

**تأثير الأرباح المحتجزة على قرارات المديونية فى ظل
تطبيق أحكام قانون الضريبة المصرى على الدخل
رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م**

"دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"

دكتور

سيد سالم محمد أبو سالم

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

**تأثير الأرباح المحتجزة على قرارات المديونية في ظل تطبيق أحكام قانون الضريبة
المصرى على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م
"دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"**

سيد سالم محمد أبو سالم

مدرس بقسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مصر

ملخص

استهدف البحث الحالى التحقق من تأثير الأرباح المحتجزة على قرارات المديونية للشركات المساهمة المصرية فى ظل تطبيق أحكام قانون الضريبة المصرى على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م، وذلك فى محاولة لفهم التأثيرات الضريبية لقانون الضرائب المصرى على الخيارات التمويلية للشركات المساهمة المصرية، خاصةً فى ظل ندرة الدراسات السابقة التى تعرضت لدراسة هذا التأثير فى البيئة المصرية. ومن أجل اختبار فرضية البحث، اعتمد الباحث على عينة مكونة من ٩٤ شركة مساهمة مصرية (٤٧٠ مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمى إلى أربعة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالى فى الفترة بين عامى ٢٠١٥م و٢٠١٩م. وبعد ضبط التأثيرات المحتملة لكل من حجم الشركة، هيكل الأصول (الضمانات)، الوفورات الضريبية المحققة من مصادر بديلة للإقتراض، نسبة السيولة، وفرص نمو الشركة على مستوى مديونيتها، توصل الباحث من خلال الإعتماد على نموذج الإنحدار الخطى المتعدد إلى وجود علاقة موجبة بين الأرباح المحتجزة ونسبة المديونية. وتحمل تلك النتيجة بين طياتها دعماً إمبريقياً واضحاً لتوقعات الباحث بأن المعالجة الضريبية التى جاء بها قانون الضريبة المصرى على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م للعوائد المدينة على القروض والسلفيات التى حصلت عليها المنشأة بهدف استخدامها فى مزاولة النشاط، ستدحض من توقعات نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل بشأن استخدام الشركات التسلسل الهرمى للتمويل.

الكلمات الدالة: الأرباح المحتجزة، نسبة المديونية، نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، قانون الضريبة المصرى على الدخل، التخطيط الضريبى.

١. مشكلة البحث

يوجد أمام الشركات في وقتنا الراهن، مصادر تمويل متعددة، تتباين في خصائصها، وتختلف في تكاليف وشروط الحصول عليها. ورغم تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام الشركات، واختلاف أشكالها، لا زال الإهتمام منصباً على الطريقة التي يتم بها تشكيل الهيكل التمويلي للشركة بين أموال الملكية وأموال الديون، لما لهذا التنوع من تأثير على عنصرين أساسيين في نشاط الشركة، هما: العائد والمخاطرة (عبد الحميد، ٢٠١١).^(١)

وتعد نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل (The Pecking Order Theory) واحدة من أكثر النظريات تأثيراً في مجال تمويل الشركات، حيث ينصب إهتمام تلك النظرية على تفسير السبب وراء قرارات التمويل، دون أن تتدخل في تحديد الخليط المستهدف من الديون وحقوق الملكية داخل هيكل التمويل.

ففي أوائل ستينات القرن المنصرم أجرى (Gordon Donaldson) دراسة مسحية للممارسات التمويلية لعينة من كبريات الشركات الأمريكية، خرج منها بنظرية لترتيب أولويات مصادر التمويل من وجهة نظر الشركات،^(٢) طورت فيما بعد من قبل كل من (Myers, 1984; Myers and Majluf, 1984).

وتتلخص أبعاد نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل في النقاط الست التالية (Myers, 2001):

(١) أن الشركات تفضل الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي، المتمثلة في الأرباح المحتجزة أو المستبقة، على التمويل الخارجي.^(٣) ويرجع ذلك إلى أن عدم تماثل المعلومات يكون من المفترض أنه ذو صلة فقط بالتمويل الخارجي.

(١) يسهم زيادة اعتماد الشركة على الديون - بدلاً من حقوق الملكية - في تمويل استثماراتها، في زيادة العائد المتوقع، وذلك نتيجة لانخفاض تكاليف الأموال المقترضة بالمقارنة بتكاليف حقوق الملكية. غير أنه من شأن هذا الاتجاه في تمويل استثمارات الشركة أن يؤدي في نفس الوقت إلى زيادة مخاطر الإفلاس (Bankruptc Risk)، وذلك إذا ما واجهت الشركة ظروفاً صعبة، تؤثر في قدرتها على الوفاء بقيمة تلك القروض أو الديون وفوائدها عندما يحين تاريخ الاستحقاق (هندي، ١٩٩٩).

(٢) لاحظ (Donaldson, 1961) من خلال الدراسة المسحية التي أجراها، أن الشركات تفضل أولاً تمويل استثماراتها من خلال الأرباح المحتجزة أو المرحلة (Retained Earnings)، ثم، عندما تحتاج أموالاً خارجية، فإنها تفضل إصدار الديون على إصدار الأسهم الجديدة.

(٣) الأرباح المحتجزة (أو غير الموزعة)، هي عبارة عن ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته الشركة من ممارسة نشاطها، خلال السنة الجارية أو السنوات السابقة، ولم يدفع في شكل توزيعات، والذي يظهر في الميزانية العمومية للشركة ضمن عناصر حقوق الملكية.

(٢) أن الشركات تكيف نسبها المستهدفة لتوزيعات الأرباح بناءً على توقعاتها بشأن الفرص الاستثمارية المتاحة. بعبارة أخرى، أن الشركات تأخذ في اعتبارها عند تحديد نسبها المستهدفة لتوزيعات الأرباح، أن تكون الأرباح المحتجزة أو المستبقة كافية - في ظل الظروف العادية - لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة.

(٣) تتبع الشركات سياسات توزيع أرباح لزجة (Sticky)، وأن النسب المستهدفة للتوزيعات المدفوعة يتم تعديلها بشكل تدريجي لنقلها أو تحويلها في نطاق أو مدى الفرص الاستثمارية القيمة أو الثمينة المتاحة للشركة. بمعنى أن الشركات تتجنب إحداث أى تغييرات مفاجئة في سياسات توزيع الأرباح المتبعة، خاصة التغييرات التى تنطوى على تخفيض فى قيمة الأرباح الموزعة.

(٤) فى حالة حدوث تقلبات غير متوقعة فى أرباح الشركة وفى فرص الاستثمار المتاحة، فإن إتباع الشركة لسياسات توزيع أرباح لزجة يعنى أن الأموال المتولدة داخلياً قد تزيد أو تقل عن النفقات الاستثمارية. فإذا كانت الأموال المتولدة داخلياً تفوق الاستثمار الرأسمالى، فإن هذا الفائض يمكن أن يوجه لسداد الديون، أو يوجه للإستثمار فى أوراق مالية رائجة سوقياً (Marketable Securities). أما إذا كانت الأموال المتولدة داخلياً تقل عن الإستثمار الرأسمالى الذى يصعب تأجيله، فإن الشركة ستسحب أولاً من رصيدها النقدى المتاح أو محفظة أوراقها المالية الراججة سوقياً.

(٥) إذا كان التمويل الخارجى مطلوباً للاستثمار الرأسمالى، فإن الشركة ستصدر الأوراق المالية الآمنة أو الحذرة (Safest Security) أولاً، أى الديون قبل حقوق الملكية. فمع زيادة الحاجة إلى التمويل الخارجى، ستعمل الشركة على خفض الترتيب، من الدين الآمن إلى الدين الأكثر خطورة، وربما إلى الأوراق المالية القابلة للتحويل (Convertible Securities) أو الأسهم الممتازة، وأخيراً إلى إصدار أسهم جديدة كملاد أخير.

(٦) أن نسبة ديون كل شركة ستعكس بالتالى متطلباتها المتراكمة (Cumulative Requirement) للتمويل الخارجى.

وهكذا يتضح أن تلك النظرية تحاول توليد أفكار تفيد بأن الشركات ستستخدم التسلسل الهرمى للتمويل (Hierarchy of Financing) من خلال ترتيب أولويات مصادر تمويلها. كما يتضح أن تلك النظرية لا تتدخل فى تحديد

الخليط المستهدف من الديون وحقوق الملكية داخل هيكل التمويل، ففي هذه النظرية لا يوجد مزيج أو خليط مستهدف من الديون وحقوق الملكية معرف أو محدد جيداً، وذلك لأن هناك نوعين من حقوق الملكية، داخلية وخارجية، واحدة تقع في صدارة أولويات مصادر التمويل (أى الأرباح المحتجزة)، وواحدة تقع في القاع (أى إصدار أسهم جديدة)، ثم تأتي الأموال المقترضة في موقع ما بينهما (هندي، ١٩٩٨؛ بسيوني، ٢٠١٧).^(٤)

لذا، تتوقع نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل أن الشركات الأكثر ربحية، والتي يمكنها احتجاز المزيد من الأرباح المتولدة لديها، لن تسعى إلى التوسع في الإقراض، وذلك لأنه سيكون لديها تمويل داخلي كافٍ لتمويل مشروعاتها الاستثمارية. وعلى العكس من ذلك، ستسعى الشركات الأقل ربحية للحصول على المزيد من الأموال المقترضة، وذلك لأن ما يمكن احتجازه من أرباح لا يكفي لتلبية احتياجاتها. فوفقاً لتلك النظرية، يجب على الشركات أن تحصل على التمويل الخارجي فقط، عندما يكون التمويل الداخلي غير كافٍ.

من ناحية أخرى، تتيح مدفوعات الفائدة المتعلقة بالديون ميزة ضريبية للشركات المقترضة، وذلك نتيجة لما تحققه تلك المدفوعات من وفورات ضريبية، تسهم في جعل تكلفة الإقراض الحقيقية التي تتحملها المنشأة أقل من سعر الفائدة المتعاقد عليه. وبالتالي، فإن العائد الإجمالي المتاح لحملة الأسهم يكون أكبر في حالة المنشأة المقترضة عنه في حالة المنشأة التي لا تعتمد على القروض في التمويل (لبدة، ١٩٨٤).

(٤) يكمن السبب الأساسي وراء وقوع التمويل الداخلي في صدارة أولويات مصادر التمويل في أنه مصدر عادةً لا يواجه بالمعارضة، إضافة إلى أنه يعفي الإدارة من السعي للإلتصال بالمستثمرين المحتملين من مقرضين وملاك. كما يبعد الشركة عن الوقوع تحت تأثير منطوق سوق رأس المال في حالة إصدار المزيد من الأسهم. فإصدار كمية كبيرة من الأسهم قد يترك أثراً عكسياً على القيمة السوقية للسهم، كما يحتمل أن يحدث تغييراً في مراكز الملاك داخل الجمعية العمومية. كذلك لا ينطوي التمويل الداخلي على تكاليف إصدار، كما هو الحال في حالة الاعتماد على مصادر التمويل الخارجي (هندي، ١٩٩٨). أما السبب الأساسي وراء نيل فكرة الاعتماد على إصدار أسهم جديدة كأحد المصادر المتاحة للتمويل الخارجي، وجعلها في قاع أولويات مصادر التمويل، فيتعلق بالتأثير السلبي لإصدار الأسهم الجديدة على المساهمين القدامى، خاصة في ظل افتراض نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل عدم وجود تماثل في المعلومات بين المستثمرين والإدارة. حيث تفترض تلك النظرية أن المديرين يتصرفون دائماً في مصلحة المساهمين الحاليين، وأنهم يرفضون إصدار أسهم مبخس في قيمتها (Under-valued Shares). كما تفترض تلك النظرية أن المستثمرين لا يعرفون القيمة الحقيقية لأي من الأصول القائمة أو الفرص الاستثمارية المتاحة. لذلك، فإن المستثمرين لا يستطيعون وضع قيمة للأوراق المالية المصدرة لتمويل استثمار جديد بدقة. لذا، فإن الإعلان عن إصدار أسهم جديدة سوف يقود على الفور أسعار الأسهم نحو الانخفاض، وهذا الانخفاض في السعر عند الإعلان عن إصدار الأسهم الجديدة ينبغي أن يكون كبيراً حيث عدم تماثل المعلومات يكون كبيراً (Myers and Majluf, 1984).

ففي ظل وجود ضرائب على دخل الشركات، يتوقع كل من (Modigliani and Miller, 1963) أن ترتفع القيمة السوقية للمنشأة باضطراد مع الزيادة في نسبة الأموال المقترضة، نتيجة للوفورات الضريبية التي تحققها مدفوعات الفائدة المتعلقة بالديون. حيث تعتبر فوائد الديون من المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم يتولد عنها وفورات ضريبية تترك أثراً إيجابية على ثروة الملاك.

وبمراجعة أحكام قانون الضريبة المصري على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م، ولأئحته التنفيذية الصادرة بموجب قرار وزير المالية رقم (٩٩١) لسنة ٢٠٠٥م وتعديلاتهما، وذلك فيما يخص المعالجة الضريبية للعوائد المدينة على القروض والسلفيات التي حصلت عليها المنشأة بهدف استخدامها في مزاولة النشاط، وجد الباحث أن التشريع الضريبي المصري قد وضع سقفاً أو حداً أقصى للقروض التي يسمح بخصم عوائدها (أو فوائدها) ضمن التكاليف واجبة الخصم، وهو ما يعادل أربعة أمثال متوسط حقوق الملكية.

فقد نصت المادة رقم (٥٢) من قانون الضريبة على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م، في البند رقم (١) منها، على أنه: "لا يعد من التكاليف واجبة الخصم: العوائد المدينة التي تدفعها الأشخاص الاعتبارية المنصوص عليها في المادة (٤٧) 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،^(٥) ولا يسرى هذا الحكم على البنوك وشركات التأمين، وكذلك الشركات التي تباشر نشاط التمويل التي يصدر بتحديددها قرار من الوزير."

ويرى الباحث أن المعالجة الضريبية التي جاء بها قانون الضريبة المصري على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م للعوائد المدينة على القروض

(٥) نصت المادة رقم (٥٨) من اللائحة التنفيذية لقانون الضريبة على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م، على أنه: "تشمل العوائد المدينة، في تطبيق حكم البند (١) من المادة (٥٢) من القانون، كل ما يتحمله الشخص الاعتباري من مبالغ مقابل ما يحصل عليه من القروض والسلفيات أياً كان نوعها والسندات والأذون. وتشمل القروض والسلفيات، في تطبيق حكم هذا البند، السندات وأية صورة من صور التمويل بالدين من خلال أوراق مالية ذات عائد ثابت أو متغير." كما نصت ذات المادة من اللائحة التنفيذية للقانون، كذلك، على أنه: "يقصد بحقوق الملكية، في تطبيق حكم البند (١) من المادة (٥٢) من القانون، رأس المال المدفوع مضافاً إليه كل من الاحتياطيات والأرباح المرحلة ومخصوماً منه الخسائر المرحلة، على أن يتم استبعاد فروق إعادة التقييم المرحلة إلى الاحتياطيات في حالة عدم خضوعها للضريبة. وفي حالة وجود خسائر مرحلة فإنها تخصم من الأرباح المرحلة والاحتياطيات فقط، وتحسب النسبة على أساس إجمالي القروض والسلفيات منسوبة إلى باقي حقوق الملكية بعد خصم الخسائر المرحلة وبعد أدنى رأس المال المدفوع."

والسلفيات التي حصلت عليها المنشأة بهدف استخدامها في مزاولة النشاط، تعتبر مدخلاً مناسباً للشركات المساهمة المصرية للقيام بالتخطيط الضريبي، حيث يتوقع أن تقوم تلك الشركات باحتجاز المزيد من الأرباح المتولدة لديها والإبقاء عليها دون توزيع، فيزيد متوسط حقوق الملكية، فيزيد مبلغ التمويل بالدين الذي يؤدي إلى اعتماد المزيد من تكلفة التمويل بالدين ضمن التكاليف واجبة الخصم، ومن ثم إقتناص قدر أكبر من الوفورات الضريبية التي تحققها مدفوعات الفائدة المتعلقة بالتمويل بالدين، وبالتالي سيتولد لديها الدافع على التوسع في عملية الإقتراض.^(٦)

لذا، يتوقع الباحث، وعلى العكس من توقعات نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، أن الشركات الأكثر ربحية، والتي يمكنها احتجاز المزيد من الأرباح المتولدة لديها، ستتوفر لها فرصة أكبر للتوسع في الإقتراض، نتيجة ارتفاع السقف أو زيادة الحد الأقصى للقروض التي سيسمح بخصم عوائدها (أو فوائدها) ضمن التكاليف واجبة الخصم. وعلى العكس من ذلك، سيتقلص ميل الشركات الأقل ربحية نحو التوسع في عملية الإقتراض، وذلك لأن ما يمكن احتجازه من أرباح لن يكون كافياً للحصول على المزيد من الوفورات الضريبية التي يحققها التمويل بالدين، نتيجة إنخفاض السقف أو إنخفاض الحد الأقصى للقروض التي سيسمح بخصم عوائدها (أو فوائدها) ضمن التكاليف واجبة الخصم.

ومن هذا المنطلق، يتضح أن هذه القضية تعد مجالاً خصباً لمزيد من البحث والدراسة، وأنه من الضروري تفهم ودراسة التأثير الذي يمكن أن يتركه احتجاز الشركات للمزيد من الأرباح المتولدة لديها على مستوى مديونيتها. لذا، يمكن بلورة مشكلة البحث الحالي من خلال طرح التساؤل التالي: ما هو تأثير الأرباح المحتجزة على قرارات المديونية للشركات المساهمة المصرية في ظل تطبيق أحكام قانون الضريبة المصرية على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م؟

(٦) يعزز من هذا التوقع، أن تطبيق قانون الضريبة المصرية على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م أدى إلى حرمان الشركات المساهمة المصرية مصدراً مهماً للحصول على الوفورات الضريبية، وذلك من خلال إلغائه أحكام القانون السابق له رقم (١٥٧) لسنة ١٩٨١م وتعديلاته، والذي كان يمنح الشركات المساهمة المصرية حافزاً لزيادة رأسمالها، متمثلاً في إعفاء مبلغ يعادل نسبة من رأس المال المدفوع تعادل النسبة التي يقرها البنك المركزي المصري على الودائع لدى البنوك. حيث كانت تنص المادة رقم (١٢٠) من القانون رقم (١٥٧) لسنة ١٩٨١م المعدل بالقانون رقم (١٨٧) لسنة ١٩٩٣م، في البند رقم (١) منها، على أنه: "يعفى من الضريبة مبلغ يعادل نسبة من رأس المال المدفوع بما لا يزيد على الفائدة التي يقرها البنك المركزي المصري على الودائع لدى البنوك عن سنة المحاسبة، وذلك بشرط أن تكون الشركة من شركات المساهمة التابعة للقطاع العام أو الخاص، وأن تكون أوراقها المالية مقيدة في سوق الأوراق المالية."

٢. هدف البحث

فى ضوء مشكلة البحث، يتمثل الهدف الأساسى للبحث الحالى فى اختبار تأثير احتجاز الشركات المساهمة المصرية للمزيد من الأرباح المتولدة لديها على مستوى مديونيتها، وخصوصاً فى ظل تطبيق أحكام قانون الضريبة المصرى على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م، بشأن المعالجة الضريبية للعوائد المدينة على القروض والسلفيات التى حصلت عليها تلك الشركات بهدف استخدامها فى مزاولة النشاط.

٣. أهمية البحث

ترجع أهمية إجراء البحث الحالى إلى عدة عوامل أو اعتبارات لعل من أهمها ما يلى:

- (١) الحاجة الماسة لدراسة منهجية تستهدف التعرف على التأثيرات الضريبية التى يمكن أن يتركها تطبيق أحكام قانون الضريبة المصرى على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م على الخيارات التمويلية للشركات المساهمة المصرية، وخصوصاً بعد مرور فترة زمنية طويلة، تزيد على الخمسة عشر عاماً، على إصدار وتطبيق هذا القانون.
- (٢) الحاجة الماسة لدراسة منهجية تستهدف التحقق مما إذا كانت الأفكار التى طرحت من قبل نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل بشأن استخدام الشركات التسلسل الهرمى للتمويل، من خلال ترتيب أولويات مصادر تمويلها، ستطبق بالضرورة على الشركات المساهمة المصرية، خاصةً فى ظل تطبيق أحكام قانون الضريبة المصرى على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م بشأن المعالجة الضريبية للعوائد المدينة على القروض والسلفيات التى حصلت عليها المنشأة بهدف استخدامها فى مزاولة النشاط.
- (٣) الحاجة الماسة لدراسة منهجية تستهدف دراسة واختبار التأثير الذى يمكن أن يمارسه احتجاز الشركات للمزيد من الأرباح المتولدة لديها على مستوى مديونيتها، خاصةً فى ظل ندرة الدراسات السابقة - لحد علم الباحث - التى اختبرت هذا التأثير بشكل عام، وندرة الدراسات السابقة التى تم إجراؤها فى بيئة الأعمال المصرية للتحقق من طبيعة هذا التأثير بشكل خاص.

٤) تعتبر مصر بيئة ملائمة لدراسة مشكلة البحث الحالي، وذلك لأن المعالجة الضريبية التي جاء بها التشريع الضريبي المصرى للعوائد المدينة على القروض والسلفيات التي حصلت عليها المنشأة بهدف استخدامها في مزاولة النشاط، يفتح المجال أمام الشركات المساهمة المصرية للقيام بالتخطيط الضريبي الذي يستهدف تخفيض الإلتزامات الضريبية المستحقة على الشركة، وذلك على النحو السابق الإشارة إليه عند عرض مشكلة البحث.

٥) يعد القرار الخاص بترتيب أولويات مصادر تمويل استثمارات الشركة، واحداً من أهم القرارات التمويلية التي باتت تلعب دوراً حيوياً ومؤثراً في تعظيم ثروة الملاك. لذا، فإن محاولة شرح وتفسير سلوك التمويل الفعلي للشركات، والتعرف على التأثير الذي يمكن أن يتركه احتجاز الشركات للمزيد من الأرباح المتولدة لديها على مستوى مديونيتها، يضيف المزيد من الأهمية على البحث الحالي.

٤. تطوير فرضية البحث

يشير (Myers, 1984) إلى أن الشركات يكون لديها ترتيب أولويات في اختيار مصادر تمويل استثماراتها، حيث تأتي الأرباح المحتجزة أو المستبقة في مقدمة مصادر التمويل من حيث الأفضلية، تتبعها الديون التي تنطوي على تكاليف وكالة ولكن يقابلها وفورات ضريبية، وأخيراً يأتي التمويل بإصدار أسهم جديدة الذي قد ينطوي على تكاليف وكالة دون وجود للوفورات الضريبية.

ويرجع كل من (Myers and Majluf, 1984) هذا السلوك إلى التكاليف المترتبة على إصدار الأسهم الجديدة، والتي يمكن عزوها بشكل رئيسي إلى مشكلة عدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry) بين المستثمرين المرتقبين والإدارة. ففي ظل إدراك المتعاملين في السوق بأن الإدارة يتوافر لديها معلومات قد لا تكون متاحة لهم، سوف يظل المستثمرون المرتقبون يفسرون قرار إصدار أسهم جديدة على أنه محاولة من الإدارة لاستغلالهم لصالح المستثمرين القدامى، وذلك من خلال العمل على إنتقال ضمنى للثروة من الملاك الجدد إلى الملاك القدامى. ومن ثم، ينبغي تجنب الاعتماد على هذا المصدر من مصادر التمويل بقدر المستطاع.

لذا، يصبح من المتوقع أن تتجه الشركات التي تتميز بإرتفاع معدلات ربحيتها، وتتاح لها فرصة احتجاز المزيد من الأرباح المتولدة لديها، إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة، وبدرجة أكبر على الأموال

المتولدة داخلياً (متمثلة في الأرباح المحتجزة). وإذا كان للشركة أن تحصل على أموال من مصادر تمويل خارجية، فعليها أن تحتاط مسبقاً بجعل نسبة الديون في هيكل التمويل منخفضة نسبياً، حتى إذا جاء الوقت الذي تحتاج فيه إلى موارد إضافية، يصبح من الممكن الحصول على المزيد من الديون، وذلك قبل أن تفكر في إصدار أسهم جديدة (هندي، ١٩٩٨).

وقد دعمت دراسات سابقة عديدة (مثل: Titman and Wessels, 1988; Rajan and Zingales, 1995; Nivorozhkin, 2002; Bauer, 2004; Gaud et al., 2005; Serrasqueiro and Nunes, 2008; Akhtar and Oliver, 2009; Sheikh and Wang, 2011; Cortez and Susanto, 2012; Jensen, 2013; Thippayana, 2014; Güner, 2016; Cevheroglu-Acar, 2018; Vu et al., 2020) من أرجحية وجهة النظر السابقة، حيث توصلت تلك الدراسات السابقة إلى أن الشركات الناجحة التي تحقق مستويات عالية من الربح، وتتاح لها فرصة احتجاز المزيد من الأرباح، يكون لديها ميل أقل للاعتماد على الديون كمصدر للتمويل.

من ناحية أخرى، توفر النتائج التي توصل إليها عدد آخر من الدراسات السابقة (مثل: Fauzi et al., 2013; Sangeetha and Sivathaasan, 2013; Tarazi, 2013) دعماً إمبريقياً لوجهة نظر بديلة ترجح أن الشركات الناجحة التي تحقق مستويات عالية من الربح، ربما يكون لديها ميل أكبر للاعتماد على الديون في تمويل استثماراتها، وذلك بدافع حماية أرباحها من الخضوع للضريبة، عن طريق الاستفادة مما يوفره الاعتماد على التمويل بالدين من وفورات ضريبية.

ويرى الباحث أنه على الرغم من معقولية وجهة النظر السابقة، إلا أن محاولة تفسير السلوك التمويلي للشركات المساهمة المصرية وفقاً لها، لا ينبغي أن يتم بمعزل عما جاء به قانون الضريبة المصري على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م من أحكام تختص بالمعالجة الضريبية للعوائد المدونة على القروض والسلفيات التي حصلت عليها المنشأة بهدف استخدامها في مزاولة النشاط، والتي وضع من خلالها المشرع الضريبي المصري سقفاً أو حداً أقصى للقروض التي يسمح بخصم عوائدها (أو فوائدها) ضمن التكاليف واجبة الخصم، حددته المادة رقم (٥٢) من القانون سالف الذكر في البند رقم (١) منها، بأربعة أمثال متوسط حقوق الملكية، وذلك وفقاً للقوائم المالية التي يتم إعدادها طبقاً لمعايير المحاسبة المصرية.

ففي ظل المعالجة الضريبية التي جاءت بها المادة رقم (٥٢) من قانون الضريبة المصرى على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م، فإنه ينبغي على الشركات التي ترغب في إقتناص قدر أكبر من الوفورات الضريبية التي تحققها مدفوعات الفائدة المتعلقة بالتمويل بالدين، الإحتياط مسبقاً باحتجاز المزيد من الأرباح المتولدة لديها والإبقاء عليها دون توزيع، فيزيد متوسط حقوق الملكية، فيزيد مبلغ التمويل بالدين الذى يؤدي إلى اعتماد المزيد من تكلفة التمويل بالدين ضمن التكاليف واجبة الخصم.

ويرى الباحث أن قيام الشركة بهذا التخطيط الضريبي، واحتجاز المزيد من الأرباح المتولدة لديها والإبقاء عليها دون توزيع، على هذا النحو، سيحقق للشركة ميزة إضافية أخرى، تتمثل في جعل نسبة الديون إلى حقوق الملكية تبدو منخفضة نسبياً، حتى إذا جاء الوقت الذى تحتاج فيه الشركة إلى موارد إضافية، يصبح من الممكن الحصول على المزيد من الديون، وذلك قبل أن تفكر الشركة في إصدار أسهم جديدة. بمعنى آخر، سيؤدي احتجاز الشركة للمزيد من الأرباح المتولدة لديها، والإبقاء عليها دون توزيع، إلى زيادة الطاقة الإقتراضية للشركة.

وعلى العكس من ذلك، يتوقع أن يتقلص الحافز على التوسع في عملية الإقتراض لدى الشركات الأقل ربحية، أو الشركات التي تتعرض لضغوط مستمرة من قبل المساهمين لإجراء المزيد من توزيعات الأرباح،^(٧) وذلك لأن ما يمكن احتجازه من أرباح لن يكون كافياً للحصول على المزيد من الوفورات الضريبية التي يحققها التمويل بالدين، بسبب إنخفاض الحد الأقصى للقروض التي سيسمح بخصم عوائدها (أو فوائدها) ضمن التكاليف واجبة الخصم.

وفي ضوء ندرة الدراسات السابقة التي اختبرت تأثير احتجاز الشركات للمزيد من الأرباح المتولدة لديها على مستوى مديونيتها بشكل مباشر وصريح، وكذلك وجود تلك التحليلات المتناقضة بشأن هذا التأثير، فإنه يمكن للباحث صياغة فرضية البحث الحالى فى صورة فرض العدم، وذلك على النحو التالى:

ف: لا يوجد تأثير للأرباح المحتجزة على مستوى مديونية الشركة.

(٧) قد يطالب المساهمون بإجراء توزيعات الأرباح كجزء من حزمة "المراقبة/ الضمانة" المثلى التي تعمل على خفض تكاليف الوكالة داخل الشركة (Rozeff, 1982). حيث يمكن لتوزيعات الأرباح أن توفر علاجاً جزئياً لمشاكل الوكالة القائمة بين المديرين والمساهمين، وذلك من خلال تخفيض فرص الإدارة لاستثمار التدفق النقدي الحر المتاح للشركة، فى المشروعات التى تخدم مصالح الإدارة على حساب المساهمين (Jensen, 1986).

٥. تصميم البحث

١.٥. مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث الحالي فى الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية فى الفترة بين عامى ٢٠١٥م و٢٠١٩م، والتي كانت موزعة خلال تلك الفترة، وفقاً للتصنيف القطاعى الذى كان مطبقاً حينها من قبل إدارة البورصة المصرية، على سبعة عشرة قطاعاً اقتصادياً مختلفاً، هى: الأغذية والمشروبات، التشييد ومواد البناء، العقارات، الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات، الرعاية الصحية والأدوية، السياحة والترفيه، الموارد الأساسية، المنتجات المنزلية والشخصية، الكيماويات، الموزعون وتجار التجزئة، الإتصالات، الغاز والبتروول، الإعلام، التكنولوجيا، المرافق، البنوك، والخدمات المالية باستثناء البنوك.^(٨)

وقد قام الباحث باستبعاد الشركات التى تنتمى إلى قطاعى البنوك والخدمات المالية بخلاف البنوك من عينة البحث الحالى، وذلك نظراً لاختلاف طبيعة عملها، وكذلك نظراً لعدم سريان أحكام المادة رقم (٥٢) من قانون الضريبة على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م على البنوك وشركات التأمين، وكذلك الشركات التى تباشر نشاط التمويل التى يصدر بتحديداتها قرار من وزير المالية المصرى، وذلك وفقاً لما جاء بالبند رقم (١) من المادة سالفه الذكر.

أيضاً، قام الباحث باستبعاد الشركات غير المالية التى تزاوول نشاطها بنظام المناطق الحرة العامة والخاصة (ومنها قطاع الإعلام)، وذلك نظراً لإعفاء تلك الشركات من الخضوع للضريبة على الدخل طبقاً لقانون ضمانات وحوافز الاستثمار المصرى، مما يعنى وقوع تلك الشركات خارج نطاق سريان أحكام

(٨) قامت إدارة البورصة المصرية فى بداية عام ٢٠٢٠م بتفعيل تصنيف قطاعى جديد على ضوء عملية إعادة هيكلة شاملة طالت كل قطاعات السوق المصرى، مع إعادة تسكين الشركات فى القطاعات المختلفة بناءً على نشاطها الرئيسى المولد للإيراد أو صافى الإيراد بحسب الأحوال، وذلك فى خطوة تستهدف رفع كفاءة وزيادة عمق وتنافسية سوق المال المصرى، كونه أداة مهمة لاجتذاب مزيد من التدفقات الاستثمارية. وقد استهدفت البورصة المصرية من عملية إعادة هيكلة التقسيم القطاعى للشركات المقيد أوراقها المالية بجداول البورصة، توفير قطاعات تعكس بشكل أكبر نشاط الشركات التابعة لها، وكذلك إحداث قدر كبير من تكافؤ الفرص بين الشركات ذات طبيعة النشاط الواحد. وتضمنت عملية إعادة الهيكلة جانبين رئيسيين، **الجانب الأول:** إعادة النظر فى التصنيف القطاعى ذاته، والذى تضمن عمليات فصل ودمج وتعديل واستحداث قطاعات؛ **والجانب الثانى:** تضمن إعادة تبويب الشركات وفقاً لعدة عوامل أهمها المصدر الرئيسى المولد للإيراد، أو صافى الإيراد بحسب الأحوال ونشاط الشركة. وقد أسفرت عملية إعادة الهيكلة عن زيادة عدد القطاعات إلى ١٨ قطاع بدلاً من ١٧ قطاع، فيما شهدت نحو ٥٣ شركة تغيير اسم القطاع الذى تنتمى إليه، كما انتقلت ٤٢ شركة إلى قطاعات أخرى بعد دراسة المصدر الرئيسى لنشاطها، واستمرت ١٤٩ شركة كما هى بذات القطاع دون تعديل. ولمزيد من التفصيل حول هذا الشأن، يمكن الرجوع إلى التقرير السنوى للبورصة المصرية لعام ٢٠١٩م، وذلك عبر تحميل الرابط التالى: https://www.egx.com.eg/get_pdf.aspx?ID=26553&Lang=ARB

المادة رقم (٥٢) من قانون الضريبة المصرية على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م، ومن ثم إنتفاء دوافع القيام بالتخطيط الضريبي عن تلك الشركات، والمتولدة نتيجة المعالجة الضريبية التي جاء بها قانون الضريبة المصرية على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م للعوائد المدينة على القروض والسلفيات التي حصلت عليها المنشأة بهدف استخدامها في مزاولة النشاط، وذلك على النحو السابق إيضاحه عند عرض مشكلة البحث الحالي.

وقد إنتهى الباحث إلى اختيار عينة ميسرة من الشركات غير المالية المقيدة، والمتاح الاستعانة بها في إتمام البحث الحالي، يبلغ حجمها ٩٤ شركة (٤٧٠ مشاهدة) موزعة على أربعة عشر قطاعاً إقتصادياً غير مالي (مرفق ملحق رقم "١" بأسماء شركات عينة البحث)، وبما يعادل ٥٣٪، ٥٣٪، ٥٤٪، ٥٥٪، ٥٦٪ تقريباً من إجمالي عدد الشركات المساهمة غير المالية المقيدة، والمتاح سحب عينة البحث الحالي منه خلال السنوات الخمس فترة الدراسة على الترتيب. ويوضح الجدول رقم (١) العينة المبدئية للبحث مصنفة وفقاً للتوزيع القطاعي للبورصة المصرية.

جدول رقم (١): التصنيف القطاعي لشركات عينة البحث

م	القطاع	المشاهدات	السنوات وعدد الشركات				
			٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧	٢٠١٨	٢٠١٩
			عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات
١	العقارات	٧٥	١٥	١٥	١٥	١٥	١٥
٢	التشييد ومواد البناء	٧٠	١٤	١٤	١٤	١٤	١٤
٣	الأغذية والمشروبات	٦٠	١٢	١٢	١٢	١٢	١٢
٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٤٥	٩	٩	٩	٩	٩
٥	الرعاية الصحية والأدوية	٤٥	٩	٩	٩	٩	٩
٦	السياحة والترفيه	٤٠	٨	٨	٨	٨	٨
٧	الكيمويات	٣٥	٧	٧	٧	٧	٧
٨	المنتجات المنزلية والشخصية	٢٥	٥	٥	٥	٥	٥
٩	الموارد الأساسية	٢٥	٥	٥	٥	٥	٥
١٠	الموزعون وتجار التجزئة	٢٠	٤	٤	٤	٤	٤
١١	التكنولوجيا	١٠	٢	٢	٢	٢	٢
١٢	الغاز والبترو	١٠	٢	٢	٢	٢	٢
١٣	الاتصالات	٥	١	١	١	١	١
١٤	المرافق	٥	١	١	١	١	١
	إجمالي	٤٧٠	٩٤	٩٤	٩٤	٩٤	٩٤
	عدد الشركات المقيدة بالبورصة ^(٩)		٢٢١	٢٢٢	٢٢٢	٢٢٠	٢١٨
	عدد الشركات المالية المقيدة		٤٣	٤٦	٤٧	٤٩	٥١
	عدد الشركات غير المالية المقيدة		١٧٨	١٧٦	١٧٥	١٧١	١٦٧
	نسبة شركات عينة البحث إلى الشركات غير المالية المقيدة		٥٣٪	٥٣٪	٥٤٪	٥٥٪	٥٦٪

(٩) المصدر: موقع البورصة المصرية (<https://www.egx.com.eg/ar/MarketIndicator.aspx>).

٢.٥ مصادر الحصول على بيانات البحث

اعتمد الباحث على أربعة مصادر أساسية بشأن الحصول على كافة البيانات الخاصة بشركات عينة البحث الحالي، هي: (١) المواقع الإلكترونية الرسمية للشركات المساهمة المقيدة بما تتضمنه من إفصاحات وتقارير دورية يوفرها قسم علاقات المستثمرين (Investor Relations) بتلك الشركات المقيدة، (٢) الموقع الرسمي للبورصة المصرية بما يتضمنه من تقارير إفصاح إلزامية، والتي تعدها وترسلها الشركات المساهمة المقيدة لإدارة الإفصاح بالبورصة بموجب قواعد القيد والشطب، (٣) موقع مباشر مصر بما يحتويه من تقارير مالية دورية للشركات المساهمة المقيدة، و(٤) شركة مصر لنشر المعلومات المملوكة للبورصة المصرية، والتي تقوم على تقديم خدمات نقل بيانات التداول اللحظي للشركات المقيدة محلياً ودولياً، وتوفير البيانات الأساسية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

٣.٥ صياغة النموذج العام للبحث وقياس المتغيرات

سوف يعتمد الباحث بشأن اختبار فرضية البحث الحالي على نموذج للانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression Model)، والذي يبنى على أن مستوى مديونية الشركة يعد دالة في كل من الأرباح المحتجزة، والمتغيرات الضابطة، وذلك من خلال العلاقة الدالية التالية:

$$\text{مستوى مديونية الشركة} = \text{دالة (الأرباح المحتجزة + المتغيرات الضابطة)}$$

وبذلك، يمكن صياغة النموذج العام للبحث الحالي على النحو التالي:

$$DR_{it} = \beta_0 + \beta_1 RETE_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 TANG_{it} + \beta_4 NDT S_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

حيث إن:

$$\begin{aligned} \beta_0 &= \text{ثابت الإنحدار} \\ \beta_1 &= \text{معامل الإنحدار لمتغير الأرباح المحتجزة} \\ \beta_2 - \beta_6 &= \text{معاملات الإنحدار للمتغيرات الضابطة} \\ \varepsilon_{it} &= \text{المتبقى إحصائياً من تقدير النموذج (الخطأ العشوائى)} \\ DR_{it} &= \text{نسبة المديونية للشركة } i \text{ فى الفترة } t \\ RETE_{it} &= \text{الأرباح المحتجزة للشركة } i \text{ فى الفترة } t \\ SIZE_{it} &= \text{حجم الشركة } i \text{ فى الفترة } t \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{TANG}_{it} &= \text{هيكل الأصول (الضمانات) للشركة } i \text{ في الفترة } t \\ \text{NDTS}_{it} &= \text{الوفورات الضريبية من مصادر بديلة للإقتراض للشركة } i \text{ في الفترة } t \\ \text{LIQ}_{it} &= \text{نسبة السيولة للشركة } i \text{ في الفترة } t \\ \text{GROW}_{it} &= \text{فرص نمو الشركة } i \text{ في الفترة } t \end{aligned}$$

ويوضح الجدول رقم (٢) وصفاً لمتغيرات البحث الحالي والتعريف الإجرائي لها، حيث يتم قياس نسبة المديونية، الأرباح المحتجزة، والمتغيرات الضابطة على النحو التالي:

جدول رقم (٢): التعريفات الإجرائية لمتغيرات البحث

التعريف الإجرائي للمتغيرات	المتغيرات	
	رمز المتغير	اسم المتغير
المتغير التابع		
يتم حسابها من خلال قسمة إجمالي القروض والتسهيلات الإئتمانية 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 .	DR_{it}	نسبة المديونية
المتغير المستقل		
إجمالي الأرباح (الخسائر) المرحلة كما تظهر بالميزانية العمومية للشركة i في نهاية الفترة t مقسومة على إجمالي القيمة الدفترية لحقوق الملكية كما تظهر بالميزانية العمومية للشركة i في نهاية الفترة t .	$RETE_{it}$	الأرباح المحتجزة
المتغيرات الضابطة		
اللوغار يتم الطبيعي لإجمالي القيمة الدفترية لأصول الشركة i في نهاية الفترة t .	$SIZE_{it}$	حجم الشركة
يتم قياسها من خلال قسمة القيمة الدفترية للأصول الثابتة كما تظهر بالميزانية العمومية للشركة i في نهاية الفترة t على إجمالي القيمة الدفترية لأصول الشركة i في نهاية الفترة t .	$TANG_{it}$	هيكل الأصول (الضمانات)
يتم قياسها من خلال قسمة إجمالي مصروفات إهلاك الأصول الثابتة على إجمالي القيمة الدفترية لأصول الشركة i في نهاية الفترة t .	$NDTS_{it}$	الوفورات الضريبية من مصادر بديلة للإقتراض
يتم قياسها بنسبة التداول، والتي يتم حسابها من خلال قسمة إجمالي الأصول المتداولة على إجمالي الإلتزامات المتداولة للشركة i في نهاية الفترة t .	LIQ_{it}	نسبة السيولة
يتم قياسها بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، والتي يتم حسابها من خلال قسمة القيمة السوقية لحقوق الملكية (متمثلة في حاصل ضرب عدد الأسهم القائمة في سعر الإقفال للسهم في تاريخ إعداد الميزانية) على القيمة الدفترية لحقوق الملكية كما تظهر بالميزانية العمومية للشركة i في نهاية الفترة t .	$GROW_{it}$	فرص نمو الشركة

٤.٥ مبررات إضافة المتغيرات الضابطة للنموذج العام للبحث

تشير الدراسات السابقة إلى أن قرارات المديونية قد تتأثر بمتغيرات إضافية أخرى بخلاف الأرباح المحتجزة. لذا، قام الباحث بإضافة المتغيرات الضابطة التالية للنموذج العام للبحث الحالي.

١.٤.٥ حجم الشركة

يشير كل من (Rajan and Zingales, 1995; Antoniou et al,) إلى أنه يمكن اعتبار حجم الشركة مقياساً عكسياً لاحتمال الإفلاس. وذلك إنطلاقاً من أن الشركات الكبيرة تتمتع بقدر أكبر من الإستقرار، كما أن أنشطتها تكون أكثر تنوعاً، وبالتالي يكون لديها تباين أقل في الأرباح، وهو ما يعزز من قدرتها على الاستدانة، ويجعلها أكثر جاهزية واستعداداً لتحمل التكاليف المترتبة على تلك الاستدانة مقارنةً بالشركات الصغيرة (Sibindi, 2016).

أيضاً، يرى كل من (Rajan and Zingales, 1995) أن حجم الشركة قد يكون مقياساً أو مؤشراً لما يمتلكه المستثمرون الخارجيون من معلومات عن الشركة. ومن ثم، فإن الشركات الكبيرة تكون قادرة على الوصول إلى أسواق الديون بسهولة، وهو الأمر الذي يعزز من قدرتها على خفض تكاليف المعاملات المرتبطة بإصدار الديون، ويمكنها من خفض معدلات الفائدة المتعاقد عليها. لذا، يكون من المتوقع أن تتزايد نسبة المديونية لدى الشركات الكبيرة مقارنةً بالشركات الصغيرة (Eriotis et al., 2007).

٢.٤.٥ هيكل الأصول (الضمانات)

يلعب هيكل الأصول الخاص بالشركة دوراً مهماً في تحديد مستوى مديونيتها، حيث يمكن اعتبار الأصول الملموسة (Tangible Assets) بمثابة الضمانات الحقيقية التي يمكن أن توفرها الشركة لدائنيها. فإرتفاع نسبة الأصول الملموسة في هيكل أصول الشركات المقترضة، يجعل المقرضون أكثر استعداداً لتزويد تلك الشركات بما يحتاجونه من قروض، وذلك إنطلاقاً من كون تلك الأصول الملموسة تعد بمثابة الضمانات لتلك القروض (Sayilgan et al., 2006).^(١٠)

(١٠) على الرغم من أهمية وجهة النظر السابقة، يرى (Nivorozhkin, 2002) أن هناك عاملين رئيسيين يقوضان من أهمية الأصول الملموسة كضمانات، وخصوصاً في الاقتصاديات الناشئة التي تمر بمراحل إنتقالية، أولهما: يتعلق بالأنظمة القانونية المتخلفة وغير الفعالة التي قد تعيق إقامة عقود ديون واجبة النفاذ (Enforceable Debt Contracts)، مما يجعل عملية إسترداد الضمانات، في حالات التخلف عن السداد، مكلفة وطويلة. أما ثانيهما: فيتعلق بالسوق الثانوية الهزيلة وغير السائلة (Thin and Illiquid Secondary Market) لأصول الشركة، والتي تخلق حالة من عدم اليقين بشأن قابلية إسترداد القيمة السوقية لتلك الأصول، أو تخلق مشكلة تعطيل أو تأخير محتملة، مما يؤدي إلى خفض قيمة الضمانة للأصول الملموسة.

أيضاً، يرى (Scott, 1977) أن الأصول الملموسة تحتفظ بالمزيد من القيمة عند التصفية. ومن ثم، فإنه كلما زادت نسبة الأصول الملموسة في هيكل أصول الشركة، كلما زادت قيمة التصفية للشركة (Liquidation Value)، وأصبح المقرضون أكثر استعداداً لتزويدها بما تحتاجه من قروض، مما يؤدي إلى تزايد نسبة مديونيتها. وعلى العكس من ذلك، فإن إخفاق الشركة في توفير ضمانات كافية لما تحتاجه من قروض، قد يدفع المقرضون لفرض شروط إقراض كبيرة، تجعل من استخدام الديون كمصدر للتمويل أكثر تكلفة من التمويل بالأسهم، مما يؤدي إلى إجماع الشركة عن الإستدانة، ومن ثم ينخفض مستوى مديونيتها (Sapar and Lukose, 2002).

٣.٤.٥ الوفورات الضريبية المحققة من مصادر بديلة للإقتراض

يشير كل من (DeAngelo and Masulis, 1980) إلى أن مدفوعات الفائدة المتعلقة بالتمويل بالدين ليست هي الطريقة الوحيدة للحصول على الوفورات الضريبية، والحد من الأعباء الضريبية التي تقع على عاتق الشركات. فالوفورات الضريبية التي تحققها مصروفات إستهلاك الأصول الثابتة، وكذلك الإعفاءات الضريبية التي تحصل عليها الشركات نتيجة دخولها في استثمارات جديدة تشجعها الحكومة، تعد بدائل للوفورات الضريبية التي يحققها التمويل بالدين.

لذا، يتوقع كل من (DeAngelo and Masulis, 1980) أن الشركات التي سيتوافر لديها قدر كبيراً من الوفورات الضريبية التي يمكن تحقيقها من مصادر بديلة للإقتراض (Non-debt Tax Shields)، سيتناقص لديها الحافز للإستفادة من مدفوعات الفائدة المترتبة على التمويل بالدين في تحقيق الوفورات الضريبية وتخفيض أعبائها الضريبية، وستصبح أقل ميلاً للإعتماد على الديون في تمويل استثماراتها.

وعلى النقيض من ذلك، يرى كل من (Bradley et al., 1984;) (Graham, 2006) أن الشركات التي تستثمر بكثافة في الأصول الملموسة، ومن ثم يتولد لديها مستويات عالية نسبياً من مصروفات إستهلاك تلك الأصول، تميل إلى أن تكون ذات نسب مديونية مرتفعة، وذلك نتيجة حاجتها المتزايدة للأموال اللازمة لتمويل تلك الاستثمارات. وهو الأمر الذي يحث على خلق علاقة موجبة بين الوفورات الضريبية المحققة من مصادر بديلة للإقتراض ونسبة المديونية.

٤.٤.٥ نسبة السيولة

يرى (Eriotis et al., 2007) أن الشركات ذات نسب السيولة المرتفعة ينخفض ميلها للاعتماد على التمويل بالدين، وذلك إنطلاقاً من أن نسبة السيولة تعد مؤشراً على حجم الموارد المتوفرة داخلياً للشركة (النقدية المتراكمة والأصول المتداولة الأخرى التي يمكن تحويلها إلى نقدية في فترة زمنية قصيرة نسبياً)، والتي تستخدم أولاً كمصادر داخلية للتمويل قبل اللجوء للتمويل الخارجي.

من ناحية أخرى، يرى كل من (Brigham and Houston, 2007) أن ارتفاع نسبة السيولة يعد مؤشراً على انخفاض مخاطر التخلف عن سداد الإلتزامات المتداولة للشركة. وهو الأمر الذي يحث على خلق علاقة موجبة بين نسبة السيولة ومستوى مديونية الشركة، وذلك إنطلاقاً من أنه كلما كان لدى الشركة العديد من الأصول المتداولة، التي يمكن تحويلها بسرعة إلى نقدية، كلما أمكنها الإقتراض بشكل أكثر سهولة، من خلال التعهد بتقديم تلك الأصول للوفاء بالإلتزاماتها تجاه المقرضون.

٥.٤.٥ فرص نمو الشركة

يشير (Myers, 1977) إلى أنه من المرجح أن تتخلى الشركات ذات نسب المديونية المرتفعة عن فرص استثمارية مواتية، وذلك نتيجة للقيود أو الإشتراطات التي يفرضها المقرضون على الشركات المقترضة حال اعتمادها على الديون في تمويل استثماراتها. لذا، يكون من المتوقع أن تنخفض نسبة المديونية لدى الشركات التي تتمتع بفرص نمو مستقبلية متزايدة، وذلك رغبةً منها في تحقيق نوع من المرونة في اختيار استثماراتها المستقبلية، وتجنب قبول فرص استثمارية دون المستوى الأمثل.

من ناحية أخرى، قد يعنى تزايد فرص النمو المستقبلية، ارتفاع تكاليف الاستثمار والتشغيل، ومن ثم فإن التمويل الداخلي سيكون على الأرجح غير كافي لتمويل فرص الاستثمار المتاحة أمام الشركات التي تتمتع بفرص نمو مستقبلية متزايدة، وهو الأمر الذي قد يدفعها إلى زيادة الاعتماد على الديون في تمويل استثماراتها (Sapar and Lukose, 2002; Wei, 2014).

٦. تحليل النتائج

١.٦. إحصاءات وصفية

يعرض جدول رقم (٣) بعض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث الحالي مصنفة إلى ثلاث مجموعات، وهي: نسبة المديونية (المتغير التابع)، الأرباح المحتجزة (المتغير المستقل)، والمتغيرات الضابطة، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات عينة البحث.

جدول رقم (٣): إحصاءات وصفية لمتغيرات البحث

المتغيرات	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الوسيط	الانحراف المعياري
المتغير التابع (نسبة المديونية)					
نسبة المديونية (DR_{it})	٠,٠٠٠	٢,١٦٢	٠,٢١٥	٠,٠٣٧	٠,٣٢٦
المتغير المستقل (الأرباح المحتجزة)					
الأرباح المحتجزة ($RETE_{it}$)	-٠,٤٤٦	٠,٨٩٢	٠,١١٨	٠,٠٦٨	٠,١٦٦
المتغيرات الضابطة					
حجم الشركة ($SIZE_{it}$)	١٧,٢٩٨	٢٤,٩٠٢	٢٠,٥٠٦	٢٠,٥١٦	١,٥٦٤
هيكل الأصول [الضمانات] ($TANG_{it}$)	٠,٠٠٠٢	٠,٩٤٩	٠,١٩٢	٠,١٢٨	٠,١٨٧
الوفورات الضريبية من مصادر بديلة للاقتراض ($NDTS_{it}$)	٠,٠٠٠٢	٠,١٠٢	٠,٠١٩	٠,٠١٣	٠,٠١٩
نسبة السيولة (LIQ_{it})	٠,٢٣٨	١٥٠,٢٨	٤,٤٥٦	١,٦٢١	١٢,٨٨١
فرص نمو الشركة ($GROW_{it}$)	٠,١١٢	٢٠,٥٧٠	١,٥٧٢	١,٠٤٧	١,٩٦٣
عدد المشاهدات (N) = ٤٧٠ مشاهدة					

فيما يتعلق بنسبة المديونية، توضح الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٣) أن نسبة القروض والتسهيلات الائتمانية إلى إجمالي القيمة الدفترية لحقوق الملكية (DR_{it}) على مستوى شركات العينة خلال السنوات الخمس فترة الدراسة، تتراوح ما بين (صفر٪، ٢١٦,٢٪) وذلك بمتوسط (وسيط) يبلغ ٢١,٥٪ (٣,٧٪) وانحراف معياري قدره ٣٢٦,٠ تقريباً. وتعكس تلك الإحصاءات ميل شركات العينة، في المتوسط، للإعتماد بشكل أكبر على حقوق الملكية في تمويل استثماراتها وأنشطتها التشغيلية مقارنةً بالقروض والتسهيلات الائتمانية.

أما فيما يتعلق بالأرباح المحتجزة أو المرحلة، تبين الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٣) أن نسبة الأرباح (الخسائر) المرحلة إلى إجمالي القيمة الدفترية لحقوق الملكية ($RETE_{it}$) على مستوى شركات العينة خلال السنوات الخمس فترة الدراسة، تتراوح ما بين (-٤٤,٦٪، ٨٩,٢٪) وذلك بمتوسط (وسيط) يبلغ ١١,٨٪ (٦,٨٪) وانحراف معياري قدره ١٦٦,٠ تقريباً.

وتعكس تلك الإحصاءات أهمية الوزن النسبي للأرباح المحتجزة داخل هيكل حقوق ملكية شركات العينة، حيث أن ما يقارب ١٢٪ من حقوق ملكية شركات العينة، في المتوسط، يتأتى من احتجاز تلك الشركات لجزء من أرباحها المتولدة لديها، وعدم دفعها في شكل توزيعات للمساهمين.

وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٣) أن متوسط أحجام شركات العينة مقاسةً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي القيمة الدفترية للأصول ($SIZE_{it}$) خلال السنوات الخمس فترة الدراسة يبلغ ٢٠,٥١ تقريباً، وذلك بمدى واسع يتراوح ما بين (١٧,٣٠، ٢٤,٩٠ تقريباً)، وبانحراف معياري قدره ١,٥٦٤ تقريباً.

كذلك، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٣) أن متوسط نسبة القيمة الدفترية للأصول الثابتة إلى القيمة الدفترية للأصول ($TANG_{it}$) على مستوى شركات العينة خلال السنوات الخمس فترة الدراسة يبلغ ١٩,٢٪ تقريباً، وذلك بمدى واسع يتراوح ما بين (٠,٠٢٪، ٩٤,٩٪)، وبانحراف معياري قدره ٠,١٨٧ تقريباً. وتعكس تلك الإحصاءات أهمية الوزن النسبي للأصول الثابتة داخل هيكل أصول شركات العينة، حيث أن ما يقارب ٢٠٪ من أصول شركات العينة، في المتوسط، يتمثل في أصول ثابتة ملموسة يمكن تقديمها كضمانات للقروض والتسهيلات الائتمانية التي تحصل عليها شركات العينة من جهات الإقراض المختلفة.

أيضاً، تبين الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٣) أن مصروفات إهلاك أصول الثابتة، والتي تمثل مصدراً بديلاً لفوائد الديون في تحقيق الوفورات الضريبية لشركات العينة، يقترب متوسط نسبتها على مستوى شركات العينة خلال السنوات الخمس فترة الدراسة من ٢٪ من إجمالي القيمة الدفترية للأصول، وذلك بمدى واسع يتراوح ما بين (٠,٠٢٪، ١٠,٢٪)، وبانحراف معياري قدره ٠,٠١٩ تقريباً.

كما توضح الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٣) أن قدرة الأصول المتداولة لشركات العينة على الوفاء بالتزاماتها المتداولة خلال السنوات الخمس فترة الدراسة تقترب، في المتوسط، من الـ ٤,٥ مرة، وذلك بمدى كبير يتراوح ما بين (٠,٢٣٨، ١٥٠,٢٨ مرة)، وبانحراف معياري قدره ١٢,٨٨١ تقريباً. وتشير تلك الإحصاءات إلى إرتفاع نسبة السيولة (LIQ_{it}) على مستوى شركات العينة.

أخيراً، تظهر الإحصاءات الوصفية المتضمنة بالجدول رقم (٣) أن متوسط نسبة القيمة السوقية لحقوق ملكية شركات العينة إلى قيمتها الدفترية

($GROW_{it}$) خلال السنوات الخمس فترة الدراسة يبلغ ١,٥٧٢ تقريباً، وذلك بمدى يتراوح ما بين (٠,١١٢, ٢٠,٥٧٠)، وبانحراف معياري قدره ١,٩٦٣ تقريباً. وتشير تلك الإحصاءات إلى أن شركات العينة، في المتوسط، تتوافر لديها فرص جيدة للنمو، حيث أن متوسط نسبة القيمة السوقية لحقوق ملكية شركات العينة إلى قيمتها الدفترية أكبر من الواحد الصحيح.

٢.٦. تحليل الارتباط

يعرض الجدول رقم (٤) مصفوفة ارتباط بيرسون (Pearson Correlation Matrix) للعلاقة بين متغيرات البحث الحالي. وتظهر مصفوفة الارتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة البحث، كما هو موضح بالجدول رقم (٤)، أن الإزدواج الخطي لا يمثل مشكلة في البحث الحالي، حيث بلغ أقصى معامل ارتباط بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بالنموذج العام للبحث الحالي (٠,٦٩) وذلك بين متغيري هيكل الأصول [الضمانات] ($TANG_{it}$) والوفورات الضريبية المحققة من مصادر بديلة للإقتراض ($NDTS_{it}$).^(١١)

وتظهر نتائج تحليل الارتباط لبيرسون على مستوى شركات عينة البحث، كما هو موضح بالجدول رقم (٤)، وجود ارتباط موجب ومعنوي (عند مستوى ١٪) بين الأرباح المحتجزة ($RETE_{it}$) ونسبة المديونية (DR_{it}). كما تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٤) وجود ارتباط موجب ومعنوي (عند مستوى ١٪) بين حجم الشركة ($SIZE_{it}$) ونسبة المديونية (DR_{it}). كذلك، تبين نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٤) وجود ارتباط سالب ومعنوي (عند مستوى ١٪) بين نسبة السيولة (LIQ_{it}) ونسبة المديونية (DR_{it}).

أيضاً، تظهر نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٤) وجود ارتباط موجب ومعنوي (عند مستوى ١٪) بين فرص نمو الشركة ($GROW_{it}$) ونسبة المديونية (DR_{it}). أخيراً، تبين نتائج تحليل الارتباط الموضحة بالجدول رقم (٤) عدم وجود ارتباط معنوي بين أي من متغيري هيكل الأصول [الضمانات] ($TANG_{it}$)، أو الوفورات الضريبية المحققة من مصادر بديلة للإقتراض ($NDTS_{it}$) ونسبة المديونية (DR_{it}).

(١١) يستخدم مصطلح الإزدواج الخطي (Multicollinearity) للإشارة إلى وجود علاقة خطية أو قريبة من الخطية بين المتغيرات التفسيرية في معادلة الانحدار المتعدد، ويشير (Gujarati, 2003) إلى أن درجة الإزدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية تعد مقبولة وغير خطيرة إذا بلغ معامل الارتباط بين أي منها (٠,٨٠) كحد أقصى. وتجدر الإشارة إلى أن هناك اختبار آخر للحكم على مدى خطورة مشكلة الإزدواج الخطي فيما بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بنموذج البحث الحالي، سيتعرض الباحث لنتائجه بالتفصيل عند استعراض نتائج تحليل الانحدار.

جدول رقم (٤): مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات البحث

م	المتغيرات	(١)	(٢)	(٣)	(٤)	(٥)	(٦)	(٧)
١	نسبة المديونية (DR_{it})	١						
٢	الأرباح المحتجزة ($RETE_{it}$)	**٠,٢٢	١					
٣	حجم الشركة ($SIZE_{it}$)	**٠,٢٣	*٠,١٠	١				
٤	هيكل الأصول [الضمانات] ($TANG_{it}$)	٠,٠٥	٠,٠٢	*٠,١١-	١			
٥	الوفورات الضريبية من مصادر بديلة للإقتراض ($NDTS_{it}$)	٠,٠١-	٠,٠٥-	٠,٠٤-	**٠,٦٩	١		
٦	نسبة السيولة (LIQ_{it})	**٠,١٦-	*٠,١٠-	**٠,٣١-	**٠,١٧-	**٠,١٥-	١	
٧	فرص نمو الشركة ($GROW_{it}$)	**٠,٢٠	**٠,١٤	**٠,٢١	٠,٠١	٠,٠٢-	٠,٠٦-	١
**, * الارتباط دال عند مستوى معنوية (١٪)، (٥٪) على الترتيب.								

٣.٦. نتائج تحليل الانحدار

اعتمد الباحث بشأن اختبار فرضية البحث الحالي على نموذج للانحدار الخطى المتعدد، والذي يبنى، كما سبق الإشارة، على أن مستوى مديونية الشركة يعد دالة في كل من الأرباح المحتجزة، والمتغيرات الضابطة. وقد اعتمد الباحث في تقدير معالم هذا النموذج على طريقة المربعات الصغرى ("Ordinary Least Squares" "OLS")، حيث تعتبر هذه الطريقة من أكثر الطرق استخداماً في تقدير معالم نماذج الانحدار الخطية.^(١٢)

ولاختبار مدى ملائمة بيانات البحث الحالي لافتراضات تحليل الانحدار، استعان الباحث بمعامل تضخم التباين (The Variance Inflation Factor "VIF") للحكم على ما إذا كانت درجة الإزدواج الخطى في نموذج البحث الحالي خطيرة أم لا.^(١٣) وقد توصل الباحث على النحو المبين بالجدول رقم (٥)، إلى أن درجة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية في نموذج البحث الحالي منخفضة وغير خطيرة، حيث إن أقصى قيمة لمعاملات تضخم التباين (VIF) تم الحصول عليها في نموذج البحث الحالي بلغت (١,٩٩٣)، وكانت لمتغير هيكل الأصول [الضمانات] ($TANG_{it}$). ويؤكد ذلك على عدم وجود مشكلة إزدواج خطى بين المتغيرات التفسيرية في نموذج البحث الحالي، الأمر الذي يمكن معه تطبيق طريقة المربعات الصغرى (OLS) لتقدير معالم النموذج.

ويعرض الجدول رقم (٥) نتائج تحليل الانحدار المتعدد بطريقة "إدخال" (Enter) التي تم التوصل إليها بشأن نموذج البحث الحالي (معادلة الانحدار رقم "١") والمتعلق بانحدار نسبة المديونية (DR_{it}) على كل من الأرباح المحتجزة ($RETE_{it}$)، والمتغيرات الضابطة. وتظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٥) معنوية نموذج الانحدار الخطى بين نسبة

(١٢) تتميز المقدرات المتحصل عليها باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) بأنها خطية وغير متحيزة، فضلاً عن أنه من بين جميع المقدرات الخطية وغير المتحيزة، تتميز مقدرات المربعات الصغرى بأنها أفضل المقدرات، أي أن لها أقل تباين (عنانى، ٢٠١١).

(١٣) لا يوجد حتى الآن اختبار إحصائي يمكن أن يعطينا إجابة قاطعة بشأن ما إذا كان الإزدواج الخطى موجوداً أم لا في نموذج الانحدار المتعدد. لذا، يستخدم معامل تضخم التباين (VIF) للتعبير عن خطورة مشكلة الإزدواج الخطى في نموذج الانحدار المتعدد، وليس الحكم على ما إذا كان الإزدواج الخطى موجوداً أم لا. وبعد معامل تضخم التباين (VIF) وسيلة مهمة لاكتشاف مدى ارتباط كل متغير مستقل ببقية المتغيرات المستقلة الأخرى المتضمنة بنموذج الانحدار المتعدد، وهو ما يعني أنه يتم حساب قيمة لمعامل تضخم التباين لكل متغير مستقل في معادلة الانحدار المتعدد. ونظراً لأنه لا توجد جداول إحصائية يمكن استخدامها للحكم على معنوية قيم معاملات تضخم التباين (VIF)، فقد تم الاستقرار إحصائياً على أنه إذا زادت قيمة معامل تضخم التباين (VIF) عن (١٠)، فإن ذلك يعتبر مؤشراً على خطورة الإزدواج الخطى في نموذج الانحدار المتعدد (عنانى، ٢٠١١).

المديونية (DR_{it}) ومجموعة المتغيرات المستقلة المتضمنة بهذا النموذج، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F)، حيث إنه بمقارنة قيمة الاحتمال (P-Value) للنموذج بمستوى المعنوية المقبول في العلوم الاجتماعية (وهو ٥٪)، يتبين أن (P-Value = Sig. < 5%).

كذلك، تظهر نتائج تحليل الإنحدار المتعدد الموضحة في الجدول رقم (٥)، أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة بانحدار نسبة المديونية (DR_{it}) على كل من الأرباح المحتجزة ($RETE_{it}$)، والمتغيرات الصابطة تعادل (٠,١٦٠)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة في هذا النموذج تفسر ١٦٪ من التباين في نسبة المديونية لشركات عينة البحث.

وفيما يخص اختبار فرضية البحث الحالي، تشير نتائج تحليل الإنحدار المتعدد لنموذج البحث الحالي، والموضحة بالجدول رقم (٥)، إلى وجود علاقة موجبة ودالة احصائياً عند مستوى معنوية (١٪) بين الأرباح المحتجزة ($RETE_{it}$) ونسبة المديونية (DR_{it}). وتدعم تلك النتيجة من توقعات الباحث بأن المعالجة الضريبية التي جاء بها قانون الضريبة المصرى على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م للعوائد المدينة على القروض والسلفيات التي حصلت عليها المنشأة بهدف استخدامها في مزاولة النشاط، ستدحض من توقعات نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل بشأن استخدام الشركات التسلسل الهرمى للتمويل، والذي يشير إلى أن الشركات التي يمكنها احتجاز المزيد من الأرباح المتولدة لديها، لن تسعى إلى التوسع في عملية الإقتراض، وذلك لأنه سيكون لديها تمويل داخلى كافٍ لتمويل مشروعاتها الاستثمارية.

فعلى العكس من توقعات نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، تشير نتيجة البحث الحالي إلى أن المعالجة الضريبية التي جاء بها قانون الضريبة المصرى على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م للعوائد المدينة على القروض والسلفيات التي حصلت عليها المنشأة بهدف استخدامها في مزاولة النشاط، تفتح المجال أمام الشركات المساهمة المصرية للقيام بالتخطيط الضريبى الذى يستهدف تخفيض أعبائها الضريبية، وذلك من خلال قيام تلك الشركات باحتجاز المزيد من الأرباح المتولدة لديها والإبقاء عليها دون توزيع، فيزيد متوسط حقوق الملكية، فيزيد مبلغ التمويل بالدين الذى يؤدي إلى اعتماد المزيد من تكلفة التمويل بالدين ضمن التكاليف واجبة الخصم، ومن ثم إقتناص قدر أكبر من الوفورات الضريبية التي تحققها مدفوعات الفائدة المتعلقة بالتمويل بالدين،

وبالتالى سيتولد لديها الدافع على التوسع فى عملية الإقتراض. ويتضح أن تلك النتيجة لا تدعم فرضية البحث الحالى بعدم وجود علاقة بين الأرباح المحتجزة ونسبة المديونية، لذا، لا يمكن قبولها.

وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل الانحدار الموضحة بالجدول رقم (٥)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (٥٪) بين حجم الشركة ($SIZE_{it}$) ونسبة المديونية (DR_{it}). وتتسق تلك النتيجة مع وجهة النظر التى ترجح أن الشركات الكبيرة تكون قادرة على الوصول إلى أسواق الديون بسهولة، وأكثر جاهزية واستعداداً لتحمل التكاليف المترتبة على عملية الإقتراض، الأمر الذى يكون متوقعاً معه تزايد نسبة المديونية لدى الشركات الكبيرة مقارنةً بالشركات الصغيرة.

كذلك، تبين نتائج تحليل الانحدار الموضحة بالجدول رقم (٥)، وجود علاقة موجبة ودالة عند مستوى معنوية (١٪) بين هيكل الأصول [الضمانات] ($TANG_{it}$) ونسبة المديونية (DR_{it}). وتبرز هذه النتيجة الدور المهم الذى يلعبه هيكل الأصول الخاص بالشركة فى تحديد مستوى مديونيتها، وتعزز كذلك من أرجحية أن ارتفاع نسبة الأصول الملموسة فى هيكل أصول الشركات المقترضة، يجعل المقرضون أكثر استعداداً لتزويد تلك الشركات بما يحتاجونه من قروض، وذلك إنطلاقاً من كون تلك الأصول الملموسة تعد بمثابة الضمانات الحقيقية لتلك القروض.

أيضاً، تظهر نتائج تحليل الانحدار الموضحة بالجدول رقم (٥)، وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية (١٠٪) بين نسبة السيولة (LIQ_{it}) ونسبة المديونية (DR_{it}). وتدعم تلك النتيجة من وجهة النظر التى ترجح أن الشركات ذات نسب السيولة المرتفعة ينخفض ميلها للاعتماد على التمويل بالدين، إنطلاقاً من أن ارتفاع نسبة السيولة يعد مؤشراً على ارتفاع حجم الموارد المتوفرة داخلياً للشركة، والتى تستخدم أولاً كمصادر داخلية للتمويل قبل اللجوء للتمويل الخارجى.

أخيراً، تبين نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (٥)، عدم وجود علاقة معنوية بين أي من الوفورات الضريبية المحققة من مصادر بديلة للإقتراض ($NDTS_{it}$)، أو فرص نمو الشركة ($GROW_{it}$) وبين نسبة المديونية (DR_{it}).

جدول رقم (٥): نتائج تحليل إندثار نسبة المديونية على الأرباح المحتجزة والمتغيرات الضابطة

المتغير التابع: نسبة المديونية (DR_{it})					المتغيرات المستقلة	
احصاءات اختبار الإزدواج الخطي		معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري Std. (Error)		معاملات الإندثار (β)
معامل تضخم التباين (VIF)	فترة السماح Tolerance	مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)			
		٠,١١٢	١,٥٩٢-	٠,١٣٣	٠,٢١٢-	ثابت الانحدار (Constant)
١,٠٥٦	٠,٩٤٧	***٠,٠٠٠	٦,٨٧٥	٠,٠٥٨	٠,٣٩٧	الأرباح المحتجزة ($RETE_{it}$)
١,١٩٣	٠,٨٣٨	**٠,٠٢٨	٢,٢٠٢	٠,٠٠٦	٠,٠١٤	حجم الشركة ($SIZE_{it}$)
١,٩٩٣	٠,٥٠٢	***٠,٠٠٤	٢,٩٠٥	٠,٠٦٩	٠,١٩٩	هيكل الأصول [الضمانات] ($TANG_{it}$)
١,٩٣٤	٠,٥١٧	٠,٧٥١	٠,٣١٨-	٠,٦٤٦	٠,٢٠٥-	الوفورات الضريبية من مصادر بديلة للإقتراض ($NDTS_{it}$)
١,١٦٥	٠,٨٥٨	*٠,٠٩٧	١,٦٦٢-	٠,٠٠١	٠,٠٠١-	نسبة السيولة (LIQ_{it})
١,٠٨٤	٠,٩٢٢	٠,٤٨٣	٠,٧٠١-	٠,٠٠٦	٠,٠٠٤-	فرص نمو الشركة ($GROW_{it}$)
***, **, * الفروق دالة عند مستوى معنوية (١٪)، (٥٪)، (١٠٪) على الترتيب.						
٠,١٦٠					معامل التحديد (R^2)	
٠,١٤٨					معامل التحديد المعدل ($Adjusted R^2$)	
***١٣,٦٤٤					قيمة (F) المحسوبة ودلالة اختبار (F)	
١,٨٣٦					نتيجة اختبار (Durbin-Watson)	
٤٣٧					عدد المشاهدات (N)	

٧. خلاصة البحث

ينصب إهتمام نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل على تفسير السبب وراء قرارات التمويل التي تتخذ من قبل الشركات، دون أن تتدخل في تحديد الخليط المستهدف من الديون وحقوق الملكية داخل هيكل التمويل. وترجح تلك النظرية أن الشركات الأكثر ربحية، والتي يمكنها احتجاز المزيد من الأرباح المتولدة لديها، لن تسعى إلى التوسع في عملية الإقتراض، وذلك لأنه سيكون لديها تمويل داخلي كافٍ لتمويل مشروعاتها الاستثمارية. فوفقاً لتلك النظرية، يجب على الشركات أن تحصل على التمويل الخارجي فقط، عندما يكون التمويل الداخلي غير كافٍ.

من ناحية أخرى، تولدت وجهة نظر بديلة ترجح أن الشركات الناجحة التي تحقق مستويات عالية من الربح، وتتاح لها فرصة احتجاز المزيد من الأرباح المتولدة لديها، ربما يكون لديها ميل أكبر للاعتماد على الديون في تمويل استثماراتها، وذلك بدافع حماية أرباحها من الخضوع للضريبة، عن طريق الإستفادة مما يوفره الاعتماد على التمويل بالدين من وفورات ضريبية.

ويرى الباحث أن محاولة تفسير السلوك التمويلي للشركات المساهمة المصرية وفقاً لوجهة النظر السابقة، لا ينبغي أن يتم بمعزل عما جاء به قانون الضريبة المصري على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م من أحكام تختص بالمعالجة الضريبية للعوائد المدينة على القروض والسلفيات التي حصلت عليها المنشأة بهدف استخدامها في مزاولة النشاط، والتي وضع من خلالها المشرع الضريبي المصري سقفاً أو حداً أقصى للقروض التي يسمح بخصم عوائدها ضمن التكاليف واجبة الخصم، حددته المادة رقم (٥٢) من القانون سالف الذكر في البند رقم (١) منها، بأربعة أمثال متوسط حقوق الملكية.

ففي ظل المعالجة الضريبية التي جاءت بها المادة رقم (٥٢) من قانون الضريبة المصري على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م، فإنه ينبغي على الشركات التي ترغب في إقتناص قدر أكبر من الوفورات الضريبية التي تحققها مدفوعات الفائدة المتعلقة بالتمويل بالدين، الإحتياط مسبقاً باحتجاز المزيد من الأرباح المتولدة لديها والإبقاء عليها دون توزيع، فيزيد متوسط حقوق الملكية، فيزيد مبلغ التمويل بالدين الذي يؤدي إلى اعتماد المزيد من تكلفة التمويل بالدين ضمن التكاليف واجبة الخصم.

لذا، يتوقع الباحث، وعلى العكس من توقعات نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، أن الشركات الأكثر ربحية، والتي يمكنها احتجاز المزيد من الأرباح المتولدة لديها، ستتوفر لها فرصة أكبر للتوسع في عملية الإقراض، نتيجة إرتفاع السقف أو زيادة الحد الأقصى للقروض التي سيسمح بخصم عوائدها (أو فوائدها) ضمن التكاليف واجبة الخصم. وعلى العكس من ذلك، سيتقلص ميل الشركات الأقل ربحية نحو التوسع في عملية الإقراض، وذلك لأن ما يمكن احتجازه من أرباح لن يكون كافياً للحصول على المزيد من الوفورات الضريبية التي يحققها التمويل بالدين، نتيجة إنخفاض السقف أو إنخفاض الحد الأقصى للقروض التي سيسمح بخصم عوائدها (أو فوائدها) ضمن التكاليف واجبة الخصم.

ومن هذا المنطلق، يرى الباحث أن التأثير الذي يمكن أن يتركه احتجاز الشركات للمزيد من الأرباح المتولدة لديها على مستوى مديونيتها يعد غامضاً إلى حد بعيد، وأن هذه القضية تعد مجالاً خصباً لمزيد من البحث والدراسة. لذا، استهدف البحث الحالي اختبار تأثير احتجاز الشركات المساهمة المصرية للمزيد من الأرباح المتولدة لديها على مستوى مديونيتها، وخصوصاً في ظل تطبيق أحكام قانون الضريبة المصري على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م، بشأن المعالجة الضريبية للعوائد المدينة على القروض والسلفيات التي حصلت عليها تلك الشركات بهدف استخدامها في مزاولة النشاط.

ولتحقيق هذا الهدف، استعان الباحث بعينة مكونة من ٩٤ شركة مساهمة مصرية (٤٧٠ مشاهدة) مقيدة بالبورصة وتنتمي إلى أربعة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالي في الفترة بين عامي ٢٠١٥م و٢٠١٩م. وبعد ضبط تأثيرات كل من حجم الشركة، هيكل الأصول (الضمانات)، الوفورات الضريبية المحققة من مصادر بديلة للإقراض، نسبة السيولة، وفرص نمو الشركة على مستوى مديونيتها، توصل الباحث باستخدام الإنحدار الخطى المتعدد إلى وجود علاقة موجبة بين الأرباح المحتجزة ونسبة المديونية. وتدعم تلك النتيجة من توقعات الباحث بأن المعالجة الضريبية التي جاء بها قانون الضريبة المصري على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م للعوائد المدينة على القروض والسلفيات التي حصلت عليها المنشأة بهدف استخدامها في مزاولة النشاط، ستدحض من توقعات نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل بشأن استخدام الشركات التسلسل الهرمي للتمويل.

فعلى العكس من توقعات نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، تشير نتيجة البحث الحالى إلى أن المعالجة الضريبية التى جاء بها قانون الضريبة المصرى على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥م للعوائد المدينة على القروض والسلفيات التى حصلت عليها المنشأة بهدف استخدامها فى مزاولة النشاط، تفتح المجال أمام الشركات المساهمة المصرية للقيام بالتخطيط الضريبى الذى يستهدف تخفيض أعبائها الضريبية، وذلك من خلال قيام تلك الشركات باحتجاز المزيد من الأرباح المتولدة لديها والإبقاء عليها دون توزيع، فيزيد متوسط حقوق الملكية، فيزيد مبلغ التمويل بالدين الذى يؤدى إلى اعتماد المزيد من تكلفة التمويل بالدين ضمن التكاليف واجبة الخصم، ومن ثم إقتناص قدر أكبر من الوفورات الضريبية التى تحققها مدفوعات الفائدة المتعلقة بالتمويل بالدين، وبالتالي سيتولد لديها الدافع على التوسع فى عملية الإقتراض.

٨. دراسات مستقبلية

على ضوء ما توصل إليه البحث الحالى من نتائج، يرى الباحث أن هناك العديد من المجالات التى يمكن أن تشكل أساساً لبحوث ودراسات مستقبلية، يتمثل أهمها فيما يلى:

- ١) دراسة تأثير الأرباح المحتجزة على قرارات المديونية للشركات الصغيرة والمتوسطة المقيدة ببورصة النيل.
- ٢) إجراء دراسة مقارنة عن تأثير الأرباح المحتجزة على قرارات المديونية بكل من الشركات المساهمة المقيدة بالمقصورة الرئيسية للبورصة المصرية والشركات الصغيرة والمتوسطة المقيدة ببورصة النيل.
- ٣) إجراء دراسة مقارنة عن تأثير الأرباح المحتجزة على قرارات المديونية بكل من الشركات المساهمة المملوكة للقطاع الخاص والشركات المساهمة المملوكة لقطاع الأعمال العام.
- ٤) دراسة تأثير خصائص هيكل الملكية على العلاقة بين الأرباح المحتجزة ومستوى مديونية الشركات المساهمة المصرية.
- ٥) دراسة التأثير المنظم لفرص النمو المستقبلية على العلاقة بين الأرباح المحتجزة ومستوى مديونية الشركات المساهمة المصرية.

المراجع

أولاً: مراجع باللغة العربية

التقرير السنوى للبورصة المصرية، ٢٠١٩، متاح على:

http://www.egx.com.eg/get_pdf.aspx?ID=26553&Lang=ARB

بسيونى، سارة عبد الحميد كامل محمد، ٢٠١٧، "دراسة اختبارية لمحددات هيكل رأس المال فى الشركات المساهمة المصرية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

عبد الحميد، علاء محمد شكرى، ٢٠١١، "دراسة محددات 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، محمد عبد السميع، ٢٠١١، "التحليل القياسى والاحصائى للعلاقات الاقتصادية: مدخل حديث باستخدام *Windows SPSS*"، الطبعة الثالثة، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

قانون رقم ١٥٧ لسنة ١٩٨١، بإصدار قانون الضرائب على الدخل، المعدل بالقانون رقم ١٨٧ لسنة ١٩٩٣، الجريدة الرسمية، العدد ٥٢ (مكرر) الصادر فى الواحد والثلاثين من ديسمبر ١٩٩٣م.

قانون رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥، بإصدار قانون الضريبة على الدخل، الجريدة الرسمية، العدد ٢٣ (تابع) الصادر فى التاسع من يونيه ٢٠٠٥م.

قرار وزير المالية رقم ٩٩١ لسنة ٢٠٠٥، بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون الضريبة على الدخل الصادر بالقانون رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥، الوقائع المصرية، العدد ٢٩٥ (تابع) الصادر فى السابع والعشرون من ديسمبر ٢٠٠٥م.

لبدة، السعيد محمد على، ١٩٨٤، "تقييم الهياكل المالية فى القطاع العام: دراسة تطبيقية على صناعة الغزل والنسيج"، رسالة دكتوراة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة طنطا.

هندى، منير إبراهيم، ١٩٩٨، "الفكر الحديث فى مجال مصادر التمويل"، منشأة المعارف، الإسكندرية.

هندى، منير إبراهيم، ١٩٩٩، "الإدارة المالية: مدخل تحليلى معاصر"، الطبعة الرابعة، المكتب العربى الحديث، الإسكندرية.

ثانياً: مراجع باللغة الأجنبية

- Akhtar, S., and B. Oliver, 2009, "Determinants of Capital Structure for Japanese Multinational and Domestic Corporations", *International Review of Finance* 9 (1-2): 1-26.
- Antoniou, A., Y. Guney, and K. Paudyal, 2008, "The Determinants of Capital Structure: Capital Market-Oriented versus Bank-Oriented Institutions", *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 43 (1): 59-92.
- Bauer, P., 2004, "Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from the Czech Republic", *Czech Journal of Economics and Finance* 54 (1-2): 2-21.
- Bradley, M., G. A. Jarrell, and E. H. Kim, 1984, "On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence", *The Journal of Finance* 39 (3): 857-878.
- Brigham, E. F., and J. F. Houston, 2007, "*Fundamentals of Financial Management*", Eleventh Edition, Thomson South-Western.
- Cevheroglu-Acar, M. G., 2018, "Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Turkey", *Journal of Management and Sustainability* 8 (1): 31-45.
- Cortez, M. A., and S. Susanto, 2012, "The Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Japanese Manufacturing Companies", *Journal of International Business Research* 11 (3): 121-134.
- DeAngelo, H. and R. W. Masulis, 1980, "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation", *Journal of Financial Economics* 8 (1): 3-29.
- 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.

- Eriotis, N., D. Vasiliou, and Z. Ventoura-Neokosmidi, 2007, "How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An Empirical Study", *Managerial Finance* 33 (5): 321-331.
- Fauzi, F., A. Basyith, and M. Idris, 2013, "The Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of New Zealand-listed Firms", *Asian Journal of Finance and Accounting* 5 (2): 1-21.
- Gaud, P., E. Jani, M. Hoesli, and A. Bender, 2005, "The Capital Structure of Swiss Companies: An Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data", *European Financial Management* 11 (1): 51-69.
- Graham, J. R., 2006, "A Review of Taxes and Corporate Finance", *Foundations and Trends in Finance* 1 (7): 573-691.
- Gujarati, D. N., 2003, "*Basic Econometrics*", Fourth Edition, McGraw Hill, New York.
- Güner, A., 2016, "The Determinants of Capital Structure Decisions: New Evidence from Turkish Companies", *Procedia Economics and Finance* 38: 84-89.
- Jensen, A. W., 2013, "*Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Danish Listed Companies*", Unpublished Master Thesis, School of Business and Social Sciences, Aarhus University, Denmark.
- Jensen, M. C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review* 76 (2): 323-329.
- 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., 1977, "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics* 5 (2): 147-175.

- Myers, S. C., 1984, "The Capital Structure Puzzle", *The Journal of Finance* 39 (3): 575-592.
- Myers, S. C., 2001, "Capital Structure", *The Journal of Economic Perspectives* 15 (2): 81-102.
- Myers, S. C., and N. S. Majluf, 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics* 13 (2): 187-221.
- Nivorozhkin, E., 2002, "Capital Structures in Emerging Stock Markets: The Case of Hungary", *The Developing Economies* 40 (2): 166-187.
- Rajan, R. G., and L. Zingales, 1995, "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *The Journal of Finance* 50 (5): 1421-1460.
- Rozeff, M. S., 1982, "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", *The Journal of Financial Research* 5 (3): 249-259.
- Sangeetha, M., and N. Sivathaasan, 2013, "Factors Determining Capital Structure: A Case Study of Listed Companies in Sri Lanka", *Research Journal of Finance and Accounting* 4 (6): 236-247.
- Sapar, N. R., and J. Lukose, 2002, "An Empirical Study on the Determinants of the Capital Structure of Listed Indian Firms", Unpublished Working Paper, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=433120>.
- Sayilgan, G., H. Karabacak, and G. Küçükkocaoğlu, 2006, "The Firm-specific Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from Turkish Panel Data", *Investment Management and Financial Innovations* 3 (3): 125-139.
- Scott, J. H., 1977, "Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure", *The Journal of Finance* 32 (1): 1-19.

- Serrasqueiro, Z., and P. M. Nunes, 2008, “Determinants of Capital Structure: Comparison of Empirical Evidence from the Use of Different Estimators”, *International Journal of Applied Economics* 5 (1): 14-29.
- Sheikh, N. A., and Z. Wang, 2011, “Determinants of Capital Structure: An Empirical Study of Firms in Manufacturing Industry of Pakistan”, *Managerial Finance* 37 (2): 117-133.
- Sibindi, A. B., 2016, “Determinants of Capital Structure: A Literature Review”, *Risk Governance and Control: Financial Markets and Institutions* 6 (4): 227-237.
- Tarazi, R., 2013, “Determinants of Capital Structure: Evidence from Thailand Panel Data”, *Proceedings of 3rd Global Accounting, Finance and Economics Conference*, 5-7 May, Rydges Melbourne, Australia.
- Thipayana, P., 2014, “Determinants of Capital Structure in Thailand”, *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 143: 1074-1077.
- Titman, S., and R. Wessels, 1988, “The Determinants of Capital Structure Choice”, *The Journal of Finance* 43 (1): 1-19.
- Vu, T., C. Tran, D. Doan, and T. Le, 2020, “Determinants of Capital Structure: The Case in Vietnam”, *Journal of Asian Finance, Economics and Business* 7 (9): 159-168.
- Wei, Y., 2014, “*The Determinants of Capital Structure: Evidence from Dutch Listed Companies*”, Master Thesis, University of Twente, Netherlands.

ملحق رقم (١)
قائمة بأسماء شركات عينة البحث

م	القطاع والشركات	م	القطاع والشركات
	القطاع والشركات		قطاع العقارات
٢٦	اكرو مصر للشدات والسقلات المعدنية	١	إعمار مصر للتنمية
٢٧	العز للسيراميك والبورسلين - الجوهرة	٢	العبور للاستثمار العقاري
٢٨	البويات والصناعات الكيماوية "باكين"	٣	القاهرة للإسكان والتعمير
٢٩	الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	٤	الشمس للإسكان والتعمير
	قطاع الأغذية والمشروبات	٥	المتحدة للإسكان والتعمير
٣٠	الدلتا للسكر	٦	العالمية للاستثمار والتنمية
٣١	القاهرة للدواجن	٧	المجموعة المصرية العقارية
٣٢	مطاحن الإسكندرية	٨	التعمير والاستشارات الهندسية
٣٣	المنصورة للدواجن	٩	مصر الجديدة للإسكان والتعمير
٣٤	مطاحن مصر العليا	١٠	مينا للاستثمار السياحي والعقارى
٣٥	مطاحن شمال القاهرة	١١	زهراء المعادى للاستثمار والتعمير
٣٦	مطاحن مصر الوسطى	١٢	الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية
٣٧	إيديتا للصناعات الغذائية	١٣	المصريين للإسكان والتنمية والتعمير
٣٨	جھينة للصناعات الغذائية	١٤	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار
٣٩	المصرية للنشا والجلوكوز	١٥	الخليجية الكندية للاستثمار العقاري العربى
٤٠	الإسماعيلية مصر للدواجن		قطاع التشييد ومواد البناء
٤١	الإسماعيلية الوطنية للصناعات الغذائية	١٦	أسمنت سيناء
	قطاع الرعاية الصحية والأدوية	١٧	السويس للأسمنت
٤٢	جلاسكو سميثكلين	١٨	مصر للأسمنت "فنا"
٤٣	مستشفى النزھة الدولى	١٩	دلتا للإنشاء والتعمير
٤٤	شركة الإسكندرية للخدمات الطبية	٢٠	النصر للأعمال المدنية
٤٥	المصرية الدولية للصناعات الدوائية	٢١	جنوب الوادى للأسمنت
٤٦	العربية للأدوية والصناعات الكيماوية	٢٢	الشركة العربية للمحابس
٤٧	القاهرة للأدوية والصناعات الكيماوية	٢٣	مصر بنى سويف للأسمنت
٤٨	مينا فارم للأدوية والصناعات الكيماوية	٢٤	العربية للخزف "سيراميك ريماس"
٤٩	سبأ الدولية للأدوية والصناعات الكيماوية	٢٥	روبكس لتصنيع البلاستيك والأكريلك
٥٠	الإسكندرية للأدوية والصناعات الكيماوية		

تابع ملحق رقم (١)
قائمة بأسماء شركات عينة البحث

م	القطاع والشركات	م	القطاع والشركات
قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات		قطاع المنتجات المنزلية والشخصية	
٥١	دلنا للطباعة والتغليف	٧٥	العربية لحليج الاقطان
٥٢	القناة للتوكيلات الملاحية	٧٦	جولدن تكس للأصواف
٥٣	الأهرام للطباعة والتغليف	٧٧	النساجون الشرقيون للسجاد
٥٤	العربية للصناعات الهندسية	٧٨	العامه لمنتجات الخزف والصيني
٥٥	المصرية لخدمات النقل والتجارة	٧٩	الشركة الشرقية "إيسترن كومباني"
٥٦	الشروق الحديثة للطباعة والتغليف	قطاع الموارد الأساسية	
٥٧	الإسكندرية لتداول الحاويات والبضائع	٨٠	حديد عز
٥٨	يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة والتغليف	٨١	مصر للألومنيوم
٥٩	الصناعات الهندسية المعمارية "ايكون"	٨٢	الألومنيوم العربية
قطاع السياحة والترفيه		٨٣	أسيك للتعددين "أسكوم"
٦٠	عبر المحيطات للسياحة	٨٤	مصر الوطنية للصلب "عقاقة"
٦١	أوراسكوم للفنادق والتنمية	قطاع الموزعون وتجار التجزئة	
٦٢	رمكو لانشاء القرى السياحية	٨٥	مصر للأسواق الحرة
٦٣	شركة رواد السياحة "الرواد"	٨٦	القاهرة للخدمات التعليمية
٦٤	الوادي العالمية للاستثمار والتنمية	٨٧	العامه للصوامع والتخزين
٦٥	بيراميزا للفنادق والقرى السياحية	٨٨	أسيوط الإسلامية الوطنية للتجارة والتنمية
٦٦	الشركة المصرية للمنتجات السياحية	قطاع الغاز والبتترول	
٦٧	المصرية للمشروعات السياحية العالمية	٨٩	مجموعة جي إم سي للاستثمارات
قطاع الكيماويات		٩٠	الإسكندرية للزيوت المعدنية "أموك"
٦٨	سماد مصر "الجيغفرت"	قطاع التكنولوجيا	
٦٩	مصر لصناعة الكيماويات	٩١	قناة السويس لتوطين التكنولوجيا
٧٠	المالية والصناعية المصرية	٩٢	راية القابضة للتكنولوجيا والاتصالات
٧١	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات	قطاع المرافق	
٧٢	الصناعات الكيماوية المصرية "كيما"	٩٣	شركة غاز مصر
٧٣	سيدي كرير للبتروكيماويات "سيدبك"	قطاع الاتصالات	
٧٤	أبو قير للأسمدة والصناعات الكيماوية	٩٤	الشركة المصرية للاتصالات

The Effect of Retained Earnings on Debt Decisions under the Provisions of the Egyptian Income Tax Law No. 91 of 2005

Empirical Study on the Egyptian Listed Companies

Sayed Salem Mohamed Abou Salem

*Lecturer, Department of Accounting,
Faculty of Commerce, Zagazig University, Egypt*

Synopsis

This study aimed to investigate the effect of retained earnings on debt decisions of the Egyptian listed companies under the provisions of the Egyptian income tax law No. 91 of 2005, in an attempt to understanding the tax effects of the Egyptian tax law on the financing options for these companies, especially in the light of the scarcity of the previous studies that have been subjected to study of this effect on the Egyptian environment. In order to test the hypotheses, the researcher relied on a sample of 94 listed non-financial Egyptian companies, with 470 firm-year observations, between 2015 and 2019. After controlling the effects of firm size, asset structure (guaranties), non-debt tax shields, liquidity, and growth opportunities on the debt ratio, the researcher found, by using a multiple linear regression analysis, a positive relationship between retained earnings and the firm's debt ratio. This result represents a clear empirical support for the researcher's expectations that the tax treatment stipulated in the Egyptian income tax law No. 91 for the deduction of the debit interest, it will refute from the predictions of the pecking order theory about the use of a hierarchy in finance by companies.

Keywords: *Retained Earnings, Debt Ratio, Pecking Order Theory, Egyptian Income Tax Law, Tax Planning.*