، حيث أن الشركات كبيرة الحجم : التي تحقق مستويات عالية من الأرباح تميل الى تمويل استثماراتها من خلال الأرباح المحتجزة .وعلى عكس وجه النظر السابقة، فقد أوضحت دراسة (أبو سالم، 2021، ص13) أن الشركات الكبيرة تميل للإقتراض والصغيرة لا تميل، حيث أن الشركات كبيرة الحجم يمكنها تحقيق ربحية عالية والتي تمكنها من احتجاز المزيد من الأرباح المتولده داخلياً لديها مما يعطيها ذلك فرصة أكبر فى التوسع بالإقتراض نتيجة ارتفاع السقف أو الحد الأقصى للقروض التي سوف تسمح بخصم العوائد ضمن التكاليف واجبة الخصم .

مما سبق، يتضح وجود تباين وإختلاف بين قرارات التمويل سواء بالأرباح المحتجزة أو القروض حسب حجم الشركة كبيرة أو صغيرة الحجم، وفي حدود علم الباحثة لم تتطرق الدراسات السابقة إلى قرارات المديونية بالشركات متوسطة الحجم، الأمر الذي يستدعي معرفة تأثير الأرباح المحتجزة على قرارات المديونية للشركات الكبيرة والمتوسطة وصغيرة الحجم في البيئة المصرية.

القسم الثاني: تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فرضيات البحث

يتطلب المنهج العلمي لدراسة أي موضوع عرض وتحليل الدراسات السابقة المرتبطة به للوقوف على النتائج الأساسية التي توصلت إليها كمنطلق للدراسات اللاحقة. وتحقيقاً لهذا الغرض، تم تقسيم الدراسات السابقة كما يلي:

1/2 تحليل الدراسات السابقة

1/1/2 تحليل الدراسات التي تناولت العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية

في إطار البحث عن محددات قرارات المديونية وعلاقتها بالأرباح المحتجزة، هدفت دراسة (Chaklade, 2024) إلى اختبار العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية من خلال الرافعة المالية، وتأثير ذلك على توزيعات الأرباح. طبقت الدراسة على عينة مكونة من 174 شركة غير مالية مختلفة الأحجام في الهند (منها 25 شركة صغيرة و150 شركة متوسطة الحجم) خلال الفترة من أبريل 2011 حتى مارس 2019. وتم قياس متغير الرافعة المالية بنسبة إجمالي التزامات الشركة إلى إجمالي أصولها، والأرباح المحتجزة بصافي الدخل بعد الضرائب مطروحاً منه أرباح الأسهم المدفوعة، وحجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام. وتوصلت النتائج إلى أن النقد الزائد يؤثر بشكل موجب على قرار دفع الأرباح في كل من الشركات المتوسطة والصغيرة الحجم، كما أن الشركات متوسطة الحجم تستخدم الأرباح المحتجزة للتوسع بدلاً من توزيع الأرباح، بينما تميل الشركات صغيرة الحجم إلى توزيع الأرباح.

وفي سياق متصل، تناولت دراسة (Sultan, 2022) المفاضلة بين سياسة توزيع الأرباح والأرباح المحتجزة وأسعار الأسهم كمصادر لتمويل أنشطة الشركات، واستهدفت على وجه التحديد تحديد تأثير سياسة توزيع الأرباح على أسعار الأسهم وبالتالي على أنشطة الشركة وقيمتها. وقد طبقت الدراسة على عينة من أربع شركات من قطاعات مختلفة مدرجة في سوق الأسهم العراقية خلال الفترة من 2005 حتى 2014. وقد خلصت نتائج هذه الدراسة إلى أن سياسة توزيع الأرباح

لها أهمية كبيرة لتأثيرها على قيمة الشركات وتمويلها، حيث إن توزيع الأرباح دون احتجازها يعطي إشارة إيجابية للمستثمرين من خلال الإفصاح عن المعلومات المتاحة لدى الإدارة بشأن الأرباح التي تحققها الشركات.

وبالانتقال إلى دراسة أخرى ذات صلة، فقد هدفت دراسة (Ugwa & Onyekwelu, 2021) إلى معرفة مدى تأثير قرارات التمويل الداخلية بالأرباح المحتجزة على أداء الشركات في نيجيريا باستخدام أسلوب تحليل الانحدار الخطي البسيط. وتحقيقاً لهدف الدراسة، تم بحث تأثير الأرباح المحتجزة (كمتغير مستقل) على معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية، وذلك لعينة مكونة من 4 شركات في قطاع النفط والغاز خلال الفترة من 2009 حتى 2018. وقد أسفرت نتائج الدراسة عن أن الأرباح المحتجزة لها تأثير بسيط على معدل العائد على الأصول، في حين أظهرت تأثيراً معنوياً للتغير في رصيد الأرباح المحتجزة على معدل العائد على حقوق المساهمين. فضلاً عن ذلك، أبرزت الدراسة أن التمويل من خلال الأرباح المحتجزة يُعد أفضل مصادر التمويل لانخفاض درجة المخاطرة مقارنة بمصادر التمويل الخارجية.

وبالتوجه نحو البيئة المصرية، هدفت دراسة (أبو سالم، 2021) إلى اختبار مدى تأثير الأرباح المحتجزة على قرارات المديونية للشركات المساهمة المصرية في ظل تطبيق أحكام قانون الضريبة المصري على الدخل رقم (91) لسنة 2005، وذلك بغرض فهم التأثيرات الضريبية لهذا القانون على الخيارات التمويلية للشركات المساهمة المصرية كبيرة الحجم والمسجلة بالبورصة. وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 94 شركة مساهمة مصرية (470 مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمي إلى أربعة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالي خلال الفترة من 2015 حتى 2019. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة موجبة بين الأرباح المحتجزة ونسبة المديونية، مما يشير إلى أنه في ظل تطبيق قانون الضرائب المذكور، يصبح للتمويل بالقروض فائدة في خفض التكاليف من خلال الاستفادة من الوفورات الضريبية.

واستكمالاً للجهود البحثية في هذا المجال، استهدفت دراسة (Oketah, 2020) معرفة محددات الأرباح المحتجزة كأداة لتمويل الشركات المدرجة في بورصة نيجيريا في قطاع التصنيع، وذلك لعينة مكونة من 10 شركات خلال الفترة من 2009 حتى 2018. وقد كشفت نتائج هذه الدراسة عن وجود أثر عكسي لنسبة الأرباح التي تحققها الشركات ويتم احتجاز جزء منها على معدل العائد على الأصول لتمويل استثمارات طويلة الأجل، الأمر الذي يعني أن الاحتفاظ بالأرباح

كـتـنبؤات ثابتة لإدارة الشركات يؤدي إلى انخفاض معدل العائد على الأصول. وبناءً عليه، أشارت نتائج الدراسة إلى ضرورة قيام الشركات بالموازنة بين حجم الأرباح المحتجزة والأرباح التي يتم توزيعها على المساهمين.

وفي إطار مماثل، سعت دراسة (Viet & Scott, 2020) إلى معرفة أفضل مصادر التمويل اللازمة للشركات من خلال دراسة تأثير مصادر التمويل على معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية، وتحليل الترتيب الهرمي لمصادر التمويل الداخلية والخارجية المتاحة أمام الشركات. وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 37 شركة في قطاع البناء في فيتنام خلال الفترة من 2005 حتى 2016، مع اعتبار الأرباح المحتجزة كمتغير مستقل، والرافعة المالية وحجم الشركة والسيولة كمتغيرات ضابطة. وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن الشركات صغيرة الحجم ينبغي عليها أن تقلل من توزيعات الأرباح لبناء رصيد من الموارد يساعدها على النمو والاستمرار في السوق والقدرة على الوصول إلى سوق الدين الخارجي عند الحاجة.

ومن جانب آخر، ركزت دراسة (Onyekwelu & Onwe, 2019) على بحث تأثير نسبة الأرباح المحتجزة وتوزيعات الأرباح وإجمالي الأصول على أسعار الأسهم في السوق، بالتطبيق على قطاع النفط والغاز في نيجيريا لمدة 18 عاماً من 2000 إلى 2017، لعينة مكونة من 4 شركات. وقد أسفرت نتائج هذه الدراسة عن أن توزيعات الأرباح وإجمالي الأصول لهما تأثير موجب معنوي على أسعار الأسهم، بينما كان هناك تأثير سالب للأرباح المحتجزة على أسعار الأسهم. وبناءً على هذه النتائج، أوصت الدراسة بضرورة قيام الشركات في عينة الدراسة بتوزيع الأرباح على المساهمين دون احتجازها لضمان ثقة المستثمرين في أسهم الشركات.

وفي سياق متصل بالبيئة المصرية، هدفت دراسة (البسيوني، 2017) إلى اختبار محددات هيكل رأس المال داخل الشركات المساهمة المصرية، من خلال دراسة الخصائص المالية للشركات (هيكل رأس المال، السيولة، الربحية، الرافعة المالية، والاحتياطيات من الأرباح المحتجزة، الوفورات الضريبية المحققة من مصادر بديلة للاقتراض، درجة مخاطر الأعمال، نسبة السيولة، ومعدل الضرائب الفعلي) والخصائص المتعلقة بمجلس الإدارة وهيكل الملكية. وقد طبقت الدراسة على عينة مكونة من 100 شركة مساهمة مصرية (600 مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمي إلى قطاعات غير مالية خلال الفترة من 2010 إلى 2015. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين كل من حجم الشركة، فرص نمو الشركة، هيكل الأصول (الضمانات)، درجة مخاطر

الأعمال، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية والرافعة المالية (المديونية). كما كشفت الدراسة عن وجود علاقة سالبة بين كل من ربحية الشركة، الوفورات الضريبية المحققة من مصادر بديلة للاقتراض، نسبة السيولة، معدل الضرائب الفعلي، حجم مجلس الإدارة والرافعة المالية. وعلاوة على ذلك، أشارت نتائج الدراسة إلى أن اختلاف الظروف البيئية والترتيبات المؤسسية من دولة لأخرى يؤثر على النتائج المتوصل إليها.

وفيما يتعلق بأهمية التمويل بالأرباح المحتجزة، فقد أشارت دراسة (Royer, 2017) إلى هذه الأهمية، حيث هدفت إلى معرفة المزايا التي توفرها رسملة الأسهم القائمة على الأرباح المحتجزة كقرار للمديونية، بالتطبيق على الجمعيات التعاونية الزراعية في الولايات المتحدة الأمريكية - التي تعمل بنظام حجز الأرباح في صناديق خاصة - وذلك للتوسع في التمويل من خلال الأسهم والأرباح المحتجزة، لعينة مكونة من 100 شركة زراعية في عام 2002. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة موجبة بين التمويل بالأرباح المحتجزة وقرارات المديونية بالجمعيات التعاونية نظراً لصغر حجم تكاليف التمويل، بالإضافة إلى أنها لا تميل إلى الاقتراض الخارجي لأن هذا النوع من النشاط يخضع لمعدل ضريبة منخفض وبالتالي لا تستفيد بشكل كبير من الوفورات الضريبية.

وفي دراسة أخرى ذات صلة، تناولت دراسة (Abebe, 2016) أثر هيكل قرارات المديونية في هيكل رأس المال (مثل حقوق الملكية والأرباح المحتجزة) على التمويل اللازم للمشروعات الاستثمارية، وذلك لعينة مكونة من 10 شركات في إثيوبيا خلال الفترة من 2011 حتى 2015، مع اعتبار معدل العائد على حقوق الملكية والأرباح المحتجزة ومعدل دوران الأصول كمتغيرات مستقلة. وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن التغير في الأرباح المحتجزة بالشركات عينة الدراسة يؤثر على قيمة حقوق الملكية، كما أشارت إلى أن حجم الشركة قد لا يؤثر على قرارات التمويل نظراً لاختلاف متطلبات الشركات من المشروعات الاستثمارية المستقبلية.

وختاماً لهذا العرض، وفي إطار المقارنة بين أفضل مصادر التمويل، هدفت دراسة (Obboh & Adeyeye, 2013) إلى معرفة مدى ترتيب الشركات لأولويات مصادر التمويل وأيهما أفضل حسب اختلاف أحجامها، وكيفية حصول الشركة على هيكل رأس المال الأمثل ودراسة التغير في مستويات الديون، وذلك لعينة مكونة من 45 شركة لعام 2007 لمعرفة تأثير ربحية الشركة على اختيارها لمصدر الدين وكيفية تأثيرها على مصادر الديون المختلفة. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى

وجود علاقة سالبة بين الربحية وخيارات الديون للشركات، وفي المقابل، أظهرت وجود علاقة موجبة بين حجم الشركة وترتيب مصادر الديون التي تعتمد عليها، حيث ترتبط أحجام الشركات بالزيادة أو النقص في حجم الدين الذي تقرره.

وتأسيساً على العرض السابق للدراسات، يمكن استخلاص عدة ملاحظات جوهرية، أبرزها ندرة الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية، فضلاً عن تباين نتائجها بشكل ملحوظ. فمن جهة، أشارت بعض الدراسات إلى وجود تأثير معنوي موجب للأرباح المحتجزة على قرارات المديونية، وفُسرت ذلك بأن الأرباح المحتجزة تعد أقل مصادر التمويل تكلفة، بالإضافة إلى انخفاض المخاطر المستقبلية للشركات (Chaklede, 2024; Oboh & Adeyeye, 2013). ومن جهة أخرى، أشارت دراسات أخرى إلى أن الأرباح المحتجزة ليست البديل الأمثل للتمويل، وذلك لأن التمويل بالاقتراض في ظل قانون الضرائب المصري رقم 91 لسنة 2005 يمكن الشركة من الاستفادة من الوفورات الضريبية وبالتالي خفض تكاليف التمويل للمشروعات المستقبلية (أبو سالم، 2021).

ومن الجدير بالذكر أيضاً اختلاف بيانات التطبيق بين الدراسات المعروضة، حيث أُجريت دراسة (Royer, 2017) في الولايات المتحدة الأمريكية، بينما أُجريت دراسة (Onyekwelu, 2019) & Onwe, في نيجيريا، إضافة إلى دراسات في البيئة المصرية، مثل دراسات (أبو سالم، 2021؛ القرشي، 2012؛ بسيوني، 2017). وهذا التنوع في بيانات التطبيق يثري الأدبيات في هذا المجال ويتيح إجراء مقارنات مفيدة حول تأثير العوامل البيئية والمؤسسية المختلفة على العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية.

2/1/2 تحليل الدراسات التي تناولت تأثير حجم الشركة على العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية

استكمالاً لاستعراض الدراسات السابقة، وانتقالاً إلى المحور الثاني المتعلق بتأثير حجم الشركة على العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية، فقد استهدفت دراسة (Elisabeth, 2024) تحديد تأثير مجموعة من المتغيرات الهامة المتمثلة في سياسة توزيع الأرباح والسيولة ونمو الشركة وحجمها على قرارات المديونية في شركات التصنيع المدرجة في بورصة إندونيسيا. وقد اعتمدت منهجية الدراسة على الطريقة الكمية، حيث تم جمع البيانات من القوائم والتقارير المالية السنوية للشركات خلال الفترة من 2018 حتى 2022. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن

الشركات ذات توزيعات الأرباح الأعلى تميل إلى اعتماد أقل على تمويل الديون، الأمر الذي يؤكد وجود علاقة تبادلية (مفاضلة) بين توزيع الأرباح على المساهمين ومراكمة الديون لمواجهة الاحتياجات الاستثمارية والتشغيلية. وتفسر الدراسة ذلك بأن تفضيل توزيع الأرباح قد يرجع إلى الرغبة في الحفاظ على ثقة المساهمين وتلبية توقعاتهم بشأن تدفقات الدخل المنتظمة. ومن أبرز ما توصلت إليه الدراسة أن حجم الشركة برز كمحدد مهم لقرارات المديونية، حيث تظهر الشركات الأكبر حجماً ميلاً أكبر للاستفادة من الوفورات الضريبية التي تتحقق من الديون، وذلك نظراً لسهولة وصولها إلى أسواق رأس المال وانخفاض تكاليف اقتراضها. وفي السياق ذاته، تُظهر النتائج أن الشركات الكبيرة غالباً ما تستخدم تمويل الديون لتمويل مبادرات التوسع وتحسين هيكل رأس المال لتعزيز ثقة المساهمين في أداء إدارتها، في حين تظهر الشركات الأسرع نمواً اعتماداً أكبر على تمويل الديون. وقد خلصت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي للنمو والسيولة على قرارات المديونية في شركات التصنيع، بينما كان لحجم الشركة تأثير سلبي على هذه القرارات.

وفي محاولة مماثلة لفهم محددات قرارات المديونية، هدفت دراسة (Nugraha, 2020) إلى معرفة تأثير هذه المحددات على قرارات المستثمرين، من خلال دراسة اختلاف الشركات من حيث أحجامها ومقدار ربحيتها. وتحقيقاً لهذا الهدف، استخدمت الدراسة عينة مكونة من 23 شركة في قطاع الصناعات الغذائية والمشروبات خلال الفترة من 2014 حتى 2018. وعلى عكس ما توصلت إليه دراسة (Elisabeth, 2024)، فقد أظهرت نتائج هذه الدراسة وجود متغيرين فقط يؤثران على قرارات الديون للشركات عينة الدراسة: الأول هو أصول الشركة - التي لها تأثير إيجابي على سياسة الديون وقرارات الشركة، والثاني هو نمو الشركة - الذي له علاقة سالبة مع سياسة الديون. أما فيما يتعلق بمتغيري حجم الشركة وربحيتها، فقد أشارت النتائج إلى عدم وجود تأثير لهما على سياسة الديون في الشركات محل الدراسة، مما يشير إلى تباين تأثير حجم الشركة على قرارات المديونية باختلاف طبيعة القطاع وبيئة الأعمال.

واستكمالاً لفهم العلاقات المتداخلة بين متغيرات الدراسة، هدفت دراسة (Pattiruhu, 2020) إلى استكشاف مدى تأثير السيولة والربحية والرافعة المالية على توزيع الأرباح، مع الأخذ في الاعتبار اختلاف أحجام الشركات في عينة الدراسة المكونة من 9 شركات من قطاع العقارات المدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة من 2016 إلى 2019. وقد اعتمدت الدراسة على تحليل بيانات مالية أولية مستمدة من البورصة، مثل نسبة التيار النقدي (CR)، العائد على حقوق

المساهمين (ROE) ، العائد على الأصول (ROA) ، نسبة الديون إلى حقوق المساهمين (DER) ، وحجم الشركة، ومتغيرات سياسة توزيع الأرباح. وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن نسبة التيار النقدي، والعائد على حقوق المساهمين، وحجم الشركة ليس لها تأثير إيجابي ومعنوي على سياسة توزيع الأرباح. وفي المقابل، أظهرت النتائج أن نسبة الديون إلى حقوق المساهمين والعائد على الأصول لهما تأثير إيجابي ومعنوي على سياسة توزيع الأرباح، مما يؤكد وجود علاقة مباشرة بين هيكل رأس المال وسياسات توزيع الأرباح.

ومن زاوية أخرى، تناولت دراسة (Baloch & Sethi, 2015) تأثير مجموعة من المتغيرات المتمثلة في حجم الشركة والأصول الملموسة والأرباح المحتجزة على نسبة التمويل المتمثلة في الرافعة المالية، وذلك بهدف مساعدة المديرين في اختيار المستوى الأمثل للرافعة المالية لتعزيز مصالح المساهمين. وقد طبقت الدراسة على قطاع السيارات في باكستان، الذي يشمل قطاعات فرعية: السيارات والمقطورات وقطع غيار السيارات، وذلك لعينة مكونة من 22 شركة خلال الفترة من 2006 حتى 2011. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن حجم الشركة وملاموسية الأصول يؤثران بشكل كبير وسلبي على الرافعة المالية، وهو ما يتوافق جزئياً مع ما توصلت إليه دراسة (Elisabeth, 2024) فيما يتعلق بتأثير حجم الشركة. ومن جهة أخرى، أظهرت النتائج أن الأرباح المحتجزة ليس لها تأثير معنوي على الرافعة المالية، مما يشير إلى أن قرارات المديونية في قطاع السيارات قد تتأثر بعوامل أخرى غير الأرباح المحتجزة.

وبالانتقال إلى دراسة أجريت في بيئة مختلفة، فقد تناولت دراسة (Asgari, 2015) العلاقة بين فرص نمو الشركة وحجمها على نسبة التغيرات في الأرباح المحتجزة للشركات المدرجة في بورصة طهران، وذلك لعينة مكونة من 101 شركة خلال الفترة من 2006 إلى 2011. وعلى خلاف الدراسات السابقة، توصلت نتائج هذه الدراسة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين فرص النمو ونسبة التغيرات في الأرباح المحتجزة للشركات، مما يشير إلى استنتاج مهم مفاده أن التمويل بالأرباح المحتجزة قد لا يكفي لتمويل المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل، وبالتالي تواجه الشركات صعوبة في استمرارها ونموها مستقبلاً إذا اعتمدت فقط على هذا المصدر التمويلي.

وفي سياق الاهتمام بتأثير حجم الشركة على قرارات التمويل، استهدفت دراسة (Mateev, 2013) معرفة محددات هيكل رأس مال الشركات الصغيرة والمتوسطة في أوروبا الوسطى والشرقية، من خلال اختبار تأثير خصائص الشركة على هيكل رأس مالها. وقد أجرت الدراسة

تحليلاً شاملاً لبيانات 3175 شركة صغيرة ومتوسطة من سبع دول خلال الفترة 2001-2005، حيث تم وضع نموذج لنسبة الرفع المالي كدالة للخصائص المحددة للشركة وفقاً لنظرية هيكل رأس المال. وباستخدام التدفق النقدي كمتغير توضيحي، تم اختبار بعض تنبؤات نظرية الترتيب الهرمي. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن التدفق النقدي هو المحدد القوي لقرارات الرافعة المالية بالشركة، وأن محددات الرفع المالي تختلف بشكل كبير حسب حجم الشركة وعمرها. وتجدر الإشارة إلى أن النتائج أظهرت أن معامل التدفق النقدي يظل سلبياً وذا دلالة إحصائية فقط للشركات المتوسطة الحجم، مما يشير إلى استنتاج مهم وهو أن الشركات الأكبر حجماً التي لديها أموال داخلية كافية تستخدم تمويلاً خارجياً أقل مقارنة بالشركات الأصغر المماثلة. وعلاوة على ذلك، فقد ظهرت نتائج مشابهة عند تقدير النموذج حسب عمر الشركة، حيث أظهرت الشركات الأقدم سلوكاً مماثلاً للشركات الأكبر حجماً، مما يعزز فهمنا للعلاقة بين عمر الشركة وحجمها وتأثيرهما على قرارات التمويل.

وفي دراسة ذات صلة وثيقة بموضوع البحث، أوضحت دراسة (Thirumalaisamy, 2013) تأثير نمو الشركات على مقدار الأرباح المحتجزة حسب حجمها، وذلك من خلال دراسة 149 شركة هندية رابحة عبر سبع صناعات مختلفة خلال الفترة من 1996 إلى 2010. وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن التدفق النقدي وتوزيع الأرباح هما العاملان الأكثر تأثيراً على الأرباح المحتجزة، وأن الشركات ذات فرص الاستثمار المنخفضة للنمو والتوسع تميل إلى توزيع الكثير من أرباحها نقداً. وتفسر الدراسة ذلك بأن الفرص الاستثمارية المحتملة لهذه الشركات قد تظهر في المستقبل البعيد، مما يعني أن الأرباح غير المستخدمة ستبقى لفترة طويلة أو ستستثمر في فرص قصيرة الأجل ذات عائد منخفض نسبياً. وبناءً عليه، تفضل هذه الشركات دفع الأرباح وجمع رأس المال عند الحاجة، مما يؤدي إلى استنتاج رئيسي مفاده أن مستوى الأرباح المحتجزة يتأثر بشكل كبير بمعدل نمو الشركات.

واستكمالاً للدراسات المتعلقة بتأثير حجم الشركة على قرارات التمويل، هدفت دراسة (Sadia, 2012) إلى معرفة تأثير مجموعة من المتغيرات المتمثلة في كثافة رأس المال وحجم الشركة والربحية على التمويل بالديون، وذلك في صناعة الغزل والنسيج الباكستانية. وقد تم دراسة تأثير المتغيرات المستقلة (كثافة رأس المال، حجم الشركة، الربحية) على المتغير التابع (التمويل بالديون)، وذلك باستخدام بيانات من التقارير السنوية للشركات المختارة في قطاع المنسوجات المدرجة في بورصة كراتشي. وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن نسبة التمويل بالديون تتأثر بشكل

كبير بربحية الشركات وحجمها وكثافة رأس مالها في قطاع النسيج الباكستاني، مما يشير إلى ضرورة اتخاذ قرارات متأنية فيما يتعلق بتغييرات هيكل رأس المال، مع مراعاة تأثير هذه العوامل، وهو ما يمكن أن يساعد في اقتراح إصلاحات مالية مستقبلية للشركات في هذا القطاع الحيوي.

وبناءً على العرض التحليلي السابق للدراسات، يمكن استخلاص عدة ملاحظات جوهرية، أهمها تباين نتائج الدراسات السابقة حول تأثير حجم الشركة على العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية. فمن جهة، أشارت دراسات (Pattiruhu, 2020; Nugraha, 2020) إلى أن حجم الشركة ليس له تأثير على قرارات التمويل، وأن زيادة نسبة الديون قد تؤدي إلى صعوبة نمو الشركة أو استمراريتها. ومن جهة أخرى، بينت دراسة (Asgari, 2015) أن التمويل بالأرباح المحتجزة يختلف باختلاف حجم الشركات، حيث قد لا تحقق الشركات الصغيرة والمتوسطة قدراً كافياً من الأرباح يساعدها على التوسع في مشروعات استثمارية طويلة الأجل، مما يدفعها إلى التمويل بالاقتراض. وبناءً على ذلك، فإن الشركات كبيرة الحجم قد لا تلجأ إلى التمويل بالقروض وتفضل استخدام الأرباح المحتجزة نظراً لارتفاع أرباحها، على عكس الشركات صغيرة الحجم كما أشارت دراسة (Mateev, 2013) وإضافة إلى ما سبق، فقد أكدت دراسة (Thirumalaisamy, 2013) على أهمية الموازنة بين مصادر التمويل من خلال الاستفادة من الوفورات الضريبية للقروض واحتجاز الأرباح عند الحاجة.

ومن الملاحظات المهمة أيضاً التباين في بيانات التطبيق بين الدراسات المعروضة، حيث أجريت دراسة (Elisabeth, 2024) في إندونيسيا، ودراسة (Thirumalaisamy, 2013) على الشركات الهندية، بينما تناولت دراسة (Mateev, 2013) الشركات الأوروبية، مما يثير الرؤية البحثية وبيّح المقارنة بين نتائج الدراسات في بيانات اقتصادية وتشريعية مختلفة.

وبالإضافة إلى ما سبق، تشير نتائج الدراسات إلى أن الشركات الأكبر حجماً قد تكون أقل عرضة للإفلاس نظراً لتنوع أنشطتها مقارنة بالشركات الأصغر، التي تحاول غالباً التغلب على فجوة المعلومات المكلفة عند التعامل مع المقرضين للحصول على تمويل خارجي. ونتيجة لهذا الاختلاف، تعتمد الشركات الصغيرة في كثير من الأحيان على مصادر تمويل خارجية أقل من الشركات الكبيرة التي تتمتع بقدر أقل من عدم تماثل المعلومات، الأمر الذي يزيد من قدرتها على الوصول إلى سوق الديون نظراً لانخفاض تكلفة تمويل الديون في هذه الحالات.

وختاماً، تجدر الإشارة إلى أن الدراسات أظهرت تبايناً في سلوك الشركات تجاه قرارات التمويل وفقاً لحجمها، فمن ناحية، تميل الشركات كبيرة الحجم إلى تحقيق أرباح كبيرة وبالتالي التمويل بالأرباح المحتجزة لتقليل تكاليف التمويل، ولقدرتها على عزل تكاليف الوكالة الناتجة عن التمويل الخارجي، مما يجعله تمويلاً ذا مخاطر أقل. ومن ناحية أخرى، ترى بعض الدراسات أن الشركات كبيرة الحجم التي تحقق أرباحاً عالية تميل إلى التمويل بالاقتراض واتخاذ قرارات مديونية خارجية لتمويل استثماراتها، وذلك بدافع حماية أرباحها والاستفادة من الوفورات الضريبية المتاحة، مما يعكس تعقيد وتشابك العوامل المؤثرة في قرارات التمويل والمديونية للشركات المختلفة الأحجام.

2/2 اشتقاق فرضيات البحث

1/2/2 الفرض الأول: لا توجد علاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية

تستند هذه الفرضية إلى التناقضات الواضحة في الأدبيات المالية والمحاسبية فيما يتعلق بالعلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية. فمن الناحية النظرية، تشير نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل (Pecking Order Theory) كما طورها كل من Gordon و Donaldson وأشار إليها (Myers (2001 إلى أن الشركات تفضل الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي من الأرباح المحتجزة كخيار أول، ثم تنتقل إلى التمويل بالديون، وأخيراً إلى إصدار أسهم جديدة كملاذ أخير. وفقاً لهذه النظرية، من المتوقع وجود علاقة سالبة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية، حيث إن الشركات الأكثر ربحية تميل إلى احتجاز المزيد من الأرباح وتقليل الاقتراض.

ومع ذلك، يظهر اتجاه نظري آخر في ضوء الوفورات الضريبية المتحققة من خلال الاقتراض. فقد أشارت دراسة (Modigliani and Miller (1963 إلى أن القيمة السوقية للشركة ترتفع بالتزامن مع زيادة نسبة الأموال المقترضة، وذلك بسبب الوفورات الضريبية التي تحققها مدفوعات الفائدة. وقد أكد هذا التوجه قانون الضريبة المصري على الدخل رقم (91) لسنة 2005، الذي سمح بخصم عوائد الديون ضمن التكاليف واجبة الخصم بحد أقصى يعادل أربعة أمثال متوسط حقوق الملكية.

هذا التناقض النظري انعكس في نتائج الدراسات التطبيقية. فقد توصلت دراسة (أبو سالم، 2021) إلى وجود علاقة موجبة بين الأرباح المحتجزة ونسبة المديونية في البيئة المصرية، مشيرة

إلى أن الشركات تسعى للاستفادة من الوفورات الضريبية عند تطبيق قانون الضرائب. بينما أظهرت دراسة (Baloch & Sethi, 2015) عدم وجود تأثير معنوي للأرباح المحتجزة على الرافعة المالية في قطاع السيارات الباكستاني، مما يشير إلى أن قرارات المديونية قد تتأثر بعوامل أخرى.

وفي السياق ذاته، توصلت دراسة (Ugwa & Onyekwelu, 2021) إلى أن التمويل من خلال الأرباح المحتجزة يعد أفضل مصادر التمويل لانخفاض درجة المخاطرة مقارنة بمصادر التمويل الخارجية، مما يرجح العلاقة السالبة بينهما. في المقابل، أشارت دراسة (Royer, 2017) إلى وجود علاقة موجبة بين التمويل بالأرباح المحتجزة وقرارات المديونية في الجمعيات التعاونية الزراعية، لصغر حجم تكاليف التمويل.

ويلاحظ أن الدراسات اختلفت في نتائجها حسب بيئة التطبيق والقطاعات الاقتصادية والأطر القانونية والضريبية، مما يضعف الرؤية الواضحة للعلاقة بين المتغيرين ويدعم فرضية العدم. كما أن تعدد العوامل المؤثرة في قرارات المديونية - مثل هيكل الأصول، والسيولة، ومعدل الضرائب الفعلي، وفرص النمو - قد يجعل تأثير الأرباح المحتجزة غير واضح المعالم أو غير معنوي إحصائياً.

2/2/2 الفرض الثاني: لا يوجد أثر لحجم الشركة على العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات

المديونية"

يمكن اشتقاق هذه الفرضية من التباين الملحوظ في نتائج الدراسات حول دور حجم الشركة في تشكيل العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية. ومن الناحية النظرية، يُفترض أن حجم الشركة قد يؤثر على هذه العلاقة من خلال عدة آليات: قدرة الشركات الكبيرة على تحقيق أرباح أعلى، سهولة وصولها إلى أسواق رأس المال، انخفاض تكاليف الوكالة والمعلومات المتماثلة، وانخفاض مخاطر الإفلاس نتيجة تنوع أنشطتها.

ومع ذلك، أظهرت الدراسات التطبيقية نتائج متباينة بشكل ملحوظ. فقد أشارت دراسات (Pattirulhu, 2020; Nugraha, 2020) إلى أن حجم الشركة ليس له تأثير على قرارات التمويل. وبالمثل، توصلت دراسة (Abebe, 2016) إلى أن حجم الشركة قد لا يؤثر على قرارات التمويل نظراً لاختلاف متطلبات الشركات من المشروعات الاستثمارية المستقبلية.

على النقيض من ذلك، بينت دراسة (Elisabeth, 2024) أن حجم الشركة برز كمحدد مهم لقرارات المديونية، حيث تظهر الشركات الأكبر حجماً ميلاً أكبر للاستفادة من الوفورات الضريبية

التي تتحقق من الديون. كما أشارت دراسة (Asgari, 2015) إلى أن التمويل بالأرباح المحتجزة يختلف باختلاف حجم الشركات، حيث قد لا تحقق الشركات الصغيرة والمتوسطة قدراً كافياً من الأرباح يساعدها على التوسع.

وأظهرت دراسة (Mateev, 2013) أن محددات الرفع المالي تختلف بشكل كبير حسب حجم الشركة، وأن الشركات الأكبر حجماً التي لديها أموال داخلية كافية تستخدم تمويلاً خارجياً أقل مقارنة بالشركات الأصغر. وبالمثل، أشارت دراسة (Obboh & Adeyeye, 2013) إلى وجود علاقة موجبة بين حجم الشركة وترتيب مصادر الديون التي تعتمد عليها.

وفي ضوء هذا التباين الملحوظ، يمكن تبرير فرضية العدم بأن تأثير حجم الشركة قد يكون غير مباشر أو محكوماً بعوامل أخرى مثل القطاع الاقتصادي، والبيئة التنظيمية والضريبية، ومرحلة دورة حياة الشركة، وهيكّل السوق، والظروف الاقتصادية السائدة. كما أن التطبيق في بيئات مختلفة (إندونيسيا، الهند، باكستان، أوروبا الوسطى والشرقية، مصر) قد يسهم في هذا التباين.

بالإضافة إلى ذلك، قد تكون العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية محكومة بقرارات استراتيجية على مستوى الإدارة العليا للشركة وفلسفتها المالية، بغض النظر عن حجم الشركة. وقد تلعب عوامل أخرى مثل هيكل الملكية، والحوكمة المؤسسية، وتركيبية مجلس الإدارة دوراً أكثر أهمية في تشكيل هذه العلاقة، كما أشارت دراسة (البسيوني، 2017).

وبناءً على ما سبق، تستند فرضية "لا يوجد أثر لحجم الشركة على العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية" إلى تباين النتائج التجريبية وتعقيد العوامل المتداخلة التي قد تضعف أو تلغي أثر حجم الشركة كمتغير معدل في هذه العلاقة.

القسم الثالث: تصميم البحث

1/3 مجتمع وعينة البحث:

يتمثل مجتمع البحث في جميع الشركات المساهمة غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من (2018- 2022) بعد استبعاد الشركات المالية المقيدة بالبورصة والتمثلة في قطاعي البنوك، والخدمات المالية بخلاف البنوك، وذلك لتحقيق نوع من التجانس بين شركات العينة. وبشأن إتمام البحث الحالي تم الاعتماد على عينة ميسرة من تلك الشركات المقيدة والحصول على المشاهدات الخاصة بمفردات هذه العينة خلال سنوات الدراسة وفقاً لمدخل (Firm- Year Observations) وذلك في ضوء عدة اعتبارات، أهمها: أن تتوافر القوائم المالية السنوية للشركات خلال فترة الدراسة، وأن تكون القوائم المالية للشركات بالعملة المصرية، وأن يكون قد تم تداول أسهم الشركات بانتظام خلال فترة الدراسة. بلغت العينة النهائية للدراسة (99) شركة موزعة على (8) قطاعاً إقتصادياً غير مالي، ويوضح الجدول رقم (1) العينة النهائية للبحث مصنفة وفقاً للتوزيع القطاعي لسوق الأوراق المالية المصرية.

جدول رقم (1): التصنيف القطاعي لشركات عينة البحث

م	القطاع	الشركات	السنوات وعدد الشركات				
			2018	2019	2020	2021	2022
			عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات
1	الأغذية والمشروبات	109	23	23	21	21	21
2	موارد أساسية	60	11	12	13	12	12
3	عقارات	115	24	23	23	22	23
4	مواد البناء	38	5	5	5	4	4
5	منسوجات و سلع معمرة	28	7	6	5	5	5
6	رعاية صحية وأدوية	49	10	9	9	11	10
7	سياحة وترفيه	35	7	7	7	7	7
8	مقاولات وإنشاءات هندسية	21	6	7	7	7	8
	الإجمالي	455	94	94	92	92	92

2/3 مصادر جمع البيانات:

اعتمدت الدراسة الحالية في الحصول على البيانات الفعلية التي تقدمها الشركات من خلال القوائم والتقارير المالية السنوية، والتي يتم الحصول عليها من خلال ثلاثة مصادر أساسية، وهي: موقع معلومات مباشر مصر، بما يتضمنه من تقارير وقوائم مالية سنوية للشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية، موقع شركة مصر لنشر المعلومات. وموقع بورصة الأوراق المالية، بما تحتويه من تقارير إفصاح إلزامية تعدها الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية، طبقاً لقواعد القيد.

3/3 صياغة نماذج البحث

بشأن اختبار فرضيات البحث، يتم الاعتماد على نموذج تحليل للانحدار الخطي المتعدد (Multiple Liner Regression Analysis)، حيث سيعتمد البحث على نموذجين للانحدار، يتعلق النموذج الأول باختبار فرضية البحث الأولى، ويبنى على أن قرارات المديونية تعد دالة في كل من الأرباح المحتجزة، والمتغيرات الضابطة، وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية:

قرارات المديونية = دالة (الأرباح المحتجزة + المتغيرات الضابطة)

وبذلك يمكن صياغة نموذج الانحدار الأول على النحو المبين بالمعادلة رقم (1):

$$LEV_{it} = B_0 + B_1 RetainedEarnings_{it} + B_2 ROA_{it} + B_3 CI_{it} + B_4 NDTs_{it} + B_5 LIQ_{it} + \Sigma_{it} \dots\dots\dots (1)$$

بينما يتعلق النموذج الثاني باختبار فرضية البحث الثانية، ويبنى على أن قرارات المديونية تعد دالة في كل من التفاعل بين (الأرباح المحتجزة وحجم الشركة)، والمتغيرات الضابطة، وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية:

قرارات المديونية = دالة (الأرباح المحتجزة * حجم الشركة) + المتغيرات الضابطة

وبذلك يمكن صياغة نموذج الانحدار الثاني على النحو المبين بالمعادلة رقم (2):

$$LEV_{it} = B_0 + B_1 RetainedEarnings_{it} + B_2 SIZE_{it} + B_3 RetainedEarnings_{it} * SIZE_{it} + B_4 ROA_{it} + B_5 CI_{it} + B_6 NDTs_{it} + B_7 LIQ_{it} + \Sigma_{it} \dots\dots\dots (2)$$

حيث إن :

- LEV_{it} : الرافعة المالية للشركة i في نهاية الفترة t (متغير تابع)
- B₀ : ثابت الانحدار للنموذج
- Retained Earnings_{it} : الأرباح المحتجزة للشركة i في نهاية الفترة t (متغير مستقل)
- SIZE_{it} : حجم الشركة i في نهاية الفترة t (متغير منظم)
- ROA_{it} : معدل العائد على الأصول للشركة i في نهاية الفترة t (متغير ضابط)
- CI_{it} : كثافة رأس المال للشركة i في نهاية الفترة t (متغير ضابط)
- NDTs_{it} : الوفورات الضريبية للشركة i في نهاية الفترة t (متغير ضابط)
- LIQ_{it} : نسبة السيولة للشركة i في نهاية الفترة t (متغير ضابط)
- Σ_{it} : المتبقى احصائيا من تقدير النموذج (الخطأ العشوائى)

4/3 التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث

فيما يلي وصف لمتغيرات الدراسة والتعريفات الإجرائية لها بالجدول رقم (2)

جدول رقم (2): التعريفات الاجرائية لباقي متغيرات الدراسة

مصدر البيانات	التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات	
		رمز المتغير	اسم المتغير
المتغير التابع			
التقرير المالي السنوي للشركة	يتم حسابها من خلال قسمة إجمالي القروض والتسهيلات الائتمانية التي حصلت عليها الشركة (بعد استبعاد القروض الحسنة بدون فائدة إن وجدت) على إجمالي القيمة الدفترية لحقوق الملكية كما تظهر بالميزانية العمومية للشركة i في نهاية الفترة t.	LEV _{it}	نسبة المديونية
المتغير المستقل			
التقرير المالي السنوي للشركة	إجمالي الأرباح (الخسائر) المرحلة كما تظهر بالميزانية مقسومة على إجمالي القيمة الدفترية لحقوق الملكية كما تظهر بالميزانية العمومية للشركة i في نهاية الفترة t.	R.E _{it}	الأرباح المحتجزة
المتغير المنظم			
التقرير المالي السنوي للشركة	يتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام.	SIZE _{it}	المتغير المنظم – حجم الشركة
المتغيرات الضابطة			
التقرير المالي السنوي للشركة	يتم حسابه من خلال قسمة صافي الربح بعد الضرائب كما يظهر بقائمة الدخل على متوسط إجمالي أصول الشركة خلال الفترة t.	ROA _{it}	العائد على الأصول
التقرير المالي السنوي للشركة	يتم قياسها من خلال قسمة إجمالي الأصول الثابتة على إجمالي أصول الشركة i في نهاية الفترة t.	CI _{it}	كثافة رأس المال
التقرير المالي السنوي للشركة	يتم قياسها من خلال قسمة إجمالي مصروفات إهلاك الأصول الثابتة على إجمالي القيمة الدفترية للشركة i في نهاية الفترة t.	NDTS _{it}	الوفورات الضريبية
التقرير المالي السنوي للشركة	يتم قياسها من خلال نسبة التداول، التي تحسب بقسمة إجمالي الأصول المتداولة على إجمالي الالتزامات المتداولة للشركة i في نهاية الفترة t.	LIQ _{it}	نسبة السيولة

5/3 مبررات إضافة المتغيرات الضابطة:

تشير الدراسات السابقة إلى أن قرارات المديونية قد تتأثر بالعديد من المتغيرات بخلاف حجم الأرباح المحتجزة، لذا سيتم استخدام المتغيرات التالية كمتغيرات ضابطة مع توضيح المبرر:

1/5/3 العائد على الأصول:

يرتبط هيكل الأصول بالشركة بتحديد مستوى مديونياتها، حيث تعد الأصول الملموسة بمثابة ضمانات حقيقية تقدمها الشركات للدائنين. وبالتالي، فإن ارتفاع نسبة أصول الشركة يجعل المقرضين

أكثر استعداداً لتمويلها بما تحتاجه من قروض. وقد أشارت دراسة (Scott, 1977) إلى أنه كلما زادت نسبة الأصول الملموسة، زادت قيمة التصفية للشركة، وأصبح المقرضون أكثر استعداداً لتزويدها بالقروض اللازمة، مما يؤدي إلى زيادة نسبة مديونيتها. وعلى العكس، بينت دراسة (Sapar and Lukose, 2002) أن الشركات التي ليس لديها ضمانات كافية من الأصول قد تواجه شروط اقتراض أكثر صرامة، مما يزيد من تكلفة الديون ويؤدي إلى انخفاض نسبة المديونية.

2/5/3 كثافة رأس المال: (مرجع)

ينتج عن التمويل بالديون مفهوم الرافعة المالية، إلا أن زيادة الاعتماد على التمويل من خلال الديون والأموال المقترضة دون كفاءة في استخدامها قد يعرض الشركات لضغوط مالية مستقبلية تتعلق بسداد تكلفة هذه الأموال. وبالتالي، يمكن للشركات استغلال هذه الديون في زيادة كثافة رأس المال والأصول الملموسة لتقديم ضمانات لسداد الديون، والاستفادة من المزايا الضريبية المرتبطة بالتمويل الخارجي. ومع ذلك، قد تؤدي زيادة كثافة رأس المال إلى زيادة نسبة التكاليف الثابتة في هيكل رأس مال الشركة، مما يحملها تكاليف إضافية تجعلها تتجنب الاقتراض الخارجي، وبالتالي قد يؤثر ذلك على قرارات المديونية (السيد، 2022).

3/5/3 الوفورات الضريبية:

لا تعد مدفوعات الفائدة الخاصة بالتمويل بالديون الطريقة الوحيدة للحصول على الوفورات الضريبية وخفض الإعفاءات الضريبية للشركات نتيجة دخولها في استثمارات جديدة. فالشركات التي لديها حجم كبير من الوفورات الضريبية من مصادر بديلة للاقتراض تصبح أقل ميلاً نحو تمويل استثماراتها بالديون. وعلى النقيض، أشارت دراسات (Bradley et al., 1984; Graham, 2006) إلى أن الشركات التي تستثمر بكثافة في الأصول تفضل ارتفاع نسب مديونيتها لتمويل هذه الاستثمارات.

4/5/3 نسبة السيولة:

أوضحت دراسة (Shukurov, 2020) أن الشركات ذات نسب السيولة المرتفعة تميل أقل إلى الاعتماد على التمويل بالديون، لأن نسبة السيولة العالية تعد مؤشراً على توفر موارد داخلية جيدة، مما يقلل حاجتها للتمويل الخارجي. وفي المقابل، أشارت دراسة (Brigham and Houson, 2007) إلى أن ارتفاع نسبة السيولة يعد مؤشراً على قدرة الشركة على سداد التزاماتها، وبالتالي تصبح أكثر قدرة على التمويل بالاقتراض وتقديم الالتزامات أمام المقرضين.

القسم الرابع: تحليل النتائج واختبار فرضيات البحث

تم بتوظيف البيانات التي تم الحصول عليها بهدف تحديد العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية، والدور المنظم لحجم الشركة على هذه العلاقة، وقد اعتمدت الدراسة على استخدام عدد من الأساليب الإحصائية بغرض تحليل البيانات واختبار فرضيات الدراسة واستخلاص نتائجها، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

1/4 الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث:

بداية ينبغي التنويه إلى أنه تم إجراء التحليل الإحصائي الخاص ببيانات الدراسة باستخدام برنامج STATA، يعرض جدول رقم (4) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة في نماذج البحث الحالي من حيث الوسط الحسابي والانحراف المعياري والحد الأدنى والأقصى لكل متغير من متغيرات الدراسة، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات عينة الدراسة، حيث تعطي هذه الإحصاءات الوصفية فكرة أولية عن متغيرات الدراسة، ويهتم البحث هنا بإلقاء الضوء على المتغير التابع والمتغيرات المستقلة بالدراسة.

جدول رقم (4): إحصاءات وصفية لمتغيرات البحث

المتغيرات	عدد المشاهدات	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الانحراف المعياري
المتغير التابع					
قرارات المديونية	455	0	2.2853	.2922	.4876
المتغير المستقل					
الأرباح المحتجزة (R.Eit)	455	-.6172	.8281	.0589	.2286
المتغيرات المنظم					
حجم الشركة	455	17.2268	24.2039	20.6520	1.6525
المتغيرات الضابطة					
معدل العائد على الأصول	455	-.1816	.3075	.0490	.0859
كثافة رأس المال	455	.0031	.9452	.4277	.2560
الوفورات الضريبية	455	.00001	.45318	.0265	.0668
نسبة السيولة	455	.0615	62.8369	4.6615	9.9779

بالإلقاء النظر على الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، يمكن ملاحظة ما يلي:

أ. بالنسبة للمتغير التابع (قرارات المديونية):

تتراوح نسبة الديون في شركات العينة خلال الفترة (2018-2022) بين (0 و 2.28) من إجمالي حقوق الملكية، بمدى يبلغ (2.2853) تقريباً بشركات عينة الدراسة، ويبلغ متوسط هذه النسبة (0.2922) تقريباً من إجمالي حقوق الملكية، وذلك بانحراف معياري قدره (0.4876) تقريباً.

بـ بالنسبة للمتغير المستقل (الأرباح المحتجزة):

تتراوح نسبة الأرباح المحتجزة في شركات العينة خلال فترة الدراسة بين (0.6172- ، 0.8281) من إجمالي حقوق الملكية، بمدى (1.4453) ومتوسط (0.0589) وانحراف معياري (0.2286) تقريباً. وهذا يدل على أهمية الوزن النسبي للأرباح المحتجزة في هيكل حقوق الملكية، بما يعكس اعتماد الشركات على جزء من أرباحها المتولدة داخلياً لأغراض التمويل دون توزيعها على المساهمين.

جـ- بالنسبة للمتغير المنظم (حجم الشركة):

يتراوح حجم الشركة، مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، بين (17.2268 و 24.2040) تقريباً، بمدى (6.9772) ومتوسط (20.6521) وانحراف معياري (1.6525) تقريباً.

دـ بالنسبة للمتغيرات الضابطة:

- معدل العائد على الأصول: يتراوح بين (-0.1816 و 0.3075) بمدى (0.4891) ومتوسط (0.0490) وانحراف معياري (0.0859) تقريباً.

- كثافة رأس المال: تتراوح بين (0.0031 و 0.9452) بمدى (0.9421) ومتوسط (0.4277) وانحراف معياري (0.2560) تقريباً.

- الوفورات الضريبية: تتراوح بين (0.00001 و 0.45318) بمدى (0.45317) ومتوسط (0.02652) وانحراف معياري (0.0668) تقريباً. وهذا يوضح أن مصروفات اهلاك الأصول الثابتة، التي تمثل مصدراً للتمويل بالديون من الخارج لتحقيق وفورات ضريبية، تقترب من هذا المتوسط على مستوى الشركات عينة الدراسة.

- نسبة السيولة: تتراوح بين (0.0615 و 62.8369) بمدى (62.7754) ومتوسط (4.6615) وانحراف معياري (9.9779) تقريباً. وهذا يعكس مدى قدرة شركات عينة الدراسة على الوفاء بالتزاماتها المتداولة في الأجل القصير خلال فترة الدراسة.

2/4 تحليل الارتباط

يتضمن الجدول رقم (5) مصفوفة ارتباط بيرسون، والتي تمثل الأداة الأولية لاكتشاف مشكلة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية. وبالنظر على العلاقة بين متغيرات البحث كما يوضحها الجدول رقم (10)، يتبين للباحث أن الإزدواج الخطى لا يمثل مشكلة في البحث الحالي، حيث أن كل معاملات الارتباط بين المتغيرات التفسيرية في البحث الحالي أقل من (0.80)، حيث بلغ أقصى

معامل ارتباط (0.31) تقريباً بين الأرباح المحتجزة ومعدل العائد على الأصول. وتظهر نتائج تحليل الارتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة البحث، كما هو موضح بجدول رقم (5):

جدول رقم (5): مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات البحث

م	المتغيرات	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
1	الرافعة (قرارات المديونية)	1							
2	الأرباح المحتجزة ($R.E_{it}$)	.0925**	1						
3	حجم الشركة	.2739***	.1745***	1					
4	التفاعل	-.0040	-.1137**	.1291***	1				
5	معدل العائد على الأصول	-.1212***	.3134***	.2261***	-.1254***	1			
6	كثافة رأس المال	-.0465	-.1682***	0.0366	0.0275	-.1917***	1		
7	الوفورات الضريبية	-.0508	-.00170	-0.0515	0.0213	0.0685	-0.0459	1	
8	نسبة السيولة	-0.1758***	0.0004	-0.0309	-0.0704	-0.1157*	-0.0941*	-0.1080*	1
*** الارتباط دال عند مستوى معنوية 1%									
** الارتباط دال عند مستوى معنوية 5%									
* الارتباط دال عند مستوى معنوية 10%									

وتظهر نتائج تحليل الارتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة البحث كما هو موضح

بجدول رقم (5) فيما يلي:

- وجود ارتباط موجب ومعنوي بين المتغير المستقل والمتمثل في (الأرباح المحتجزة ($R.E_{it}$)) والمتغير التابع قرارات المديونية (عند مستوى معنوية 0,05).
- وفيما يتعلق بالعلاقة الارتباطية بين حجم الشركة والمتغير المستقل والمتغير التابع تظهر مصفوفة الارتباط الموضحة بالجدول رقم (2) وجود ارتباط موجب ومعنوي بين كل من (حجم الشركة والأرباح المحتجزة وقرارات المديونية (عند مستوى معنوية 0,01)،
- كما تظهر مصفوفة الارتباط وجود ارتباط عكسي غير معنوي بين المتغير التفاعلي والمتغير التابع قرارات المديونية" وكذلك وجود ارتباط عكسي ومعنوي بين المتغير التفاعلي والأرباح المحتجزة ($R.E_{it}$) عند مستوى معنوية (0.05) وعكسي معنوي بين المتغير التفاعلي وحجم الشركة (عند مستوى معنوية 0,01).
- فيما يتعلق بمعدل العائد على الأصول تظهر نتائج تحليل الارتباط وجود ارتباط معنوي عكسي بين معدل العائد على الأصول والمتغير التابع قرارات المديونية عند مستوى معنوية (0.01) وارتباط معنوي موجب مع المتغير المستقل الأرباح المحتجزة ($R.E_{it}$) والمتغير المنظم حجم

- الشركة عند مستوى معنوية (0.01) كذلك تبين المصفوفة وجود ارتباط عكسي معنوي بين معدل العائد على الأصول والتفاعل (ZSIZEZRETE) (عند مستوى معنوية 0.01).
- تظهر أيضاً مصفوفة الارتباط وجود علاقة عكسي غير معنوي بين كثافة رأس المال والمتغير التابع المتمثل في قرارات المديونية ووجود علاقة عكسي معنوية بين كثافة رأس المال.
- والمتغير المستقل المتمثل في الأرباح المحتجزة ($R.E_{it}$) عند مستوى معنوية (0.01).
- وتوضح أيضاً المصفوفة وجود علاقة موجبة غير معنوية بين كثافة رأس المال وحجم الشركة وعلاقة موجبة غير معنوية بين كثافة رأس المال والتفاعل وعلاقة عكسية معنوية بين كثافة رأس المال ومعدل العائد على الأصول عند مستوى معنوية (0.01).
- بالنسبة للوفورات الضريبية أظهرت المصفوفة وجود علاقة عكسية غير معنوية بين الوفورات الضريبية وكل من المتغير التابع المتمثل في قرارات المديونية والمتغير المستقل المتمثل في الأرباح المحتجزة ($R.E_{it}$) والمتغير المنظم المتمثل في حجم الشركة بينما توجد علاقة موجبة غير معنوية بين الوفورات الضريبية وكل من التفاعل و معدل العائد على الأصول وعلاقة عكسية غير معنوية بين الوفورات الضريبية وكثافة رأس المال وتظهر المصفوفة وجود علاقة عكسية معنوية بين نسبة السيولة والمتغير التابع قرارات المديونية عند مستوى معنوية (0.01).
- وتوضح المصفوفة وجود علاقة موجبة غير معنوية بين نسبة السيولة والمتغير المستقل الأرباح المحتجزة ($R.E_{it}$) وعلاقة عكسية غير معنوية بين نسبة السيولة والمتغير المنظم حجم الشركة كما توضح وجود علاقة عكسية غير معنوية بين نسبة السيولة والتفاعل وعلاقة عكسية معنوية بين نسبة السيولة ومعدل العائد على الأصول عند مستوى معنوية (0.05) وعلاقة عكسية معنوية بين نسبة السيولة وكثافة رأس المال عند مستوى معنوية (0.05)، وعلاقة عكسية معنوية بين نسبة السيولة والوفورات الضريبية عند مستوى معنوية (0.05)

3/4 نتائج تحليل الانحدار

تم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Squares "OLS") لتقدير معالم نماذج الانحدار الخطي المتعدد المستخدمة في الدراسة، حيث تعتبر هذه الطريقة من أكثر الطرق استخداماً في تقدير معالم نماذج الانحدار الخطية. ويرجع ذلك إلى أن المقدرات المتحصل عليها باستخدام هذه الطريقة تتميز بأنها خطية وغير متحيزة، فضلاً عن أنها تمتلك أقل تباين من بين جميع المقدرات الخطية وغير المتحيزة (عنان، 2011).

وقبل إجراء اختبار فرضيات البحث، وضماناً لسلامة المخرجات الإحصائية، تم التحقق من مدى توافر بعض الضوابط والاشتراطات الهامة، بمعنى التحقق من مشاكل القياس كما يلي:

أ. مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation)

من واقع نتائج اختبار "Wooldridge Test"، يتضح معاناة بيانات النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء، حيث ($P=0.0000$) للنموذجين لفترة وفترتين على التوالي، وهو ما يعني وقوع كلا النموذجين في هذه المشكلة. ولعلاجها تم استخدام أسلوب Robust Standard Error (Cluster standard Error).

ب. اعتدالية الأخطاء العشوائية (Normality)

يعد أحد الافتراضات الهامة التي يقوم عليها نموذج الانحدار الخطي هو أن يتبع الخطأ العشوائي التوزيع الطبيعي حول القيمة المتوقعة بمتوسط يساوي الصفر، وتباين ثابت القيمة. والهدف من هذا الافتراض هو إمكانية استخدام الاختبارات الإحصائية لمعالم نموذج الانحدار، والتي تتطلب بيانات لمجتمع إحصائي موزع توزيعاً طبيعياً. باستخدام اختبار "Shapiro-Wilk Test" في برنامج (Stata)، تبين أن الافتراض غير متحقق وأن الأخطاء العشوائية لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث أن ($p=0.0000 < 0.05$) وتم معالجة هذه المشكلة من خلال أسلوب "Winsorizing" الذي يعمل على تحويل القيم الشاذة إلى أقرب قيم مقبولة.

ج. مشكلة الازدواج الخطي (Multicollinearity)

من الافتراضات الأساسية لنموذج الانحدار الخطي عدم وجود علاقة خطية تامة بين المتغيرات المستقلة، لأنه في حالة وجودها يصعب الحصول على القيم العددية لتقديرات معالم العلاقة الاقتصادية، وتكون الأخطاء المعيارية للتقديرات كبيرة جداً، مما يجعل تطبيق طريقة المربعات الصغرى غير ممكن. وباستخدام معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor) للحكم على درجة الازدواج الخطي في النموذج، تبين أنها منخفضة وغير خطيرة، حيث بلغت أقصى قيمة لمعاملات تضخم التباين (VIF) في النموذج (1.22) وكانت لمتغير العائد على الأصول. وتعتبر مشكلة الازدواج الخطي خطيرة عندما تزيد قيمة معاملات تضخم التباين عن 10 (عنان، 2011). وبذلك تتحقق أهم شروط استخدام نموذج الانحدار دون مشاكل قياسية مؤثرة.

د. مشكلة اختلاف التباينات (Heteroscedasticity)

يشترط في نماذج الانحدار أن تكون تباينات البواقي لقيم المتغير التابع ثابتة ولا تتغير بتغير قيم المتغيرات المستقلة. ويوضح الجدول رقم (6) التالي نتائج اختبار هذه المشكلة:

جدول رقم (6): نتائج اختبار مشكلة اختلاف التباينات

النموذج	اختبار (White's Test)	مشكلة Heteroscedasticity	اختبار (Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test)	مشكلة Heteroscedasticity
قرارات المديونية	P=0.0026 (دال إحصائية)	نعم	P=0.000 (دال إحصائية)	نعم

هـ مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation)

من واقع نتائج اختبار "Wooldridge Test" ، تبين عدم معاناة بيانات النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء، حيث (P=0.8665) ، (P=0.8462) للنموذجين على التوالي.

1/3/4 نتائج تحليل انحدار قرارات المديونية على الأرباح المحتجزة والمتغيرات الضابطة

يعرض الجدول رقم (7) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لتأثير الأرباح المحتجزة والمتغيرات الضابطة على قرارات المديونية:

جدول رقم (7)

نتائج تحليل انحدار قرارات المديونية على الأرباح المحتجزة والمتغيرات الضابطة

قرارات المديونية					المتغيرات
معامل تضخم التباين (VIF)	مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)	Std.Error	معاملات الانحدار (β)	
1.13	0.0122**	2.51	0.091955	0.231472	الأرباح المحتجزة (R.E _{it})
1.16	0.000***	-4.77	0.158824	-0.757595	معدل العائد على الأصول
1.07	0.017***	-3.15	0.065599	-0.206678	كثافة رأس المال
1.02	0.0436*	-2.02	0.146564	-0.296557	الوفورات الضريبية
1.04	0.000***	-6.28	0.001223	-0.007685	نسبة السيولة
1.08	0.000***	7.65	0.047947	0.366835	C
*** تشير إلى أن الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية 1% ** تشير إلى أن الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية 5% * تشير إلى أن الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية 10%					
Weighted Statistics					
0.2093					معامل التحديد (R ²)
0.2005					معامل التحديد المعدل (R ²)
0.0000****					دلالة اختبار (F)
23.78					F-static
455					عدد المشاهدات (N)

تظهر النتائج ما يلي:

- معنوية نموذج انحدار قرارات المديونية على المتغيرات المفسرة (المتغير المستقل، والمتغيرات الضابطة)، كما يتضح من دلالة اختبار (F) ، حيث تبلغ قيمة (P-Value = 0.0000) وهي أقل من مستوى معنوية 0.1%.
 - بلغت قيمة معامل التحديد (R^2) 0.20 ، مما يعني قدرة المتغيرات التفسيرية في النموذج على تفسير 20% من التباين (التغيرات) في قرارات المديونية (المتغير التابع)، والباقي يرجع لعوامل أخرى لم ترد في نموذج الدراسة الأول.
 - وجود علاقة موجبة ودالة إحصائياً بين الأرباح المحتجزة (R.Eit) وقرارات المديونية عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أنه كلما زادت نسبة الأرباح المحتجزة زادت نسبة المديونية (الاعتماد على الديون في هيكل التمويل).
- هذه النتيجة لا تدعم الفرضية الأولى للدراسة التي تقضي بأنه "لا توجد علاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية". وتتفق مع ما أشارت إليه دراسة (Royer, 2017) التي توصلت إلى وجود علاقة موجبة بين التمويل بالأرباح المحتجزة وقرارات المديونية بالجمعيات التعاونية نظراً لصغر حجم تكاليف التمويل، بالإضافة إلى أنها لا تميل إلى الاقتراض من الخارج لأن هذا النوع من النشاط يخضع لمعدل ضريبة منخفض وبالتالي لا تستفيد بشكل كبير من الوفورات الضريبية.
- وتختلف مع ما أشارت إليه دراسات (Sankay, 2013; Onyekwelu & Onwe, 2019) من أن سياسة توزيع الأرباح دون احتجازها لها أهمية كبيرة لتأثيرها على قيمة وتمويل الشركات، حيث إن توزيع الأرباح يعطي إشارة إيجابية للمستثمرين بالإفصاح عن المعلومات المتاحة لدى الإدارة بشأن الأرباح المحققة. ويمكن تفسير ذلك بضرورة توزيع الأرباح على المساهمين دون احتجازها لضمان ثقة المستثمرين في أسهم الشركات.
- كما أشارت دراسة (Chaklade, 2024) إلى أن هذه النتيجة تختلف حسب حجم الشركة، حيث توصلت إلى أن النقد الزائد يؤثر بشكل إيجابي على قرار دفع الأرباح في الشركات المتوسطة والصغيرة، وأن الشركات متوسطة الحجم تستخدم الأرباح المحتجزة للتوسع بدلاً من توزيع الأرباح، بينما تميل الشركات صغيرة الحجم إلى توزيع الأرباح.
- أظهرت النتائج وجود علاقة سالبة ودالة إحصائياً بين معدل العائد على الأصول (ROAit) وقرارات المديونية عند مستوى معنوية 0.1%.

- وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين كثافة رأس المال (CIit) وقرارات المديونية عند مستوى معنوية 5%.
- وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الوفورات الضريبية (NDTSit) وقرارات المديونية عند مستوى معنوية 5%، وهو ما يتفق مع دراسة (البسيوني، 2017).
- وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين نسبة السيولة (LIQit) وقرارات المديونية عند مستوى معنوية 1%.
- وجود علاقة بين الوفورات الضريبية بالشركات عينة الدراسة وقرارات المديونية عند مستوى معنوية 0.0436*، مما يشير إلى أن الشركات تسعى إلى احتجاز الأرباح للوصول إلى الحد المسموح به في قانون الضرائب المصري رقم 91 لسنة 2005 بشأن الحصول على متوسط يعادل أربعة أمثال حقوق الملكية حتى تستطيع الحصول على القروض اللازمة وخصم تكلفة الدين من الفائدة الواجب دفعها. وهذا يتفق مع ما جاء في دراسة (أبو سالم، 2021) من أن المادة 52 من قانون الضرائب سمحت للشركات بالتخطيط الضريبي، حيث يمكن للإدارة عدم توزيع الأرباح على المساهمين لزيادة حقوق الملكية حتى تصل إلى الحد الأقصى المسموح به قانوناً للحصول على التمويل الخارجي (الاقتراض) وزيادة مقدار الوفورات الضريبية القابلة للخصم من الربح المفصح عنه.

2/3/4 نتائج تحليل انحدار قرارات المديونية على الأرباح المحتجزة في ظل وجود حجم الشركة كمتغير منظم

يعرض الجدول رقم (7) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لتأثير الأرباح المحتجزة والمتغيرات الضابطة على قرارات المديونية:

جدول رقم (7)
نتائج تحليل إندار قرارات المديونية على الأرباح المحتجزة والمتغيرات الضابطة
في ظل وجود حجم الشركة كمتغير منظم

قرارات المديونية					المتغيرات
معامل تضخم التباين (VIF)	مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)	Std.error	معنوية معاملات الانحدار	
1.15	0,000***	5.47	0.052314	0.286	الأرباح المحتجزة (متغير مستقل) (R.E _{it})
1.09	0,000***	8.00	0.008316	0.066	حجم الشركة (متغير منظم)
1.04	0,0021***	3.09	0.008630	0.026	الأرباح المحتجزة * حجم الشركة
1.22	0,000***	-5.84	0.162602	-0.949	معدل العائد على الأصول (متغير ضابط)
1.08	0,000***	-4.94	0.034489	0.170	كثافة رأس المال (متغير ضابط)
1.02	0.3629	-0.91	0.139116	-0.126	الوفورات الضريبية (متغير ضابط)
1.05	0,000***	-8.44	0.000815	-0.006	نسبة السيولة (متغير ضابط)
1.09	0,000***	-6.70	0.153281	-1.027	C
*** تشير إلى أن الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية 1% ** تشير إلى أن الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية 5% * تشير إلى أن الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية 10%					
Weighted Statistics					
0.4590	معامل التحديد (R ²)				
0.4505	معامل التحديد المعدل (R ²)				
****0.0000	دلالة اختبار (F)				
54.188	F-static				
455	عدد المشاهدات (N)				

تظهر نتائج تحليل الانحدار أن قيمة معامل التحديد (R²) الخاصة بانحدار قرارات المديونية على المتغيرات التفسيرية تعادل 0.459، مما يعني أن هذه المتغيرات تفسر حوالي 46% من التباين في قرارات المديونية. وتشير هذه النتيجة إلى ارتفاع قدرة المتغيرات التفسيرية (المتغير المستقل، والمتغير المنظم، المتغير التفاعلي، المتغيرات الضابطة) على التنبؤ بقرارات المديونية في المستقبل. كما توضح النتائج وجود علاقة موجبة ودالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة (R.E_{it}) وقرارات المديونية عند مستوى معنوية 1%.

وتظهر وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة (SIZE_{it}) وقرارات المديونية عند مستوى معنوية 1%. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Pibowei, 2021) التي

توصلت إلى وجود علاقة سالبة بين الربحية وخيارات الديون للشركات، وعلاقة موجبة بين حجم الشركة وترتيب مصادر الديون التي تعتمد عليها، حيث ترتبط أحجام الشركات بالزيادة أو النقص في حجم الديون المقررة. وتختلف عن دراسة (Bradley & Kim, 2016) التي وجدت أن التغير في الأرباح المحتجزة يؤثر على قيمة حقوق الملكية وأن حجم الشركة قد لا يؤثر على قرارات التمويل نظراً لاختلاف متطلبات الشركات من المشروعات الاستثمارية المستقبلية.

بالنسبة للمتغيرات الأخرى، أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة ودالة إحصائياً بين المتغير التفاعلي (الأرباح المحتجزة * حجم الشركة) وقرارات المديونية عند مستوى معنوية 1%، بينما توجد علاقة عكسية ودالة إحصائياً بين معدل العائد على الأصول (ROA_{it}) وقرارات المديونية عند مستوى معنوية 1%. كما توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين كثافة رأس المال (CI_{it}) وقرارات المديونية عند مستوى معنوية 1%، وعدم وجود علاقة معنوية بين الوفورات الضريبية (NDTS_{it}) وقرارات المديونية، ووجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة السيولة (LIQ_{it}) وقرارات المديونية.

ملخص نتائج التحليل الإحصائي لنماذج الانحدار المستخدمة في الدراسة

R ²	sig	B	المتغيرات
النموذج الأول			
0.2094	0.0122**	0.231472	الأرباح المحتجزة (R.E _{it}) وقرارات المديونية
	0.000***	-0.757595	معدل العائد على الأصول
	0.017***	-0.206678	كثافة رأس المال
	0.0436*	-0.296557	الوفورات الضريبية
	0.000***	-0.296557	نسبة السيولة
النموذج الثاني			
0.459	0,000***	0.286	الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية
	0,0021***	0.026	التفاعل بين (الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية)
	0.0000	0.066	حجم الشركة
	0,000***	-0.949	معدل العائد على الأصول
	0,000***	0.170	كثافة رأس المال
	0.3629	-0.126	الوفورات الضريبية
	0,000***	-0.006	نسبة السيولة

من الجدول السابق، يمكن تلخيص النتائج بوجود علاقة معنوية موجبة بين المتغير المستقل (الأرباح المحتجزة) والمتغير التابع (قرارات المديونية) عند مستوى معنوية 0.0122**، بالإضافة إلى معنوية المتغيرات الضابطة. وعند إدخال المتغير المنظم في الدراسة، زاد مستوى

المعنوية عند حدوث الأثر التفاعلي ليصل إلى 0.0021***، مما يشير إلى أن حجم الشركة كمتغير منظم يؤثر على قرارات المديونية بالشركات عينة الدراسة أكثر من العلاقة الأساسية.

وهذا يتفق مع ما جاء في دراسة (أبو سالم، 2021) التي أشارت إلى أن هذه النتيجة تخالف ما جاء في نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، والتي تقترض أن الشركات كبيرة الحجم ذات الربحية العالية تعتمد على الأرباح المحتجزة كمصدر أساسي للتمويل. ولكن اتضح أنها تسعى أيضاً إلى الاقتراض الخارجي للاستفادة من الوفورات الضريبية التي سمح بها قانون الضريبة المصري على الدخل رقم 91 لسنة 2005 فيما يخص المعالجة الضريبية للعوائد المدينة على القروض والسلفيات.

ووفقاً للمادة 52 من هذا القانون: "لا يعد من التكاليف واجبة الخصم العوائد المدينة التي تدفعها الأشخاص الاعتبارية المنصوص عليها في المادة 47 من هذا القانون على القروض والسلفيات"، باستثناء متغير الوفورات الضريبية (متغير ضابط) الذي لم يسجل مستوى معنوية في الأثر التفاعلي بالدراسة.

ملخص نتائج اختبار فروض الدراسة

الفرض	صيغة الفرض	نتيجة الاختبار
(1)	"لا توجد علاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية"	رفض
(2)	"لا يوجد أثر لحجم الشركة على العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية"	رفض

القسم الخامس: خلاصة البحث والدراسات المستقبلية

1/5 خلاصة البحث

استهدفت الدراسة الحالية تحديد العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية، وبشكل أكثر تحديداً، اختبار الأثر المنظم لحجم الشركة على هذه العلاقة. ولتحقيق هذا الهدف، تم تطبيق الدراسة الاختبارية على عينة مكونة من 99 شركة مساهمة غير مالية مقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام 2018 حتى عام 2022.

وفيما يتعلق بمنهجية قياس متغيرات الدراسة، فقد تم قياس المتغير المستقل (الأرباح المحتجزة) من خلال نسبة إجمالي الأرباح (الخسائر) المرحلة مقسومة على إجمالي القيمة الدفترية لحقوق الملكية. أما المتغير التابع (قرارات المديونية)، فقد تم قياسه بقسمة إجمالي القروض والتسهيلات الائتمانية التي حصلت عليها الشركة (بعد استبعاد القروض الحسنة بدون فائدة إن وجدت) على إجمالي القيمة الدفترية لحقوق الملكية. وتجدر الإشارة إلى أن الدراسة استخدمت أيضاً

عددًا من المتغيرات الضابطة للتحكم في العوامل المؤثرة، والتي تمثلت في: معدل العائد على الأصول، وكثافة رأس المال، والوفورات الضريبية، ونسبة السيولة.

وبتحليل البيانات إحصائياً، توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية، مما يشير إلى أن تغير حجم الأرباح المحتجزة من فترة لأخرى في شركات العينة يؤثر بشكل مباشر على قرارات المديونية التي تتخذها هذه الشركات. وعلى الجانب الآخر، أظهرت النتائج وجود علاقة سالبة بين المتغيرات الضابطة المستخدمة وقرارات المديونية في العلاقة الأساسية بالدراسة. فضلاً عن ذلك، فقد كشفت الدراسة عن وجود أثر منظم إيجابي لحجم الشركة على العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية، حيث ارتفعت معنوية هذه العلاقة بشكل ملحوظ عند إدخال المتغير المنظم (حجم الشركة). وفي السياق ذاته، أوضحت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة سالبة بين متغير كثافة رأس المال وقرارات المديونية في الشركات محل الدراسة، مما يعني أن الشركات ذات الكثافة الرأسمالية المرتفعة تميل إلى الاعتماد بدرجة أقل على التمويل بالديون مقارنة بنظيراتها ذات الكثافة الرأسمالية المنخفضة.

2/5 دراسات مستقبلية

بناءً على نتائج البحث، هناك العديد من المجالات التي تحتاج إلى البحث المستقبلي، والتي تعتبر امتداداً للدراسة الحالية، ومن أهمها:

- 1- دراسة واختبار أثر هيكل رأس المال على العلاقة بين الأرباح المحتجزة وقرارات المديونية.
- 2- دراسة الأثر المنظم لدورة حياة الشركة على العلاقة بين الأرباح المحتجزة ومستوى المديونية في الشركات المساهمة المصرية.

المراجع

1. مراجع باللغة العربية:

أبو سالم، سيد سالم محمد (2021). "تأثير الأرباح المحتجزة على قرارات المديونية في ظل أحكام قانون الضريبة على الدخل رقم 91 لسنة 2005" - دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد 25، العدد 2: 371-407*

القريشي، فتحية مزهر عبدالرضا، (2012). "التمويل الداخلي بالأرباح المحتجزة والربحية في الشركات" - دراسة تطبيقية في سوق دبي وأبو ظبي للأوراق المالية - *مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة كركوك - كلية الإدارة والاقتصاد، المجلد 2، العدد 2: 1-24*

العبدلي، محمد بداي نور (2022). "اثر العوامل المحددة لهيكل رأس المال بالمشروعات الصغيرة والمتوسطة الكويتية على قيمة المنشأة كأحد متطلبات تحقيق التنمية المستدامة" - دراسة تطبيقية، *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية، كلية التجارة، جامعة مدينة السادات، مجلد 13.*

البسيوني، هيثم محمد عبدالفتاح (2018). "دراسة وتحليل العلاقة بين تقارير الاعمال المتكاملة وتعظيم قيمة الشركات بغرض تحسين دقة تنبؤات المحللين الماليين" - *دراسة اختبارية، كلية التجارة، جامعة طنطا، المجلد 2.*

الدسوقي، ايهاب محمد ابراهيم (2024). "تأثير غموض القوائم المالية على تركيز الديون وانعكاس ذلك على تكلفة الدين" - دراسة تطبيقية، *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد 28، العدد 1.*

السيد، سعيد السيد. (2022). "تأثير كثافة رأس المال على العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة" - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية، *مجلة الدراسات المالية والتجارية. 554-574، (3) 32.*

الشريفى، كزار عباس حسين (2021). "تأثير هيكل التمويل في تعزيز قيمة الشركة بإطار نظرية الالتقاط" - دراسة تحليلية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة، جامعة كربلاء.

الطراونة، حسين أحمد (2023). "أثر هيكل رأس المال على العائد المالى للبنوك التجارية الأردنية المدرجة في المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية" - دراسة تحليلية للفترة من 2015-2019، جامعة الحسين بن طلال، المجلد 9، العدد 2.

- الطيب، الصادق محمد سالم (2023). "اختبار تأثير كل من الأرباح المحتجزة والتغير في القيمة العادلة للإستثمارات المالية على القيمة السوقية للأسهم"- دراسة تطبيقية، مركز البحوث وتطوير الموارد البشرية ، رماح، المجلد 6.
- النسور، اسامه جمال عودة (2017). "أثر القرارات التمويلية الإستراتيجية على الأداء المالى للشركات الصناعية المساهمة العامه الأردنية المدرجة فى بورصة عمان للأوراق المالية"، مجلة المحاسبة والتدقيق والحوكمة ،جامعة جرش " المجلد 2 ،العدد 4.
- بن عيشة، كريمة (2023). "أثر الهيكل المالى على الأداء المالى فى المؤسسات الإقتصادية"-دراسة قياسية لعينة المؤسسات المدرجة فى السوق المالى السعودى خلال الفترة من 2015- 2020 ، مركز البصيرة للبحوث، مجلد 23، العدد 1.
- بوعبدلى، أحلام (2016). "أثر الهيكل المالى على ربحية البنوك التجارية"-دراسة حالة بنك سوستى جنرال الجزائر ، مجلة الباحث الإقتصادى ،المجلد 4 ،العدد 6 : 44-65.
- بسيونى، سارة عبدالحميد كامل (2017). "دراسة اختبارية لمحددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة المصرية "رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الزقازيق، كلية التجارة، قسم ادارة الأعمال.
- حفيضة، نسرين محمد(2018) ".اختبار تأثير كل من إعادة شراء الأسهم و الأرباح المحتجزة على أسعار الأسهم فى سوق الأوراق المالية المصرية"-لمجلة العلمية للإقتصاد و التجارة ، كلية التجارة ،جامعة عين شمس، المجلد 1،العدد 1:519-566 .
- حميد، محمد عثمان اسماعيل (1991). "دراسة وتحليل المتغيرات المؤثرة على فعالية هيكل التمويل المناسب"-دراسة التحليلية ،مجلة افاق جديدة للدراسات التجارية،كلية التجارة ،جامعة المنوفية، المجلد 3 ،العدد 1.
- عبد الحميد، علاء محمد شكرى (٢٠١١). "دراسة محدّدات الهيكل المالى لشركات الأعمال باستخدام نموذج كمي بالتطبيق على الشركات الصناعية العامة المصرية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة أسيوط العدد الواحد والخمسون: ١٦٤-١٩٩ .
- عنانى، محمدعبدالسميع (2011). "لتحليل القياسى و الإحصائى للعلاقات الإقتصادية:مدخل حديث بإستخدام Windows Spss الطبعة الثالثة"، المؤلف ، كلية التجارة،جامعة الزقازيق.
- قانون رقم 157 لسنة 1981، بإصدار قانون الضرائب على الدخل ،المعدل بالقانون رقم 187 لسنة 1993 ،الجريدة الرسمية ،العدد 52(مكرر) الصادر فى الواحد والثلاثين من ديسمبر 1993م.

لبدة، السعيد محمد على(1984). "تقدم المشاكل المالية في القطاع العام"- دراسة تطبيقية على صناعة الغزل والنسيج، رسالة دكتوراة غير منشورة، كلية التجارة - جامعة طنطا.

مصطفى، نهال فريد (2005). "الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال"، الدار الجامعية الإسكندرية.

ناصر، عادل حاتم (2014). علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة: دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2004-2011، كلية الإدارة والإقتصاد، جامعة البصرة، المجلد 10 ، العدد37.

هندي، منير إبراهيم (1998). "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، منشأة المعارف، الإسكندرية.

2- مراجع باللغة الأجنبية:

- Abdullahi, a. a., zechariah, i. a., & emmanuel, i. (2015) the effect of retained earnings on financial performance of deposit money banks in Nigeria..
- Abebe, F. H. (2016). Do firm size, owned capital and change in retained earnings affects performance. *Evidence from Ethiopian private companies. A research project submitted in partial fulfilment of the requirements for the award of Degree of Executive Master of Business Administration in Management, Addis Ababa University College of Business and Economics.*
- Agembe, A. J. (2024). Granger Causality Model of Retained Earnings and Financial Performance of Nonfinancial Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange (NSE), Kenya. *ESI Preprints*, 29, 91-91.
- Asgari, M. R., Pour, A. A. S., Zadeh, R. A., & Pahlavan, S. (2015). The relationship between firm's growth opportunities and firm size on changes ratio in retained earnings of listed companies in Tehran Stock Exchange. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 10(3), 923-931.
- Baloch, Q. B., Ihsan, A., Kakakhel, S. J., & Sethi, S. (2015). Impact of firm size, asset tangibility and retained earnings on financial leverage: Evidence from auto sector, *Pakistan. Abasyn Journal of Social Sciences*, 8(1), 143-155.

- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The journal of Finance*, 39(3), 857-878.
- Chaklader, B., Srivatava, N., Sharma, V., & Sayeed, S. S. (2024). The Impact of Surplus, Promoter Holding, Leverage and Retained Earnings on Dividend Payment Decisions: Evidence from Small-and Mid-sized Firms in India. *Global Business Review*, 09721509231196630.
- Chen, H., Chen, J. Z., Lobo, G. J., & Wang, Y. (2011). Effects of audit quality on earnings management and cost of equity capital: Evidence from China. *Contemporary accounting research*, 28(3), 892-925.
- Donaldson, G., 1961, "Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt policy and The determination of Corporate Debt Capacity", Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, Boston =
- Elisabeth, C. (2024). The Influence of Dividend Policy, Liquidity, Company Size, and Company Growth on Debt Policy in Manufacturing Companies Listed on the Indonesian Stock Exchange (BEI). *Atestasi: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 7(1), 174-186.
- Gitman, L. J., Juchau, R., & Flanagan, J. (2015). *Principles of managerial finance*. Pearson Higher Education AU.
- Humaerah, T., Wahab, A., & Sultan, Z. (2022). Effect of dividend per share (DPS) and earning per share (EPS) on stock prices in pharmaceutical sub sector companies. *Terbuka Journal of Economics and Business*, 3(2), 31-43.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1919). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate governance* (pp. 77-132). Gower.
- Karadeniz, E., Kandır, S. Y., Iskenderoglu, O., & Onal, Y. B. (2011). Firm size and capital structure decisions: Evidence from Turkish lodging companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 1(1), 1-11.
- Karadeniz, H. K. (2014). NEW INCENTIVE PACKAGE IN INDIVIDUAL PENSION SYSTEM IN TURKEY: THE MOVE FROM TAX

DEDUCTION TO STATE CONTRIBUTION. *International Journal of Contemporary Economics & Administrative Sciences*, 4.

- Khan, K. I., Qadeer, F., & Ghafoor, M. M. (2017). Debt specialization within profitability sub-groups: A new perspective of debt structure choices. *FWU Journal of Social Sciences*, 11(2), 92-108. -Modigliani, F., and M. H. Miller, 1963, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *The American Economic Review* 53 (3): 433-443.
- Le, B., & Moore, P. H. (2023). The impact of audit quality on earnings management and cost of equity capital: evidence from a developing market. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21(3), 695-728.
- Lee, B. B., Dobiyanski, A., & Minton, S. (2015). Theories and Empirical Proxies for Corporate Tax Avoidance. *Journal of Applied Business & Economics*, 17.(3).
- Mateev, M., Poutziouris, P., & Ivanov, K. (2013). On the determinants of SME capital structure in Central and Eastern Europe: A dynamic panel analysis. *Research in international business and finance*, 27(1), 28-51.
- Modigliani, F ., and M. H. Miller, 1963, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *The American Economic Review* 53(3):433-443
- Myers, S. C., 2001, "Capital Structure", *The Journal of Economic Perspectives* 15 (2): 81-102
- Nugraha, N. M., Hakim, A. A., Fitria, B. T., & Hardiyanto, N. (2020). The Influence of Company Size, Asset Structure, Company Growth And Profitability on Debt Policy. *ECONOMICA: Jurnal Program Studi Pendidikan Ekonomi STKIP PGRI Sumatera Barat*, 9(1), 34-41.
- Oboh, S. C., Adekoya, A. C., & Adeyeye, R. F. (2013). Profitability and debt capital decision: *A reconsideration of the pecking order model*.
- Offor, E. U., & Okwo, I. M. (2023). Board Size And Retained Earnings of Deposit Money Banks in Nigeria. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 11(1), 70-85.

- Oketah, F. O., & Ekweronu, A. C. (2020). Determinants of retained earnings of quoted manufacturing firms in Nigeria. *Int. J. Manage., Soc. Sci., Peace and Conflict Studies*, 3(1).
- Onyekwelu, U. H., Lucy, U., & Onwe, O. G. (2019). Effect of retained earnings, dividend payout and total assets on market share price of oil and gas firms in Nigeria. *Journal of Accounting Information and Innovation*, 5(6), 1-17.
- Pibowei, W. E., Odong, N. E., & Jimoh, O. F. (2021). Impact of retained earnings on the financial performance of selected Nigerian breweries in times of crises (2012-2020). *RUJMASS Journal*, 7(2), 72-83.
- PUROHIT, S. G. A. (2024). Debt or Retained Earnings: Whichever is Optimum for the Growth of the Firm. *Russian Law Journal*, 12. (1)
- Ross, S. A. (1979). Disclosure regulation in financial markets: Implications of modern finance theory and signaling theory. *Issues in financial regulation*, 5(1979), 177-202.
- Royer, J. (2017). Financing agricultural cooperatives with retained earnings. *Agricultural Finance Review*, 77(3), 393-411.
- Sadia S., (2012):" The Impact of Capital Intensity, Size of Firm and Profitability on Debt Financing In Textile Industry of Pakistan", *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, February 2012, 3 (10), 1-7.
- Sankay O. C., Adekoya A. C. , Adeyeye R. F.,(2013) " Profitability and Debt Capital Decision: A Reconsideration of the Pecking Order Model", Department of Accounting, University of Lagos, Nigeria, *International Journal of Business and Management*; 8 (13), 1-10.
- Sapar, N. R., & Lukose, J. (2002). An empirical study on the determinants of the capital structure of listed Indian firms. An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Listed Indian Firms (December 2002).
- Shukurov, A., Niyazbayeva, A., Baimukasheva, Z., Balginova, K., & Kalaganova, N. (2020). main problems of optimizing the company's capital structure and global models. *ҚАЗАҚСТАН РЕСПУБЛИКАСЫ*, 244.

- Sultan, A. S. (2022). Dividends Policy, Retained Earnings and Share Prices Applied Study of Iraqi Stock Market. *The Scientific Journal of Cihan University–Sulaimaniya*, 6(2),104-121.
- Tumiwa, R. A. F. (2021). The Effect of Working Capital and Retained Earnings on the Profitability of Food and Beverages Companies Listed in Indonesia Stock Exchange Period 2012-2017.
- Ugwu, P. N. O., Francica, I., & Onyekwelu, U. L. (2021). Effect of retained earnings on operational performance indicators of oil and gas firms in nigeria. *Advance Journal of Business and Entrepreneurship Development*, 5(1), 1-9.
- Van Binsbergen, J. H., Graham, J. R., & Yang, J. (2010). The cost of debt. *The Journal of Finance*, 65(6), 2089-2136.
- Viet, T. Q., Ngoc, L. B., Anh, T. H., Thong, P. H., & Scott, W. (2020). Study on relationship between retained earnings and firm performance: Evidence from Vietnam. *Pan-Pacific Journal of Business Research*, 11(1), 54-63.
- Xu, J., Wang, P., & Xu, Q. (2022). Impact of information asymmetry on the operation of green Closed-Loop supply chain under government regulation. *Sustainability*, 14(13), 7999.
- Yemi, A. E., & Seriki, A. I. (2018). Retained earnings and firms' market value: Nigeria experience. *The Business & Management Review*, 9(3), 482-496.

Abstract:

The study aimed to analyze the relationship between retained earnings and debt decisions, while also examining the moderating effect of firm size on this relationship. The empirical study was conducted on a sample of 99 non-financial publicly listed companies on the Egyptian Stock Exchange during the period from 2018 to 2022. Retained earnings were measured by the ratio of total retained profits (or losses) as shown in the balance sheet to the total book value of equity at the end of period t for company i . Debt decisions were measured by the ratio of total loans and credit facilities (excluding any interest-free loans, if applicable) to the book value of equity.

The study also incorporated a number of control variables: return on assets, capital intensity, tax savings, and liquidity ratio.

The findings revealed a positive relationship between retained earnings and debt decisions, indicating that changes in retained earnings over time affect the debt decisions of the companies studied. A negative relationship was also found between the control variables and debt decisions. Moreover, the moderating role of firm size was confirmed, strengthening the relationship between retained earnings and debt decisions, with statistical significance increasing upon inclusion of the moderating variable. Additionally, a negative relationship was observed between capital intensity and debt decisions among the sampled companies.

Keywords: *Retained Earnings, Debt Decisions, Firm Size.*