



# أثر التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة على الأداء المالي

(دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية)

إعداد

د. هيام فكري أحمد

مدرس المحاسبة

كلية التجارة جامعة الزقازيق

ziad.shaker2013@gmail.com

ليلى أحمد محمد أحمد

باحث ماجستير محاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

laila.farahat19@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد الخامس والأربعين - العدد الأول يناير 2023

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

## ملخص البحث:

استهدفت هذه الدراسة اختبار أثر التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة على الأداء المالي في الشركات المساهمة المصرية، ولتحقيق ذلك الهدف اعتمدت الباحثة على عينة مكونة من 90 شركة بإجمالي (270) مشاهدة من الشركات المساهمة غير المالية المسجلة بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2015-2017، تم قياس الأداء المالي باستخدام معدل العائد على الأصول (ROA)، كما تم قياس التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة باستخدام مقياسين هما (حقوق الرقابة ناقص حقوق التدفق النقدي في نهاية العام) و (1- حقوق التدفق النقدي/ حقوق الرقابة). وباستخدام نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة، تشير النتائج إلى وجود علاقة عكسية بين التباين بين حقوق التدفق النقد وحقوق الرقابة والأداء المالي، وأن الشركات التي يزيد فيها التباين يقل بها الأداء المالي مقارنة بالشركات الأخرى.

**المصطلحات الأساسية:** حقوق التدفق النقدي Cash Flow Rights، حقوق الرقابة

Control Rights، التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة Divergence between

cash flow and control right، الأداء المالي Financial Performance.

## مقدمة ومشكلة الدراسة:

لقد زادت في الفترة الأخيرة أهمية حوكمة الشركات (Corporate Governance) فمصطلح الحوكمة من المصطلحات الحديثة الذي زاد الأهتمام به مع بداية التسعينات بشكل ملموس لتحقيق التنمية الاقتصادية وتوفير الحصانة القانونية وتعزيز الرفاهية الاجتماعية للشعوب ، حيث ظهرت أهمية حوكمة الشركات بعد الأزمة المالية الآسيوية 1997 – 1998، وما تلاها من انهيارات اقتصادية وأزمات مالية لكثير من الشركات في دول شرق آسيا وروسيا وأمريكا اللاتينية وكذلك العديد من الشركات الأمريكية وتسببت في إضاعة المكاسب الاجتماعية والاقتصادية (هلالى، 2012).

وتتبع أهمية حوكمة الشركات نتيجة الفصل بين الملكية والإدارة، لأنه يترتب على ذلك احتمال قيام المديرين بأعمال تخفض من قيمة استثمارات المساهمين أو القيام بمشروعات غير مربحة وغيرها من الأعمال التي تؤثر بالسلب على الأداء المالي للشركات (دليل تأسيس حوكمة الشركات، 2002).

وقد أشارت دراسة (Janakiraman et al., 2010) أنه يوجد نوعين من مشاكل الوكالة التي تتعرض لها شركات المساهمة وهي: مشاكل الوكالة من النوع الأول ( Type I of agency problem) و تنتج من الفصل بين الملكية والإدارة، ويمكن أن يقود ذلك المديرين إلى عدم العمل بشكل فعال على تحقيق مصالح المساهمين، وما يترتب عليه من زيادة الصراعات بين الملكية والأدارة، ويطلق عليها أيضاً مشاكل الوكالة الرأسية. أما النوع الثاني من مشاكل الوكالة ( Type II of agency problem) فهي نتيجة الصراعات بين الأغلبية والأقلية ومن المساهمين، حيث يمكن أن يسعى المساهمون المسيطرون إلى تحقيق منافع خاصة على حساب الأقلية، ويطلق عليها أيضاً مشاكل الوكالة الأفقية (عفيفي، 2017).

كما تهتم نظرية الوكالة بما يسمى بتعارضات الوكالة (Agency Conflicts) أو تضارب المصالح بين الأصيل والوكيل، إذ أن الوكيل لا يعمل دائماً على تحقيق مصالح الأصيل ( Fooladi et al., 2013)، ويرى (Brickley and James, 1987) انه طبقاً لنظرية الوكالة فإن حوكمة الشركات هي آلية للحد من هذه الصراعات عن طريق المساواة بين أهداف الإدارة وأصحاب هذه المصالح.

وقد وجد أن تركيز حقوق الرقابة للمساهمين المسيطرين تؤدي إلى الانتقاص من ملكية مساهمي الأقلية، أي أن التباين بين حقوق التدفق النقدي (CFR) وحقوق الرقابة (CR) هو السبب الرئيسي في وجود الصراعات بين المساهمين المسيطرين والأقلية من المساهمين، حيث تمنح حقوق الرقابة بشكل أكبر للمساهمين المسيطرين الحق في اتخاذ القرارات التشغيلية والمالية والتي تعود بالنفع على مصالحهم الخاصة والتعدي على مصالح صغار المساهمين ( Fooladi. et al.,2013).

وقد أشارت الكثير من الدراسات مثل (Azofra and Santamaria, 2011; Saghi-) إلى أن وجود تباين بين حقوق الرقابة (CR) (مثل حق التصويت وبالتالي السيطرة) وحقوق التدفق النقدي (CFR) (الحق في الحصول على الأرباح) يترتب عليه الكثير من الآثار المالية، وقيام المساهم المسيطر بالكثير من السياسات لتحقيق مصالح خاصة مما يؤثر على قيمة الشركة والأداء المالي بشكل عام.

ومما سبق يمكن صياغة مشكلة الدراسة في محاولة الباحثة الإجابة على السؤال التالي:

**(ما هو أثر التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة على الأداء المالي للشركات المساهمة المصرية؟)**

### **هدف الدراسة:**

في ضوء مشكلة الدراسة، فإن الهدف الرئيسي للدراسة الحالية هو "اختبار أثر التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة على الأداء المالي للشركات المساهمة المصرية".

### **أهمية الدراسة:**

يستمد هذا الدراسة أهميته من النقاط التالية :

- 1) التحقق من أن التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة يزيد من الصراعات بين أغلبية المساهمين وأقلية المساهمين مما يؤثر على الأداء المالي للشركات.
- 2) أنه من المتوقع أن تكون نتائج الدراسة الحالية مفيدة للجهات الرقابية والمنظمة من خلال تحديد مدى أهمية وجود قوانين تضمن تقليل حجم التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة، مما يساعد على توفير عنصر الثقة للمستثمرين الحاليين والمرتبين في أن رأس المال المستثمر لن يتم التلاعب به بواسطة المديرين، والحفاظ على حقوق صغار المساهمين.

3) يمكن أن تظهر نتائج البحث الممارسات الملائمة لحوكمة الشركات بهدف الحد من قيام المساهمون المسيطرون بأعمال تخفض من الأداء المالي للشركات لتحقيق مصالح خاصة لهم.

### الدراسات السابقة وتطوير فرض الدراسة

توصلت نتائج دراسة (Claessens et al., 2002) إلى وجود علاقة سالبة بين التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة وقيمة الشركة الأداء المالي، بإستخدام عينة مكونة 1301 من دول شرق آسيا، واتفقت نتائج دراسة (Moustafa, 2005) مع الدراسة السابقة ووجود علاقة بين نوع التحكم وأداء الشركات، زيادة الأداء المالي في الشركات المسيطر عليها بواسطة الملاك تتفوق عن الشركات المسيطر عليها بواسطة المديرين وذلك بإستخدام عينة مكونة 49 شركة في الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة الزمنية 1998-2002. وأشارت نتائج دراسة (Yongbin & Zuguang, 2006) الى وجود علاقة سالبة بين التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة و أداء الشركات ، وكلما زاد التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة قل أداء الشركات تمت هذه الدراسة علي عينة من (246) شركة مسجلة في بورصة (شنتشن وشنغهاي). كما توصلت دراسة (Barontini & Caprio, 2006) إلى وجود علاقة سالبة بين التباين بين حقوق الرقابة وحقوق التدفق النقدي وقيمة وأداء الشركات، وذلك بإستخدام عينة من (675) شركة من الشركات المتداولة في 11 بلدا في قارة أوروبا، وتوصلت دراسة (Maury, 2006) إلى زيادة ربحية في الشركات العائلية مقارنة بالشركات غير العائلية ولكن هذه الربحية لا تعنى زيادة الأداء في حالة انخفاض حماية حقوق مساهمين الأقلية باستخدام عينة مكونة من (1672) شركة من شركات أوروبا الغربية في 13 دولة. وأشارت نتائج دراسة (Tian et al., 2010) الى أن الفصل بين الرقابة وحقوق التدفق النقدي يؤدي الى انخفاض أداء الشركات وتمت هذه الدراسة علي عينة مكونة من (1775) شركة من 5 قطاعات غير مالية خلال الفترة من 2003-2009. واتفقت نتائج دراسة (Lin et al., 2011) مع الدراسة السابقة وأن التباين بين حقوق السيطرة وحقوق التدفق النقدي يؤثر على قيمة الشركة وتم الاعتماد الدراسة علي عينة من (3468) في 22 دولة من دول أوروبا الغربية وشرق آسيا خلال الفترة من 1996-2008. وتوصلت دراسة (Zhu et al, 2013) إلى أن الفصل بين حقوق الرقابة وحقوق التدفق النقدي يزيد من تكاليف الوكالة وانخفاض الأداء المالي للشركة ويؤثر على اختيار هيكل رأس المال للشركات وتمت تمت هذه الدراسة علي عينة

من (865) شركة مسجلة في بورصة (شانغهاي). كما توصلت دراسة (Fooladi et al., 2013) الى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة على أداء الشركات وذلك بإستخدام عينة من (400) شركة مسجلة في بورصة ماليزيا. وأشارت دراسة (Casteuble&Saghi-Zedek, 2015) الى وجود علاقة بين التباين بين حقوق الرقابة وحقوق التدفق النقدي وتكلفة تمويل الديون خلال فترة الأزيمة. وتوصلت دراسة (Ratnawati et al., 2016) إلى وجود علاقة موجبة بين حقوق الرقابة وإدارة الأرباح ، ويعنى أن زيادة حقوق الرقابة للمساهمين سوف يزيد من ممارسات إدارة الأرباح تمت هذه الدراسة علي عينة من (108) شركة مسجلة في بورصة إندونيسيا. وأخيراً توصلت دراسة (Sanjaya, 2016) من خلال تحليلها لعينة مكونة من (شركات التصنيع) مسجلة في البورصة الإندونيسية خلال الفترة من 2001-2007، إلى أن التباين بين حقوق الرقابة وحقوق التدفق النقدي له تأثير سلبي وهام على أداء الشركة وكما زادت السيطرة ينخفض أداء المنشأة. ومما سبق يمكن صياغة فرض الدراسة:

**لا توجد علاقة بين التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة على الأداء المالي في الشركات المساهمة المصرية.**

## الدراسة الاختبارية

### أولاً: تصميم الدراسة

#### 1- مجتمع وعينة الدراسة:

يشمل مجتمع الدراسة جميع الشركات المساهمة المصرية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال فترة الدراسة (2015- 2017)، وقد تم إختيار عينة عشوائية من تلك الشركات مكونة من 90 شركة، موزعة على 11 قطاعا اقتصاديا مختلفا، بعد استبعاد قطاعي البنوك والمؤسسات المالية نظراً لاختلاف القواعد والممارسات المحاسبية الخاصة بتلك الشركات، ويوضح جدول رقم (1) التوزيع القطاعي لعينة الدراسة:

جدول رقم (1) التوزيع القطاعي لعينة الدراسة

م	القطاع	عدد الشركات	النسبة المئوية
1	الأغذية والمشروبات	21	23.33
2	التشييد ومواد البناء	17	18.89
3	الكيمويات	6	6.67
4	الموارد الأساسية	5	5.56
5	الأدوية والرعاية الصحية	9	10
6	الموزعون وتجار التجزئة	2	2.22
7	الاتصالات	2	2.22
8	السياحة والترفيه	9	10
9	الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات	5	5.56
10	العقارات	8	8.89
11	المنتجات المنزلية والشخصية	6	6.67
	المجموع	90	100.00

## 2- النموذج العام للدراسة:

سوف تعتمد الباحثة على نموذج الانحدار المتعدد (Regression) Multiple اختبار فرض الدراسة. والذي يمكن صياغته على النحو التالي:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{i,t} + \beta_2 BIND_{i,t} + \beta_3 CEO_{i,t} + \beta_4 BSize_{i,t} + \beta_5 Fsize_{i,t} + \varepsilon_{i,t} + 1$$

حيث أن :

$ROA_{i,t}$ : العائد على الأصول للشركة (i) في العام (t).

$\beta_0$ : المقدار الثابت.

$\beta_1$ : معامل المتغير المستقل.

$\beta_2 \beta_3 \beta_4 \beta_5$ : معاملات المتغيرات الضابطة.

$DIV_{i,t}$ : التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة i في العام t.

$BIND_{i,t}$ : استقلالية مجلس الإدارة للشركة i في العام t.

$CEO_{i,t}$ : إزدواجية المدير التنفيذي للشركة i في العام t.

$BSize_{i,t}$ : حجم المجلس للشركة i في العام t.

$Fsize_{i,t}$  : حجم الشركة  $i$  في العام  $t$  .

$\varepsilon_{i,t}$  : الخطأ العشوائي للشركة  $i$  في العام  $t$  .

### 3- التعريف الإجرائي لمتغيرات البحث

جدول (2) متغيرات الدراسة وتعريفاتها الإجرائية.

المتغير التابع			1
التعريف الإجرائي للمتغير	رمز المتغير	المتغير	
معدل العائد على الأصول تم قياسه عن طريق صافي الربح بعد الفوائد والضرائب على إجمالي الأصول في نهاية العام .	ROA	الأداء المالي	
المتغير المستقل			2
التعريف الإجرائي للمتغير	رمز المتغير	المتغير	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• حقوق الرقابة ناقص حقوق التدفق النقدي في نهاية العام.</li> <li>• (1- حقوق التدفق النقدي / حقوق الرقابة)</li> </ul>	DIV	التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة	
المتغيرات الضابطة			3
التعريف الإجرائي للمتغير	رمز المتغير	المتغير	
يتم قياسها من خلال قسمة عدد أعضاء المجلس غير التنفيذيين/ إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة .	BIND	استقلالية مجلس الإدارة	3/1
متغير وهمي يأخذ القيمة واحد إذا كان المدير التنفيذي الأول يشغل منصب رئيس مجلس الإدارة وصفر بخلاف ذلك .	CEO	إزدواجية الرئيس التنفيذي	3/2
عدد أعضاء مجلس الإدارة في نهاية العام	BSize	حجم المجلس	3/3
اللوغارتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية العام.	Fsize	حجم الشركة	3/4

### ثانياً: تحليل النتائج:

#### 1- الإحصاءات الوصفية:

يعرض جدول (3) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة بهدف إظهار خصائصها المميزة على مستوى شركات عينة الدراسة، وتتضمن تلك الإحصاءات كل من المدى والمتوسط والانحراف المعياري والتكرار لقيم متغيرات الدراسة.



جدول (3) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

الانحراف المعياري	المتوسط	الحد الأقصى	الحد الأدنى	عدد المشاهدات	المتغيرات
المتغير التابع:					
.2956025	.033854	.7974	-0.052695	270	العائد علي الأصول ROA
المتغير المستقل: المسئولية الاجتماعية للشركات					
.1974618	-.078797	.3491	-.5402	270	التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة CR_CFR
.9960176	-.383846	.7359	-6.1077	270	1-حقوق التدفق النقدي / حقوق الرقابة
المتغيرات الضابطة					
.1796798	.703552	1.0000	.1429	270	استقلالية مجلس الإدارة BIND
2.493	7.91	17	3	270	حجم المجلس BSIZE
.956	19.75	24.09	12.18	270	حجم الشركة SIZE

يوضح الجدول (3) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة من حيث (الحد الأدنى، الحد الأقصى، المتوسط، الانحراف المعياري) علي مستوي شركات عينة الدراسة حيث: (أ) متوسط العائد علي الأصول (ROA) لعينة الشركات خلال فترة الدراسة بلغ (0.033854)، والانحراف المعياري (0.2956025).

(ب) بلغ متوسط التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة باستخدام المقياس الأول (-0.078797) والانحراف المعياري (0.1974618) وباستخدام المقياس الثاني بلغ المتوسط (-0.383846) والانحراف المعياري (0.9960176).

(ج) وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تظهر الإحصاءات الوصفية أن متوسط استقلالية مجلس الإدارة (70%) تقريبا، وحجم المجلس يتراوح ما بين (ثلاثة أعضاء و 17 عضوا) بمتوسط (7.91) وانحراف معياري (2.493)، أي أن متوسط عدد الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة 6 أعضاء تقريبا وذلك دليل على التزام غالبية شركات العينة بمتطلبات دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات الذي نص على "يجب ألا يقل أعضاء مجلس الإدارة عن خمسة أعضاء، كما يجب أن تكون أغلبية أعضاء المجلس من غير التنفيذيين والمستقلين" (الفقرة: 5/2/4)، وبلغ المتوسط لحجم الشركة (مقاسا باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة) (19.75).

جدول (4) التكرارات لمتغير ازدواجية الرئيس التنفيذي CEO

المتغيرات	عدد المشاهدات	النسبة
0	127	47.0
1	143	53.0
الإجمالي	270	100.0

وتظهر الإحصاءات الوصفية في الجدول (4) إلى أن (53%) من شركات عينة الدراسة يوجد بها ازدواجية في دور المدير التنفيذي (جمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي الأول) وهذا على عكس ماتنادي به قواعد حوكمة الشركات.

### ثانياً: تحليل الارتباط:

يوضح جدول رقم (5) علاقات الارتباط بين متغيرات البحث، ويتضح أن هناك ارتباط سالب بين التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة (المقياس الأول) ومعدل العائد على الأصول (دال عند مستوي 0.05)، ووجود ارتباط سالب أيضا بين التباين باستخدام المقياس الثاني ومعدل العائد على الأصول (دال عند مستوي 0.1).

وفيما يخص المتغيرات الضابطة، وجود ارتباط موجب بين استقلالية مجلس الإدارة ومعدل العائد على الأصول (دال عند 0.05)، وعدم وجود ارتباط بين ازدواجية المدير التنفيذي ومعدل العائد على الأصول، وإيضا وجود ارتباط موجب بين حجم المجلس ومعدل العائد على الأصول (دال عند 0.01)، بينما أشارت النتائج الى وجود ارتباط موجب (دال عند 0.01) بين حجم الشركة ومعدل العائد على الأصول.

جدول رقم (5): مصفوفة الارتباط (بيرسيون) للعلاقة بين متغيرات الدراسة

SIZE	BSIZE	CEO	BIND	CFR-CR2	CFR-CR1	ROA	المتغيرات
						1	معدل العائد على الأصول ROA
					1	-.134**	حقوق الرقابة- حقوق التدفق النقدي
				1	.685**	-.107*	1-حقوق التدفق النقدي /حقوق الرقابة
			1	.208**	.174**	.126*	استقلالية مجلس الإدارة BIND
		1	-.108	.029	.112	-.035	ازدواجية المدير التنفيذي CEO
	1	.046	.329**	-.223**	-.027	.108***	حجم المجلس BSIZE
1	.253**	-.052	.172**	-.111	-.250**	.227***	حجم الشركة SIZE

\* ، \*\* ، \*\*\* تشير إلى الدلالة الإحصائية عند مستوي معنوية 10% ، 5% ، 1% علي الترتيب.

### ثالثاً: تحليل الانحدار:

يستخدم الانحدار الخطي المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغير التابع (معدل العائد على الأصول) والمتغير المستقل (التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة)، والمتغيرات الضابطة، وقد تم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى (OLS) Ordinary Least Squares لتقدير معالم الانحدار الخطي المتعدد، إذ تعتبر هذه الطريقة من أكثر الطرق استخداماً في تقدير معالم نماذج الانحدار الخطي. ويرجع ذلك إلى أن المقدرات المتحصل عليها باستخدام هذه الطريقة تتميز بأنها خطية وغير متحيزة، فمن بين جميع الطرق المستخدمة في تقدير معالم نماذج الانحدار الخطي تتميز مقدرات طريقة المربعات الصغرى بأنها أفضل المقدرات لأنها أقل تبايناً (عناوي، 2011). وقد قامت الباحثة باستخدام برنامج SPSS وذلك لاجراء نموذج الانحدار.

### رابعاً: نتائج اختبار فرض الدراسة:

**1- نتائج تحليل الانحدار المتعدد للعلاقة بين التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة والأداء المالي:-**

يعرض الجدول رقم (6) والجدول (7) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للعلاقة بين (التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة باستخدام المقياسين) ومعدل العائد على الأصول، وقد اظهرت نتائج تحليل الانحدار الموضحة بالجدول معنوية الانحدار الخطي بينهم، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F) حيث كانت قيمة اختبار (F) (0.002) وهو اقل من مستوى الدلالة المطلوب في العلوم الاجتماعية (5%). كذلك اظهرت نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول (6) و (7) ان قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) تعادل (0.130) وهو ما يعنى ان المتغيرات المفسرة في معادلة الانحدار تفسر (13%) تقريبا من التباين في المتغير التابع. تظهر كذلك نتائج اختبار معامل تضخم التباين (VIF) ان جميع متغيرات النموذج تقع في الحدود الطبيعية، حيث كانت اكبر قيمة لهذا المعامل (1.222) و (1.302) مما يعنى ان البيانات لا تعاني من مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات.

فيما يتعلق بنتائج اختبار فرض الدراسة الحالية، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد من الجدول وجود علاقة سالبة ( عند مستوي 10%) بين التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة ومعدل العائد على الأصول، بمعنى أنه في ظل زيادة حقوق الرقابة عن حقوق التدفق النقدي يقل مستوي الإداء المالي للشركات، ويتفق ذلك مع ما توصلت اليه دراسات ( Claessens )

، (Yongbin& Zuguang,2006) ،(Moustafa., 2005) ،(et al. 2002  
،(Zhu et al.,2013) ،(Tian et al., 2010) ،(Barontini&Caprio, 2006)  
،(Ratnawati et al., 2016) ، مما يعني رفض الفرض القائل بعد وجود علاقة بين التباين بين  
حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة على الإداء المالي.  
وفيما يخص المتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل الانحدار وجود علاقة موجبة بين  
( استقلالية مجلس الإدارة، حجم المجلس، حجم الشركة ) ومعدل العائد على الأصول على التوالي،  
وعدم وجود علاقة بين إزدواجية المدير التنفيذي ومعدل العائد على الأصول.  
بغرض اختبار ثبات النتائج قامت الباحثة بإضافة متغيرات وهمية للنموذج لتحديد أثر الزمن  
طبقاً لدراسة (Morris, 2010)، بهدف الحصول على نتائج أكثر ثباتاً وذلك عن طريق إضافة  
متغير وهمي لكل سنة من سنوات الدراسة، وبإجراء نموذج الانحدار بعد أخذ أثر الزمن في  
الحسبان توصلت الباحثة الى أن هذه النتائج ظلت ثابتة.

جدول رقم (6) نتائج تحليل الإنحدار بين التباين بين حقوق التدفق النقدي (المقياس الأول) ومعدل العائد على الأصول بطريقة إدخال (ENTER)

معدل العائد على الأصول (ROA)					معدل العائد على الأصول (ROA)					المتغيرات المفسرة
إحصاءات اختبار الإزدواج الخطي		معنوية معاملات الإنحدار		معاملات الإنحدار (β)	إحصاءات اختبار الإزدواج الخطي		معنوية معاملات الإنحدار		معاملات الإنحدار (β)	
معامل التضخم (vif)	فترة السماح Tolerance	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة (t)		معامل التضخم (vif)	فترة السماح Tolerance	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة (t)		
		***.001	-3.298	-.564			***.001	-3.475	-.589	ثابت الإنحدار (Constant)
1.151	.869	*.083	-1.743	-.167	1.146	.872	*.096	-1.673	-.160	التباين بين حقوق التدفق النقدي والرقابة (CR-CFR)
1.223	.817	*.097	1.666	.181	1.222	.818	** .012	2.596	.174	استقلالية مجلس الإدارة BIND
1.042	.960	.947	-.066	-.002	1.041	.961	.956	-.055	-.002	إزدواجية المدير التنفيذي CEO
1.187	.842	*.099	1.878	.013	1.187	.842	*.090	1.799	.013	حجم المجلس BSIZE
1.169	.856	***.007	2.703	.054	1.168	.856	***.007	2.710	.054	حجم الشركة SIZE
.143					.130					معامل التحديد R2
.126					.113					معامل التحديد المعدل R <sup>2</sup> Adjusted
3.338					3.927					قيمة (F) المحسوبة
***.000					***.000					دلالة اختبار (F)
نعم					لا					أثر الزمن
270					270					عدد المشاهدات N
1.993					1.965					نتيجة اختبار (Durbin-Watson)

\*\*\* ، \*\* ، \* تشير إلى الدلالة الإحصائية عند مستوي معنوية 10% ، 5% ، 1% علي الترتيب.

المصدر: اعداد الباحثة

جدول رقم (7) نتائج تحليل الانحدار بين التباين بين حقوق التدفق النقدي (المقياس الثاني) ومعدل العائد على الأصول بطريقة إدخال (ENTER)

معدل العائد على الأصول (ROA)					معدل العائد على الأصول (ROA)					المتغيرات المفسرة
إحصاءات اختبار الإزدواج الخطي		معنوية معاملات الانحدار		معاملات الانحدار (β)	إحصاءات اختبار الإزدواج الخطي		معنوية معاملات الانحدار		معاملات الانحدار (β)	
معامل التضخم (vif)	فترة السماح Tolerance	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة (t)		معامل التضخم (vif)	فترة السماح Tolerance	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة (t)		
		***.001	-3.524	-.599			***.000	-3.710	-.624	ثابت الانحدار (Constant)
1.180	.848	*.052	-1.747	-.034	1.179	.848	*.062	-1.691	-.033	التباين بين حقوق التدفق النقدي والرقابة (CR-CFR)
1.284	.779	*.077	1.775	.197	1.282	.780	*.089	1.705	.190	استقلالية مجلس الإدارة BIND
1.031	.970	.875	-1.57	-.006	1.029	.972	.885	-.144	-.005	إزدواجية المدير التنفيذي CEO
1.302	.768	.067*	-1.1579	.011	1.302	.768	*.057	2.054	.004	حجم المجلس BSIZE
1.092	.916	***.002	3.130	.060	1.090	.917	***.002	3.127	.060	حجم الشركة SIZE
.146					.134					معامل التحديد R2
.129					.117					معامل التحديد المعدل R <sup>2</sup> Adjusted
3.340					3.940					قيمة (F) المحسوبة
***002					***.000					دلالة اختبار (F)
نعم					لا					اثر الزمن
270					270					عدد المشاهدات N
1.987					1.960					نتيجة اختبار (Durbin-Watson)

\* ، \*\* ، \*\*\* تشير إلى الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية 10% ، 5% ، 1% على الترتيب.  
المصدر: اعداد الباحثة

## ويمكن تفسير نتائج الدراسة:

وجود علاقة عكسية بين التباين بين حقوق التدفق النقدي وحقوق الرقابة والإداء المالي للشركات (معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول)، ربما يشير ذلك الى أنه مع زيادة حقوق الرقابة والسيطرة للملاك المسيطرين سوف يتمتعون بقوة تحصين عالية والحرية في إتخاذ كافة القرارات الإدارية والمالية داخل الشركة، وبذلك سوف يسعون الى تحقيق مصالح شخصية لهم على حساب مصالح الآخرين ومصالح الشركة، وهذا أيضاً سوف يؤدي الى زيادة الصراعات بين الأغلبية والأقلية من المساهمين (مشاكل الوكالة من النوع الثاني)، ومن الممكن أن يستغل حملة الأسهم المسيطرين لحقوق حملة الأسهم الأقلية.

ومعني ذلك أيضاً وجود علاقة موجبة بين حقوق التدفق النقدي وأداء الشركات ، وعلى العكس وجود علاقة سالبة بين حقوق الرقابة وأداء الشركات، وكلما زادت فإن المساهم المسيطر سوف يتحكم في كل القرارات التي تؤثر على هيكل رأس مال الشركة، ومع إنخفاض الإداء وذلك تعتبر تكلفة للمساهمين الغير مسيطرين لأن من الممكن أن لاتقوم الشركة بدفع أرباح للمساهمين الغير مسيطرين وبذلك تعتبر تكلفة لهم (Zhu et al.,2013).

## قائمة المراجع

### أولاً: المراجع العربية

عفيفي، هلال عبد الفتاح، 2017، "أثر التحسين الإداري وإدارة الأرباح على مكافأة مجلس الإدارة - دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

عنانى، محمد عبد السميع. 2011. *التحليل القياسي والإحصائي للعلاقات الاقتصادية: مدخل حديث باستخدام Windows SPSS*. الطبعة الثالثة، المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق. مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2002، "دليل تأسيس حوكمة الشركات في الأقتصادات النامية والصاعدة والمتحولة". متاح على

<https://kantakji.com/media/165535/file3278.pdf>

هلالى، حسين مصطفى، 2012، "موسوعة العمل المصرفي حوكمة المصارف وفق بازل"، دار النهضة العربية، القاهرة، الطبعة الأولى، كلية التجارة، جامعة بورسعيد، ص ص 205-206.

### ثانياً: المراجع الأجنبية:

Barontini, R. and L. Caprio. 2006. The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe. *Journal European Financial Management* 12 (5): 689–723.

Brickley, J.A. and C.M. James. 1987. The take over market, corporate board composition and ownership structure: The case of banking. *Journal of Law and Economics* 30 (3): 161– 180.

Casteuble, C. and N.S. Zedek. 2015. Control rights versus cash–flow rights, banks' shareholders and bondholders conflicts: Evidence from the 2007 – 2010 crisis. *working paper: 1–39*.

Claessens, S., S. Djankov, and L. H. P. Lang. 2000. The Separation of ownership and control in East Asia corporations. *Journal of Financial Economics* 58 (1–2): 81–112.



- Fooladi, M. et al. 2013. The effect of corporate governance and divergence between cash flow and control rights on firm performance: Evidence from Malaysia. *International Journal of Disclosure and Governance* 11 (4): 326–340.
- Janakiraman, S., S. Radhakrishnan, and A. Tsang. 2010. Institutional investors, managerial ownership, and executive compensation. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 25 (4): 673–707.
- Lin, C. et al. 2011. Ownership structure and the cost of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 100 (1): 1–61.
- Maury (2006). Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations. *Journal of Corporate Finance* 12(2):321-341.
- Moustafa, M.A, 2005. The Separation of Ownership from Control and Firm Performance Evidence from UAE, *Journal of Economic & Administrative Sciences*, 21(2):35-51.
- Ratnawati, V., M.A. Abdul-Hamid, and O.M.J. Popoola. 2016. The Influence of Agency Conflict Types I and II on Earnings Management. *International Journal of Economics and Financial* 6 (4): 126–132.
- Saghi-Zedek, N. and A. Tarazi. 2015. Excess control rights, financial crisis and bank profitability and risk. *Journal of Banking & Finance* (55) :361–379.

- Sanjaya. I.P.S. (2016) . Impact Cash Flow Low Right Leverage Of Controlling Shareholder On Performance In Indonesia, *Jurnal Akuntansi*, xx(3): 363-374.
- Tian, G., S. Zhao, and Y. Zhu. 2010. How does the separation of ownership and control affect corporate performance: The impact of earnings management in China. *The 23rd Australasian Finance and Banking Conference: 1–34*.
- Yeh,Y, (2005).Do controlling shareholders enhance corporate value,13(2):313-325.Avaliable  
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1467-8683.2005.00425.x>
- Yongbin,X. and H. Zuguang. 2006.The Control Rights, Cash Flow Rights and Corporate Performance of the Private Listed Companies in China, *Zhejiang Gongshang University*.
- Zhu,N., W. Han,and L. Zhu.2013.A Regression Analysis on Ultimate Shareholders and Corporate Financial Performance, and Capital Structure.*International Journal of Nonlinear Science 15 (3): 228–236*.

## **Abstract**

The study aimed to examine the effect of divergence between cash flow rights and control rights on Financial Performance on in listed non-financial Egyptian firms, to achieve the objectives of this study the researcher depended on a sample of 90 Company (270) observations of listed non-financial Egyptian firms during the period from 2015-2017. The financial performance was measured by using the rate of return on assets (ROA), Divergence between Cash Flow Rights and Control Rights were measured by using two measures: the first is the difference between control rights and cash flow rights – the second is  $(1 - \text{cash flow rights} / \text{Control Rights})$ , Using regression analysis, The results show a negative relationship between Divergence between Cash Flow Rights and Control Rights and Financial Performance, companies in which the increases have lower financial performance compared to other companies

***Keywords: Cash Flow Rights, Control Rights, Divergence between cash flow and control, Financial Performance.***