

" العلاقة بين استخدام التمويل بالدين وربحية الشركات: دراسة تطبيقية "

"The Relationship between Debt Financing and Corporate Profitability: An Applied Study"

د/ محمد سمير محمد المتولي

أستاذ مشارك التمويل والاستثمار كليات الشرق العربي - الرياض

msemetwaly@arabeast.edu.sa

أستاذ مساعد إدارة الأعمال بالمعهد العالي للدراسات التعاونية والإدارية - القاهرة

dr_mohamed_samir88@yahoo.com

استهدف البحث تحديد ومعرفة العلاقة بين استخدام التمويل بالدين وربحية الشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية، ولتحقيق هدف البحث اعتمدت الدراسة على بيانات سنوية لـ (30) شركة تنتمي لقطاع العقارات مدرجة في البورصة المصرية على مدار الفترة الزمنية من (2020) إلى (2024) بإجمالي عدد مشاهدات (150) مشاهدة، وتحليل هذه البيانات تم الاعتماد على بيانات البانل (Panel Data)، باستخدام طريقة تقدير العزوم المعممة الديناميكية (GMM). النتائج: أسفرت النتائج عما يلي: (1) يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية على معدل العائد على الأصول (ROA) الشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية. EPS (2) يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية على ربحية السهم (EPS) الشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية. وتوصي الدراسة بإعادة هيكلة سياسات التمويل في الشركات العقارية بما يضمن التوازن بين مصادر التمويل الذاتية والاقتراضية، بحيث لا يؤدي الاعتماد الزائد على الديون إلى انخفاض الربحية وارتفاع المخاطر المالية. ودعم بيئة استثمارية مستقرة من خلال سياسات نقدية وتشريعية تقلل تقلبات السوق العقاري وتشجع النمو المستدام وتعزيز الشفافية والإفصاح المالي في الشركات العقارية لضمان دقة البيانات وتحسين قرارات المستثمرين.

الكلمات الدالة: الرافعة المالية، معدل العائد على الأصول، ربحية السهم ، حجم الشركة.

Abstract

The study aims to examine and identify the relationship between the use of debt financing and the profitability of real estate companies listed on the Egyptian Stock Exchange. To achieve this objective, the research relied on annual data for 30 real estate companies listed on the Egyptian Exchange over the period 2020–2024, with a total of 150 observations. The analysis was conducted using panel data and estimated through the dynamic Generalized Method of Moments (GMM) approach.

Findings: The results revealed the following: (1) There is a significant effect of financial leverage on the Return on Assets (ROA) of real estate companies listed on the Egyptian Stock Exchange.

(2) There is a significant effect of financial leverage on

Earnings per Share (EPS) for the same companies. The study recommends restructuring financing policies in real estate firms to ensure a balanced mix between internal and external financing sources. Such balance would prevent excessive reliance on debt, which may lead to a decline in profitability and an increase in financial risk. And supporting a stable investment environment through monetary and legislative policies that reduce real estate market volatility, promote sustainable growth, and enhance transparency and financial disclosure in real estate companies to ensure data accuracy and improve investor decision-making.

Keywords: Financial leverage, Return on Assets (ROA), Earnings Per Share (EPS), Firm size.

المبحث الأول: الإطار المنهجي

- مقدمة.

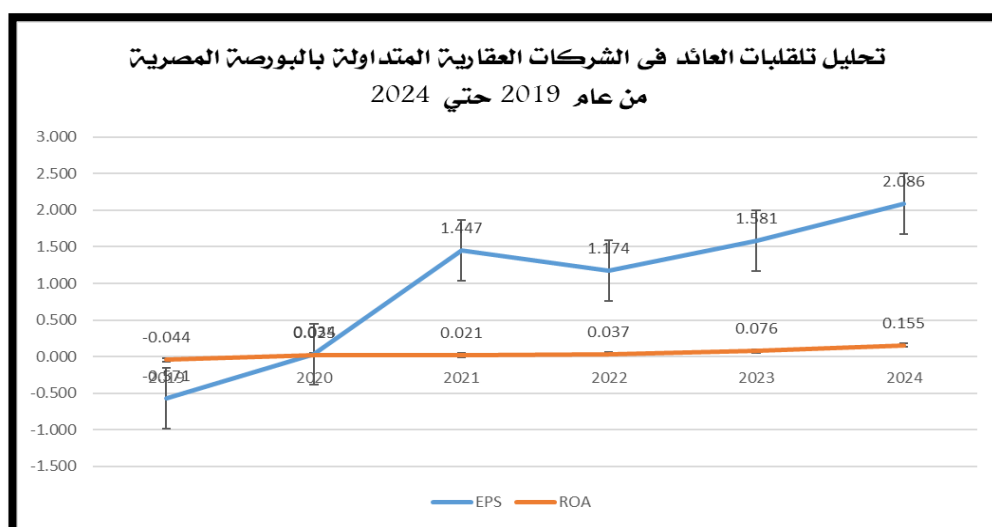
يعد هيكّل رأس المال من أكثر القضايا الجدلية في مجال التمويل المؤسسي، حيث يسعى المديرون الماليون إلى تحديد المزيج الأمثل بين التمويل بالدين والتمويل بحقوق الملكية بما يحقق تعظيم قيمة الشركة وتحسين أدائها المالي (حسام & أسامة، 2021). ويعتبر التمويل بالدين أحد المكونات الرئيسية في هيكّل رأس المال، إذ يمكن الشركات من الحصول على مصادر تمويل خارجية لدعم استثماراتها وتوسيعها دون التنازل عن ملكيتها (Nazir, 2021)

وفي ضوء طبيعة الشركات العقارية التي تتطلب رؤوس أموال ضخمة لتمويل مشروعاتها طويلة الأجل، يعد الاعتماد على أدوات التمويل المختلفة، ولا سيما التمويل بالدين، خياراً استراتيجياً لا غنى عنه. (Trang et al., 2022) ومع ذلك، فإن استخدام الدين المالي يحمل تأثيراً مزدوجاً على ربحية الشركات؛ إذ يمكن أن يسهم في رفع العائد على حقوق المساهمين إذا ما استخدم بكفاءة (Nanda & Panda, 2018)، بينما قد يؤدي إلى ارتفاع الأعباء المالية والمخاطر في حال سوء الإدارة أو الإفراط في الاعتماد عليه. من هذا المنطلق، تبرز أهمية البحث الحالي الذي يسعى إلى تحليل أثر استخدام التمويل بالدين على ربحية الشركات العقارية المدرجة في البورصة المصرية خلال فترة زمنية من عام (2020 - 2024). بغرض فهم طبيعة العلاقة واتجاهها. فقد أظهرت دراسة

(Khan et al., 2024) نتائج متباينة بشأن العلاقة بين التمويل بالدين وربحية الشركات، حيث بينت بعض الدراسات وجود علاقة سلبية بين الطرفين، في حين توصلت دراسة (Ndruru & Ananda, 2025) إلى علاقة إيجابية ضمن حدود معتدلة من الدين. ويبرز هذا التباين في النتائج تعقيد العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي، ويؤكد الحاجة إلى مزيد من الدراسات التحليلية التي تراعي الاختلافات القطاعية والمؤسسية في البيئات الاقتصادية المختلفة.

- الدراسة الاستطلاعية.

أجرى الباحث دراسة استطلاعية تهدف إلى إحاطة بموضوع البحث وتعزيز الفهم النظري والتطبيقي له، وتحديد المتغيرات المستخدمة في الدراسة، وحسن صياغة المشكلة، واقتراح بعض المقاييس البحثية وذلك من خلال المسح المستندي للشركات العقارية المدرجة في البورصة المصرية واعتمد الباحث في إجراء هذه الدراسة الاستطلاعية على عينة مكونة من (30) شركة عقارية مدرجة في البورصة المصرية.



- المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الإفصاحات الدورية

يتبين من الشكل رقم (1) في، أن ربحية السهم (EPS) والعائد على الأصول (ROA) قد شهدا اتجاها تصاعديا خلال الفترة من عام 2019 حتى عام 2024، وهو ما يعكس تحسن الأداء المالي العام للشركات العقارية المدرجة في البورصة المصرية. إلا أن ملاحظة الفجوة الواضحة بين المؤشرين توضح أن نمو ربحية السهم كان أسرع وأكبر من نمو كفاءة استخدام الأصول؛ إذ ارتفع (EPS) من قيمة سالبة بلغت (-0.671) عام 2019 إلى

(2.086) عام 2024، في حين لم يتجاوز ارتفاع (ROA) من (-0.044) إلى (0.155) خلال نفس الفترة.

يشير ذلك إلى أن التحسن في ربحية الشركات العقارية قد يكون ناتجا بدرجة أكبر عن سياسات تمويلية أو توسعية (مثل زيادة الاعتماد على الرافعة المالية أو إعادة هيكلة رأس المال) أكثر من كونه ناتجا عن تحسن فعلي في كفاءة التشغيل أو استخدام الأصول.

ومن ثم، تبرز هذه النتائج الأولية أهمية الدراسة الحالية التي تسعى إلى تحليل العلاقة بين استخدام التمويل بالدين وربحية الشركات العقارية، وذلك لفهم ما إذا كانت الزيادة في العائد على السهم ترتبط بقرارات التمويل أم تعكس تحسناً تشغيلياً حقيقياً في القطاع العقاري المصري.

الدراسات السابقة.

تنقسم الدراسات المتعلقة بالأداء المالي للشركات العقارية والتأثيرات المختلفة عليه بالتنوع، مع تركيز متزايد على دور العوامل الهيكلية والتشغيلية. الرافعة المالية وتأثيرها على الأداء المالي تعد الرافعة المالية (Financial Leverage) من المحددات الأساسية التي تؤثر على أداء الشركات. ففي دراسة (Mefteh- & Hussain, 2024) و (Wan, & Lin, 2023) توصلت الدراسات أن الرافعة المالية تؤثر على المخاطر وأداء الشركات، حيث يمكن أن تزيد من العائد على حقوق الملكية في حالة الأداء الجيد، ولكنها تزيد أيضاً من المخاطر في الأوقات العصيبة، تناولت دراسة (Loukopoulos, 2024) ودراسة (سرحان، 2020) العلاقة بين الرافعة المالية وجودة التقارير المالية في شركات العقارات والإسكان المدرجة في بورصة إندونيسيا، ووجدت أن الرافعة المالية لها تأثير على جودة التقارير المالية. كما أشارت دراسة (Zhang, et al. 2023) إلى أن الرافعة المالية يمكن أن تتأثر بعوامل مثل الملكية الإدارية وقرارات المديرين الماليين.

تشير دراسة (Boldycheva & Starkova., 2023) أن معدل العائد على الأصول (Return on Asset - ROA) وربحية السهم (Earnings Per Share - EPS) هما مؤشران أساسيان لقياس الأداء المالي للشركات. يقيس ROE مدى كفاءة الشركة في استخدام الأصول لتحقيق الأرباح (Boldycheva & Starkova., 2023)، بينما دراسة (Azizah, & Sudarsi, 2023) يقيس EPS مقدار الربح الذي تخصصه

الشركة لكل سهم من أسهمها العادية وقد أظهرت دراسة (الشبابي، 2021) ، ودراسة (عبد الحميد، 2020) أن هذه المؤشرات تتأثر بمجموعة واسعة من العوامل المالية والتشغيلية، بما في ذلك الرافعة المالية وحجم الشركة. ففي الإمارات العربية المتحدة، أظهرت دراسة (Grassa, et al., 2024) أن الإفصاح عن الاستدامة يؤثر على أداء الشركات.

حجم الشركة كمتغير رقابي يعتبر حجم الشركة (Firm Size) عاملاً رقابياً مهماً في العديد من الدراسات المالية. تشير الدراسات إلى أن الشركات الكبيرة قد تتمتع بمزايا من حيث القدرة على الوصول إلى التمويل بتكاليف أقل، والاستفادة من وفورات الحجم، مما قد يؤثر إيجابياً على أدائها المالي. (Ahinful, et al. 2021) على سبيل المثال، بحثت إحدى الدراسات تأثير حجم الشركة والسيولة على جودة التقارير المالية في شركات العقارات والإسكان، ووجدت أن حجم الشركة يلعب دوراً في ذلك. دراسة (Sari, & Lasari, 2024). أخرى تناولت أثر الرافعة المالية وحجم الشركة على العائد على الأصول (ROA) في شركات العقارات والإسكان (Wicaksono, 2022) كما يمكن أن يؤثر حجم الشركة على قرارات إدارة الأرباح (Azizah, & Sudarsi, 2023)

نمو المبيعات كمتغير رقابي نمو المبيعات (Sales Growth) يعد مؤشراً حيوياً على حيوية الشركة وقدرتها التنافسية. الشركات التي تحقق نمواً مستمراً في المبيعات غالباً ما تكون قادرة على تحقيق أرباح أعلى وزيادة قيمتها السوقية (Ahinful, et al. 2021) على الرغم من عدم وجود دراسات مباشرة في المواد المتاحة تربط نمو المبيعات بشكل مباشر بالرافعة المالية والأداء المالي في الشركات العقارية بالتحديد، إلا أن الأدبيات العامة في إدارة الأعمال والمال تؤكد على أن نمو المبيعات يساهم في تحسين الربحية وتعزيز الأداء المالي (Boldycheva, & Starkova, 2023).

عمر الشركة كمتغير رقابي يعتبر عمر الشركة (Firm Age) من المتغيرات الرقابية التي قد تؤثر على الأداء المالي. فالشركات الأقدم قد تكون أكثر استقراراً وذات خبرة أكبر في السوق، مما قد ينعكس إيجاباً على قدرتها على إدارة المخاطر وتحقيق الأرباح دراسة (Boldycheva, & Starkova, 2023) في المقابل، قد تكون الشركات الناشئة أكثر مرونة وقدرة على الابتكار، ولكنها قد تواجه تحديات أكبر في الحصول على التمويل. أما دراسة (Yang, et al., 2025) تظهر أن هناك علاقة بين عمر الشركة وأدائها المالي،

حيث يمكن أن تؤثر الخبرة المتراكمة للشركة على قراراتها المالية والاستراتيجية
Boldycheva, & Starkova, 2023.

على الرغم من تنوع الدراسات التي تناولت محددات الأداء المالي في الشركات
العقارية، إلا أنه يمكن تحديد عدد من الفجوات البحثية كما يلي:

- ركزت دراسة (Grassa et ، Wicaksono, 2022؛ Loukopoulos, 2024) 2024al., التركيز الجغرافي في معظم الدراسات السابقة كان محدود مثل على أسواق خارجية مثل إندونيسيا والإمارات، بينما تفتقر البيئة المصرية أو الأسواق العقارية العربية عموماً إلى دراسات تطبيقية حديثة تربط الرافعة المالية بالأداء المالي في ضوء الخصائص المحلية لسوق العقارات.
- نقص الدراسات التكاملية التي تجمع بين المتغيرات الهيكلية والتشغيلية: ركزت بعض الدراسات على متغير واحد أو اثنين فقط (مثل الرافعة المالية أو حجم الشركة)، دون دمج العوامل الرقابية الأخرى مثل نمو المبيعات وعمر الشركة في نموذج واحد شامل لقياس أثرها مجتمعة على مؤشرات الأداء المالي (ROA، EPS)
- التباين في نتائج الدراسات السابقة: بعض الدراسات (Wan ؛Liu & Li, 2024) (Lin, 2023) أشارت إلى أثر إيجابي للرافعة المالية على الأداء في ظل الأداء الجيد، بينما أظهرت دراسات أخرى أثراً سلبياً في فترات الضعف، مما يعكس عدم وضوح الاتجاه العام لعلاقة الرافعة المالية بالأداء المالي في القطاعات المختلفة، وخاصة في قطاع العقارات الذي يتميز بخصائص تمويلية خاصة.
- قلة الدراسات الحديثة التي تستخدم بيانات زمنية حديثة وتحليل قياسي متقدم: أغلب الدراسات اعتمدت على فترات زمنية قديمة نسبياً أو عينات محدودة، بينما تبرز الحاجة إلى دراسة حديثة باستخدام بيانات حديثة (2020-2024) ونماذج تحليل قياسي متقدمة لقياس الأثر الحقيقي للعوامل المالية والهيكلية على الأداء المالي.
- لا تزال العلاقة بين الرافعة المالية والأداء المالي للشركات العقارية المدرجة في البورصة المصرية غير مدروسة بعمق في ضوء المتغيرات الرقابية مثل حجم الشركة، نمو المبيعات، وعمر الشركة، مع غياب الدراسات التي تدمج جودة التقارير المالية أو الإفصاح عن الاستدامة كمتغيرات وسيطة. لذا، تبرز الحاجة إلى دراسة

تطبيقية حديثة تعالج هذا القصور وتقدم نموذجاً قياسياً متكاملاً يوضح الأثر الحقيقي للرافعة المالية والعوامل الهيكلية على ربحية الشركات العقارية.

- مشكلة البحث.

تُعدّ قرارات التمويل من أهم القرارات المالية التي تتخذها الشركات، لما لها من أثر مباشر على أدائها المالي وربحيته. ويُعتبر التمويل بالدين (Debt Financing) أحد الأدوات الرئيسية التي تلجأ إليها الشركات لتغطية احتياجاتها التمويلية. رغم أن استخدام الدين يُساهم في تحقيق عوائد إضافية نتيجة الرافعة المالية (Financial Leverage) ، إلا أنه في الوقت ذاته قد يزيد من مخاطر التعثر المالي. (Bandara & Wijesinghe, 2021) ومن ثم، فإن العلاقة بين مستوى الدين وربحية الشركات تظل قضية جدلية تتباين نتائجها باختلاف القطاعات والبيئات الاقتصادية.

وهذه التباينات في النتائج تعكس وجود فجوة بحثية واضحة، إذ بالرغم من كثافة الأبحاث حول محددات الربحية، فإن التباين في النتائج يظهر وجود سؤال جذلي مفتوح حول طبيعة هذه العلاقات، ومدى اتساقها عبر الصناعات المختلفة. ويعزى هذا الاختلاف إلى عدة عوامل، منها: تنوع الأطر النظرية، واختلاف عينات الدراسات، وتباين مقاييس المتغيرات والمنهجيات التحليلية المستخدمة، مما يجعل المقارنة المباشرة بين نتائج الدراسات السابقة أمراً صعباً. (Yazdanfar, 2013)

كما أن أغلب هذه الدراسات ركزت على قطاعات صناعية أو مصرفية في دول مختلفة، بينما لم تحظ الشركات العقارية المصرية بالقدر الكافي من البحث والتحليل، على الرغم من كونها من أكثر القطاعات تأثيراً في الاقتصاد الوطني ودورها الحيوي في تحقيق التنمية المستدامة. بناءً على ما سبق، تسعى هذه الدراسة إلى سد الفجوة البحثية من خلال تحليل أثر مجموعة من المتغيرات (منها ثلاث متغيرات رقابية) على ربحية الشركات العقارية المدرجة في البورصة المصرية، وهي الرافعة المالية ، نمو الشركة، حجم الشركة، وعمر الشركة وبناءً على ما سبق فإنه يمكن صياغة مشكلة الدراسة في السؤال الرئيس التالي: ما طبيعة العلاقة بين استخدام التمويل بالدين وربحية الشركات العقارية المدرجة في البورصة المصرية؟ ويتفرع من السؤال الرئيس الأسئلة الفرعية التالية:

1. هل يؤثر ارتفاع مستوى المديونية على ربحية الشركات سلباً أم إيجاباً؟

2. ما طبيعة العلاقة بين الرافعة المالية وبين معدل العائد على الأصول (ROA) للشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية؟

3. ما طبيعة العلاقة بين الرافعة المالية وبين معدل ربحية السهم (EPS) للشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية؟

4. هل تختلف العلاقة بين الدين والربحية باختلاف حجم الشركة أو العمر ؟

- فروض البحث.

في ضوء كلاً من التساؤلات والفجوة البحثية، وأهدف البحث التي قام الباحث باستعراضها يمكن صياغة الفروض البحثية في صياغة العدم على النحو التالي: -

الفرض الأول: لا يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية على معدل العائد على الأصول (ROA) الشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية. EPS

الفرض الثاني: لا يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية على ربحية السهم (EPS) الشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية.

- هدف البحث.

يمكن استعراض أهم أهداف البحث على النحو التالي:

- تحليل أثر التمويل بالدين على ربحية الشركات.
- تحديد العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي.
- التعرف على العوامل التي تحدد القرار الأمثل للتمويل بالدين.
- صياغة نموذج قياسي يوضح أثر الرفع المالي على مؤشرات الربحية.

- أهمية البحث.

تنبع أهمية هذا البحث من أنه:

- يسلط الضوء على قضية حيوية في القطاع العقاري المصري.
- يساعد الإدارات المالية على تحقيق التوازن بين العائد والمخاطر.
- يقدم دليلاً عملياً لصناع القرار والمستثمرين حول جدوى استخدام التمويل بالدين.

- منهجية البحث.

لتحليل أبعاد الدراسة والإجابة على تساؤلاتها والتحقق من الفرضيات، اعتمد البحث على المنهج الوصفي التحليلي لعرض البيانات وتفسيرها، إلى جانب المنهج القياسي الكمي

باستخدام نماذج بيانات البانل (Panel Data) يتيح هذا الأسلوب الجمع بين خصائص السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية، مما يوفر رؤية أكثر دقة للعلاقات بين المتغيرات. اختيار نماذج البانل جاء لما لها من مزايا، أبرزها التحكم في عدم التجانس غير الملحوظ، تقليل تحيز التقديرات، ومعالجة مشكلة التعددية الخطية. كما أنها توفر معلومات إحصائية أكبر وتحسن كفاءة النتائج، مما يجعلها مناسبة لدراسة العوامل المؤثرة في ربحية الشركات العقارية المدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة (2020-2024).

- مجتمع وعينة البحث.

تركزت الدراسة على جميع الشركات العقارية المدرجة في البورصة المصرية، نظرا لكون هذا القطاع من القطاعات المزدهرة والمتنوعة في مصادر التمويل. تم استبعاد الشركات غير المدرجة في البورصة لأن بياناتها المالية غير متاحة بشكل كافٍ، مما يجعل الاعتماد عليها غير ممكن، على عكس الشركات المدرجة التي توفر بيانات دقيقة وموثوقة. يتكون مجتمع البحث من (49) شركة عقارية مسجلة في السوق، تمارس نشاطها خلال الفترة من 2020 إلى 2024. ولضمان جودة التحليل، تم استبعاد الشركات التي لا تستوفي الشروط التالية:

1. أن تكون الشركة مقيدة في البورصة المصرية.
2. أن تكون مدرجة ضمن مؤشر قطاع العقارات خلال فترة الدراسة وقابلة للتداول.
3. توفر بيانات مالية كافية مثل الميزانية العمومية وقائمة الدخل لحساب المؤشرات المالية بدقة.

بعد مراجعة البيانات واستبعاد الشركات ذات المعلومات غير المكتملة، بلغ حجم العينة النهائية (30) شركة تمثل نحو (61.2%) من إجمالي المجتمع. تم جمع البيانات وفق البعد الزمني باستخدام بيانات بانل التي تجمع بين السلاسل المقطعية والزمنية.

- متغيرات البحث وطريقة قياسها.

تبين من خلال عرض الدراسات السابقة كدراسة (Alarussi & Gao, 2021; Trang et al., 2022) أن هناك العديد من المتغيرات الهامة ذات التأثير على ربحية الشركة، ويوضح الجدول التالي المتغيرات المستخدمة في الدراسة وكيفية قياسها.

الجدول رقم (1) قياس المتغيرات

المتغير	طريقة القياس	المصدر
---------	--------------	--------

Independent Variables المتغيرات المستقلة		
(Mefteh et al ,2024: Alsharari, & Alhmoud, 2019;	نسبة الرافعة المالية	الرافعة المالية
Control Variables المتغيرات الرقابية		
(Ahinful ,2021; Pham, 2020)	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الإيرادات	حجم الشركة
(Alsharari&Alhmoud,2019; Yazdanfar, 2013)	اللوغاريتم الطبيعي لعمر الشركة منذ التأسيس	عمر الشركة
(Pham ,2020; Seissian et al.,2018)	معدل نمو الإيرادات	النمو المبيعات
Dependent Variable المتغيرات التابعة		
(Alsharari, & Alhmoud, 2019; Nawafly& Alarussi Dalci, 2018; ,2016)	صافي الربح المتاح \ متوسط إجمالي الأصول لبدائية ونهاية السنة المالية.	معدل العائد على الأصول
(Alarussi & Gao, 2021) (مرهج & قلاب، 2019)	حصة السهم العادي من أرباح الشركة \ المتوسط المرجح لعدد الأسهم المصدرة.	ربحية السهم

- هيكل البحث:

يمكن استعراض هيكل البحث على النحو التالي:

المبحث الأول: الإطار المنهجي للبحث.

المبحث الثاني: الإطار الفكري للبحث.

المبحث الثالث: الإطار التطبيقي للبحث.

المبحث الرابع: النتائج والتوصيات للبحث

المبحث الثاني: الإطار الفكري

- ربحية الشركات المفهوم والمقاييس

تعد ربحية الشركة شرطاً أساسياً لبقائها واستمراريتها ونجاحها على المدى الطويل (Samo & Murad, 2019)، إذ تمثل أحد أهم المؤشرات التي تعكس كفاءة الإدارة في استخدام

مواردها المتاحة لتحقيق العوائد. كما تعد الربحية المصدر الرئيس لتعظيم ثروة المساهمين وتحقيق الاستدامة المالية (عرين، 2014)، فهي تجسيد مباشر لمدى قدرة الشركة على توليد العوائد من أنشطتها التشغيلية والاستثمارية (المتولي، 2021).

ويشير (Manu et al., 2019) إلى أن ارتفاع الربحية يعزز المرونة المالية للشركة، بما يمكنها من توزيع الأرباح والحصول على تصنيفات ائتمانية إيجابية في سوق رأس المال. كما يعرف (Alarussi & Gao, 2021) الربحية بأنها قدرة الشركة على تحقيق الأرباح المستمرة من عملياتها التشغيلية، بينما يرى (Samo & Murad, 2019) أن الربحية تمثل قياساً لقيمة الفائض المتولد من الاستثمار مقارنة بالتكاليف التي تتحملها الشركة خلال فترة زمنية محددة. أما فيما يتعلق بمقاييس الربحية، فتشير الأدبيات إلى تعدد المؤشرات المستخدمة لقياسها، ومن أبرزها: معدل العائد على الأصول (ROA)، معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، العائد على المبيعات (ROS)، العائد على رأس المال المستخدم (ROCE)، وربحية السهم (EPS) وغيرها. (Trang et al., 2022) إلا أن الدراسة الحالية تركز على مؤشري معدل العائد على الأصول (ROA) وربحية السهم (EPS)، باعتبارهما يعكسان كفاءة الشركة في تحقيق الأرباح بصورة أكثر دقة، كما أكدت دراسة. (Alarussi & Gao, 2021) وسيتم كذلك تناول معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) في إطار النموذج القياسي المقترح للدراسة.

من ناحية أخرى، استخدمت العديد من الدراسات نظريات اقتصادية ومالية لتفسير العلاقة بين الربحية ومحدداتها، ومن أبرزها: نظرية الوكالة (Agency Theory) (Bugu & Yucheng, 2018)، النظرية القائمة على أساس الموارد (Resource-Based View Theory) (Asimakopoulous et al., 2009; Alarussi & Alhadary, 2018)، نظرية تعظيم القيمة (Value Maximization Theory) (Agiomirgianakis et al., 2013)، نظرية الالتقاط (Pecking Theory) (Bhutta & Hasan, 2013)، النظرية الإدارية (Managerial Order Theory) (Goddard et al., 2005)، نظرية المقايضة (Theory) (Aryantinia & Jumonoa, 2021)، ونظرية تكلفة الوكالة (Trade-Off Theory) (Lazar, 2016; Sivathaasan et al., 2013)، ونظرية التكلفة (Agency Cost Theory). وترتكز هذه الدراسة على نظرية المقايضة والنظرية القائمة على الموارد كإطارين نظريين رئيسيين لتفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والضابطة من جهة (مجاهد & كمال، 2018)، وربحية الشركات العقارية المدرجة

في البورصة المصرية من جهة أخرى (محمد & محمد، 2016) . وتسعى الدراسة إلى تحليل طبيعة العلاقة بين المتغيرات الرئيسية (منها ثلاث متغيرات رقابية)، وهي: الرافعة المالية، نمو الشركة، حجم الشركة، عمر الشركة، وذلك بهدف تحديد مدى تأثير هذه العوامل على ربحية الشركات العقارية، بوصفها من أهم العوامل الجوهرية للأداء المالي في البيئة المصرية.

- العلاقة بين الرافعة المالية (Financial Leverage) والربحية.

اكتشفت دراسة (Bui et al. 2021) أن العلاقة بين الدين والربحية ليست خطية، بل تأخذ شكل U مقلوب (علاقة تربيعية). دراسة شملت 6,402 شركة أوروبية وجدت أن العلاقة بين مستوى الدين والعائد على حقوق الملكية غير خطية، حيث تكون إيجابية حتى عتبة معينة من الدين، ثم تتحول إلى سلبية بعد تجاوز هذه العتبة.

تشير الرافعة المالية إلى مدى اعتماد الشركة على التمويل بالدين في هيكل رأس مالها. وتستند العلاقة النظرية بين الرافعة المالية والربحية إلى نظرية المقايضة (Trade-Off Theory)، والتي تفترض أن استخدام الدين قد يرفع من ربحية الشركة نتيجة الدرع الضريبي للفوائد (Modigliani & Miller, 1963) لكن في المقابل، يشير (Trang et al., 2022) إلى أن الإفراط في استخدام الدين يرفع من مخاطر التعثر المالي ويؤثر سلباً على الأداء المالي. بالتالي، فإن العلاقة المتوقعة بين الرافعة المالية وربحية الشركة هي علاقة غير خطية، بحيث تؤدي المستويات المعتدلة من الدين إلى تحسين الربحية، بينما يؤدي الإفراط في المديونية إلى تراجعها.

وتفترض نظرية المقايضة (Trade-Off Theory) وجود مستوى أمثل من الدين يوازن بين منافع التمويل بالاقتراض وتكاليفه، مما يؤدي إلى علاقة عكسية على شكل حرف (U) بين الدين والربحية؛ حيث تعزز المزايا الضريبية للديون الربحية إلى حد معين، لكنها تبدأ في الانخفاض مع ارتفاع تكلفة الدين. (Aryantinia & Jumonoa, 2021) وقد دعمت دراسات عدة هذه العلاقة، وجدت (Boadi et al., 2013) علاقة موجبة بينهما في شركات التأمين بغانا. وتشير (Burja, 2011) إلى أن الرافعة المالية تؤثر على ربحية الشركات الصناعية في الصين. بناء على ذلك، تسعى الدراسة الحالية إلى تحليل العلاقة بين الرافعة المالية وربحية الشركات العقارية المدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة محل الدراسة.

- العلاقة بين عمر الشركة (Firm Age) والربحية.

يمثل عمر الشركة مدى خبرتها في السوق وقدرتها على مواجهة التحديات. وتؤكد الأدبيات مثل (Gabriel et al., 2021) أن الشركات الأقدم تمتلك خبرة تنظيمية وتاريخاً ائتمانياً أقوى يمكن أن يعزز ربحيتها. ومع ذلك، فإن الشركات الحديثة قد تتميز بمرونة أعلى وقدرة على التكيف السريع مع التغيرات الاقتصادية، ما قد يؤدي إلى نتائج متباينة. بناءً عليه، فإن العلاقة بين عمر الشركة وربحيتها قد تكون غير محددة الاتجاه وتعتمد على مرحلة النمو والدورة الحياتية للشركة.

يعد عمر الشركة من العوامل المؤثرة في ربحيتها (على & سعيد ، 2020) ، وقد حظي باهتمام متزايد من الباحثين في السنوات الأخيرة. (Bolarinwa et al., 2021) فكلما طال عمر الشركة، زادت خبرتها التشغيلية وقدرتها على اكتساب الموارد وتعزيز سمعتها في السوق، مما يمنحها سهولة أكبر في الوصول إلى شبكات الأعمال والمؤسسات المالية، وبالتالي تحسين كفاءتها التشغيلية. (Isik, 2017) وقد أظهرت الدراسات السابقة نتائج متباينة بشأن طبيعة العلاقة بين عمر الشركة والربحية؛ حيث توصلت دراسة (Ito & Fukao, 2006) إلى علاقة إيجابية بينهما، في حين أشارت (Yazdanfar, 2013) إلى وجود علاقة سلبية، مما يعكس تباين أثر الخبرة والعمر التنظيمي عبر القطاعات والبيئات الاقتصادية المختلفة. وبناءً على ذلك، تعتمد هذه الدراسة على اللوغاريتم الطبيعي لعدد سنوات تأسيس الشركة كمؤشر لقياس عمرها، وذلك باعتباره متغيراً ضابطاً عند تحليل العلاقة بين الربحية والمتغيرات المستقلة لشركات القطاع العقاري المدرجة في البورصة المصرية.

- العلاقة بين نمو الشركة (Firm Growth) والربحية

يرتبط النمو عادةً بزيادة حجم المبيعات والإيرادات والتوسع في النشاط (الفقي، 2020). وتشير نظرية النمو المستدام (Sustainable Growth Theory) إلى أن الشركات ذات معدلات النمو المرتفعة تستطيع تحقيق أرباح أعلى على المدى الطويل من خلال التوسع الاقتصادي. (Penrose, 1959) كما أكد (Trang et al., 2022) أن معدل النمو النقدي والإيرادات يرتبط ارتباطاً إيجابياً بمؤشرات الربحية. وبالتالي، يتوقع أن تكون العلاقة بين نمو الشركة وربحيتها علاقة موجبة. يساهم نمو الشركة في تعزيز قدرتها على الوصول إلى الموارد، مما ينعكس إيجابياً على ربحيتها. (Bolarinwa et al., 2021) وتشير الأدبيات إلى أن العلاقة بين نمو الشركة والربحية غالباً ما تكون موجبة، إذ يشجع النمو الموظفين

على زيادة الإنتاجية وتحقيق عوائد أعلى (Wiklund et al., 2003; Pattitoni et al., 2014) يقاس هذا المتغير عادةً من خلال التغير في مبيعات الشركة بين فترتين زمنية. وتعتمد الدراسة الحالية على متغير نمو الشركة كعامل رقابي لتحليل العلاقة بين الربحية والمتغيرات المستقلة لشركات القطاع العقاري المدرجة في البورصة المصرية.

المبحث الثالث: الإطار التطبيقي

- النماذج القياسية المستخدمة لقياس فرضيات الدراسة.

أشارت دراسات سابقة (Arellano & Bover, 1995; Blundell & Bond, 1998) إلى استخدام طريقة العزوم المعممة (GMM – Generalized Method of Moments) كأداة فعالة لتقدير المعلمات في نماذج بيانات البانل الديناميكية. وتتميز هذه الطريقة بعدة مزايا، أبرزها قدرتها على تقدير التأثيرات على المدى القصير والطويل، ومعالجة التحيز الناتج عن إهمال بعض المتغيرات المستقلة، وضمان استقلالية الأخطاء وتحقيق فرضية ثبات الخطأ العشوائي عبر الزمن. كما تستخدم البواقي الناتجة لبناء تقدير متسق لمصفوفة التباينات المشتركة للأخطاء من خلال الفروق الأولى للمتغيرات (حسام & أسامة, 2021; مجاهد & كمال, 2018).

بناءً على ذلك، تعتمد الدراسة الحالية على الدراسات السابقة (Doan, 2021) لتقدير الفرضيات الأولى حتى الخامسة باستخدام طريقة العزوم المعممة (GMM) ويمكن صياغة نموذج الدراسة على النحو التالي: المتغيرات التابعة يتضمن: (ROA) معدل العائد على الأصول، (EPS) ربحية السهم، المتغيرات المستقلة يتضمن: (LVE) الرافعة المالية المتغيرات الرقابية يتضمن: (SIZE): حجم الشركة (Age): عمر الشركة (GROW) نمو المبيعات.

$$ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LVE_{i,t} + \gamma_1 SIZE_{i,t} + \gamma_2 Age_{i,t} + \gamma_3 GROW_{i,t} + \mu_i + \varepsilon$$

$$EPS_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LVE_{i,t} + \gamma_1 SIZE_{i,t} + \gamma_2 Age_{i,t} + \gamma_3 GROW_{i,t} + \mu_i + \varepsilon$$

حيث:

- $ROA_{i,t}$ = معدل العائد على الأصول للشركة i في السنة t
- $EPS_{i,t}$ = ربحية السهم للشركة i في السنة t
- $LVE_{i,t}$ = الرافعة المالية
- $SIZE_{i,t}$ = حجم الشركة

- $Age_{i,t}$ = عمر الشركة
- $GROW_{i,t}$ = نمو المبيعات
- μ_i = أثر التحديد
- (ϵ) الخطأ العشوائي،
- (i) الوحدة المقطعية (الشركات)،
- (t) الزمن (سنوات الدراسة).

التحليل الوصفي للمتغيرات.

قبل البدء بتقدير وتحليل نتائج محددات الربحية للشركات العقارية محل الدراسة المدرجة في البورصة المصرية، لابد من وصف متغيرات الدراسة وتوضيح معالمها الرئيسية باستخدام التحليل الوصفي، ويعرض الجدول رقم (2) الإحصاءات الوصفية للشركات العقارية موضع البحث، حيث بلغت قيمة متوسط معدل العائد على الأصول (ROA) (4%) وهذا يعني أن كل جنيهه مستثمر في الأصول يولد عائد قدره (4%) بينما كان الانحراف المعياري قدره (6%) ويدل على أن هناك ارتفاع في درجة تشتت العوائد بين الشركات قطاع العقارات، بينما كان متوسط معدل العائد على حق الملكية (ROE) قدره (12%) تقريباً وهذا المؤشر يقيس عائد الجنيه المملوك بالنسبة للشركة، بالإضافة إلى ذلك كان متوسط ربحية السهم (EPS) بلغت قيمته (1.13) جنيهاً مما يعني أن بعض الشركات التي شملتها عينة البحث لديها القدرة على تحقيق أرباح على الرغم من أن قيم أصغر مشاهدة (-0.51) مما يعني أن هناك بعض الشركات عانت من وجود بعض الخسائر، ويعتبر مؤشر ربحية السهم أفضل مقياس للسعر الحقيقي للسهم وأكثر المقاييس انتشاراً لأنها تظهر نصيب كل مستثمر من أرباح الشركة بعد خصم الضرائب (عابد & أياد، 2019).

الجدول رقم (2) الإحصاءات الوصفية للشركات موضع البحث

المتغير	المتوسط	أصغر قيمة	أكبر قيمة	الانحراف المعياري
ROA	0.140	0.013	0.256	0.062
EPS	1.138	2.000	4.100	2.200
LVE	0.148	-0.011	0.513	0.092
SIZE	15.50	0.123	21.31	3.952
Age	2.100	0.382	3.022	0.124
Gro	0.360	-0.780	6.820	1.101

إجمالي عدد المشاهدات	150
----------------------	-----

- مخرجات برنامج Eviews 15

- تفسير الإحصاءات الوصفية للشركات موضوع البحث
- يظهر الجدول رقم (2) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة لعينة مكونة من (150) مشاهدة من الشركات العقارية المدرجة في البورصة المصرية. ويتضح أن متوسط العائد على الأصول (ROA) بلغ (0.14)، ما يعكس قدرة معتدلة على تحقيق الأرباح من الأصول، في حين بلغ متوسط ربحية السهم (EPS) (1.138) مع انحراف معياري مرتفع (2.200) يدل على تفاوت واضح في أداء الشركات. كما يظهر أن الرافعة المالية (LVE) منخفضة نسبياً (0.148)، مما يشير إلى اعتماد محدود على التمويل بالدين. أما حجم الشركات (SIZE) فيتراوح بشكل واسع (من 0.123 إلى 21.31)، ما يعكس تبايناً كبيراً في أحجام الشركات بالعينة. كذلك فإن عمر الشركات (AGE) متقارب نسبياً، بينما يظهر معدل النمو (GRO) تفاوتاً كبيراً بين الشركات، من قيم سالبة إلى مرتفعة جداً، مما يشير إلى اختلاف واضح في الأداء والنشاط داخل القطاع العقاري.

تحليل الارتباط.

قبل تقدير نماذج الدراسة، يتم فحص العلاقة بين المتغيرات المستقلة للكشف عن مشكلة التعددية الخطية. وفقاً لدراسة (المتولي، 2023)، وجود معامل ارتباط $0.7 \leq$ بين متغيرين مستقلين يشير إلى احتمالية وجود تعددية خطية، وعندها يستبعد أحد المتغيرين. يعرض الجدول (3) مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع (ROA, EPS) بالإضافة إلى ثلاث متغيرات ضابطة. يشير الارتباط العالي إلى قوة العلاقة بين المتغيرات، بينما يشير الارتباط المنخفض إلى ضعفها. كما تعرض مصفوفة الارتباط للنموذج

جدول رقم (3) مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

المتغيرات	ROA	EPS	LVE	SIZE	Age	GRO
ROA	1.00					
EPS	0.65*	1.00				
LVE	-0.55*	-0.65*	1.00			
SIZE	0.45*	0.38*	0.14	1.00		
Age	0.44*	0.39*	0.05	0.11	1.00	
GRO	0.41*	0.44*	0.01	0.09	0.03	1.00

- مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews 13،
- (*) دلالة على أن العلاقة بين المتغيرين أقل 0.05

يظهر الجدول رقم (3) أن العلاقة بين المتغيرات تتسم باتجاهات منطقية، حيث توجد علاقة موجبة قوية بين EPS و ROA (0.65) مما يعكس اتساق مؤشرات الربحية. كما ترتبط الرافعة المالية (LVE) سلباً بكل من ROA و EPS، مما يشير إلى أن ارتفاع المديونية يقلل من الربحية. بينما تظهر متغيرات الحجم (SIZE) والعمر (AGE) والنمو (GRO) علاقات موجبة معتدلة مع مؤشرات الربحية. كما أن جميع معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة أقل من (0.7)، مما يدل على عدم وجود مشكلة تعددية خطية يمكن أن تؤثر في تقدير النماذج الإحصائية.

تقدير نموذج GMM الديناميكي للنموذج الأول (ROA) والثاني (EPS)

تم تقدير النموذجين الديناميكيين للدراسة، حيث تناول النموذج الأول العائد على الأصول (ROA)، بينما ركز النموذج الثاني على ربحية السهم (EPS)، وذلك باستخدام طريقة العزوم المعممة للفروق الأولى (GMM). وقد تم اختيار هذه الطريقة نظراً لقدرتها على التعامل بكفاءة مع خصائص بيانات البائل (Panel Data) ومعالجة مجموعة من التحديات الإحصائية المرتبطة بها، مثل: عدم استقرار السلاسل الزمنية لبعض المتغيرات، استخدام القيم المتأخرة للمتغير التابع كمفسر في النموذج الديناميكي، التحيز الناتج عن إغفال بعض المتغيرات التفسيرية المهمة، فضلاً عن قدرتها على معالجة مشكلة التداخل الداخلي (Endogeneity) بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. وقد استند هذا التوجه إلى ما أوصت به العديد من الدراسات السابقة التي أكدت ملائمة أسلوب GMM لتحليل البيانات اللوحية الديناميكية في الدراسات المالية والمصرفية (نجار ومختاري، 2021؛ أبو مدله، 2019؛ محمد وآخرون، 2016؛ المتولي، 2023). ونظراً لقصر السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، فقد تم الاستغناء عن إجراء اختبار السكون، تماشياً مع ما أشارت إليه الأدبيات السابقة التي أوضحت أن مثل هذه الاختبارات لا تكون دقيقة في العينات ذات البعد الزمني المحدود (على وسعيد، 2020؛ حسام وأسامة، 2021). ويعرض الجدول التالي نتائج تقدير النموذجين الديناميكيين باستخدام أسلوب GMM على بيانات Panel Data، والتي سيتم من خلالها اختبار فرضيات الدراسة المتعلقة بتأثير المتغيرات المستقلة والضابطة على ربحية الشركات العقارية محل الدراسة.

الجدول رقم (5) نتائج تحليل بيانات البائل الديناميكية بطريقة (GMM)

Model (2) المتغير التابع (EPS)		Model (1) المتغير التابع (ROA)		المتغيرات
T-Statistic	Coefficient	T-Statistic	Coefficient	
-4.123**	-0.631	-3.521**	-0.541	LVE
1.772**	0.079	0.892	0.044	SIZE
2.372**	0.197	0.534	0.012	Age
3.593**	0.298	0.375	0.072	GROE
120		120		Number of Obs
13		13		Number of instruments
17		17		Number of groups
0.95225		0.18231		Sargan -test(p-Value)
0.0000		0.0000		Wald -test (p-Value)
0.02197		0.03467		Arellano-Bond test for AR (1) (p-Value)
0.67105		0.55863		Arellano-Bond test for AR (2) (p-Value)

- مخرجات البرنامج Eviews الاحصائي 13.
- (**) تشير إلى وجود دلالة احصائية أقل 0.05.

التعليق على الجدول رقم (5): نتائج تحليل بيانات البانل الديناميكية بطريقة GMM يوضح الجدول نتائج تقدير النموذجين الديناميكيين للعلاقة بين استخدام التمويل بالدين (LVE) وربحية الشركات العقارية باستخدام أسلوب العزوم المعممة (GMM). وقد تم استخدام نموذجين فرعيين؛ الأول يقيس أثر المتغيرات المستقلة على العائد على الأصول (ROA)، والثاني على ربحية السهم (EPS).

أولاً: تفسير النتائج الأساسية

- يتضح أن الرافعة المالية (LVE) تحمل معاملاً سالبا ومعنويا إحصائيا في كلا النموذجين (عند مستوى دلالة أقل من 0.05)، مما يشير إلى أن زيادة الاعتماد على التمويل بالدين تؤدي إلى انخفاض ربحية الشركات سواء من حيث العائد على الأصول أو ربحية السهم. وهذا يتفق مع النظرية التي ترى أن الإفراط في استخدام الدين يرفع من أعباء الفوائد ويزيد المخاطر المالية، مما ينعكس سلبا على الأداء المالي.
- بالنسبة إلى حجم الشركة (SIZE)، فإن التأثير كان موجبا وغير معنوي في نموذج ROA، بينما أصبح موجبا ومعنويا جزئيا في نموذج EPS، ما يدل على أن الشركات الأكبر حجما قد تحقق ربحية أعلى للسهم نتيجة كفاءتها التشغيلية واقتصادات الحجم.

- أما عمر الشركة (Age) فقد أظهر تأثيراً موجباً ومعنوياً في نموذج EPS فقط، مما يعني أن الشركات الأقدم تميل إلى تحقيق ربحية أعلى للسهم بفضل خبرتها واستقرارها في السوق.
- بالنسبة إلى نمو المبيعات (GROE) ، فإن العلاقة كانت موجبة ومعنوية مع EPS فقط، مما يعكس أن الشركات ذات النمو المرتفع تحقق مستويات أفضل من ربحية السهم.

ثانياً: اختبارات صلاحية النموذج

- تشير نتائج اختبار Sargan إلى أن قيم الاحتمال (p-value) أكبر من 0.05 لكلا النموذجين (0.182 و 0.952)، مما يعني عدم رفض الفرضية الصفرية، وبالتالي ملاءمة أدوات التقدير وعدم وجود مشكلة في صلاحيتها.
 - وأخيراً، أظهرت نتائج اختبار Wald أن النماذج معنوية إجمالاً عند مستوى دلالة 0.01، مما يؤكد جودة النموذج وقدرته التفسيرية العالية.
- تشير النتائج إلى أن التمويل بالدين يؤثر سلباً وبشكل معنوي على ربحية الشركات العقارية، بينما تسهم عوامل الحجم والعمر والنمو في تحسين مستويات الربحية، خصوصاً من حيث ربحية السهم (EPS) ، مما يعكس أهمية تحقيق توازن مالي واستراتيجي في هيكل التمويل لضمان استدامة الأداء المالي للشركات.

المبحث الرابع: مناقشة النتائج والتوصيات

- مناقشة النتائج.

أظهرت نتائج التحليل القياسي باستخدام أسلوب العزوم المعممة (GMM) أن الرافعة المالية (LVE) كان لها تأثير سلبي ومعنوي على كل من العائد على الأصول (ROA) وربحية السهم (EPS) في الشركات العقارية المدرجة في البورصة المصرية خلال فترة الدراسة. وهذه النتيجة تتفق مع عدد من الدراسات السابقة التي أكدت أن الاعتماد المفرط على التمويل بالدين يؤدي إلى تراجع ربحية الشركات نتيجة زيادة أعباء خدمة الدين والمخاطر المالية المرتبطة به.

(Azhagaiah & Gavoury, 2011; Abor, 2005) ، المتولي، 2023) كما

أن هذه النتيجة تتسق مع نظرية هيكل رأس المال التقليدية (Traditional Capital Structure Theory) التي ترى أن استخدام الدين بشكل معتدل قد يرفع العائد حتى نقطة معينة، إلا أن تجاوزه يؤدي إلى ارتفاع تكاليف التمويل وانخفاض صافي الأرباح. من ناحية أخرى، أظهرت النتائج أن حجم الشركة (SIZE) يرتبط إيجابيا بربحية السهم (EPS) ، وهو ما يشير إلى أن الشركات الأكبر تمتلك موارد مالية وتنظيمية أكبر، وكفاءة تشغيلية أعلى تمكنها من تحقيق وفورات الحجم وتحسين ربحيتها، وهي نتيجة منسجمة مع دراسات (Doan, 2021) ؛ Najjar & (Petrov, 2011) في المقابل، لم يكن لحجم الشركة تأثير معنوي على العائد على الأصول (ROA) ، مما قد يفسر بأن الأصول في بعض الشركات العقارية قد لا تستغل بكفاءة متجانسة، أو أن بعض الشركات تحتفظ بأصول غير مدرة للدخل في المدى القصير.

أما عمر الشركة (Age) فقد كان له تأثير موجب ومعنوي على ربحية السهم، مما يعكس أن الشركات ذات الخبرة الأطول غالبا ما تتمتع بإدارة مالية أكثر كفاءة واستقرار استراتيجي، ما ينعكس إيجابا على أدائها المالي. كذلك، أظهر متغير النمو (GRO) علاقة موجبة ومعنوية مع EPS ، مما يشير إلى أن الشركات التي تحقق معدلات نمو مرتفعة في المبيعات تحقق أيضا أداءا ماليا أفضل، بما يعكس فعالية سياساتها التسويقية والتشغيلية.

على المستوى الإحصائي، أظهرت نتائج اختبار Sargan واختبار Arellano-Bond أن النموذجين خاليان من مشكلات الارتباط الذاتي وتعدد الأدوات، مما يعزز ثبات وموثوقية التقديرات. كما أن دلالة اختبار Wald تؤكد معنوية النموذجين ككل، ما يدل على أن المتغيرات المستقلة والضابطة تفسر نسبة معبرة من التباين في ربحية الشركات.

- التوصيات:

في ضوء نتائج الدراسة، يمكن تقديم مجموعة من التوصيات العملية والأكاديمية على النحو الآتي:

أولاً: توصيات عملية للشركات العقارية

- إعادة هيكلة سياسات التمويل في الشركات العقارية بما يضمن التوازن بين مصادر التمويل الذاتية والاقتراضية، بحيث لا يؤدي الاعتماد الزائد على الديون إلى انخفاض الربحية وارتفاع المخاطر المالية.
 - تحسين كفاءة استخدام الأصول من خلال التركيز على الاستثمارات الإنتاجية والمشروعات ذات العائد المرتفع لتعزيز العائد على الأصول.
 - الاهتمام بإدارة النمو التشغيلي والمبيعات باعتباره عاملاً مؤثراً في تحسين ربحية السهم، وذلك عبر توسيع الحصة السوقية وتبني استراتيجيات تسويقية مبتكرة.
 - الاستفادة من حجم الشركة وخبرتها التشغيلية من خلال تطوير سياسات استثمارية مرنة تتيح تحقيق وفورات الحجم .
 - مراقبة تكاليف التمويل وتقييم هيكل رأس المال دورياً بما يضمن الكفاءة المالية واستدامة الربحية على المدى الطويل.
- ثانياً: توصيات للجهات التنظيمية وصناع القرار
- تعزيز الشفافية والإفصاح المالي في الشركات العقارية لضمان دقة البيانات وتحسين قرارات المستثمرين.
 - تشجيع الشركات على تنويع مصادر التمويل (كالتمويل الإسلامي أو السندات طويلة الأجل) لتقليل الاعتماد على القروض المصرفية التقليدية.
 - دعم بيئة استثمارية مستقرة من خلال سياسات نقدية وتشريعية تقلل تقلبات السوق العقاري وتشجع النمو المستدام.
- ثالثاً: وتوجهات البحوث المستقبلية
- إجراء دراسات مستقبلية على قطاعات اقتصادية أخرى (مثل القطاع الصناعي أو الخدمي) لاختبار مدى استقرار العلاقة بين التمويل بالدين والربحية عبر القطاعات المختلفة.
 - توسيع النماذج القياسية بإضافة متغيرات جديدة مثل معدل الفائدة، مخاطر السوق، أو كفاءة الإدارة لزيادة دقة النماذج التفسيرية.
 - تحليل الأثر الزمني للديون عبر النماذج الديناميكية الممتدة (System GMM) لقياس التأثيرات طويلة المدى على الأداء المالي.

قائمة المراجع

(أ) المراجع العربية:

أبو مدلل، سمير مصطفى (2019) "نموذج ديناميكي لتحليل العلاقة الجدلية بين الانفاق العام ومعدلات البطالة"، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد (3)، العدد (2) ص 574-525.

حسام، كفايفي & أسامة، بوشريط (2021) "محددات سياسة توزيع الأرباح للشركات المدرجة في بورصة الجزائر، دراسة قياسية للفترة 2013-2018" مجلة التنوع الاقتصادي، المجلد 2، ال عدد2، ص ص 87-72.

سرحان، سامية & نجار، حياة (2020) " أثر محددات الابتكار المالي على الكفاءة المصرفية - دراسة قياسية لعينة من البنوك التجارية الأردنية باستخدام نماذج البائل " مجلة الباحث، المجلد (20)، العدد (1)، ص ص 699 - 685.

الشبابي، محي سامي محمد (2021). نموذج مقترح لقياس كفاءة التكلفة لقطاع العقارات المسجلة في بورصة الأوراق المالية وفقاً لمؤشر EGX باستخدام تحليل مغلف البيانات: دراسة تطبيقية. مجلة المحاسبة والمراجعة، المجلد (10)، العدد (2)، ص ص 251- 209.

ضاهر، حنان محمد & وسوف، أحمد (2016). محددات الربحية في شركات التأمين دراسة تطبيقية على شركات التأمين العاملة في سوريا " مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد (38) العدد (3) ص ص 542-525.

عابد، محمد نواف & أياد، زملط (2019) "أثر مؤشرات السيولة والربحية على مؤشرات الأداء السوقية للمصارف المدرجة في بورصة فلسطين " مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد (12)، العدد (1)، ص ص 131-114.

عبد الحميد، علاء محمد شكري (2021). أثر مؤشرات السيولة والربحية والمديونية على المخاطر المنتظمة لأسهم قطاع العقارات المصرية. المجلة العربية للإدارة، المجلد (40) ، العدد (1)، ص ص 22-3.

عبد الحميد، مصطفى عبد الحميد. (2020). محددات التأثير على ربحية قطاع تأمينات الأشخاص وتكوين الأموال دراسة تطبيقية على قطاع التأمين بالسوق المصري. المجلة العلمية للبحوث التجارية، المجلد (36)، العدد (1)، ص ص 39-65.

عرين، محمد محمود (2014) " العوامل المؤثرة على ربحية الشركات الصناعية المدرجة في سوق الامارات للأوراق المالية: دراسة تحليلية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، الأردن، ص ص 95-1.

على، ثريا عبد الرحيم & سعيد، صبيان طارق (2020) " القياس الاقتصادي لأثر الشمول المالي على الاستقرار المصرفي في العراق، مجلة الاقتصاد والعلوم الإدارية، بغداد، المجلد (26)، العدد (119)، ص ص 332- 352.

الفقي، رشا على إبراهيم (2020) انعكاس العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام بالتطبيق على شركات الاستثمار العقاري بالبورصة المصرية. الفكر المحاسبي، المجلد (24)، العدد (2)، ص ص 1 - 64.

المتولي، محمد سمير محمد (2021). تأثير الرافعة المالية والربحية على القيمة السوقية للمنشأة: دراسة تطبيقية. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، مجلد (12)، العدد (4)، ص ص 868-927.

المتولي، محمد سمير محمد (2023). دراسة قياسية لمحددات ربحية الشركات العقارية المدرجة في البورصة المصرية المجلة البحوث المالية والتجارية، مجلد (24)، العدد (2)، ص ص 1-50.

مجاهدة، كنزة & كمال، سي محمد (2018) "أثر التطور المصرفي على النمو الاقتصادي في الجزائر خلال الفترة من 1990-2015"، مجلة التنمية الاقتصادية، المجلد (12)، العدد (6)، ص ص 13-24.

محمد، كمال سي & رقيق، محمد خليفة & بوبرقيق، حاج عبد القادر (2016) " الانفاق العام والاستثمار الخاص في الجزائر علاقة تكامل أم إزاحة" مجلة التنظيم والعمل " المجلد (5)، العدد (4)، ص ص 64- 74.

مرهج، منذر عبد الكريم & قلاب، فارس حلمي (2019) " تأثير الأداء المالي على سياسة توزيع الأرباح، بالتطبيق على سوق دمشق وعمان للأوراق المالية"، مجلة جامعة تشرين العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (41)، العدد (3)، ص ص 94- 119.

مصطفى، بوشنتوف مولاي & موسي، منصوري حاج (2022) " العوامل المؤثرة على أداء المصارف التجارية، دراسة قياسية على المصارف التجارية الأردنية 2007-2020" مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد (8)، العدد (2)، ص ص 93-104

نجار، مليكة & فيصل، مختاري (2021) "الانفاق الصحي والمخرجات الصحية بدول أمريكا اللاتينية والبحر الكاريبي دراسة قياسية خلال الفترة 2000-2019 باستعمال panel GMM، مجلة التنظيم والعمل، المجلد (9) العدد (4) ص ص 101-114.

(ب) المراجع الأجنبية:

Agiomirgianakis. G.M., Magoutas. A.I. and Sfakianakis. G. (2013). "Determinants of profitability in the Greek tourism sector

- revisited: the impact of the economic crisis”. *Journal of Tourism and Hospitality Management*. Vol. 1 No. 1. pp. 12-17.
- Ahinful, G. S., Boakye, J. D., & Osei Bemmah, N. D. (2021). Determinants of SMEs’ financial performance: evidence from an emerging economy. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*. 35(3). 362–386.
<https://doi.org/10.1080/08276331.2021.1885247>
- Alarussi, A. S., & Gao, X. (2021). Determinants of profitability in Chinese companies. *International Journal of Emerging Markets*. Vol.5 No2. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-04-2021-0539>
- Alsharari, N. M., & Alhmod, T. R. (2019). The determinants of profitability in Sharia-compliant corporations: evidence from Jordan. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*. Vol. 10 No. 4. 2019 pp. 546-564
- Arellano, M. and Bover, O. (1995). “Another look at the instrumental variable estimation of error-components models”, *Journal of Econometrics*. Vol. 68 No. 1. pp. 29-51.
- Aryantinia, S. and Jumonoa, S. (2021). “Profitability and value of firm: an evidence from manufacturing industry in Indonesia”, *Accountina*. Vol. 7 No. 1. pp. 735-746.
- Asimakonoulos, I., Samitas, A. and Panadogonas, T. (2009). “Firm specific and economy wide determinants of firm profitability: Greek evidence using panel data”, *Managerial Finance*, Vol. 35 No. 11. pp. 930-939.
- Azizah, N., & Sudarsi, S. (2023). Analisis Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Ukuran Perusahaan Dan Kepemilikan Manajerial terhadap Manajemen Laba pada Perusahaan Properti and Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2017-2021. *J-MAS (Jurnal Manajemen Dan Sains)*, 8(1), 860.
<https://doi.org/10.33087/imas.v8i1.970>
- Bandara, N. and Wijesinghe, M.R.P. (2021). “Liquidity management and profitability: a case of manufacturing company in Sri Lanka”, *Journal of Accountancy and Finance*. Vol. 7. pp. 75-96.
- Bhutta, N.T. and Hasan, A. (2013). “Impact of firm specific factors on profitability of firms in food sector”, *Open Journal of Accounting*, Vol. 2 No. 2. pp. 19-25.
- Blundell, R. and Bond, S. (1998). “Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models”, *Journal of Econometrics*. Vol. 87 No. 1. pp. 115-143.
- Boadi, E. K., Antwi, S., & Lartey, V. C. (2013). Determinants of profitability of insurance firms in Ghana. *International journal of business and social research (IJBSR)*. Vol.3 No.3. pp. 43-50.
- Bolarinwa, S. T., Akinlo, A. E., & Onyekwelu, U. I. (2021). Determinants of firm profitability in Africa. *Global Business Review*. Vol. 6 No.1 pp.21–37.
- Boldycheva, A. G., & Starkova, M. M. (2023). Profit Management at Enterprises. *Russian Engineering Research*, 43(12), 1632–1635.
<https://doi.org/10.3103/s1068798x23120080>
- Bugu, Z. Y., & Yucheng, H. (2018). An empirical analysis of the factors affecting the profitability of China’s agricultural listed companies under the background of agricultural modernization. *International Journal of Applied Economics, Finance and Accounting*, Vol.2 No. 1, pp.19-26.

- Bui, D. T., Huan, N. H., & Ngo, V. M. (2021). Financial leverage and performance of SMEs in Vietnam: Evidence from the post-crisis period. *Economics and Business Letters*, 10(3), 229-239.
- Burja, C. (2011). "Factors influencing the company's profitability". *Annales Universitatis Apulensis: Series Oeconomica*, Vol. 13 No. 2, pp. 215-224.
- Doan, T. (2020). Profitability of real estate firms: Evidence using GMM estimation. *Management Science Letters*, Vol. 10 No. 2, pp. 327-332.
- Gabriel, S.A., Jeff, D.B. and Nana, D.O.B. (2021). "Determinants of SMEs' financial performance: evidence from an emerging economy". *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, Vol. 5 No.3, pp. 284-289
- Goddard, J., Tavakoli, M. and Wilson, J.O.S. (2005). "Determinants of profitability in European manufacturing and services: evidence from a dynamic panel model", *Applied Financial Economics*, Vol. 15 No. 18, pp. 1269-1282
- Grassa, R., ElHout, R., Rafiee, R., Hassan, O. Y., & Al, Suwaidi, S. H. (2024). Do companies benefit from publishing sustainability-integrated reports? Evidence from the United Arab Emirates. *Management & Sustainability: An Arab Review*. <https://doi.org/10.1108/msar-05-2024-0032>
- Isik, O. (2017). Determinants of profitability: Evidence from real sector firms listed in Borsa Istanbul. *Research Journal Business and Economics Research Journal*, Vol. 8 No. 4, pp. 689-698.
- Ito, K. and Fukao, K. (2010). "Determinants of the profitability of the Japanese manufacturing affiliates in China and regions: does localization of procurement, sales and management matters". *The World Economy*, Wiley Blackwell, Vol. 12 No. 33, pp. 1639-1671.
- Khan, S., Akhtar, T., & Oasem, A. (2024). Dynamics of capital structure determinants: empirical evidence from GCC countries. *Future Business Journal*, 10(1), 107.
- Lartey, V.C., Antwi, S. and Boadi, E.K. (2013). "The relationship between liquidity and profitability of listed banks in Ghana". *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 4 No. 3, pp. 48-56.
- Lazar, S. (2016). "Determinants of firm performance: evidence from Romanian listed companies". *Review of Economic and Business Studies*, Vol. 9 No. 1, pp. 53-69.
- Lin, Y.R. and Fu, X.M. (2017). "Does institutional ownership influence firm performance? Evidence from China", *International Review of Economics and Finance*, Vol. 49, pp. 17-57.
- Liu, L., & Li, Y. (2024). Enterprise financialization and stock price crash risk. *Finance Research Letters*, 60, 104878. <https://doi.org/10.1016/i.frl.2023.104878>
- Manu, R., Alhabsii, T., Rahayu, S., and Nuzula, N., (2019). "The effect of corporate governance on profitability, capital structure and corporate value". *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol.10, No.8, pp.202-214.
- Mefteh-Wali, S., & Hussain, N. (2024). Do foreign currency risk management strategies increase value in family business? *International Review of Financial Analysis*, 93, 103151. <https://doi.org/10.1016/i.irfa.2024.103151>
- Nagaraian, M. and Barthwal, R.R. (1990). "Profitability and structure: a firm-level study of Indian pharmaceutical industry", *The Indian Economic Journal*, Vol. 38 No. 2, pp. 70-84.

- Nanda, S. and Panda, A. (2018). "The determinants of corporate profitability: an investigation of Indian manufacturing firms", *International Journal of Emeraina Markets*, Vol. 13 No. 2, pp. 66-86.
- Nazir, A., Azam, M., & Khalid, M. U. (2021). Debt financing and firm performance: emnirical evidence from the Pakistan Stock Exchange. *Asian Journal of Accountina Research*, 6(3), 324-334.
- Ndruru, F., & Ananda, P. (2025). Impact of factors influencing capital structure: An analysis of the literature on public companies in emerging markets. *Journal of Economic, Business & Accounting Research*, 2(2), 120-134.
- Nijun, Z. (2017). "Relationshin between intangible assets and financial performance of listed telecommunication firms in China, based on emnirical analysis". *African Journal of Business Manaagement*, Vol. 11 No. 24, pp. 751-757.
- Pattitoni, P., Petracci, B., & Snisni, M. (2014). Determinants of profitability in the EU-15 area. *Applied Financial Economics*, Vol.24No.11, pp763-775.
<https://doi.org/10.1080/09603107.2014.904488>
- PHAM, C. D. (2020). The effect of capital structure on financial performance of Vietnamese listing pharmaceutical enterprises. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Vol. 7 No. 9, pp329-340.
- Samo, A. H., & Murad, H. (2019). Impact of liquidity and financial leverage on firm's profitability—an empirical analysis of the textile industry of Pakistan. *Research Journal of Textile and Apparel*, Vol. 23 No. 4, pp. 291-305
- Sari, L., & Lasari, M. (2024). Ukuran Perusahaan Dan Likuiditas Terhadap Kualitas Laporan Keuangan Pada Perusahaan Property And Real Estate Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2018-2022. *JURNAL PUNDI*, 8(2), 137.
<https://doi.org/10.31575/in.v8i2.566>
- Seissian, I., A., Gharios, R. T., & Awad, A. B. (2018). Structural and market-related factors impacting profitability: A cross sectional study of listed companies. *Arab Economic and Business Journal*, Vol. 13 No. 2, pp.125-133.
- Sivathaasan, N., Tharanika, R., Sinthua, M. and Hanitha, V. (2013). "Factors determining profitability: a study of selected manufacturing companies listed on Colombo Stock Exchange in Sri Lanka". *European Journal of Business and Manaagement*, Vol. 5 No. 27, pp. 99-107.
- Trang, I., N. T., Nhan, D. T. T., Phuong, D. N. T., & Wong, W. K. (2022). The Effects of Selected Financial Ratios on Profitability: An Empirical Analysis of Real Estate Firms in Vietnam. *Annals of Financial Economics*, Vol. 17 No. 1, pp.22-32
- Wan, I., Zhang, P., & Lin, O. (2023). The loss of nolitcal connections and corporate financialization. *Finance Research Letters*, 57, 104201. <https://doi.org/10.1016/i.frl.2023.104201>
- Wiklund, J., Davidsson, P. and Delmar, F. (2003). "Exnected consequences of growth and their effect on growth willingness

- in different samples of small firms”. *Entrepreneurship Theory & Practice*. Vol. 27 No. 3. pp. 247-69
- Yang, B., Bai, W., Chen, Y., & Rong, K. (2025). Internationalization of digital firms: A systematic review and research agenda. *Journal of Business Research*, 189, 115124. <https://doi.org/10.1016/j.ibusres.2024.115124>
- Yang, Yuanxia and Yi, Bingna (2012). “An empirical study of the relationship between asset structure, capital structure and profitability-take listed companies in Hunan province as an example”, *Journal of Central South University*, Vol. 18 No. 04, pp. 111-116.
- Yazdanfar, D. (2013). “Profitability determinants among micro firms: evidence from Swedish data”. *International Journal of Managerial Finance*. Vol. 9 No. 2. pp. 151-160.
- Zaid, N.A.M., Ibrahim, W.M.F.W. and Zulfarnain, N.S. (2014). “The determinants of profitability: evidence from Malaysian construction companies”. *Proceedings of 5th Asia-Pacific Business Research Conference*. Kuala Lumpur, Malaysia.
- Zariyawati, M.A., Annuar, M.N., Taufiq, H. and Rahim, A.S.A. (2009). “Working capital management and corporate performance: case of Malaysia”. *Journal of Modern Accounting and Auditing*. Vol. 5 No. 11. pp. 47-54
- Zhang, Y., Zhang, H., Yang, L., & Xu, P. (2023). Managerial ownership and corporate financialization. *Finance Research Letters*, 58, 104682. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104682>
- Zimon, G., Andrea, A., Hossein, T., Seved, M.A.S.M. and Ebrahim, D. (2021). “Earnings management, related party transactions and corporate performance. *The moderating role of internal control*”, Vol. 9 No. 8, pp. 146-152.