



مجلة البحوث المالية والتجارية
المجلد (24) - العدد الثاني - إبريل 2023



دراسة قياسية لمحددات ربحية الشركات العقارية المدرجة في البورصة المصرية

**"A Standard Study of The Determinants of
Profitability for Real Estate Companies Listed on
The Egyptian Stock Exchange"**

د/ محمد سمير محمد المتولي

مدرس إدارة الأعمال

المعهد العالي للدارسات التعاونية والإدارية - القاهرة

dr_mohamed_samir88@yahoo.com

2022-11-06 تاريخ الإرسال

2022-12-07 تاريخ القبول

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

ملخص البحث:

الهدف: استهدف البحث تحديد ومعرفة العوامل المؤثرة على ربحية الشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية، مع تقديم نموذج مقترح إسهاماً في مساعدة إدارة تلك الشركات بالتعرف على أثر تفاعل قرار التشغيل وقرار التمويل على ربحية الشركات العقارية بصفة خاصة والشركات بصفة عامة.

المنهجية: ولتحقيق هدف البحث اعتمدت الدراسة على بيانات سنوية لـ (30) شركة تنتمي لقطاع العقارات مدرجة في البورصة المصرية على مدار الفترة الزمنية من (2016) إلى (2020) بإجمالي عدد مشاهدات (150) مشاهدة، ولتحليل 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 لكل من السيولة، الرافعة المالية، الأصول غير الملموسة، كفاءة التشغيل على الربحية (معدل العائد على الأصول وربحية السهم)، (2) يوجد تأثير معنوي للمتغيرات الضابطة (الحجم، العمر، النمو) على ربحية السهم (3) لا يوجد تأثير معنوي للمتغيرات الضابطة (الحجم، العمر، النمو) على معدل العائد على الأصول. (4) أسفرت النتائج عن كفاءة النموذج المقترح في عملية التقدير. "علماً بأن معدل العائد على حق الملكية، سيتم تناوله في إطار النموذج المقترح".

الكلمات الدالة: السيولة، الرافعة المالية، الأصول غير الملموسة، الربحية، طريقة العزوم المعممة."



Abstract

- **Purpose:**

The research aimed to identify and know the factors affecting the profitability of real estate companies traded on the Egyptian Stock Exchange, with a proposed model as a contribution to assisting the management of these companies by identifying the impact of the interaction of the operating decision and the financing decision on the profitability of real estate companies in particular and companies in general.

- **Methodology:**

To achieve the research's aims, the study relied on annual data for 30 companies belonging to the real estate sector listed on the Egyptian Stock Exchange over the period from 2016 to 2020, with a total number of 150 observation. Dynamics (GMM).

- **Results:**

The results showed the following: (1) There is a significant effect of liquidity, financial leverage, intangible assets, and the company's efficiency on its profitability (ROA, EPS), (2) There is a significant effect of the controlling variables (size, age, growth) on the Earnings per share. (3) There is no significant effect of the control variables (size, age, growth) on the rate of return on assets. (4) The results revealed the efficiency of the proposed model for estimating process. "but the return on equity is considered in the frame of the proposed model".

Keywords: Liquidity, Leverage, Intangible Assets, Profitability, Generalized Moment Method

المبحث الأول: الإطار المنهجي

- مقدمة.

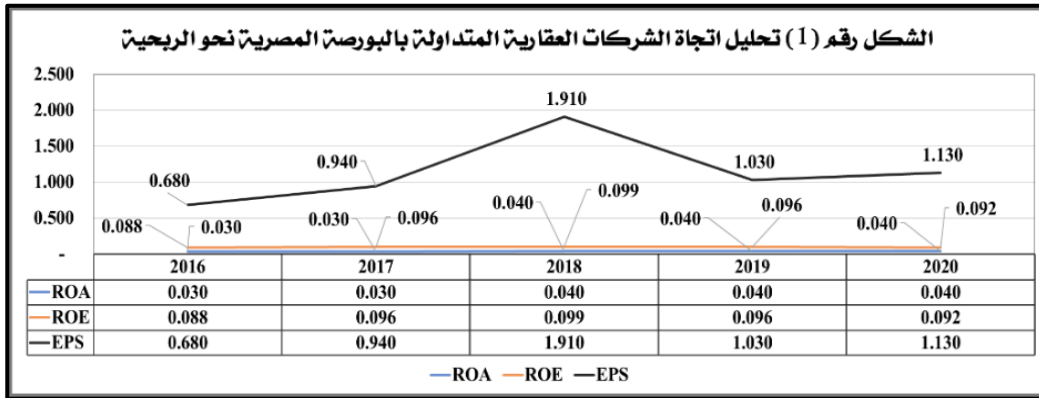
يشهد الاقتصاد المصري تطور ملحوظ خاصة في مجال الاستثمار، ويؤثر هذا التطور بشكل إيجابي على التوسع في عمليات وأنشطة الشركات العقارية المصرية. ولذلك يعتبر التطور العقاري أحد أبرز القطاعات التي تراهن عليها الدولة في تحقيق تنمية مستدامة قادرة على جذب المستثمرين وتوفير فرص عمل لارتباط هذا القطاع بأكثر من مائة صناعة في مجال البناء بالإضافة إلى الاهتمام الكبير به من الدولة واستحواده على النصيب الأكبر من معدلات النمو (الفقي، 2020). ويؤثر قطاع العقارات بشكل كبير على الاقتصاد المصري في تلبية احتياجات الأفراد والمجتمع والاقتصاد، فضلاً عن الترويج غير المباشر للصورة الوطنية الديناميكية للدولة الناشئة (الشباسي، 2021). ويعتبر الهدف الأساسي لإدارة الشركات العقارية هو زيادة الأرباح ومن ثم تعظيم ثروة الملاك، حيث تعكس الأرباح المرتفعة القوة المالية ومستوى الإدارة وديناميكية الأعمال التجارية في الإنتاج والصناعة، والتي بدورها تؤدي إلى توسع نطاق الإنتاج والعمليات التجارية (Trang et al., 2022).

وعليه يعتبر فهم الربحية أحد المعايير المهمة في اتخاذ القرار الاستراتيجي للشركة (Tyagi & Nauriyal, 2016)، كما يعتبر أيضاً هدفاً من الأهداف الرئيسية للشركة (Nanda & Panda, 2018) ومع ذلك، لا تتأثر ربحية الشركات بعامل واحد (Deloof, 2003) فهناك بعض العوامل التي تؤثر بشكل مباشر، وأخرى تؤثر بشكل غير مباشر، حيث أن هذه العوامل توفر الفرص والتحديات والتحديات للشركة، ولهذا السبب يعتبر النظر في مجموعة من العوامل التي تؤثر على نسبة الربحية أمراً ضرورياً للشركات التي تخطط لاستراتيجيات الأعمال، والاعتراف بمزاياها، وتوزيع الأرباح بشكل مناسب، وتقييم لرأس المال الاستثماري، وتوسع الشركة، مما يؤدي إلى الاستقرار الاقتصادي والنفع العام على المجتمع. وفي هذا الصدد يسعى الباحث إلى التعرف على العوامل أو المحددات التي تؤثر على ربحية الشركات العقارية المسجلة في البورصة المصرية، مع تقديم نموذج مقترح لمساعدة إدارة تلك الشركات للتعرف على أثر تفاعل قرار التشغيل وقرار التمويل على ربحية الشركات العقارية.



- الدراسة الاستطلاعية.

قام الباحث بدراسة استطلاعية وذلك لتحقيق الأهداف التالية: زيادة الإحاطة بموضوع البحث، 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

يلاحظ من الشكل رقم (1) أن هناك شبه استقرار في معدل العائد على الأصول بالنسبة لشركات قطاع العقارات المتداول بالبورصة المصرية حيث كان معدل العائد على الأصول في عام (2016، 2017) بنسبة (3%)، بينما كانت عام (2018، 2019، 2020) تقدر بنسبة (4%)، بالإضافة إلى ذلك كان هناك تذبذب في معدل العائد على حق الملكية وعدم استقرار حيث كان ارتفاع من عام (2016، 2017، 2018) بنسبة (8%، 9.6%، 9.9%) على التوالي، بينما كانت عام (2019، 2020) يقدر بنسبة (9.6%، 9.2%) على التوالي، علاوة على ذلك هناك أيضاً عدم استقرار في ربحية السهم لشركات قطاع العقارات المتداول بالبورصة المصرية حيث كان قيمة مؤشر ربحية السهم عام (2016، 2017، 2018) بلغت (0.68، 0.94، 1.91) جنيهاً على التوالي، ثم بدأ عام (2019) في الانخفاض بقيمة (1.03) جنيهاً ثم عاود الارتفاع عام (2020) بقيمة (1.130) جنيهاً. ويعتبر مؤشر ربحية السهم من المؤشرات المهمة لكل من المحليين والمستثمرين، حيث يعتبر لديهم مقياساً لنجاح المنشأة ومن خلال التطور التاريخي لمؤشرات الربحية المستخدمة المتمثلة في معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حق الملكية، وربحية السهم، ونلاحظ أن هناك تباطؤ وعدم استقرار في ربحية الشركات العقارية المتداولة بالبورصة، وتسعى الدراسة الحالية إلى التعرف على العوامل التي أدت إلى عدم استقرار ربحية الشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية.

- الدراسات السابقة.

لقد ثبت بقوة أنه إذا لم تحقق الشركة أرباح كافية، فإن تتمكن من الاستمرار على المدى الطويل، ولذلك يمكن الأداء المالي الجيد للشركات من مكافأة الملاك بعوائد ومزايا أعلى ومن ثم تحقيق الهدف المالي النهائي المتمثل في تعظيم ثروة المساهمين (Li & Cui, 2003). ونظراً لأن الربحية مهمة جداً للشركات وللدول، فقد أجريت العديد من الدراسات في بلدان مختلفة، مثل إفريقيا (Bolarinwa et al., 2021)، سريلانكا (Bandara & Wijesinghe, 2021)، روسيا (Liljebloom et al., 2020)، ماليزيا (Alarussi & Alhadary, 2018)، نيجيريا (Odusanya et al., 2018)، الهند (Nanda & Panda, 2018)، فيتنام (Vu et al., 2018) أستراليا (Saleh et al., 2017)، وفي السودان (ضاهر & سوف، 2016)، صربيا (Dencic-Mihajlov & Ksenija 2014)، رومانيا (Moldovan et al., 2013)، باكستان (Sorana, 2014)، في باكستان (Bhutta & Hasan, 2013)، اليابان (Ito & Fukao, 2010)، اليونان (Asimakopoulos et al., 2009)، أسبانيا (Claver et al., 2006)، في الولايات المتحدة الأمريكية (Baumaan & Kaen, 2003). والجدير بالذكر أن بعض من هذه الدراسات وصفية والآخر تطبيقية، كما أنها أجريت على فترات مختلفة، وتم مراعاة الخصائص المختلفة الخاصة بكل بلد (Ito & Fukao, 2010)، خصائص الصناعة (Nagarajan & Barthwal, 1990) وسوف يقوم الباحث بعرض مجموعة من الدراسات السابقة على النحو التالي:

استهدفت دراسة (Trang et al., 2022) معرفة محددات ربحية الشركات العقارية باستخدام بيانات البنائ للشركات الفيتنامية المدرجة في بورصة هانوي (HNX) من (2007) إلى (2020)، وتم قياس نسب الربحية من خلال معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE). وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن: نسبة الديون إلى حقوق الملكية ترتبط ارتباطاً سلبياً بربحية الشركة، وتوصلت أيضاً إلى أن مؤشر المبيعات إلى الأصول المتداولة ومعدل النمو النقدي ومعدل النمو الاقتصادي يرتبط ارتباطاً إيجابياً بالربحية، علاوة على ذلك توصلت الدراسة إلى أن كلاً من حجم الشركة وحقوق الملكية إلى الأصول الثابتة لهما تأثيرات إيجابية على معدل العائد على الأصول، بينما توجد علاقة سلبية بين حقوق الملكية إلى الأصول الثابتة ومعدل العائد على حقوق الملكية.

قامت دراسة (Gabriel et al., 2021) بفحص العوامل التي تؤثر على الأداء المالي للشركات الصغيرة والمتوسطة في غانا، من خلال تحليل بيانات (238) شركة صغيرة ومتوسطة



الحجم، وتوصلت الدراسة إلى أن حجم الشركة وعمر الشركة ونوع ملكية الشركة مرتبطة بشكل إيجابي بالأداء المالي، وفي هذا السياق أجرى (Din et al., 2021) دراسة لمعرفة العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي للشركة (معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حق الملكية) باستخدام بيانات (146) شركة في البورصة الباكستانية للفترة من (2003) إلى (2012). وأظهرت النتائج وجود ارتباط إيجابي بين هيكل الملكية وأداء الشركة، بينما توصلت دراسة (Aryantina & Jumonoa, 2021) إلى وجود علاقات إيجابية بين هامش صافي الربح، معدل دوران الأصول، الرافعة المالية والربحية (معدل العائد على حق الملكية) وقامت الدراسة بتحليل بيانات (20) شركة غير مالية في إندونيسيا للفترة من (2014) إلى (2018).

أما دراسة (عبد الحميد، 2020) هدفت إلى معرفة تأثير مجموعة من المحددات على ربحية شركات تأمينات الحياة العاملة بالسوق المصري، واعتمدت الدراسة على ثلاث شركات تأمين خلال الفترة من (2014) إلى (2018)، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين محددات الربحية المتمثلة في (الأقساط المكتسبة، والتغير في قيمة الاحتياطي، ربح النشاط الاستثماري، إيرادات أخرى) وبين ربحية الشركات محل الدراسة، فضلا عن وجود علاقة عكسية بين (عمولات عمليات إعادة التأمين، صافي المطالبات المدفوعة، تكاليف الاكتتاب، المصروفات العمومية والإدارية) مع ربحية الشركات محل الدراسة.

أجرى (Abeyrathna & Priyadarshana, 2019) دراسة لمعرفة تأثير حجم الشركة على ربحية الشركات التصنيع المدرجة في سيرلانكا، وتمت الدراسة على عينة من (20) شركة صناعية خلال الفترة من (2014) إلى (2017) وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين حجم الشركة وربحية الشركة مقاسة بمعدل العائد على الأصول.

بينما سعت (Nanda & Panda, 2018) إلى دراسة محددات الربحية باستخدام بيانات شركات التصنيع الهندية خلال الفترة (2000-2015). وتوصلت الدراسة إلى أن حجم الشركة والسيولة يعززان من ربحية الشركة، ومع ذلك، فإن الرافعة المالية تخفض الربحية، في حين أشارت دراسة (Odusanya et al. 2018) إلى أن ارتفاع معدل التضخم ومعدل الفائدة يؤديان إلى انخفاض ربحية الشركة بسبب ارتفاع تكلفة الاقتراض.

اختبرت دراسة (Nijun, 2017) العلاقة بين الأصول غير الملموسة والربحية (التي تقاس بالعائد على الأصول) في (17) شركة من شركات الاتصالات المدرجة خلال الفترة من (2014) إلى (2016) توصلت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية وهامة بين نسبة الأصول غير الملموسة والأداء المالي.

ومن جانب آخر قامت دراسة (ضاهر & وسوف، 2016) بالتعرف على العوامل المؤثرة على شركات التأمين في سوريا، ولغرض تحليل بيانات الدراسة تم استخدام أحد نماذج بيانات البانل (Panel Data) وهو نموذج الانحدار التجمعي، وتوصلت الدراسة أن الرافعة المالية تؤثر بشكل سلبي على ربحية شركات التأمين، وأوضحت نتائج الدراسة أن كلا من الأزمات السياسية والاستثمارات تؤثر إيجابيا على ربحية الشركة، أما الحجم الشركة والسيولة لا يوجد لهما تأثير على شركات التأمين.

كان الهدف من دراسة (Saritharan & Vinasithamby, 2015) هو معرفة تأثير حجم الشركة على الربحية في الشركات المدرجة في سريلانكا. لهذا الغرض، تم استخدام نماذج تقدير الاقتصاد القياسي ذات التأثير الثابت والعشوائي خلال الفترة الزمنية من عام (2008) إلى عام (2012). ووفقا لاختبار هوسمان وقد اعتمدت الدراسة على نموذج التأثيرات الثابت، وتوصلت نتائج الدراسة أن حجم الشركة يرتبط بشكل إيجابي بمقياس الربحية (معدل العائد على الأصول). علاوة على ذلك، توصلت الدراسة أيضاً إلى أن نسبة إجمالي الديون لها علاقة سلبية مع ربحية الشركة.

قامت دراسة (عرين، 2014) بتعرف على العوامل المؤثرة على ربحية الشركات الصناعية الإماراتية خلال الفترة (2008-2013). وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين إنتاجية الشركة من جهة، وربحية الشركة من جهة أخرى مقاسة بمعدل العائد على الأصول، بينما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين كل من حجم الشركة ونسبة مخاطر الأعمال من جهة وربحية الشركة من جهة أخرى، وتوصى الدراسة بزيادة نسبة الأصول الملموسة وتخفيض نسبة مخاطر الأعمال.

استهدفت دراسة (Sivathaasan et al., 2013) معرفة أثر هيكل رأس المال وحجم الشركة ومعدل النمو ورأس المال العامل على الربحية (معدل العائد على حق الملكية ومعدل العائد على الأصول). وتوصلت النتائج إلى أن هيكل رأس المال له دلالة إحصائية ويؤثر بشكل إيجابي على الربحية ولكن لا يوجد تأثير لرأس المال العامل ومعدل النمو وحجم الشركة على الربحية.

سعت دراسة (Yang & Yi, 2012) إلى التعرف على طبيعة العلاقة بين هيكل التمويل والربحية في الشركات العقارية. وأسفرت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين نسبة الديون والربحية .



وأخيراً قام (Burja, 2011) بدراسة تأثير صافي ربح التشغيل ونسبة الدين ونسبة الأصول على الأداء المالي لشركات الكيماويات الرومانية، باستخدام بيانات لمدة (10) سنوات (1999-2009)، وتوصلت النتائج أن هناك علاقة قوية بين أداء الشركة وطريقة تخصيص الموارد المتاحة، وأيضاً ترتبط كفاءة المخزون، الرافعة المالية، نسبة الدين، ورأس المال العامل بشكل إيجابي بالربحية.

- التعليق على الدراسات السابقة.

يتضح من الدراسات السابقة مجموعة من الدلالات التي تظهر أهم ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة، ويمكن للباحث التعليق على الدراسات السابقة بغاية تحديد الفجوة البحثية على النحو التالي:

1. وجود اختلاف في معظم الدراسات السابقة حول العوامل المحددة لربحية الشركات حيث لوحظ اختلاف تلك المحددات من دولة إلى أخرى كدراسة (Liljebloom et al., 2020; Nanda & Panda, 2018)، فضلا عن اختلاف تأثيرها من شركة إلى أخرى كدراسة (Gabriel et al., 2021; Nijun, 2017) مما يتطلب ضرورة دراسة تلك العوامل المحددة لربحية الشركات العقارية المتداولة في البورصة المصرية.
2. وجود اختلاف بين غالبية الدراسات السابقة حول أثر العوامل المحددة ومقاييس تلك العوامل على ربحية الشركات ودراسة (Trang et al., 2022)، وهو ما يتطلب دراسة أثر تلك العوامل والتعرف على طبيعة العلاقة بينها وبين ربحية الشركات العقارية المتداولة في البورصة المصرية.
3. الدراسات التي تناولت أثر العوامل المؤثرة على الربحية في الشركات العقارية كانت دراسات أجنبية (Trang et al., 2022; Abeyrathna & Priyadarshana, 2019) وهو ما يتطلب ضرورة دراسة وتحليل أثر تلك العوامل على ربحية الشركات العقارية في البيئة المصرية والتي قد تختلف عن البيئية الأجنبية، ولذلك سيقوم الباحث بتطبيق الدراسة الحالية على الشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية مع تقديم نموذج مقترح لتقدير ربحية الشركات العقارية في ضوء تفاعل قرار التشغيل مع قرار التمويل.

- الفجوة البحثية ومشكلة البحث.

مع جائحة (COVID-19)، تضرر الأداء المالي للشركات في جميع أنحاء العالم، وحاولت العديد من الشركات جني بعض الأرباح للبقاء على قيد الحياة في الأعمال التجارية. لا يمكن إنكار أن الشركات لا تستطيع الاستمرار إلا لفترة قصيرة نسبياً إذا لم تحقق ربحاً، وتسمح السلامة المالية للأعمال التجارية للمستثمرين بإجراء مقارنات بين الشركات في نفس الصناعة أو بين الصناعات أو القطاعات المختلف (Donthu & Gustafsson, 2020). وقد أشارت العديد من الدراسات إلى تأثير العوامل المختلفة على ربحية الشركة، مثل إدارة السيولة (Bandara & Wijesinghe, 2021)، هيكل الملكية (Din et al., 2021) عمر الشركة (Gabriel et al., 2021)، إدارة الأرباح (Zimon et al., 2021)، المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) (Jaisinghani & Sekhon, 2020)، المنافسة (Liljeblom et al., 2020)، السيولة والرافعة المالية (Samo & Murad, 2019)، الحصة السوقية (Alarussi & Alhadary, 2018)، الأصول غير الملموسة (Nijun, 2017) حجم الشركة (Zaid et al., 2014)، الرافعة المالية (Boadi et al., 2013)، إدارة رأس المال العامل (Charumathi, 2012)، صافي ربح التشغيل (Burja, 2011)، الإنتاجية (Bottazzi et al., 2008)، البحث والتطوير (Fenny & Rogers, 1999).

مع ذلك، فإن نتائج هذه الدراسات جاءت غير متسقة حتى بالنسبة لنفس المتغير حيث أشارت دراسة (Saritharan & Vinasithamby, 2015; Alarussi & Alhadary, 2018) إلى أن حجم الشركة يؤثر بشكل إيجابي على ربحية الشركات، إلا أن دراسة (Kaukab & Nawaz, 2019; Abeyrathna & Priyadarshana, 2019) توصلت إلى وجود علاقة سلبية بينهم، في حين توصلت دراسة (Whittington, 1980) إلى عدم وجود علاقة بين حجم الشركة والربحية. وعليه، فإن الفجوة البحثية تشير إلى أنه على الرغم من الكم المتزايد من الأبحاث التي تركز على المتغيرات المرتبطة بربحية الشركة، إلا أن هناك سؤالاً جديلاً مفتوحاً ويظهر في الدراسات التطبيقية من وجهات نظر مختلفة، ومع ذلك، فإن الاختلافات على سبيل المثال، من منظور الإطار النظري، والعينات، ومقاييس المتغيرات، والمنهجيات المطبقة، تجعل المقارنات المباشرة للنتائج بين هذه الدراسات صعبة (Yazdanfar, 2013)، وينسحب القول على نفس النتائج بالنسبة للعوامل الأخرى التي تجعل التعميم أمر مشكوك فيه، وعلى هذا الأساس تقوم الدراسة الحالية بدراسة سبعة متغيرات (بما في ذلك ثلاث متغيرات رقابية)، وهم السيولة، الرافعة المالية، الأصول غير الملموسة، كفاءة



التشغيل، نمو الشركة، حجم الشركة، عمر الشركة، وقد تؤثر هذه العوامل على ربحية الشركات العقارية المدرجة في البورصة المصرية وتم اختيار هذه الشركات لأنها أكثر تأثيراً على الاقتصاد المصري مع تقديم إطار مقترح لتحليل الأداء المالي الشامل لهذه الشركات. وبناء على ما سبق فإنه يمكن صياغة مشكلة الدراسة في السؤال الرئيس التالي: ما مدى تأثير تلك العوامل المحددة لربحية الشركات العقارية المتداولة في البورصة المصرية؟ ويتفرع من السؤال الرئيس الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما طبيعة العلاقة بين محددات الربحية محل الدراسة، وبين مقياس كل من معدل العائد على الأصول، ومعدل ربحية السهم (EPS&ROA) بالشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية؟
 2. كيف يؤثر كل من معدل العائد على الأصول وربحية السهم للفترة السابقة $(EPS_{(-1)} & ROA_{(-1)})$ على معدلي الربحية الحالية للشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية؟
 3. هل تؤثر السيولة على معدلي الربحية (EPS&ROA) للشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية؟
 4. هل تؤثر الرافعة المالية على معدل العائد على الأصول، وربحية السهم (EPS&ROA) بالشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية؟
 5. هل تؤثر الأصول غير الملموسة على معدلي الربحية (EPS&ROA) للشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية؟
 6. هل تؤثر كفاءة التشغيل على معدلي الربحية (EPS&ROA) بالشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية؟
 7. ما مدى مساهمة قرار التمويل وقرار التشغيل على معدل العائد على حق الملكية (ROE) بالشركات العقارية المدرجة في البورصة المصرية؟
- فروض البحث.

في ضوء كلاً من التساؤلات والفجوة البحثية، وأهداف البحث التي قام الباحث باستعراضها يمكن صياغة الفروض البحثية في صياغة العدم على النحو التالي: -
الفرض الأول: لا يوجد تأثير معنوي لمعدلي الربحية (EPS&ROA) في الفترة السابقة على الربحية الحالية للشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية.

- الفرض الثاني: لا يوجد تأثير معنوي للسيولة على معدلي ربحية (EPS&ROA) بالشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية.
- الفرض الثالث: لا يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية على معدلي ربحية (EPS&ROA) الشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية.
- الفرض الرابع: لا يوجد تأثير معنوي للأصول غير الملموسة على معدلي ربحية (EPS&ROA) الشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية.
- الفرض الخامس: لا يوجد تأثير معنوي لكفاءة التشغيل على معدلي ربحية (EPS&ROA) بالشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية.
- الفرض السادس: لا يوجد تأثير معنوي لتفاعل قرار التمويل وقرار التشغيل على معدل العائد على حق الملكية (ROE) بالشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية.
- هدف البحث.

يمكن استعراض أهم أهداف البحث على النحو التالي:

- محاولة بناء نموذج قياسي بهدف التعرف على أهم المحددات التي تؤثر على معدلي الربحية (EPS & ROA) بالشركات العقارية المدرجة في البورصة المصرية.
- تحديد طبيعة العلاقة بين كلاً من محدّدات الربحية ومعدلي الربحية (ROA&EPS) بالشركات العقارية المدرجة في البورصة المصرية
- تقديم نموذج مقترح لمساعدة الشركات بالتعرف على أثر تفاعل قرار التمويل وقرار التشغيل على معدل العائد على حق الملكية (ROE) بالشركات العقارية المدرجة في البورصة المصرية.

- أهمية البحث.

تستمد أهمية البحث من مجموعة المساهمات التالية:

- 1- مساعدة الشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية في تحديد أهم العوامل المؤثرة على الربحية، وعلاوة على ذلك تحديد طبيعة العلاقة فيما بينها.
- 2- المساهمة في تقديم نموذج مقترح لتفسير أثر التفاعل بين قرار التمويل وقرار التشغيل على ربحية الشركات العقارية المتداولة في البورصة المصرية.
- 3- المساهمة في إجراء دراسة تطبيقية على الشركات العقارية التي تساهم بشكل كبير في تحقيق النمو الاقتصادي والتوظيف والابتكار.



- منهجية البحث.

يهدف الإلمام بمختلف جوانب البحث وتحليل أبعاده والإجابة على تساؤلات البحث واختبار مدى صحة الفرضيات، تم الاعتماد على المنهج الوصفي في عرض البيانات وتحليلها، إضافة إلى منهج التحليل القياسي الكمي ممثلاً في نماذج بيانات البانل (Panel Data)، والذي يركز على التحليل الكمي للمتغيرات من خلال نماذج قياسية تستمد أسسها من النظريات المالية والدراسات التطبيقية القياسية السابقة كدراسة (Doan, 2020; Dalci, 2018)، وهذا من أجل تحديد العوامل المؤثرة على ربحية الشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية خلال الفترة (2016-2020) بالاعتماد على نماذج (Panel Data) نظراً لمزاياها التي تمزج بين السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية، وأنها قادرة على التحكم في عدم التجانس غير الملحوظ، وتقلل من تحيز التقدير والمشاكل المحتملة من التعددية الخطية، وتوفر مزيداً من المعلومات وتنتج مزيد من الكفاءة للنماذج المقدر (Hsiao, 2022).

- مجتمع وعينة البحث.

تضمنت الدراسة جميع الشركات العقارية المدرجة بالبورصة المصرية لأنها تعتبر من الصناعات المزدهرة بجانب تنوع مصادر تمويلها. ولم يتم الاختيار من الشركات غير المدرجة بالبورصة المصرية، لأن البيانات المالية للشركات المدرجة متاحة ويمكن الاعتماد عليها، على عكس الشركات غير المدرجة، علاوة على ذلك يتكون مجتمع البحث من (49) شركة مسجلة في سوق العقارات تمارس نشاطها من عام (2016) إلى (2020)، ولإجراء هذه الدراسة تم استبعاد جميع الشركات التي لا تستوفي الشروط التالية:

- أ) أن تكون الشركات مقيدة بالبورصة المصرية.
- ب) أن تكون الشركات مدرجة في مؤشر قطاع العقارات خلال فترة الدراسة وأن تكون قابلة للتداول أيضاً.
- ج) توافر البيانات الكافية مثل الميزانيات العمومية وقوائم الدخل من أجل حساب المؤشرات المالية المختلفة بصورة دقيقة. وبالتالي، من خلال النظر في البنود السابقة، وبعد فحص بيانات الشركات غير الكاملة، كان حجم العينة موضع البحث 30 شركة لها حصة سوقية من إجمالي (49) شركة تقدر بنسبة (61.2%) من حجم المجتمع. ولتحليل هذه الدراسة، تم جمع البيانات حسب البعد الزمني وهي عبارة عن سلاسل مقطعية وسلسلة زمنية وتسمى أيضاً "بيانات البانل". وعلية، فقد تم اختيار الشركات التالية لتكون محل الدراسة الحالية هي: (العامة لاستصلاح الأراضي والتنمية والتعمير، عامر جروب، المجموعة

المصرية العقارية، الخليجية الكندية للاستثمار العقاري العربي، القاهرة للاستثمارات والتنمية، التعمير والاستشارات الهندسية، العربية لاستصلاح الأراضي، المصرية لتطوير صناعة البناء - ليفت سلاب مصر، المصريين للإسكان والتنمية والتعمير، المصريين للاستثمار والتنمية العمرانية، القاهرة للإسكان والتعمير، الشمس للإسكان والتعمير، الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقاري، الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية، مصر الجديدة للإسكان والتعمير، العالمية للاستثمار والتنمية، الإسماعيلية الجديدة للتطوير والتنمية العمرانية، مينا للاستثمار السياحي والعقاري، مدينة نصر للإسكان والتعمير، الوطنية للإسكان للنقابات المهنية، العقارية لبنوك الوطنية للتنمية، العبور للاستثمار العقاري، سوديك للتطوير العقاري، بالم هيلز للتعمير، الاستثمار العقاري العربي - إيكو، مجموعة طلعت مصطفي القابضة، الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري، المتحدة للإسكان والتعمير، وادي كوم امبو لاستصلاح الأراضي، زهراء المعادي للاستثمار والتعمير).

- 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		
السيولة	نسبة التداول = الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة	(Alarussi & Gao, 2021; Alsharari, & Alhmoud, 2019)
الرافعة المالية	نسبة الرافعة المالية	(Alsharari, & Alhmoud, 2019; Dalci, 2018)
الأصول غير الملموسة	الأصول غير الملموسة / إجمالي الأصول	(Alarussi & Gao, 2021; Nijun, 2017),
كفاءة التشغيل	معدل دوران الأصول	(Alarussi & Gao, 2021; Alarussi & Alhadary ,2018)



Control Variables المتغيرات الرقابية		
(Pham, 2020; Phan 2016; Yazdanfar, 2013)	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الإيرادات	حجم الشركة
(Alsharari&Alhmod,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, & Alhmod, 2019; Dalci, 2018; Nawafly& Alarussi ,2016)	صافي الربح المتاح متوسط إجمالي الأصول لبداية ونهاية السنة المالية.	معدل العائد على الأصول
(Doan, 2020; Dalci, 2018; Fu ,2017) & Lin	صافي الربح المتاح متوسط إجمالي حقوق الملكية لبداية ونهاية السنة المالية.	معدل العائد على حق الملكية
(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

تعتبر ربحية الشركة بشكل عام شرطاً مسبقاً مهماً لبقاء الشركة ونجاحها على المدى الطويل (Samo & Murad, 2019) علاوة على ذلك، تحقيق الأرباح أو المنفعة للمستثمرين، وهي نتيجة لسياسات تتبعها الإدارة في الشركة وتتمثل الربحية في قدره الشركة للحصول على ربح يأتي من المبيعات والأصول وحقوق الملكية (المتولي، 2021)، ويؤكد (Manu et al., 2019) أن الربحية المرتفعة تؤثر على المرونة المالية للشركة، بحيث تكون الشركة قادرة على دفع توزيعات الأرباح والحصول على تصنيف إيجابي في سوق رأس المال. ويعرف (Alarussi & Gao, 2021) الربحية بأنها قدره الشركة على جني الأرباح، ومن جهة أخرى يري (Samo & Murad, 2019) أن مفهوم الربحية يتمثل في تقييم قدره الأعمال على توليد قيمة فائضة من الاستثمار مقارنة بالتكاليف التي تتحملها خلال فترة محددة.

وتشمل المقاييس الأكثر شيوعاً المستخدمة لقياس ربحية الشركة معدل العائد على الأصول (ROA)، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، والعائد على المبيعات (ROS)، والعائد على رأس المال المستخدم (ROCE)، وربحية السهم (EPS) وغيرها من المؤشرات الأخرى (Trang et al., 2022) ومع ذلك، ستركز الدراسة الحالية على المؤشرين (ROA) & (EPS) لأنهما يعكسان ربحية الشركة بشكل أكثر كفاءة كما أكدت دراسة (Alarussi & Gao, 2021)، مع تغطية معدل العائد على حق الملكية في إطار النموذج المقترح.

وكما تم استخدام العديد من النظريات لشرح العلاقة بين الربحية ومحدداتها، مثل نظرية الوكالة (Bugu & Yucheng, 2018)، النظرية القائمة على أساس الموارد (Resource-Based View Theory) (Asimakopoulos et al., 2009; Alarussi & Alhadary, 2018) نظرية تعظيم القيمة (Agiomirgianakis et al., 2013) نظرية الالتقاط (Bhutta & Hasan, 2013) النظرية الإدارية (Goddard et al., 2005)، نظرية المقايضة أو المبادلة (Trade-Off Theory) (Aryantina & Jumonoa, 2021)، ونظرية تكلفة الوكالة (Lazar, 2016; Sivathaasan et al., 2013) تستخدم هذه الدراسة نظرية المقايضة، والنظرية القائمة على الموارد لدعم العلاقة بين متغيرات التنبؤ التي يتم اختبارها والمتغيرات الضابطة.



حيث تسعى الدراسة الحالية إلى معرفة طبيعة علاقة الارتباط بين سبعة متغيرات (بما في ذلك ثلاث متغيرات رقابية)، وهي السيولة والرافعة المالية والأصول غير الملموسة وكفاءة التشغيل ونمو الشركة وحجم الشركة وعمر الشركة على ربحيتها، وهي العوامل التي يمكن أن تمثل أحد محددات الربحية ويتم عرض العلاقة بينهم على النحو التالي:

- العلاقة بين السيولة والربحية.

تُعرّف السيولة بأنها سهولة تحويل أصول الشركة أو أوراقها المالية إلى نقدية، وتقيس نسب السيولة هامش الأمان في الشركة وقدره الشركة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل (Samo & Murad, 2019). وعلى الرغم من أن السيولة شرط ضروري لبقاء الشركة، إلا أنها ليست بهدف في حد ذاتها، فالسيولة الزائدة تؤدي إلى ضياع فرص الاستثمار وانخفاض الربحية (Calcagnini et al., 2020) وفي هذا السياق توصلت العديد من الدراسات السابقة إلى وجود علاقات غير متسقة بين السيولة والربحية، حيث توصلت دراسة (Aljafari & Alchami, 2014) إلى وجود علاقة طردية قوية بين نسبة السيولة والربحية في البنوك السورية، بينما توصلت دراسة (Pratheepan, 2014) إلى نفس النتيجة عندما تم استخدام بيانات (55) شركة صناعية في سريلانكا، وأكدت دراسة (Bandara & Wijesinghe, 2021) على وجود علاقة ارتباط إيجابي بين إدارة السيولة وربحية شركات التصنيع السريلانكية خلال الفترة (2015-2019)، وفي ماليزيا اشارت دراسة (Zaid et al., 2014) على وجود علاقة ارتباط إيجابي بين السيولة والربحية لشركات المقاولات، وعلى عكس ذلك توصلت نتائج دراسة (Rehman et al. 2015; Bibi & Amjad, 2017) أن هناك علاقة سلبية بين السيولة والربحية، وأضافه (Gitman, 2003) أنه بسبب وجود علاقة سلبية بين السيولة والربحية قد يواجه المديرون معضلة الحفاظ على الأصول عالية السيولة بدلاً من استخدامها مباشرة لإضافة قيمة إلى الشركة، وبالتالي تعزز ربحية الشركة. ومن ثم، بالنسبة للمديرين، فإن المعضلة بين السيولة والربحية تنعكس في الارتباط السلبي بين المتغيرين. وبناءً على ذلك تسعى الدراسة الحالية إلى معرفة طبيعة العلاقة بين السيولة وربحية الشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية.

- العلاقة بين الرافعة المالية والربحية.

تنشأ الرافعة المالية من استخدام رأس المال المقترض كمصدر للتمويل عند الاستثمار بهدف توسيع قاعدة أصول الشركة وتحقيق عوائد على رأس المال الاستثماري (Samo&Murad,2019). ويواجه المديرون دائما خيار المقايضة بين مخاطر الأعمال والمخاطرة المالية، وعند المفاضلة بين الديون وحقوق الملكية لتمويل أنشطة الشركة. وهناك جدل بين الشركات لا تستطيع دائما تمويل أنشطتها من مصادرها الداخلية لأسباب عديدة منها: أن مصادر التمويل الداخلية محدودة أو بهدف الحفاظ على ملكية الشركة الحالية (Yazdanfar, 2013). ومع ذلك، بناء على نظرية المقايضة لهيكل التمويل، فإن المستوى الأمثل للدين هو الذي يوازن بين تكاليف الدين ومنفعة الدين. هذا يفسر العلاقة المقلوبة على شكل حرف U بين الدين والربحية. بمعنى آخر، تساهم المزايا الضريبية للديون في تحقيق ربح أعلى، لكن هذه الميزة ستتناقص إذا زادت تكلفة الدين، مما يؤدي إلى انخفاض الربح (Aryantina & Jumonoa, 2021)، وقد توصلت دراسة (Andersson & Minnema,2018) إلى أن هناك ارتباطاً سلبياً معنوياً بين الرافعة المالية والربحية بعد تحليل بيانات (130) شركة في السويد خلال الفترة بين (2012-2016). كما توصلت دراسة (Charumathi, 2012) إلى نفس النتائج التي أجريت على ربحية شركات التأمين على الحياة في الهند، وعلى عكس النتائج السابقة توصلت دراسة (Boadi et al., 2013) إلى وجود علاقة ارتباط قوية بين الرافعة المالية والربحية عند تحليل بيانات شركات التأمين في غانا، تتفق هذه النتائج مع دراسة (Burja, 2011) في أن هناك تأثيراً للرافعة المالية (المقاسة بنسبة الدين ، أو نسبة الرافعة المالية) على ربحية الشركات الصناعية في الصين، بناءً على هذا تسعى الدراسة الحالية إلى معرفة طبيعة العلاقة بين الرافعة المالية وربحية الشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية.

- العلاقة بين الأصول غير الملموسة والربحية.

يتم تعريف الأصول غير الملموسة على أنها أصول غير موجودة مادياً، مثل براءات الاختراع أو العلامات التجارية أو حقوق النشر والأصول غير الملموسة مهمة لأنها تجلب فوائد اقتصادية للشركات (Alarussi & Gao, 2021)، وأكدت العديد من الدراسات السابقة إلى وجود ارتباط إيجابي معنوي بين الأصول غير الملموسة والربحية (Lantz & Sahut, 2005).



(Appelbaum et al., 2017)، حيث أشار (Madhani & Pankaj, 2012) إلى أن الأرباح المستقبلية للشركات تزداد عندما تزيد من نفقات البحث والتطوير. نظراً لحقوق الملكية التي تحمي براءات الاختراع وحقوق التأليف والنشر وحقوق الامتياز وحقوق استخدام العلامة التجارية في الشركات الصناعية المتقدمة، فإن هذه الأصول غير الملموسة توفر للشركات مزايا تنافسية ومزیداً من الإيرادات، بينما دراسة (Nijun, 2017) سعت إلى معرفة طبيعة علاقة الارتباط بين نسبة الأصول غير الملموسة وربحية شركات الاتصالات الصينية المدرجة. وخلصت الدراسة إلى أنه كلما زاد الاستثمار في الأصول غير الملموسة، زادت القدرة على الكسب من إجمالي الأصول. وتبحث الدراسة في تأثير امتلاك الأصول غير الملموسة في شركات القطاع الصناعي على وربحيتها. وبناءً على ما سبق، فإن الدراسة الحالية تسعى إلى معرفة العلاقة بين الأصول غير الملموسة وربحية الشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية.

- العلاقة بين كفاءة التشغيل والربحية.

تقيس نسب الكفاءة قدره الشركة على استخدام أصولها بكفاءة وإدارة التزاماتها لتوليد الإيرادات على المدى القصير، وقد تم استخدام معدل دوران الأصول لقياس كفاءة التشغيل، حيث يتم حساب صافي المبيعات مقسوماً على متوسط إجمالي الأصول (Alarussi & Gao, 2021)، جادل البعض بأنه عندما تحقق الشركة نسبة كفاءة أعلى (نسبة دوران الأصول)، قد يرجع إلى أن إدارة الشركة قد استخدمت أصول الشركة بشكل صحيح لزيادة المبيعات، وبالتالي تزيد ربحية الشركة والعكس صحيح (Horne et al., 1992). وقد توصلت دراسة (Gaio & Henriques, 2018) إلى وجود علاقة إيجابية بين معدل دوران الأصول والربحية، بينما (Warrad & Al Omari, 2015) قاموا بدراسة معدل دوران إجمالي الأصول ومعدل دوران الأصول الثابتة على الربحية (معدل العائد على الأصول) في الشركات الأردنية وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي لمعدل دوران إجمالي الأصول على الربحية، كما توصلت دراسة (Alarussi & Alhadary, 2018) إلى نفس النتائج التي قامت بدراسة العلاقة بين الكفاءة والربحية الشركات المالية المدرجة، على خلاف ما توصلت إليه دراسة (Loanna et al., 2012) التي هدفت إلى معرفة العلاقة بين الكفاءة والربحية من خلال تطبيق نموذج تحليل الأداء، وتوصلت نتائج هذه الدراسة إلى عدم وجود ارتباط بين مؤشرات الكفاءة والربحية. بناءً على ما سبق عرضة يتم قياس كفاءة التشغيل في الدراسة الحالية بمعدل دوران الأصول، وتسعى أيضاً إلى معرفة طبيعة العلاقة بين معدل دوران الأصول وبين ربحية الشركة.

- العلاقة بين حجم الشركة والربحية.

استناداً إلى النظرية القائمة على الموارد (Resource-Based View Theory) يتوقع وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة والربحية، لأن كلما كان حجم الشركة أكبر، كلما كان وصولها أفضل إلى الموارد وزادت احتمالية الاستفادة من وفورات الحجم لتنوع نطاق منتجاتها، مما يؤدي إلى زيادة الربحية (Yazdanfar, 2013)، لذلك يعتبر حجم الشركة عامل مهم يؤثر على العديد من جوانب الحياة التجارية للشركة، بما في ذلك الربحية، ومع ذلك فإن نتائج الدراسات مختلطة. وقد توصلت العديد من الدراسات إلى أن الشركات الأكبر حجماً يمكن أن يكون لها تأثير أكبر على أصحاب المصلحة نظراً لأن لديها حصة سوقية أكبر وحجم الإنتاج الذي يمكن تقديمه للعملاء عند الطلب (Gao & Henriques, 2018)، ويمكن للشركات الأكبر حجماً تلبية اقتصاديات الحجم، والتي يمكن أن تؤدي إلى ميزة تنافسية وحصة أكبر في السوق، وخفض تكاليف الإنتاج، وبالتالي يؤدي ذلك إلى زيادة الربحية، وعادة ما تتمتع الشركات كبيرة الحجم بالمزايا البيئية (Peng, 2016) ومع ذلك، من الناحية النظرية جادل البعض بأن الميزة التي تتمتع بها الشركات كبيرة الحجم من وفورات الحجم قد يقابلها ارتفاع التكاليف التنظيمية في الأسواق التنافسية بسبب انخفاض أسعار المنتجات، مما يؤدي إلى انخفاض الربحية (John et al., 2010)، بينما أشارت دراسة (Kaukab & Nawaz, 2019) أن هناك علاقة سلبية بين الربحية وإجمالي الأصول للشركات الباكستانية، وتتفق دراسة (Abeyrathna & Priyadarshana, 2019) مع نفس النتائج، في المقابل تشير النظرية القائمة على الموارد بأن أي منظمة تجارية كلما زادت إمكانية الوصول إلى الموارد المالية، كلما قلت تكلفة رأس المال، وفي النهاية ارتفع الربح وهو ما ينطبق على الشركات الكبيرة (Alarussi, 2018) & Alhadary, 2018) بينما توصلت دراسة (Saritharan & Vinasithamby, 2015) إلى أن هناك ارتباطاً طردياً قوياً بين حجم الشركات غير الصناعية والربحية، وتتفق مع هذه النتائج دراسة (Gabriel et al., 2021)، علاوة على ذلك يمكن قياس حجم الشركة بالعديد من المؤشرات على سبيل المثال، إجمالي الأصول، إجمالي رأس المال، إجمالي عدد الموظفين بالشركة، إجمالي المبيعات، ولكن الدراسة الحالية تعتمد على إجمالي المبيعات من خلال اللوغاريتم الطبيعي للقيمة الدفترية لمبيعات الشركة وسوف تستخدم الدراسة الحالية حجم الشركة عن طريق المبيعات لمعرفة العلاقة بين حجم الشركة والربحية في الشركات القطاع العقاري المتداولة بالبورصة المصرية.



- العلاقة بين عمر الشركة والربحية.

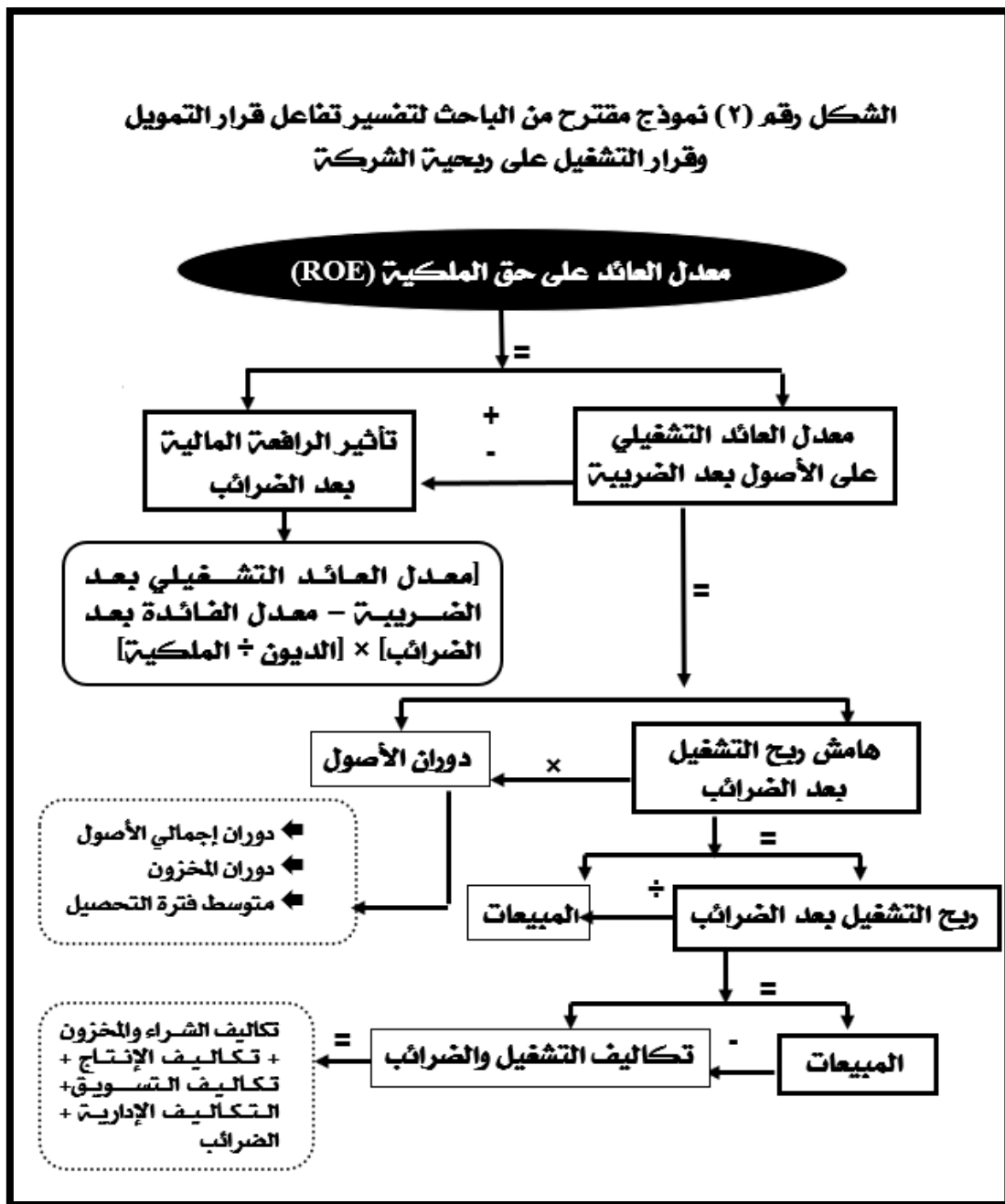
تأثير عمر الشركة على الربحية جذب انتباه كثير من الباحثين في الفترة الأخيرة (Bolarinwa et al.,2021) وكلما زاد عمر الشركة، زادت قدرتها في الحصول على موارد مع مرور الوقت بشكل أفضل، ويرجع ذلك إلى أن عمر الشركة يرتبط بخبرة أكبر، مزيد من المعلومات، سمعة أفضل، وإمكانية أكبر للوصول إلى شبكات الأعمال والمؤسسات المالية، وكل هذه العوامل تساعد الشركة في محدودية الوصول إلى الموارد والعمل بكفاءة أكبر (Isik, 2017). وتوصلت العديد من الدراسات إلى نتائج مختلطة في العلاقة بين عمر الشركة والربحية، بينما توصلت دراسة (Ito & Fukao, 2006) إلى وجود علاقة إيجابية بين عمر الشركة والربحية، على عكس ما توصلت إليه دراسة (Yazdanfar, 2013) إلى وجود علاقة سلبية بين عمر الشركة والربحية. وبناءً على الخلفية النظرية سوف يتم استخدام اللوغاريتم الطبيعي لعدد سنوات الشركة منذ التأسيس كمتغير لعمر الشركة، حيث اعتمدت الدراسة الحالية على متغير عمر الشركة كمتغير تحكم لمعرفة العلاقة بين الربحية والمتغيرات المستقلة لشركات القطاع العقاري المتداولة في البورصة المصرية.

- العلاقة بين نمو الشركة والربحية

إن زيادة نمو الشركة يساعدها في فرصة الوصول إلى الموارد، والذي تؤثر بشكل إيجابي على الربحية (Bolarinwa et al.,2021) وفقا للبحوث والدراسات السابقة، يمكن أن تكون العلاقة بين نمو الشركة والربحية إيجابية لأن فرص النمو تشجع موظفي الشركة على أن يكونوا أكثر إنتاجية مما يؤدي إلى زيادة الربحية (Wiklund et al., 2003; Pattitoni et al., 2014) ، وعلى عكس ذلك أشارت دراسة (Coad,2007; Isik, 2017) إلى وجود علاقة سلبية عندما يكون لدى موظفي الشركة قلق بشأن أهداف النمو، في حين أشارت دراسات أخرى إلى عدم وجود علاقة بين نمو الشركة والربحية (Asimakopoulos et al.,2009)، ويتم قياس المتغير الحاكم من خلال التغير في مبيعات الشركة بين فترتين. اعتمدت الدراسة الحالية على متغير نمو الشركة كمتغير تحكم لمعرفة العلاقة بين الربحية والمتغيرات المستقلة لشركات القطاع العقاري المتداولة في البورصة المصرية.

وبالاعتماد على ما سبق يمكن إيضاح أثر التفاعل قرار التمويل مع قرار التشغيل على

ربحية الشركة من خلال الشكل رقم (2)



وترجع أهمية النموذج المقترح من الباحث إلى الأسباب التالية:

- النموذج يعطي صورة كاملة عن أداء الشركة، ويغطي جميع عناصر الميزانية العمومية وقائمة الدخل.
- يفصل النموذج بين تأثير ربح التشغيل (EBIT)، والتي تعكس كفاءة قرارات التشغيل، وأثر استخدام الديون، مما يعكس كفاءة قرارات التمويل.



- ويجيب النموذج المقترح على الأسئلة التالية:

- 1- ما أسباب انخفاض معدل العائد على حقوق الملكية للشركة (تاريخياً أو مقارناً)؟
- 2- هل تكمن هذه الأسباب في تدهور معدل العائد التشغيلي على الأصول بعد الضريبة، أو تدهور تأثير الرافعة المالية، أم كلاهما معاً؟
- 3- إذا كان يتعلق الأمر بمعدل العائد التشغيلي على الأصول بعد الضريبة، فيجب على الشركة تحديد ما إذا كان ذلك نتيجة لانخفاض هامش ربح التشغيل بعد الضرائب أو معدل دوران الأصول أو كليهما؟

أ. إذا كانت الأسباب تتعلق بهامش الربح التشغيلي بعد الضرائب، فعلى الشركة تحديد ما إذا كان ذلك نتيجة لانخفاض معدل نمو المبيعات، أو زيادة في تكاليف التشغيل.

ب. إذا كانت الأسباب تتعلق بدوران الأصول، يجب على الشركة دراسة إجمالي دوران الأصول، ودوران المخزون، ومتوسط فترة التحصيل، لتحديد السبب المباشر لهذا التدهور.

4- أما إذا كان الأمر يتعلق بتأثير الرافعة المالية، فيجب على الشركة معرفة:

أ. هل معدل الفائدة بعد الضرائب أعلى من معدل العائد التشغيلي على الأصول بعد الضرائب؟

ب. هل تعتمد المنظمة بشكل كبير على استخدام الديون؟

وبناء على ما سبق عرضة، لا يوضح النموذج المقترح اتجاه التأثير فحسب، بل يوضح أيضاً مقدار التأثير، حيث يقيس معدل العائد التشغيلي على الأصول كفاءة قرارات الإدارة في مجالي التشغيل والاستثمار، وبعيداً عن كفاءة قرارات التمويل. أما صافي تأثير الرافعة، فهي تعكس تأثير قرارات التمويل وبكلمات أخرى، فإن صافي أثر الرافعة، يعبر عن مدى كفاءة المنشأة في إدارة الديون. فإذا كان معدل العائد التشغيلي على الأصول بعد الضريبة، أكبر من معدل الفائدة بعد الضريبة، فإن الملاك سيستفيدون بالفرق بين المعدلين، بعد ترجيحه بنسبة الديون إلى حق الملكية. أما إذا كان معدل العائد التشغيلي على الأصول بعد الضريبة، أقل من معدل الفائدة بعد الضريبة، فإن ربحية الملاك ستتناقص بمقدار الفرق بين المعدلين، بعد ترجيحه بنسبة الديون إلى حق الملكية.

المبحث الثالث: الإطار التطبيقي

- النماذج القياسية المستخدمة لقياس فرضيات الدراسة.

أشارت دراسة كلاً من (Arellano & Bover, 1995; Blundell and Bond, 1998) إلى طريقة حديثة لتقدير المعلمات باستخدام طريقة العزوم المعممة (GMM) Generalized Method of Moments، حيث أكد (Das et al.,2021) أن هذه الطريقة لها عدة مزايا حيث تسمح في الوقت نفسه بتقدير التأثيرات على المدى القصير والطويل، معالجة مشاكل التحيز الناتج عن إهمال بعض المتغيرات المستقلة، وتضمن استقلالية الأخطاء وتحقيق فرضية ثبات الخطأ العشوائي للعينة في الزمن، ومن جانب آخر يتم استخدام هذه البواقي التي يتم الحصول عليها لبناء تقدير متسق لمصفوفة التباين والتباينات المشتركة للأخطاء وذلك من خلال استخدام الفروق الأولى للمتغيرات (حسام & أسامة، 2021) & (مجاهد & كمال، 2018) وبناء عليه فإن الدراسة الحالية تعتمد على دراسة (Das et al.,2021; Doan, 2020; Dalci, 2018) لقياس الفرض الأول، الثاني، الثالث، الرابع، الخامس باستخدام طريقة التقدير العزوم المعممة، ويمكن تقدير نموذج الدراسة في الصيغة التالية:

$$ROA_{(it)} = \beta_1 ROA_{it-1} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 LVE_{it} + \beta_4 INTA_{it} + \beta_5 AST_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 GROW_{it} + \mu_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots \text{model}(1)$$

$$EPS_{(it)} = \beta_1 EPS_{it-1} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 LVE_{it} + \beta_4 INTA_{it} + \beta_5 AST_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 Age_{it} + \beta_8 CRO_{it} + \mu_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots \text{model}(2)$$

حيث أن: (ROA) يشير إلى معدل العائد على الأصول، (EPS) يشير إلى ربحية السهم وهي مؤشرات الربحية والمتغيرات التابعة في هذه الدراسة، والمتغيرات المستقلة متمثلة في (LIQ) مؤشر السيولة، (LVE) الرافعة المالية، (INTA) الأصول غير الملموسة، (AST) معدل دوران الأصول، بينما كانت المتغيرات الرقابية متمثلة في (SIZE) حجم الشركة، (Age) عمر الشركة، (GROW) نمو المبيعات، (μ) آثار التحديد، (ε) الخطأ العشوائي، (i) تمثل المفردة أو الوحدة المقطعية (الشركات محل الدراسة)، (t) تعبر عن الزمن (سنوات هذه الدراسة)، وتجدر الإشارة إلى أنه في النماذج السابقة تم ادراج المتغيرات التابعة (ROA&EPS) كمتغيرات تفسيرية بعد تباطؤها وهذا ما يميز النماذج الديناميكية لبيانات السلاسل الزمنية والمقطعية (Panel Data)، وذلك بغرض رفع القدرة التفسيرية للنموذج وعلى هذا الأساس يصبح نموذج الدراسة الحالية من نوع البائل الديناميكي.



بينما النموذج المقترح المتعلق بالفرض السادس يمكن اختباره باستخدام نموذج الانحدار التجمعي (pooled OLS)، بناءً على بعض الدراسات السابقة كدراسة (Alarussi & Gao, 2021) وتم الاعتماد على هذا النموذج في القياس لأن نموذج الانحدار التجمعي للمربعات الصغرى لبيانات البانل (Panel Data) يعطي قيم غير متحيزة وتقديرات متسقة للمعاملات المقدره (Zariyawati) (Zariyawati et al., 2009). وعليه يمكن تقدير نموذج الدراسة في الصيغة التالية:

$$ROE_{(it)} = \alpha_{(it)} + \beta_1 ROI_{it} + \beta_2 LVET_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots model(3)$$

حيث أن: (ROE) معدل العائد على حق الملكية، (ROI) معدل العائد التشغيلي على الأصول بعد الضريبة، (LVET) تأثير الرافعة المالية بعد الضريبة لقياس المتغيرات (راجع الشكل رقم 2)، (£) الخطأ العشوائي، (i) تمثل المفردة أو الوحدة المقطعية (الشركات محل الدراسة)، (t) تعبر عن الزمن (سنوات هذه الدراسة)، (α) القاطع أو الجزء الثابت.

- 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 جنيه 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	0.040	-0.113	0.256	0.062
ROE	0.129	-0.516	0.785	0.158
EPS	1.138	-5.099	9.555	2.251
LIQ	7.782	0.368	52.032	15.811
LVE	0.059	0.000	0.449	0.092
INTA	0.084	0.001	0.232	0.076
AST	0.652	0.032	3.12	0.542
SIZE	17.50	0.00	23.62	3.952
Age	3.211	0.692	4.122	0.592
Gro	0.481	-0.871	7.781	1.245
ROI	0.058	-0.122	0.334	0.079
LIVT	0.066	-0.476	0.661	0.411
إجمالي عدد المشاهدات		150		

- مخرجات برنامج Eviews ,12

وقد بلغ الوسط الحسابي للسيولة (LIQ) المقاسة بنسبة التداول هو (7.782) مما يعني انه الشركات العقارية المتداولة بالبورصة لديها سيولة بصورة جيدة بينما بلغ الانحراف المعياري (15.81) مما يشير على وجود تفاوت بين الشركات العقارية من حيث السيولة ويمكن الإشارة إلى أن غالبية أصول الشركات العقارية متركزة في الذمم (الأصول المتداولة)، في حين بلغت قيمة الوسط الحسابي للرافعة المالية (LVE) بقيمة (0.05) مما يدل على اعتماد الشركات العقارية على الدين في تمويل أصولها ما يقرب من (5%) ومن الممكن تفسير ذلك بتخوف الشركات العقارية من تقلبات أسعار الفائدة، بالإضافة إلى ذلك بلغ قيمة الوسط الحسابي للأصول غير الملموسة (INTA) (8.4%) بينما الانحراف المعياري بلغت قيمته (7.6%) مما يدل ذلك على أهمية الأصول غير الملموسة بالنسبة لإجمالي الأصول بالنسبة للشركات العقارية. بالنسبة لمعدل دوران الأصول (AST) (كفاءة التشغيل) بلغت قيمة الوسط لحسابي (0.652) مما يعني أن الشركات العقارية المدرجة لديها القدرة على تحقيق إيرادات قدرها (0.652) من استخدام كل جنيه مستثمر في الأصول، بالإضافة إلى ذلك بلغت قيمة الوسط الحسابي للمتغيرات الضابطة وهي الحجم (SIZE)، العمر (Age)، النمو (GRO) (17.50، 3.211، 0.481) على التوالي وهذه المؤشرات تعكس الوضع الطبيعي للاقتصاد الحالي لأن العقارات تعتبر أفضل فرصة استثمارية لأي مستثمر، بينما كانت قيمة الانحراف المعياري (3.95، 0.59، 1.24) على التوالي مما يدل على وجود تفاوت بين الشركات العقارية محل الدراسة.



وأخيراً يتضح أن معدل العائد التشغيلي على الأصول بعد الضريبة (ROI) بلغت قيمة الوسط الحسابي (0.058)، وقيمة الانحراف المعياري (0.09)، مما يدل على وجود تباين بين الشركات في قرارات التشغيل بالنسبة لكل شركة، بالإضافة إلى ذلك كانت قيمة الوسط الحسابي للرافعة المالية بعد الضرائب (LIVT) بلغت (0.066) مما يشير إلى أن هناك تأثير إيجابي للرافعة المالية ويعكس ذلك كفاءة قرارات التمويل ومن الملاحظ أيضاً أن تفاعل قرار التشغيل مع قرار التمويل هما تقريباً محصلة معدل العائد على حق الملكية.

- تحليل الارتباط.

قبل تقدير نماذج الدراسة القياسية لابد من دراسة العلاقة بين المتغيرات ولذلك يتم إجراء تحليل الارتباط بين المتغيرات المستقلة للنماذج المستخدمة في الدراسة و للكشف عن مشكلة التعددية الخطية ووفقاً للدراسات السابقة كدراسة (حسام & أسامة، 2021) فإن وجود علاقة بين متغيرين تفسيرين بمعامل ارتباط (0.7) فما فوق سيؤدي ذلك إلى مشكلة التعددية الخطية ولتخطي ذلك لابد من اسقاط أحدهما من الدراسة، وعليه يعرض الجدول رقم (3) العلاقة بين العوامل الأربعة المتغيرات المستقلة والربحية (ROA, EPS) (المتغير التابع)، وثلاث متغيرات ضابطة، ويشير الارتباط المرتفع إلى وجود علاقة قوية بين المتغيرات، بينما الارتباط الضعيف يظهر أن المتغيرات لا ترتبط بقوة. ويتم عرض مصفوفة الارتباط للمتغيرات المستقلة للنموذج (2&1) في الجدول (3) بينما النموذج رقم (3) المتعلق بتفاعل قرار التشغيل وقرار التمويل يعرض في الجدول رقم (4)، وهذا من أجل فحص علاقة الارتباط بين المتغيرات، ويمكن توضيح نتائج الاختبار الخاصة بالدراسة في الجدول التالي:

جدول رقم (3) مصفوفة الارتباط بين المتغيرات لنموذج (2،1)

GRO	Age	SIZE	AST	INTA	LVE	LIQ	EPS	ROA	المتغيرات
								1.00	ROA
							1.00	*0.85	EPS
						1.00	-	0.40*	LIQ
					1.00	-0.24*	0.78*	0.75*	LVE
				1.00	0.08	-0.13	0.55*	0.55*	INTA
			1.00	0.07	0.13*	-0.33*	0.77*	0.30*	AST
		1.00	0.37*	0.44*	0.09	0.52	0.20*	0.28*	SIZE
	1.00	0.11	0.32*	-0.13	0.12	0.18	0.48*	0.20*	Age
1.00	0.16*	0.38*	0.03	-0.04	0.23*	-0.09	0.79*	0.38*	GRO

- مخرجات البرنامج الاحصائي 12, Eviews

- (*) دلالة على أن العلاقة بين المتغيرين أقل 0.05

يتضح من الجدول السابق أن هناك علاقة ارتباط طردي معنوي بين مؤشرات الربحية (EPS&ROA) وبين الرافعة المالية (LVE)، الأصول غير الملموسة (INTE)، معدل دوران الأصول (AST)، الحجم (SIZE)، العمر (Age)، النمو (GRO)، بالإضافة إلى ذلك توجد علاقة ارتباط سلبي معنوي بين مؤشر السيولة ومؤشرات الربحية المستخدمة في الدراسة (ROA)، (EPS) وتتفق نتائج الدراسة الحالية مع نتائج دراسة (Alarussi & Alhadary, 2015; Warrad & Al Omari, 2018)، ونلاحظ من الجدول السابق أن هناك علاقة ارتباط بين معدل العائد على الأصول وربحية السهم حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.85) وهي درجة ارتباط قوية ويرى الباحث أن هذا أمراً طبيعياً لأن كل منهم يقيس ربحية الشركة. بالإضافة إلى مما سبق يوضح الجدول رقم (3) علاقات الارتباط ودرجة بين المتغيرات المستقلة التي يتم ادخلها في نماذج المستخدمة في التحليل يتضح أن جميع المتغيرات المستقلة ليس لها علاقات ارتباط قوية فيما بينها وهذا يؤكد خلو بيانات الدراسة من مشكلة التعددية الخطية.

ويظهر الجدول رقم (4) علاقة الارتباط أيضاً لنموذج الدراسة رقم (3) بين المتغيرات المستقلة المستخدمة في النموذج رقم (3)، وقد تبين أن معامل الارتباط بين المتغيرين ضعيف نسبياً كما هو موضح في الجدول (4) مما يدل على عدم وجود ارتباط عالي بين هذه المتغيرات، ونستنتج من ذلك خلو البيانات من مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity).

جدول رقم (4) مصفوفة الارتباط بين المتغيرات لنموذج (3)

المتغيرات	ROI	ROE	LVET
ROE	1.00		
ROI	0.894*	1.00	
LVET	0.923*	0.431*	1.00

- مخرجات البرنامج الاحصائي Eviews, 12

- (*) دلالة على أن العلاقة بين المتغيرين أقل 0.05

ويتضح أيضاً وجود علاقة ارتباط طردي قوي بين معدل العائد على حق الملكية (ROE)، وبين معدل العائد التشغيلي على الأصول بعد الضريبة (ROI)، وتأثير الرافعة المالية بعد الضريبة (LVET)، بلغت قيمته (0.89، 0.92) على التوالي.



- تقدير نموذج GMM الديناميكي للنموذج الأول (ROA) والثاني (EPS) بالنظر إلى طبيعة البيانات التي تم الحصول عليها، ومن أجل تطبيق المنهج الكمي في الدراسة واختبار الفرضيات تم الاعتماد على طريقة العزوم المعممة للفروق الأولي (GMM) وذلك نظرا لتمتعها بمزايا عدة منها: (1) معالجة مشكلة عدم استقرار السلاسل الزمنية. (2) استخدام متغيرات تابعة مبطاة. (3) معالجة مشكلة التحيز الناتجة عن إهمال بعض المتغيرات التفسيرية. (4) معالجة مشكلة أن تكون هذه المتغيرات متغيرات داخلية (نجار & مختاري، 2021) & (أبو مدلل، 2019) (محمد واخرون، 2016)، وبسبب قصر السلسلة الزمنية الخاصة بمتغيرات الدراسة الحالية لم يتم إجراء اختبار السكون وذلك وفقا لما أشارت إلى دراسة كلا من (على & سعيد، 2020)، (حسام & أسامة، 2021)، ويعرض الجدول التالي

نتائج تقدير النماذج الديناميكية باستخدام (GMM) لبيانات Panel Data:

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

Model (2)		Model (1)		المتغيرات
المتغير التابع (EPS)		المتغير التابع (ROA)		
T-Statistic	Coefficient	T-Statistic	Coefficient	
		2.421**	0.313	ROA(-1)
2.491**	0.217			EPS (-1)
-2.907**	-0.155	-2.823**	-0.142	LIQ
4.123**	0.631	3.521**	0.541	LVE
5.892**	0.262	2.156**	0.401	INTE
3.886**	0.482	1.924**	0.120	AST
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 12.
- (**) تشير إلى وجود دلالة احصائية أقل 0.05.

اختبار صلاحية النماذج المقدر: تظهر نتائج النماذج المقدر باستخدام طريقة العزوم المعممة للفروق الأولى لبيانات (Panel Data) صلاحية النموذجين (1) Model، (2) Model، وذلك من خلال الاختبارات التشخيصية والتي في ضوءها يتم قبول أو رفض نتائج التقدير، حيث نلاحظ أن قيمة (Wald- Test) ذات دلالة معنوية لجميع المتغيرات المستخدمة في الدراسة، مما يدل ذلك على قوة ومعنوية طريقة العزوم المعممة، وبالتالي يمكننا قبول نتائج النموذج، ولكن لا يتوقف الأمر على قبول الفرض أو رفضه على ذلك فقط، إنما يتطلب اظهار اختبار القيود زائدة التمييز (Sargan -test) والذي يختبر مدى صلاحية المتغيرات المساعدة المتأخرة في التقدير، وتشير النتائج الواردة بالجدول رقم(5) قبول المتغيرات المساعدة المبטئة، وأن الفروق من الدرجة الأولى مقبولة احصائيا لأن قيمة الاحتمالية كانت (0.1823)، (0.952) على التوالي وهي أكبر من (5%) للنموذجين. ومن جهة أخرى أشارت النتائج الإحصائية لاختبار AR(1) إلى وجود ارتباط ذاتي تسلسلي من الدرجة الأولى لأن القيمة الاحتمالية كانت معنوية (0.0346، 0.0219) على التوالي، بينما اختبار AR(2) كانت قمته الاحتمالية (0.558، 0.671) غير معنوية على النتائج مما يشير ذلك إلى عدم وجود ارتباط ذاتي من الدرجة الثانية، وهذا يعني أنه على الرغم من ارتباط الأخطاء ذات الفروق الأولى المرتبطة بالترتيب، إلا أنها غير مرتبطة بالفروق الثانية، بكلمات أخرى، لا يوجد ارتباط تسلسلي من الدرجة الثانية في النماذج ولا يمثل الارتباط التلقائي في الأخطاء الفردية مشكلة وفقاً لما أكدت عليه غالبية الدراسات السابقة المستخدمة لنفس طريقة التقدير على سبيل المثال دراسة (Das et al.,2021; Dalci, 2018; Nunes & Serrasqueiro, 2015)، أشارت أن هذه القيم لو أكبر من (5%) يدل لذلك عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، ومن ثم قبول نتائج التقدير.

بالنسبة للنموذج الأول (ROA): كان هناك تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لتباطؤ معدل العائد على الأصول (ROA₍₋₁₎) ويشير ذلك إلى أن معدل العائد على الأصول للشركات العقارية المتداولة في البورصة للعام الحالي يعتمد على معدل العائد على الأصول في العام السابق حيث بلغت قيمة معامل التأثير (0.313) بدلالة معنوية، وما يؤكد ذلك ديناميكية النموذج المستخدم. وتظهر نتائج نموذج العزوم المعممة (GMM) أن هناك تأثير إيجابي معنوي ذو دلالة إحصائية لمؤشر الرافعة المالية، الأصول غير الملموسة، معدل دوران الأصول (0.54، 0.40، 0.12) على التوالي، وعلى العكس كان هناك تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية لمؤشر السيولة بمعامل تأثير (-0.14)، مما يعني ذلك ان زيادة السيولة بمقدار



وحدة واحدة سوف يقلل معدل العائد على الأصول بمقدار (0.14)، بالإضافة إلى ذلك لا يوجد تأثير معنوي للمتغيرات الضابطة المتمثلة في (الحجم، العمر، النمو) بمعامل تأثير قدره (0.04، 0.01، 0.07) على النتائج.

- وبالنظر إلى النموذج الثاني (EPS): الذي يقيس تأثير المتغيرات مع ربحية السهم، نلاحظ أن هناك تأثيراً معنوياً لتأخر مؤشر ربحية السهم ($EPS_{(-1)}$) المبطن، وهو ما يشير إلى أن ربحية السهم للسنة السابقة لها تأثير على ربحية السهم للسنة الحالية وبلغت قيمة معامل التأثير (0.217) بدلالة معنوية، مما يؤكد ذلك على ديناميكية النموذج المستخدم في التقدير، بالإضافة إلى ذلك كان هناك تأثير طردي معنوي ذو دلالة إحصائية لمؤشرات الرافعة المالية، الأصول غير الملموسة، معدل دوران الأصول حيث بلغت قيمة معامل التأثير (0.26، 0.63)، (0.48) على التوالي، وعلى عكس ذلك جاءت نسبة السيولة (LIQ) وكان تأثيرها سلبياً ذو دلالة معنوية على ربحية السهم (EPS) حيث بلغت قيمة معامل التأثير (-0.15)، بينما كان هناك تأثيراً معنوياً للمتغيرات الضابطة المتمثلة في (الحجم، العمر، النمو) وذو دلالة إحصائية (0.07، 0.19، 0.29) على التوالي.

- تقدير النموذج المقترح باستخدام نموذج الانحدار التجمعي *Pooled OLS*

بسبب طبيعة بيانات الدراسة لكونها من البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data) فهناك عدة نماذج يمكن المفاضلة فيما بينهما لتقدير النموذج الملائم لاختبار الفرضية الثالثة من الدراسة وهما: (1) نموذج الانحدار التجمعي (Pooled Regression Model). (2) نموذج الآثار الثابتة (Fixed Effect Model). (3) نموذج الآثار العشوائية (Random Effect Model)، ولتحديد النموذج الذي يتم استخدامه في التقدير، يمكن الاعتماد على اختبار (Lagrange Breusch- Pagan LM) للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجمعي والآثار الثابتة (سرحان & النجار، 2020)، واختبار (Hausman Test) للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة ونموذج الآثار العشوائية (مصطفي & موسي، 2022)، (المتولي، 2022)، (Amararathne, & Wanigasuriya, 2022) وكانت النتائج على النحو التالي:

الجدول رقم (6) المفاضلة بين النماذج لاختبار الفرض الثالث

(Hausman Test)		(Lagrange Breusch- Pagan LM)	
<i>sig</i>	<i>chi</i> ²	<i>sig</i>	<i>chi</i> ²
---	---	0.065	4.6512

- مخرجات البرنامج الإحصائي 12، Eviews

يتضح من الجدول رقم (6) من اختبار (Breusch- Pagan) أن النموذج الملائم لاختبار الفرض الثالث هو نموذج الانحدار التجميعي، حيث بلغت قيمة chi^2 (4.65) بمستوى دلالة غير معنوي أكبر من (0.05)، وذلك لا داعي لإجراء اختبار هوسمان (Hausman Test). وعليه يمكن اختبار النموذج المقترح لمعرفة تأثير قرار التمويل وقرار التشغيل على ربحية (ROE) للشركات العقارية المدرجة في البورصة المصرية محل الدراسة باستخدام نموذج الانحدار التجميعي.

الجدول رقم (7) تأثير معاملات المتغيرات المستقلة على الربحية للنموذج (3)

نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model			المتغير Variable
Prob	T-Statistic	Coefficient	Constant (C)
0.0000	4.882082	0.164197	
0.0000	15.50071	0.838655	ROI
0.0000	22.59732	0.708739	LVET
0.861700			R-squared
0.859805			Adjusted R-squared
2.171760			Durbin-Watson stat
454.8373			F-statistic
0.000000			Prob(F-statistic)
150			Observations

- المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews إصدار 12.

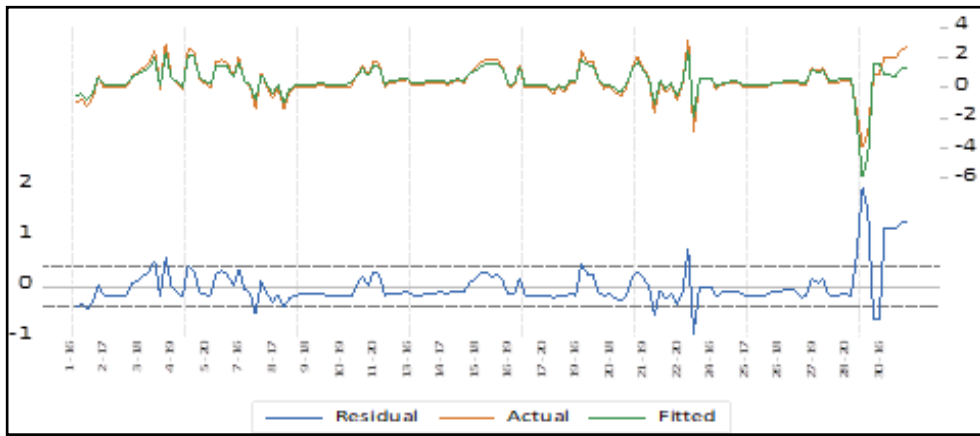
من الجدول رقم (7) أظهرت نتائج تقدير النموذج و القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة وبناء عليه تبين أن المتغيرات المستقلة مجتمعة، لها قدره تفسيرية على المتغير التابع (معدل العائد على حق الملكية) بنسبة (86.1%)، وهو ما يظهر من خلال معامل التحديد R^2 ، ومن خلال نتائج التقدير نلاحظ أن قيمة المعنوية المناظرة لإحصاء (F-statistic) وهي أقل من مستوى معنوية (0.05)، وهو ما يدل على وجود دلالة إحصائية للنموذج المقدر، وقد أظهرت نتائج اختبار درين واتسون (D.W) أن قيمته مقبولة إحصائياً وقد بلغت القيمة (2.17) وهي تشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء الداخلة في النموذج، وعدم وجود تقديرات زائفة لهذا النموذج. وعليه فأن تفاعل قرار التمويل مع قرار التشغيل له القدرة على التفسير والتنبؤ بمعدل العائد على حق الملكية.

وباختبار المعنوية الجزئية للمعالم المقدرة نلاحظ من خلال الجدول رقم (7) أن معاملات مؤشرات معدل العائد التشغيلي على الأصول بعد الضريبة، الرافعة المالية بعد الضرائب



(LVET&ROI) ذات دلالة إحصائية حيث أن قيمة الاحتمال المناظر لقيمة (T-Statistic) قد بلغت (0.83، 0.70)، وتبين النتائج السابقة صحة النموذج المقترح وتدعم التفاعل قرار التشغيل وقرار التمويل وأن الدين يتم استخدامه في صالح الشركة، مما يؤثر ذلك على ربحية الشركة. ويمكن تدعيم النتائج السابقة بالشكل رقم (2) الذي يبين أن هناك تطابق بين القيم الفعلية والقيم المقدرة في النموذج المقترح والبواقي يتم توزيعها بشكل جيد مما يدعم الاعتماد على النموذج المقترح للتنبؤ بتفاعل قرار التمويل مع قرار التشغيل بمعدل العائد على حق الملكية.

الشكل رقم (3) العلاقة بين القيم الفعلية والمقدرة وأخطأ النموذج



- المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews إصدار 12.

المبحث الرابع: مناقشة النتائج والتوصيات

- مناقشة النتائج.

تعتبر ربحية الشركة شرطاً مهماً لبقاء الشركة ونجاحها على المدى الطويل، حيث تؤثر الربحية بشكل كبير على تحقيق الأهداف المالية الأخرى للشركة. بالإضافة إلى ذلك هناك عوامل أخرى توضح أهمية ربحية الشركات وهي تأثيرها على النمو الاقتصادي والتوظيف والابتكار والتغير التكنولوجي، ونظراً لزيادة المنافسة وتحسين الكفاءة وضغط التسعير، تواجه الشركات صعوبة أكبر في تحقيق الربحية المطلوبة (Margaretha & Supartika, 2016) لذلك سعت هذه الدراسة إلى التعرف على محددات الربحية لذلك ركزت الدراسة الحالية بالاعتماد على المؤشرات التالية (ربحية الشركة المبطنة، السيولة، الرافعة المالية، الأصول غير الملموسة، كفاءة التشغيل) بالإضافة إلى ثلاث متغيرات ضابطة (حجم المبيعات، عمر الشركة، ونمو المبيعات)، وتم قياس ربحية الشركة بمعدل العائد على الأصول، ربحية السهم، بالإضافة إلى اختبار نموذج مقترح لمعرفة مدى تفاعل قرار التمويل مع قرار التشغيل وتأثرهما على ربحية

الشركة مقاسة بمعدل العائد على حق الملكية، وعليه تتفق نتائج الدراسة الحالية مع بعض الدراسات السابقة وتتعارض مع الآخر، وقد تمكن الباحث من اختبار فرضيات البحث ويمكن عرض ومناقشة النتائج بصورة مفصلة على النحو التالي:

1. ربحية الشركة المبطنة: تشير النتائج الواردة بالجدول رقم (5)، أن معاملات تقدير معدل العائد على الأصول المتأخر (ROA_{-1}) وربحية السهم المتأخرة (EPS_{-1}) ذو دلالة معنوية عند مستوى معنوية أقل من (0.05) حيث كان معامل التقدير (0.13، 0.12) وتؤكد النتائج ملائمة طريقة تقدير العزوم المعممة، مما تدل أيضاً على وجود درجة عالية من استمرارية الربحية، وأن ربحية الشركة في الفترة السابقة تؤدي إلى ارتفاع ربحية الشركة في الفترة الحالية وتفق هذه النتائج مع دراسة (Bolarinwa et al., 2021; Odusanya et al., 2015; Pervan & Mlikota, 2018) وبناء على ما سبق يتم رفض الفرض العدم الأول وقبول البديل الذي ينص على "يوجد تأثير معنوي لمعدلي الربحية ($EPS&ROA$) في الفترة السابقة على الربحية الحالية للشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية".

2. سيولة الشركة: تم الاعتماد على نسبة التداول لقياس سيولة الشركات العقارية المتداولة في البورصة المصرية وتعني هذه النسبة مدى تغطية الأصول المتداولة للخصوم المتداولة، وأظهرت نتائج الدراسة الواردة بالجدول رقم (5) إلى وجود تأثير سلبي معنوي للسيولة على ربحية (EPS, ROA) الشركة، وتتفق هذه النتائج مع دراسة (Calcagnini et al., 2020) ، ولكن تختلف مع نتائج دراسة (Pratheepan, 2014 & Zaid et al., 2014). حيث قدر معامل تأثير نسبة التداول (-0.14، -0.15) على معدل العائد على الأصول وربحية السهم عند مستوى معنوية أقل (0.05) وهذا يعني أن زيادة نسبة التداول بوحدة واحدة تتسبب في انخفاض معدل العائد على الأصول بمقدار (0.14)، وتنخفض ربحية السهم قد بلغ (0.15) وفي الفكر المالي السيولة مطلوبة للبقاء على المدى القصير للمنشأة لوفائها بالتزاماتها وتفادي مشكلات خطر الإفلاس، والربحية مطلوبة أيضاً من أجل البقاء على المدى الطويل وتحقق من خلال تشغيل أصول المنشأة بكفاءة وكلاهما مهم لإدارة الشركة، واستناداً إلى نظرية المخاطرة والعائد، يرتبط العائد الأعلى بمخاطر أعلى والعكس صحيح. ويمكن الاستدلال نظرياً على أن زيادة السيولة تقلل من المخاطر والربحية أيضاً، مما يتسبب في علاقة عكسية بين السيولة والربحية. وبالنظر إلى الأنشطة وعمليات الشركة تعني السيولة العالية أن الأموال تقتصر في الأنشطة الإنتاجية أو الاستثمارات ذات عوائد منخفضة، مما يجعل صعوبة في الحصول على السيولة لتحقيق الربح أو الحصول على



عوائد مرتفعة من الاستثمارات. وتشير هذه النتائج إلى اثبات عدم صحة الفرض الثاني وعليه يمكن القول إنه "يوجد تأثير معنوي للسيولة على معدلي ربحية (EPS&ROA) بالشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية".

3. الرافعة المالية: يعبر هذا المؤشر عن المساهمة النسبية للتمويل المقدم من الدائنين، ويلاحظ من نتائج الجدول رقم (5)، وجود تأثير إيجابي ذو دلالة معنوية للرافعة المالية على مؤشرات الربحية (معدل العائد على الأصول وربحية السهم) حيث كان معامل التقدير (0.54، 0.63) على التوالي تشير هذه النسبة إلى أي مدى تعتمد الشركة على الديون في تمويل أصولها، ومن الجدير بالذكر أن قيمتي معامل التقدير هما الأعلى في القياس بالنسبة للنموذجين، ويمكن تفسير هذه النتيجة أن الشركات العقارية يمكنها تحقيق عوائد أكثر وتوزيعها بشكل فعال من خلال استخدام القروض، بكلمات أخرى عدم استخدام الشركات العقارية موضع البحث القروض بشكل فعال يؤدي ذلك إلى انخفاض أرباحها. وعليه، فمن الضروري لهذه الشركات استخدام القروض بشكل فعال في من أجل تحسين الربحية والاستفادة من الوفر الضريبي الناتج من استخدام الدين، ويجب على هذه الشركات الحذر من استخدام الدين لأن إذا تجاوزت نسبة الرافعة المالية نسبة معينة فسيؤدي ذلك إلى تقليل العوائد مما يتعين على الشركات دفع فوائد ضخمة، وتتفق هذه النتائج مع دراسة (Aryantina & Jumonoa, 2021; Andersson & Minnema, 2018) ومن ثم، يتم رفض الفرض العدم الثالث وقبول البديل الذي ينص على "يوجد تأثير معنوي للرافعة المالية على معدلي ربحية (EPS&ROA) الشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية".

4. الأصول غير الملموسة: تعكس الأصول غير الملموسة الكفاءة الأساسية للشركات العقارية. تعكس النتائج الواردة بالجدول رقم (5) إلى وجود تأثير معنوي ذو دلالة احصائية بين نسبة الأصول غير الملموسة إلى إجمالي الأصول ومؤشرات الربحية معدل العائد على الأصول (ROA)، ربحية السهم (EPS) في النموذج الأول (ROA) كان معامل التقدير (0.40) بمستوى دلالة أقل من (0.05) مما يؤكد على وجود علاقة إيجابية والمعنوية. بينما كان في النموذج الثاني (EPS)، كان المعامل التقدير (0.26) بمستوى دلالة أقل من (0.05)، مما يشير إلى الأهمية الكبرى بالنسبة للأصول غير الملموسة بالنسبة للربحية للشركات العقارية. إذ أن الأصول غير الملموسة مفيدة لتحسين الربحية. وكلما زادت الأصول غير الملموسة، زادت قدره الأصول الإجمالية على جني الأرباح. وتتفق نتائج الدراسة مع دراسة (Appelbaum et al., 2017; Nijun, 2017) وبالتالي، فإن الأصول غير الملموسة

تمكن الشركات من الحفاظ على ميزة تنافسية وكسب المزيد من الإيرادات إذ كان هيكل السوق تنافسي ورشيد بدرجة كافية. وتظهر النتيجة أيضاً أن الشركات العقارية تتمتع بالتنافسية. وعليه، يتم رفض الفرض العدم الرابع وقبول البديل الذي ينص على " يوجد تأثير معنوي للأصول غير الملموسة على معدلي ربحية (EPS&ROA) الشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية".

5. كفاءة التشغيل: تم استخدام معدل دوران الأصول لقياس كفاءة التشغيل ويعكس مدى قدره الجنيه المستثمر في الأصول على توليد المبيعات ويعكس أيضاً كفاءة التشغيل لمختلف الأصول المستثمرة في المنشأة فهو أدن مؤشر شامل على الكفاءة. وتظهر النتيجة الواردة بالجدول رقم (5) هناك تأثير معنوي إيجابي لمعدل دوران الأصول على ربحية الشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية المتمثلة في معدل العائد على الأصول وربحية السهم حيث بلغ معامل التقدير (0.12، 0.48) وتتفق هذه النتائج مع نتائج دراسة (Loanna et al., 2012)، وعليه، يتم رفض الفرض العدم الخامس وقبول البديل الذي ينص على " يوجد تأثير معنوي لكفاءة التشغيل على معدلي ربحية (EPS&ROA) بالشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية".

6. أما بالنسبة للنموذج المقترح من الباحث أثبتت النتائج الإحصائية قوة النموذج وقدرته على التنبؤ بتفاعل قرار التشغيل وقرار التمويل بمعدل العائد على حق الملكية، حيث كان يقدر معامل تحديد النموذج بقيمة (86%) بينما كانت المعلمات الجزئية المقدرة بلغت (0.83)، وعليه، يمكن القول بأن معدل العائد على حق الملكية قد يولد من مصدرين، أولهما، قرارات التشغيل والتي أنتجت (83%) عائد، ثانيهما، التأثير الإيجابي للرافعة، حيث أنتجت (70%). وبناء على ما سبق، لا يوضح النموذج المقترح اتجاه التأثير فحسب، بل يوضح أيضاً مقدار التأثير، ولزيادة معدل العائد على حق الملكية، يلزم زيادة معدل العائد التشغيلي على الأصول، من جانب، وزيادة التأثير الإيجابي للرافعة المالية. وعليه، يتم رفض الفرض العدم السادس وقبول البديل الذي ينص على " يوجد تأثير معنوي لتفاعل قرار التمويل وقرار التشغيل على معدل العائد على حق الملكية (ROE) الشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية".

7. عمر الشركة : يظهر الجدول رقم (5) أنه ليس هناك تأثير معنوي لعمر الشركة على معدل العائد على الأصول في النموذج الأول، على العكس كان هناك تأثير إيجابي معنوي لعمر الشركة على ربحية السهم بلغ معامل التقدير (0.19) بمستوى دلالة أقل من (0.05) مما



يشير ذلك إلى أن مؤشر عمر الشركة أكثر حساسية بالنسبة لمؤشر ربحية الشركة عن معدل العائد على الأصول، ويمكن تفسير ذلك ان كلما زاد عمر الشركة كانت هناك خبرة أكبر، وتوافر مزيد من المعلومات بالنسبة للمستثمرين، وسمعة أفضل وبالتالي كل هذه العوامل تساعد الشركات في الحصول على الموارد وتعمل بكفاءة أكبر ما ينعكس ذلك على ربحية الشركة، حيث يرى الباحث أن الشركات كبيرة العمر من المرجح أن تحقق ربحية أعلى من الشركات الحديثة بسبب التواجد المعترف به في سوق الاواق المالية حيث أن الشركات الاقدم تتمتع بالخبرة والسمعة الموارد المالية أفضل من الشركات الحديثة وتتفق نتائج هذه الدراسة مع دراسة (Isik,2017;Hatem ,2014; Yazdanfar, 2013).

8. نمو الشركة: يشير الجدول رقم (5) بعدم وجود تأثير معنوي لنمو الشركة على معدل العائد على الأصول في النموذج الأول، على العكس كان هناك تأثير معنوي لعمر الشركة على ربحية السهم بلغ معامل التقدير (0.29) بمستوى دلالة أقل من (0.05) مما يعكس ذلك أن مؤشر نمو الشركة أكثر تأثيراً بالنسبة لمؤشر ربحية الشركة عن معدل العائد على الأصول، حيث كلما زاد الشركة في نموها وازدهرت يؤدي ذلك إلى زياد ربحية أسهم الشركات محل الدراسة وتتفق نتائج هذه الدراسة مع دراسة (Yazdanfar, 2013).

9. حجم الشركة: تعكس النتائج الوارد بالجدول رقم (5) أن هناك تأثيراً غير معنوياً لحجم الشركة على ربحية (ROA) حيث بلغ معامل التقدير (0.04) بمستوى دلالة أكبر من (0.05)، بينما هناك تأثير معنوي لحجم الشركة على ربحية (EPS) في النموذج الثاني حيث بلغ معامل التقدير (0.07) ، ومن ثم اذا تم التوسع في حجم الشركات العقارية فسيتم تحسين ربحية السهم وهناك بعض الدراسات التي تدعم النظرية القائمة على الموارد (Resource-Based Theory) أي كلما كانت حجم مبيعات الشركة كبير، زادت مواردها المالية التي يمكن الوصول إليها مما يؤدي بالتبعية إلى انخفاض تكلفة رأس المال وزيادة الربح وتتفق هذه النتائج مع دراسة (Gaio & Henriques ,2018; Sivathaasan et al., 2013) ، وتختلف مع دراسة (Niresh & Thirunavukkarasu, 2014)، التي توصلت إلى عدم وجود علاقة بين الحجم والربحية، وبالنظر إلى معامل التقدير يعتبر التغير صغير نسبياً بالنسبة لباقي المعاملات في النموذج الثاني ، وقد يكون السبب هو عدم وجود فوائد من وفورات الحجم ، أو هناك مشكلة وكالة حيث يسعى المديرون في الشركات الكبيرة إلى تحقيق أهداف المصلحة الذاتية بدلاً من تعظيم القيمة السوقية للشركة او الربح بشكل عام،

تظهر النتيجة أهمية الشركات العقارية في الزيادة والتوسع في مناطق وأماكن مختلفة مما يودي ذلك إلى زيادة ربحية السهم.

- التوصيات:

تعتبر الآثار المترتبة على نتائج هذه الدراسة مهمة لأن معرفة محددات الربحية تؤدي إلى استدامة واستقرار الشركات العقارية وهذا مهم جداً للعديد من الأطراف، بما في ذلك الإدارة والموظفين والعملاء والدائنين والمساهمين والحكومة (Doan, 2020) ومن ثم، تساعد النتائج أصحاب المصلحة على اتخاذ قرارات استثمارية سليمة في تقييم ربحية الشركات العقارية، لا سيما مع جائحة (COVID-19) التي أثرت بشدة على الأداء المالي للشركات في جميع أنحاء العالم، وعلى وجه التحديد يوصي الباحث بالآتي:

1. ضرورة الموازنة بين السيولة والربحية في الشركات العقارية محل البحث المتداولة بالبورصة المصرية، تجنباً الآثار السلبية الكبيرة التي من الممكن أن تنشأ عن عدم الموازنة بينهما، وذلك من خلال مراقبة دقيقة للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة، حتى لا تكون هناك سيولة زائدة، وفي نفس الوقت يجب على هذه الشركات أن تواجه استثماراتها إلى الغايات الأساسية التي قامت الشركة من أجلها دون المبالغة في التوسع على حساب السيولة.
2. يجب على الشركات العقارية التوسع وحماية الأصول غير الملموسة لزيادة ربحيتها، ويمكن لهذه الشركات حماية الأصول غير الملموسة من خلال الاستحواذ على شركات أخرى، أو حماية براءات الاختراع.
3. تستطيع الشركات العقارية زيادة المبيعات وحصتهم السوقية من خلال التوسع الداخلي، النمو الخارجي (الاندماج)، التنوع مع صناعات ذات الصلة، وصياغة سياسات من شأنها زيادة مبيعاتهم.
4. هناك مزيد من الفرص التمويلية يجب على المدراء الماليين في الشركات موضع البحث استغلالها، ويتضح ذلك من خلال نسبة الرافعة المالية المستخدمة من قبل الشركات العقارية، حيث تعتبر ضعيفة جداً حيث بلغ المتوسط الحاسبي (0.059) ولا يخفي أن هناك فرص تمويل لا تزال متاحة ويجب أن تكون قابلة للاستغلال من قبل المدير المالي لأنه في الواقع العملي يمكن لمعظم الشركات العقارية أن تضمن زيادة في نسبة الرافعة المالية، نظراً لارتفاع حجم مبيعاتها، والتي سيتم ترجمتها في تدفق نقدي متوقع أعلى. بالإضافة إلى الشركات العقارية التي لديها نسبة أصول ثابتة عالية يمكن أن تزيد من



- الرافعة المالية دون خوف من التدهور أو خدمة الدين، حيث تعتبر هذه الأصول ضماناً إضافياً لخدمة الدين، ولا يخفي على المدير المالي أن استخدام الدين له العديد من المزايا وهي الوفر الضريبي الناتج من استخدام الدين والمتاجرة على حق الملكية.
5. يجب على مديري الشركات موضع البحث تطوير استراتيجيات داخلية جديدة وترتيب الاحتياجات المالية اللازمة لتمويل مشروعاتهم التي من شأنها تحسين ربحية هذه الشركات.
6. يجب على الشركات العقارية تخصيص مزيد من الأموال للأنشطة المبتكرة من أجل توليد منتجات جديدة نظراً لأن معظم هذه الشركات قد وصلت إلى مرحلة النضج وفقاً لنظرية دورة حياة المنتج، ويتضح ذلك من المؤشرات الضابطة المستخدمة في الدراسة العمر، الحجم، النمو.
7. للمستثمرين: قبل التخطيط للاستثمار في شركة عقارية، يجب على المستثمرين النظر في الربحية وعلى وجه التحديد المحددات التي تؤثر عليها مثل العوامل الخاصة بالشركة السيولة، الرافعة المالية، كفاءة التشغيل، الأصول غير الملموسة.
8. للمستثمرين والمديرين الماليين يمكن استخدام النموذج المقترح من الباحث لتقييم الشركات المستهدفة للربحية ومعرفة تفاعل قرارات التشغيل وقرارات التمويل وذلك لاتخاذ قرارات استثمارية أفضل.

- المحددات وتوجهات البحوث المستقبلية

أجريت هذه الدراسة لتحديد العوامل التي تؤثر على الربحية (معدل العائد على الأصول، ربحية السهم) الشركات العقارية، مع تقديم نموذج للتعرف على أثر تفاعل قرار التشغيل وقرار التمويل على ربحية (معدل العائد على حق الملكية) الشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية، ولكن هذه الدراسة خضعت لعدد من القيود أو المحددات التي توفر فرصاً للمزيد من البحوث المستقبلية: المحددات الموضوعية: تم الاقتصار على المحددات الداخلية للشركة الممثلة في المتغيرات المستقلة (السيولة، الرافعة المالية، الأصول غير الملموسة، كفاءة التشغيل) بالإضافة إلى متغيرات رقابية وهي (الحجم، العمر، النمو) المتغيرات التابعة ربحية الشركة تتمثل في معدل العائد على الأصول، ربحية السهم. المحددات الزمنية: الإطار الزمني للبحث فهو يغطي الفترة الزمنية الممتدة من (2016) إلى (2020) المحددات المكانية: تضمن البحث عينة مكونة من (30) شركة عقارية مدرجة في البورصة المصرية. وإذا كان هذا البحث أجاب على التساؤلات البحثية التي تم طرحها، إلا أنه شأنه شأن كثير من البحوث التي تفحص

ظاهرة معينة قد يحدث معوقات اثناء القيام بهذا البحث على سبيل المثال تجميع البيانات، وغيرها من العوامل، وعليه سيكون من المفيد إجراء مزيد من الدراسات المستقبلية المرتبطة بموضوع البحث، حيث يمكن التطبيق على عينة أكبر حجماً من حيث عدد المشاهدات وهذا فضلاً عن إمكانية إجراء البحوث التالية:

- (1) تأثير المحددات الخارجية الممثلة في معدل الفائدة، التضخم، العوامل الاقتصادية والبيئية على ربحية الشركات العقارية المتداولة بالبورصة المصرية.
- (2) تطبيق نفس المتغيرات الخاصة بالدراسة على قطاعات أخرى.
- (3) دراسة تأثير نمو رأس المال للشركات العقارية على نماذج خلق القيمة.
- (4) دراسة تأثير الحصة السوقية للقدرات الإدارية على ربحية الشركات العقارية.



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 ص 525-574.

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 72-87.

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

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

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

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 114-131.

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 3-22.

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 1-95.

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.

الفتحي، 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.

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، منصور 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:

- Abeyrathna, S.P.G.M. and Priyadarshana, A.J.M. (2019), "Impact of firm size on profitability (Special reference to listed manufacturing companies in Sri Lanka)", *International Journal of Scientific and Research Publications*, Vol. 9 No. 6, pp. 561-564.
- 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.
- 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>
- Alarussi, A.S. and Alhadary, S. (2018), "Factors affecting profitability in Malaysia", *Journal of Economic Studies*, Vol. 45 No. 3, pp. 442-458.
- Aljafari, M.K. and Alchami, M. (2014), "Determinants of bank profitability: evidence from Syria", *Journal of Applied Finance and Banking*, Vol. 4 No. 1, pp. 17-45.
- Alsharari, N. M., & Alhmoud, 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
- Amararathne, U.H.H.Y., & Wanigasuriya, W.M.T.J. (2022). Determinants of Profitability of Listed Commercial Banks in Sri Lanka., Sri Lanka. *Journal of Economics, Statistics and Information Management*, Vol .1 No .1, pp. 39-54
- Andersson, A. and Minnema, J. (2018), "The relationship between leverage and profitability: a quantitative study of consulting firms in Sweden", *A Degree Project Presented in the Umea University*.p72
- Appelbaum, S.H., Calla, R., Desautels, D. and Hasan, L. (2017), "The challenges of organizational agility (part 1)", *Industrial and Commercial Training*, Vol. 49 No. 1, pp. 6-14.
- 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", *Accounting*, Vol. 7 No. 1, pp. 735-746.
- Asimakopoulous, I., Samitas, A. and Papadogonas, 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.

- 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.
- Baumaan, H.D. and Kaen, F.R. (2003), "Firm size, employees and profitability in U.S. manufacturing industries", *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 7 No. 2, pp. 7-23.
- 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.
- Bibi, N. and Amjad, S. (2017), "The relationship between liquidity and firms' profitability: a case study of Karachi Stock Exchange", *Asian Journal of Finance and Accounting*, Vol. 9 No. 1,
- 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. L. (2021). Determinants of firm profitability in Africa. *Global Business Review*, Vol. 6 No.1 pp.21-37.
- Bottazzi, G., Secchi, A. and Tamagni, F. (2008), "Productivity, profitability and financial performance", *Industrial and Corporate Change*, Vol. 17 No. 4, pp. 711-751.
- 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.
- Burja, C. (2011), "Factors influencing the company's profitability", *Annales Universitatis Apulensis: Series Oeconomica*, Vol. 13 No. 2, pp. 215-224.
- Calcagnini, G., Gardini, L., Giombini, G., et al. (2020), "Does too much liquidity generate instability?", *Journal of Economic Interaction and Coordination*. Vol. 1 No. 2, pp. 1-18.
- Charumathi, B. (2012), "On the determinants of profitability of Indian life insurers: an empirical study", *Proceedings of the World Congress on Engineering*, Vol. 1 No. 1, pp. 4-6, London, United Kingdom WCE.



- Claver, E., Tar_1, J.J. and Pereira, J. (2006), "Does quality impact on hotel performance", *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, Vol. 18 No. 4, pp. 350-358.
- Coad, A. (2007), "Firm growth: a survey", No. 2007-03, *Papers on Economics & Evolution*, available at: <http://ideas.repec.org/p/mse/cesdoc/r07024.html>.
- Dalci, I. (2018). Impact of financial leverage on profitability of listed manufacturing firms in China. *Pacific Accounting Review*. Vol. 30 No. 4, pp. 410-432
- Das, N. C., Chowdhury, M. A. F., & Islam, M. N. (2021). The heterogeneous impact of leverage on firm performance: empirical evidence from Bangladesh. *South Asian Journal of Business Studies*. Vol. 11 No. 2, pp. 235-252
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of business finance & Accounting*, Vol. 3 No. 4, pp, 573-588.
- Dencic-Mihajlov and Ksenija (2014), "Profitability during the financial crisis evidence from the regulated capital market in Serbia", *South-Eastern Europe Journal of Economics*, Vol. 12No. 1, pp. 7-33.
- Din, S.U., Arshad Khan, M., Khan, M.J. and Khan, M.Y. (2021), "Ownership structure and corporate financial performance in an emerging market: a dynamic panel data analysis", *International Journal of Emerging Markets*, ISSN: 1746-8809, doi: 10.1108/IJOEM-03-2019-0220.
- Doan, T. (2020). Profitability of real estate firms: Evidence using GMM estimation. *Management Science Letters*, Vol. 10No. 2, pp 327-332.
- Donthu, N. and Gustafsson, A. (2020), "Effects of COVID-19 on business and research", *Journal of Business Research*, Vol. 117 No. 5 pp. 284-289.
- Fenny, S.I. and Rogers, M. (1999), "The Performance of Large Private Australian Enterprises", *Working Paper* No. 2/99, Melbourne Institute of Applied Economics and Social Research, University of Melbourne, Parkville, Victoria, Australia.
- 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 an Entrepreneurship*. Vol. 5 No.3, pp. 284-289
- Gaio, C. and Henriques, R. (2018), "Are large firms more profitable than small and medium firms in the European union?", *European Journal of Management Studies*, Vol. 23 No. 1, pp. 25-48.

- Gitman, L. (2003), *Principles of Managerial Finance*, 10th ed., Addison-Wesley Publishing, Pearson.
- 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
- Grove, G., DeBruine, M., Lee, J.Y. and Tudon, M.J.F. (2014), “The profitability and performance measurement of US regional banks using the predictive focus of the fundamental analysis research”, *Advances in Management Accounting*, Vol. 24 No. 3, pp. 189-237.
- Hatem, B. S. (2014). Determinants of firm performance: A comparison of European countries. *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 6 No. 10, pp. 243-249.
- Horne, J.C.V. and Wachowicz, J.M.J. (1992), *Fundamentals of Financial Management*, Prentice-Hall, Hoboken, NJ.
- Hsiao, C. (2022). *Analysis of panel data*. Cambridge university press. 4th edition, Cambridge University Press, Cambridge
- 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. (2006), “Determinants of the profitability of the Japanese manufacturing affiliates in China and regions: does localization of procurement, sales and management matter”, *Discussion Paper Series* No. 01-E-001, RIETE, available at: <http://ideas.repec.org/p/eti/dpaper/07001.htm>
- 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.
- Jaisinghani, D. and Sekhon, A.K. (2020), “CSR disclosures and profit persistence: evidence from India”, *International Journal of Emerging Markets*. doi: 10.1108/IJOEM-03-2020-0246.
- John Becker-Blease, R., Kaen, Fred R., Ahmad, E. and Hans, B. (2010), “Employees, firm size and profitability in U.S. manufacturing industries”, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 7 No. 2, pp. 7-23.
- Kaukab, A.A. and Nawaz, A. (2019), “Relationship between firm size and profitability: investigation from textile sector of Pakistan”, *International Journal of Information, Business and Management*, Vol. 11 No. 2, pp. 62-73.



- Lantz, J.S. and Sahut, J.M. (2005), "R&D investment and the financial performance of technological firms", *International Journal of Business*, Vol. 10 No. 3, pp. 251-270.
- 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.
- Li, H. and Cui, L. (2003), "Empirical study of capital structure on agency costs in Chinese listed firms" *Nature and Science*, Vol. 1 No. 1, pp. 12-20.
- Liljebloom, E., Maury, B. and orhammer, A. (2020), "Complex state ownership, competition, and firm performance-Russian evidence", *International Journal of Emerging Markets*, Vol. 15 No. 2, pp. 189-221.
- 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.
- Loanna, K., Angelos, M.A.F. and Chrisanthos, D.T. (2012), "Exploring the relationship between efficiency and profitability", *Benchmarking an International Journal*, Vol. 20 No. 5, pp. 647-660.
- Madhani and Pankaj, M. (2012), "Intangible assets: value drivers for competitive advantage", in Gregoriou, G.N. and Finch, N. (Eds), *Best Practices in Management Accounting*, Palgrave Macmillan, pp. 147-164, available at: <https://ssrn.com/abstract51983145>.
- Manu, R., Alhabsji, 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.
- Margaretha, F., & Supartika, N. (2016). Factors affecting profitability of small medium enterprises (SMEs) firm listed in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Economics, Business and Management*, Vol. 4 No. 2, pp. 132-137.
- Moldovan, N.C., Lobont, O.R. and Nicolescu, A.C. (2013), "Empirical study regarding the determining factors of the Romanian companies' competitiveness", *Annals of Faculty of Economics*, Vol. 1 No. 1, pp. 272-281.
- Nagarajan, 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 Emerging Markets*, Vol. 13 No. 2, pp. 66-86.
- Nawafly, A.T. and Alarussi, A.S., (2016), ““impact of board’s characteristics, audit committee characteristics over firm performance”, in ICAS, *International Conference Proceedings*, Online available at: www.icas.my.
- Nijun, Z. (2017), “Relationship between intangible assets and financial performance of listed telecommunication firms in China, based on empirical analysis”, *African Journal of Business Management*, Vol. 11 No. 24, pp. 751-757.
- Nijun, Z. (2017), “Relationship between intangible assets and financial performance of listed telecommunication firms in China, based on empirical analysis”, *African Journal of Business Management*, Vol. 11 No. 24, pp. 751-757
- Niresh, J.A.&Thirunavukkarasu, V. (2014), Firm size and profitability: A study of listed manufacturing firms in Sri Lanka. *International Journal of Business and Management*; 9(4). Retrieved on February 2018 from <https://ssrn.com/abstract=242244>
- Nunes, P. M., & Serrasqueiro, Z. (2015). Profitability of Portuguese knowledge-intensive business services: Empirical evidence using panel data models. *Applied Economics Letters*, Vol. 22 No. 1, pp 51-56.
- Odusanya, I. A., Yinusab, O. G., & Ilo, B. M. (2018). Determinants of firm profitability in Nigeria: Evidence from dynamic panel models. *SPOUDAI Journal of Economics and Business*, Vol. 68 No. 1, pp 43-58.
- Odusanya, I.A., Yinusa, O.G. and Bamidele, M. (2018), “Determinants of firm profitability in Nigeria: evidence from dynamic panel model”, *Journal of Economics and Business*, Vol. 68 No. 1, pp. 43-58.
- Pattitoni, P., Petracci, B., & Spisni, 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>
- Peng, M.W. (2016), *Global Business*, 4 edition, South-Western College Pub, Mason, OH.
- Pervan, M., Pelivan, I., & Arnerić, J. (2015). Profit persistence and determinants of bank profitability in Croatia. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, Vol. 28 No. 1, pp284–298
- 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.



- Phan, T. H. (2016). Effect of capital structure on business results of industrial manufacturing enterprises. *Journal of Finance*, Vol. 2 No. 6, pp11-15.
- Pratheepan, T. (2014), “A panel data analysis of profitability determinants: empirical results from Sri Lankan manufacturing companies”, *International Journal of Economics, Commerce and Management*, Vol. 2 No. 12, pp. 1-9.
- Rehman, M.Z., Khan, M.N. and Khokhar, I. (2015), “Investigating liquidity-profitability relationship: evidence from companies listed in Saudi stock exchange (Tadawul)”, *Journal of Applied Finance and Banking*, Vol. 5 No. 3, pp. 159-173.
- Saleh, A.S., Halili, E., Zeitun, R. and Salim, R. (2017), “Global financial crisis, ownership structure and firm financial performance: an examination of listed firms in Australia”, *Studies in Economics and Finance*, Vol. 34 No. 4, pp. 447-465.
- 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
- Seissian, L. 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., Sinthuja, 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 Management*, Vol. 5 No. 27, pp. 99-107.
- Sorana, V. (2014), “The determinants of profitability in companies listed on the Bucharest stock exchange”, *Annals of the University of Petrosani, Economics*, Vol. 14 No. 1, pp. 329-338.
- Sritharan and Vinasithamby (2015), “Does firm size influence on firm’s Profitability? Evidence from listed firms of Sri Lankan Hotels and Travels sector”, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 6 No. 6, pp. 201-207.
- Trang, L. 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
- Tyagi, S. Nauriyal, D. K. (2016). Profitability determinants in Indian drugs and pharmaceutical industry: An analysis of pre and post

- TRIPS period. *Eurasian Journal of Business and Economics*, Vol. 9 No. 17, pp. 1–21.
- Vu, M., Phan, T. and Le, N. (2018), “Relationship between board ownership structure and firm financial performance in transitional economy: the case of Vietnam”, *Research in International Business and Finance*, Vol. 45 No. 2, pp. 512-528.
- Warrad, L. and Al Omari, R. (2015), “The impact of turnover ratios on Jordanian services sectors’ performance”, *Journal of Modern Accounting and Auditing*, Vol. 11 No. 2, pp. 77-85.
- Whittington, G. (1980), “The profitability and size of United Kingdom companies, 1960–74”, *Journal of Industrial Economics*, Vol. 28 No. 4, pp. 335-352.
- Wiklund, J., Davidsson, P. and Delmar, F. (2003), “Expected 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, 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 Zulqernain, 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
- Zimon, G., Andrea, A., Hossein, T., Seyed, 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.