



تأثير التدفقات النقدية الحرة على أداء  
الشركات المساهمة المصرية  
" دراسة اختبارية "

إعداد

أ. إسلام أحمد محمود أحمد

باحث ماجستير محاسبة

كلية التجارة جامعة الزقازيق

islam.ahmed141989@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد الخامس والأربعين - العدد الرابع أكتوبر 2023

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

## ملخص

في دراسة اختبارية أجراها الباحث تناول تأثير التدفقات النقدية الحرة على أداء الشركات المساهمة المدرجة بسوق تداول الأوراق المالية المصري وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من 122 شركة خلال الفترة من 2013 وحتى 2020. لتحقيق الهدف من الدراسة قام الباحث بالاعتماد على استخدام التدفقات النقدية الحرة المتاحة للشركات كمتغير مستقل مقيساً من خلال خصم الإنفاق الرأسمالي لمتطلبات رأس المال العامل للاستمرارية وتوزيعات الأرباح من صافي التدفقات النقدية التشغيلية. اعتمد الباحث على استخدام أداء الشركات كمتغير تابع مقيساً بثلاثة تعريفات إجرائية هي (1) معدل العائد على الأصول، و(2) معدل العائد على حقوق الملكية، و(3) عوائد الأسهم. أما عن المتغيرات الضابطة فتمثلت في (1) حجم مجلس الإدارة، (2) ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، (3) الملكية الإدارية، (4) الملكية المؤسسية، (5) حجم الشركة، (6) الرافعة المالية، وأخيراً (7) معدل نمو المبيعات. استخدم الباحث نماذج الانحدار المتعددة لتحليل البيانات، وقد جاءت النتائج لتؤيد وجود تأثير موجب للتدفقات النقدية الحرة على معدل العائد على الأصول، في حين يوجد تأثير سالب للتدفقات النقدية الحرة على معدل العائد على حقوق الملكية، وتأثير سالب للتدفقات النقدية الحرة على عوائد الأسهم.

**كلمات مفتاحية:** التدفقات النقدية الحرة، أداء الشركات، معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، عوائد الأسهم.

## مقدمة ومشكلة الدراسة:

حاز التدفق النقدي الحر كأكثر القضايا المحاسبية والتمويلية جدلاً على إهتمام العديد من الباحثين نتيجة ارتباطه بأوجه أداء الشركات، فهو يمثل الأساس السليم للحكم على مستوى ربحية المنشأة بعد الوفاء بكافة نفقاتها الإنتاجية والاستثمارية، فالتدفق النقدي الحر عبارة عن فائض الأرباح من الأنشطة التشغيلية الذي تحققه المنشأة بعد خصم النفقات الإنتاجية والضريبية والفوائد والتوزيعات النقدية المحسوبة بناءً على صافي المبيعات (Lai et al., 2020, P. 5). وأدى انفصال الملكية عن الإدارة إلى بروز ما يسمى بمشاكل الوكالة Agency Problems بين الملاك والمديرين نتيجة اختلاف دوافع الطرفين واحتمالية وجود تعارض قائم في مصلحة كلا منهما مما يؤدي بدوره لإحداث تكاليف إضافية تتكبدها المنشأة جراء هذا السلوك الانتهازي ألا وهي تكاليف الوكالة Agency Costs لتؤدي إلى نقص ثروة المالكين بطرق مختلفة إما عن طريق الاستهلاك المفرط للموارد أو عدم بذل الجهد المطلوب وقد يصل الأمر لاختيار مشاريع تحقق المنافع الذاتية دون تعظيم قيمة المنشأة.

استناداً لنظرية التدفق النقدي الحر Free Cash Flow Theory كأحد النظريات المقترنة بنظرية الوكالة تلجأ الشركات للقيام بالاحتفاظ بفائض النقد المحقق سنوياً في صورة نقدية محتفظ بها Cash Holding لعدة أسباب منها دافع الشركات تجاه تجنب المخاطر، ودافع الإدارة تجاه زيادة مستوى المرونة المتاحة لهم لتنفيذ المشروعات الاستثمارية، وأخيراً توافر الرغبة لدى الإدارة في عدم إجراء توزيعات نقدية سنوية وتحبيز الاحتفاظ بالربح أو الفائض النقدي الحر كنقدية داخل الشركة. في دراسة أجراها (Pecinova et al., 2012, P. 726) عرف أداء المنشأة على أنه نتاج لممارسة المنشأة لأنشطتها الإنتاجية والاستثمارية خلال فترة زمنية عادة ما تكون سنة مالية، وهو يعبر عن مدى مساهمة كل مورد من موارد المنشأة في تحقيق أهدافها طويلة الأجل انطلاقاً من أن المنشأة الكفؤ يتم تقييمها استناداً إلى مدى نجاحها في تحقيق أهدافها طويلة الأمد، ويتأثر أداء الشركات بالعديد من العوامل ومن أكثر القضايا المثيرة للجدل في مجال المحاسبة العلاقة بين التدفق النقدي الحر وأداء الشركات خاصة الأداء المالي.

تباينت نتائج البحوث في مجال المحاسبة حول أثر مستوى التدفق النقدي الحر على أداء الشركات، فقد جاءت نتائج بعض البحوث مثل ( Gregory, 2005, P. 811; Wang, 2010, P. ) لتؤيد وجود تأثير معنوي موجب لارتفاع مستوى التدفق النقدي الحر على أداء الشركات ككل استناداً لوجهة النظر القائلة بأن احتفاظ الشركات بالتدفق النقدي الحر كمصدر تمويل داخلي متاح دون اقترانه بتكلفة تتكبدها الشركات كتكاليف الاقتراض يساعدها على الصمود والاستمرار في سوق الصناعة خاصة في الأوقات التي يسودها حالة من الركود والكساد في مجالات الصناعات الاستراتيجية. على صعيد آخر، جاءت نتائج بعض البحوث الأخرى مثل (Hong et al., 2012, P. 335; Khidmat & Rehman, 2014, P. 676) لتؤيد وجود تأثير سالب لارتفاع مستوى التدفق النقدي الحر على أداء الشركات ككل، وقد استندت هذه البحوث لنظرية الوكالة Agency theory وما تناولته للدور الذي تلعبه صراعات الوكالة بين الأصيل والوكيل الناجمة عن انفصال الملكية عن الإدارة مما أدى لتضارب المصالح بين الطرفين، وانطلاقاً من التباين بين نتائج البحوث السابقة يمكن للباحث صيغة المشكلة البحثية في التساؤل التالي:

**ما هو أثر التدفقات النقدية الحرة على أداء الشركات المساهمة المصرية؟**

**ثانياً: هدف الدراسة**

يتمثل هدف الدراسة الأساسي في اختبار أثر التدفقات النقدية الحرة على أداء الشركات المدرجة بسوق تداول الأوراق المالية المصري.

**ثالثاً: أهمية الدراسة**

**ترجع أهمية الدراسة إلى عدة اعتبارات لعل من أهمها :**

**1.** أن توافر التدفق النقدي الحر لدى الشركات يساعد مقاضيها على تقييم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المتمثلة في الفوائد وأصل القرض .

2. يساعد التدفق النقدي الحر حملة الأسهم على تقييم قدرة الشركة فيما يتعلق بدفع توزيعات الأرباح السنوية.
3. تعتمد قيمة المنشأة على التدفقات النقدية الحرة، والتي تسهم في التوسع والنمو للشركة بالاعتماد على مصادر التمويل الذاتية للشركة بدلاً من مصادر التمويل الخارجية، مع الأخذ في الاعتبار أن الأداء ما هو إلا المرآة العاكسة لأنشطة الشركة وإنجازاتها فهو نتاج النشاط الشمولي الذي تمارسه الشركة ويحدد مستوى إنجازها، ومدى استغلالها لمواردها وإمكاناتها. لذلك تمثل العلاقة بين التدفق النقدي الحر وأداء الشركات من أشد ما يؤثر على قرارات المستثمرين وأصحاب المصالح خاصة في سوق تداول الأوراق المالية المصري المتسم بكونه سوق ناشئ يضم العديد من الأطراف المتعارضة ممن يتمتعوا بخبرة واسعة في قراءة حركة سوق المال وقليلي الخبرة ذوي الخطوات الأولى في الاستثمار.

#### رابعاً: خطة الدراسة

في ضوء طبيعة مشكلة الدراسة وهدفها، سوف يقسم الباحث الدراسة على النحو التالي:

الإطار العام للدراسة: ويشمل مقدمة ومشكلة الدراسة، وهدف الدراسة وأهمية الدراسة .

الفصل الأول: التأصيل النظري للتدفقات النقدية الحرة.

الفصل الثاني: أداء الشركات في الفكر المحاسبي.

الفصل الثالث: الدراسات السابقة والتعليق عليها.

الفصل الرابع: الدراسة الاختبارية.

المبحث الأول: تصميم الدراسة الاختبارية وصياغة فرضيات الدراسة

المبحث الثاني: اختبار فرضيات الدراسة

خلاصة الدراسة والدراسات المستقبلية.

المراجع.

الملاحق.

## الدراسات السابقة

### جدول رقم (1): الدراسات السابقة

1- دراسة (Nunez, 2013)	
Free Cash Flow and Performance Predictability in Electric Utilities	عنوان الدراسة
تناول العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والقدرة التنبؤية للأداء بقطاع الكهرباء	هدف الدراسة
اعتمدت الدراسة على استخدام التدفقات النقدية الحرة كمتغير مستقل مقيساً من خلال حساب ناتج ( التدفقات النقدية الحرة = صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية - النفقات الرأسمالية)	المتغير المستقل وتعريفه الإجرائي
تم استخدام القدرة التنبؤية لأداء المنشأة كمتغير تابع مقيساً من خلال نسبة عوائد الأسهم السنوية والتي تم حسابها من خلال ثلاث نماذج انحدار خطية بحيث تكون التدفقات النقدية الحرة المتغير المفسر في النموذج الأول، وتكون التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية المتغير المفسر في النموذج الثاني، وصافي الدخل السنوي بعد خصم البنود غير العادية كمتغير مفسر للنموذج الثالث.	المتغير التابع وتعريفه الإجرائي
حجم المنشأة والرافعة المالية تم استخدامهما كمتغيرات ضابطة بالإضافة إلى إدراج المنشآت بالمؤشر الأمريكي لأفضل المنشآت الخدمية الأمريكية المحققة لرضاء العملاء والذي تم قياسه كمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا تم إدراج المنشأة بالمؤشر الأمريكي لرضاء العملاء عن الخدمة المقدمة والقيمة صفر إذا لم يتم إدراجها.	المتغيرات الضابطة وتعريفها الإجرائي
تم التطبيق على عينة مؤلفة من 86 منشأة بالولايات المتحدة الأمريكية بعدد مشاهدات يصل إلى 495 مشاهدة للمدى الزمني البادئ من عام 2000 وحتى عام 2010 مع الإشارة إلى أنه تم تحليل البيانات باستخدام نموذج الانحدار المتعدد.	مجتمع الدراسة والمدى الزمني
جاءت النتائج لتؤيد عدم وجود علاقة مباشرة بين التدفقات النقدية الحرة والقدرة التنبؤية لأداء المنشأة، وإنما أيدت النتائج وجود تأثير معنوي للتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والتدفقات النقدية الحرة على إدراج منشآت قطاع الكهرباء بالمؤشر الأمريكي لرضاء العملاء عن الخدمة المقدمة لهم عند مستوى معنوية 5%، 1% حيث أن انخفاض التدفقات النقدية الحرة والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية يؤدي لزيادة درجة رضاء العملاء عن أداء المنشأة وبالتالي يؤدي لارتفاع عوائد الأسهم السنوية مما يعزز القدرة التنبؤية لأداء المنشأة.	نتائج الدراسة
2- دراسة (Kadioglu et al., 2017)	
Testing the Relationship between Free Cash Flow and Company Performance in Borsa Istanbul	عنوان الدراسة
اختبار أثر مستوى التدفقات النقدية الحرة على الأداء طويل الأجل	هدف الدراسة

استخدمت الدراسة التدفقات النقدية الحرة كمتغير مستقل مقيساً عن طريق احتساب ناتج طرح ضرائب الدخل المدفوعة والمصروفات الرأسمالية وتوزيعات الأرباح السنوية للأسهم الممتازة والعادية من الأرباح السنوية من الأنشطة التشغيلية.	المتغير المستقل وتعريفه الإجرائي
تم قياس أداء المنشأة كمتغير تابع من خلال الاعتماد على مؤشر Tobin's Q بحيث يتم اقتسام القيمة السوقية لإجمالي الأصول على القيمة الدفترية لإجمالي الأصول.	المتغير التابع وتعريفه الإجرائي
تم استخدام حجم المنشأة مقيساً باللوغاريتم الطبيعي للأصول والرافعة المالية مقيسةً بنسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول كمتغيرات ضابطة.	المتغيرات الضابطة وتعريفها الإجرائي
تم التطبيق على عينة مكونة من 370 منشأة مدرجة بسوق تداول الأوراق المالية بالبيئة التركيبية للفترة من 2009 وحتى 2015.	مجتمع الدراسة والمدى الزمني
أيدت نتائج الدراسة وجود علاقة سالبة بين التدفقات النقدية الحرة المتاحة للمديرين وأداء الشركات، حيث تتعارض مصالح مديري الشركات مع مصالح المساهمين ، وبالتالي تنشأ تكاليف الوكالة ، فانخفاض التدفقات النقدية الحرة يؤدي إلى ارتفاع مستوى أداء المنشأة، وعلى العكس من ذلك ارتفاع التدفقات النقدية الحرة يؤدي إلى انخفاض مستوى الأداء بالمنشأة، وذلك على الرغم من تطبيق آليات الحوكمة ولأول مرة في تركيا عام 2003 ، ولكن لم يتم توزيعات للأرباح للمساهمين، بل الإستثمار المفرط في مشروعات لا تحقق العائد المرغوب فيه ( ذات قيمة حالية سالبة)، ولذلك توصي الدراسة بأن توزيعات الأرباح تمثل وسيلة هامة للتقليل من حدة مشكلة تكاليف الوكالة Agency Costs	نتائج الدراسة
<b>3- دراسة (Rezaei Piteneoi, &amp; Gholamrezapoor, 2019)</b>	
Free Cash Flow, Institutional Ownership and Long-Term Performance	عنوان الدراسة
اختبار أثر التدفقات النقدية الحرة والملكية المؤسسية كأحد آليات حوكمة الشركات على أداء المنشأة طويل الأجل	هدف الدراسة
<ul style="list-style-type: none"> <li>- تم استخدام التدفقات النقدية الحرة كمتغير مستقل أول مقيساً وفقاً للمعادلة التالية: (التدفقات النقدية الحرة = (الدخل السنوي من العمليات التشغيلية قبل اختتام الإهلاك - الضرائب السنوية - نفقات الفوائد السنوية - التوزيعات النقدية السنوية - توزيعات الأسهم العادية) ÷ القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في السنة السابقة).</li> <li>- الملكية المؤسسية كمتغير مستقل ثانٍ تم قياسه من خلال نسبة الأسهم التي تمتلكها المؤسسات كالبانوك و شركات التأمين إلى إجمالي أسهم الشركة.</li> </ul>	المتغير المستقل وتعريفه الإجرائي
استخدمت الدراسة الأداء طويل الأجل كمتغير تابع مقيساً من خلال مقارنة حاصل مؤشر Tobin's Q للشركة محل الدراسة بنظيراتها في سوق الصناعة بحيث يستخدم كمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان حاصل احتساب المؤشر أكبر من المتوسط في سوق الصناعة والقيمة (صفر) خلاف ذلك.	المتغير التابع وتعريفه الإجرائي
تم استخدام الرافعة المالية مقيسةً بنسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول، وحجم الشركة مقيساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، ومعدل النمو في المبيعات كمتغيرات ضابطة.	المتغيرات الضابطة وتعريفها الإجرائي

مجتمع الدراسة والمدى الزمني	تم التطبيق على عينة مكونة من 89 شركة مدرجة بسوق تداول الأوراق المالية بطهران خلال الفترة من 2012 وحتى 2016 ومنتمة لخمس قطاعات اقتصادية مختلفة.
نتائج الدراسة	أيدت النتائج وجود تأثير معنوي موجب لارتفاع مستوى التدفقات النقدية الحرة على أداء المنشأة بالأجل الطويل مفسرةً ذلك بأن توافر مقدار مرتفع من التدفقات النقدية الحرة بالمنشأة يمنحها الأولوية عن نظيراتها بسوق الصناعة لاقتناص الفرص الاستثمارية المتاحة بما يعظم قيمة الشركة وذلك لأنها في هذه الحالة يتيسر لها الانخراط في المشروعات الاستثمارية المربحة دون اللجوء للاقتراض من الغير أو دون مواجهة أزمة توفير سيولة كافية لتمويل هذه المشروعات. أيضاً أيدت النتائج وجود تأثير معنوي موجب للملكية المؤسسية كأحد آليات حوكمة الشركة على أداء المنشأة طويل الأجل نظراً لما توفره من بيئة رقابية فعالة لمراقبة الأداء الأفضل للمنشآت واستغلال مواردها الداخلية والخارجية على النحو الأمثل.
<b>4- دراسة (Abughniem et al.,2020)</b>	
عنوان الدراسة	Free Cash Flow and Firm Performance: Empirical evidence from the Amman Stock Exchange
هدف الدراسة	اختبار العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وأداء المنشأة
المتغير المستقل وتعريفه الإجرائي	اعتمدت الدراسة على استخدام التدفقات النقدية الحرة كمتغير مستقل مقيساً من خلال المعادلة التالية ( صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية – النفقات الرأسمالية – تكلفة المخزون – التوزيعات النقدية).
المتغير التابع وتعريفه الإجرائي	فتمثل في أداء المنشأة والذي تم قياسه من خلال ثلاثة مقاييس هي معدل العائد على الأصول، والقيمة السوقية للأسهم، ومؤشر Tobin's Q.
المتغيرات الضابطة وتعريفها الإجرائي	اقتصرت على استخدام حجم المنشأة مقيساً باللوغاريتم الطبيعي للأصول، والرافعة المالية مقيساً باحتساب حاصل قسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول كمتغيرات ضابطة، وتم تحليل البيانات باستخدام نموذج الانحدار المتعدد.
مجتمع الدراسة والمدى الزمني	تم التطبيق على عينة مكونة من 100 منشأة أردنية مدرجة بسوق عمان لتداول الأوراق المالية خلال الفترة من 2010 وحتى 2015.
نتائج الدراسة	أيدت النتائج وجود تأثير معنوي سالب للتدفقات النقدية الحرة على أداء المنشأة وذلك عند مستوى معنوية 5%، في حين يوجد تأثير معنوي موجب للتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية على أداء المنشأة مقيساً بمعدل العائد على الأصول.
<b>5- دراسة (Cohee et al., 2020)</b>	
عنوان الدراسة	Impacts of Free Cash Flow on Firm Performance during Market Contractions
هدف الدراسة	تناول أثر التدفقات النقدية الحرة على أداء المنشأة خلال الفترات التي يتسم بها السوق بالكساد.



<ul style="list-style-type: none"> <li>- اعتمدت الدراسة على استخدام المدخلات الاستراتيجية للاستثمار كمتغيرات مستقلة أبرزها التدفقات النقدية الحرة كمتغير مستقل أول مقياساً من خلال المعادلة التالية ( التدفقات النقدية الحرة = التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية - النفقات الرأسمالية) ولأغراض التحليل المقارن تم احتساب التدفق النقدي الحر المتولد عن كل سهم ( التدفقات النقدية الحرة ÷ عدد الأسهم القائمة).</li> <li>- عائد توزيعات الأرباح كمتغير مستقل ثانٍ مقياساً باقتسام توزيعات الأرباح على إجمالي عدد الأسهم.</li> <li>- عوائد الاستثمار كمتغير مستقل ثالثٍ مقياساً بالعائد على الاستثمار في مجال البحوث والتطوير ورأس المال والتي تم استخدام النفقات الرأسمالية كمقياس ينوب عن احتساب عوائد الاستثمار.</li> <li>- التنوع الاستثماري Diversification كمتغير مستقل رابع والذي تم قياسه من خلال قسمة قيمة الصفقات المستحوذ عليها على القيمة السوقية للمنشأة.</li> <li>- التصفية Divestiture كمتغير مستقل مقياساً من خلال قسمة قيمة الصفقة الفائضة عن الحاجة على القيمة السوقية للمنشأة.</li> </ul>	<p>المتغير المستقل وتعريفه الإجرائي</p>
<p>المتغير التابع تمثل في أداء المنشأة والذي تم استخدام العديد من التعريفات الإجرائية له هي: قيمة المنشأة مقيسةً بمؤشر Tobin's Q، ومعدل العائد على الأصول مقيساً بقسمة صافي الربح التشغيلي على متوسط إجمالي الأصول، ونسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى متوسط إجمالي الأصول، والعائد على حقوق المساهمين مقيساً بسعر السهم النهائي شاملاً توزيعات الأرباح إلى سعر السهم الافتتاحي، ومعدل النمو في الأصول مقيساً بنسبة إجمالي الأصول في نهاية الفترة المالية إلى إجمالي الأصول في بداية الفترة المالية،</p>	<p>المتغير التابع وتعريفه الإجرائي</p>
<p>تم استخدام حجم المنشأة كمتغير ضابط مقيساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.</p>	<p>المتغيرات الضابطة وتعريفها الإجرائي</p>
<p>تم التطبيق على عينة من المنشآت المنتمية لقطاع صناعات الدفاع الأمريكية من خلال تحليل البيانات الربع سنوية بداية من الربع الثاني من عام 2010 وحتى الربع الثالث من عام 2016 بإجمالي 26 ربع سنوي متتالي.</p>	<p>مجتمع الدراسة والمدة الزمنية</p>
<p>جاءت النتائج لتؤيد وجود تأثير إيجابي للتدفقات النقدية الحرة على أداء المنشأة خاصة في فترات الركود نظراً إلى أن ارتفاع مستوى التدفقات النقدية الحرة في فترات الكساد يمثل أكثر وسائل التحوط لدى المنشأة لمواجهة مخاطر الكساد والتقليل من حدة الصدمة مما يساعد المنشأة على المحافظة على مستويات الأداء، إلا أنه على النقيض توجد علاقة سالبة بين ارتفاع مستوى التدفقات النقدية الحرة وأداء المنشأة في ظل عدم وجود حالة من الكساد والركود بالسوق.</p>	<p>نتائج الدراسة</p>
<p>6- دراسة (Lai et al., 2020)</p>	
<p>The Impact of Free Cash Flow on Firm's Performance: Evidence from Malaysia</p>	<p>عنوان الدراسة</p>

هدف الدراسة	اختبار أثر التدفقات النقدية الحرة على أداء المنشأة.
المتغير المستقل وتعريفه الإجرائي	تم استخدام التدفقات النقدية الحرة كمتغير مستقل مقيساً من خلال المعادلة الآتية (التدفقات النقدية الحرة = صافي الدخل من الأنشطة التشغيلية قبل احتساب نفقات الإهلاك - ضريبة الدخل - مصروفات الفائدة - توزيعات الأرباح النقدية)،
المتغير التابع وتعريفه الإجرائي	تم استخدام أداء المنشأة كمتغير تابع مقيساً باستخدام أربعة مقاييس هي معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية، وقيمة المنشأة مقيساً بمؤشر Tobin's Q، وعوائد الأسهم.
المتغيرات الضابطة وتعريفها الإجرائي	تم الاعتماد على حجم المنشأة مقيساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول والرافعة المالية مقيساً بإجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول كمتغيرات ضابطة، وتم تحليل البيانات باستخدام نموذج الانحدار المتعدد.
مجتمع الدراسة والمدى الزمني	تم التطبيق على عينة مكونة من 350 منشأة ماليزية مدرجة بسوق تداول الأوراق المالية بماليزيا خلال الفترة من 2013 وحتى 2017.
نتائج الدراسة	أيدت نتائج الدراسة وجود تأثير سالب معنوي للتدفقات النقدية الحرة على معدل العائد على الأصول إلا أن هذا التأثير يتحول للموجب ولكن غير معنوي بين التدفقات النقدية الحرة ومعدل العائد على حقوق الملكية. على صعيد آخر أيدت النتائج وجود تأثير معنوي سالب للتدفقات النقدية الحرة على قيمة المنشأة مقيساً بمؤشر Tobin's Q إلا أن هذا التأثير تحول للموجب ولكنه غير معنوي للتدفقات النقدية الحرة على عوائد الأسهم. وتجدر الإشارة إلى أن (Lai et al., 2020) أوضح أنه توجد حدود إمكانية تعميم النتائج أبرزها أنه قد تم الاعتماد على نوع الصناعة التي تنتمي لها المنشأة كمتغير منظم للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وأداء المنشأة، بالإضافة إلى أن حجم العينة من كل قطاع لم يكن كبير كفاية وأنه إذا تم إجراء الدراسة مرة أخرى مع الأخذ في الاعتبار الاعتماد على عينة أكبر من عينة الدراسة الحالية سوف يتم التوصل لنتائج أكثر دقة بحيث يمكن تعميمها.

### التعليق على الدراسات السابقة

يلاحظ الباحث من خلال عرض الدراسات السابقة أن أغلبها قد اتفقت من حيث الهدف والمتغيرات إلا أنها تباينت في التعريفات الإجرائية والمقاييس والبيئات التي تم التطبيق فيها، ويمكن عرض أهم الملاحظات على الدراسات السابقة من خلال النقاط التالية:

اختلفت نتائج الدراسات السابقة حول العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وأداء المنشأة حيث أيدت نتائج (Cohee et al., 2020) وجود تأثير معنوي إيجابي للتدفقات النقدية الحرة على أداء المنشأة طويل الأجل خاصة في أوقات الكساد، في حين أيدت نتائج (Kadioglu et al., 2017; Abughniem et al., 2020) وجود تأثير معنوي سالب للتدفقات النقدية الحرة على أداء المنشأة

استناداً إلى أن وجود فائض في التدفقات النقدية الحرة يمكن أن يتيح للمديرين استخدام سلوكهم الانتهازي لتوجيه هذا الفائض لاستغلاله في تحقيق مصالحهم الشخصية مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة.

اختلفت البحوث السابقة تجاه قياس التدفقات النقدية الحرة فقد اتجهت بعضها مثل (Abughniem et al.,2020) إلى احتساب التدفقات النقدية الحرة اعتماداً على قائمة التدفقات النقدية من خلال طرح النفقات الرأسمالية والتوزيعات النقدية ومصروفات الفوائد وضرائب الدخل السنوية من التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، إلا أنه اتجهت بحوث أخرى مثل (Kadioglu et al., 2017) للاعتماد على قائمة الدخل كأساس لاحتساب التدفقات النقدية الحرة من خلال طرح ضرائب الدخل ومصروفات الفوائد وتوزيعات الأرباح السنوية من صافي الدخل السنوي قبل احتساب الإهلاك.

اختلفت الدراسات السابقة من حيث المقاييس المستخدمة لقياس أداء المنشأة كمتغير تابع، فقد استخدمت دراسة كل من (Abughniem et al.,2020) ثلاثة مقاييس لقياس أداء المنشأة هي الأداء التشغيلي للمنشأة والذي يتم قياسه بمعدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية، وقيمة المنشأة مقيسةً بمؤشر Tobin's Q، وعوائد الأسهم. إلا أنه على صعيد آخر اقتصر بعض الدراسات مثل (Rezaei Pitenoiei, & Gholamrezapoor, 2019) على استخدام قيمة المنشأة مقيسةً بمؤشر Tobin's Q مما يعطي تفسيراً لاختلاف النتائج بين الدراسات السابقة، مع الإشارة إلى أن الباحث في الدراسة الحالية سوف يعتمد على ثلاثة مقاييس لقياس أداء المنشأة هي معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية وعوائد الأسهم. وبوجه عام تعتبر الدراسة الحالية امتداداً للدراسات السابقة.

## الدراسة الاختبارية:

### 1/ فروض الدراسة

يتمثل الفرض الرئيسي للدراسة الحالية في الفرض القائل بأنه " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة وأداء الشركات المساهمة المصرية"، وبناء على فرض الدراسة الرئيسي قام الباحث باشتقاق ثلاث فروض فرعية نظراً لاختلاف المقياس المستخدم لقياس المتغير التابع " أداء الشركات " وتمثلت هذه الفروض فيما يلي:

1/1 " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة ومعدل العائد على الأصول بالشركات المساهمة المصرية".

2/1 " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة ومعدل العائد على حقوق الملكية بالشركات المساهمة المصرية".

3/1 " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة وعوائد الأسهم بالشركات المساهمة المصرية".

## 2/ النموذج العام للدراسة:

تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطى المتعدد التالي لاختبار تأثير التدفقات النقدية الحرة (كمتغير مستقل) على أداء الشركات المساهمة المصرية المقيدة ببورصة الأوراق المالية (كمتغير تابع):

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it-1} + \beta_2 BDSIZE_{it} + \beta_3 BDIND_{it} + \beta_4 DUAL_{it} + \beta_5 MGROWN_{it} + \beta_6 INSOWN_{it} + \beta_7 FSIZE_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 SALG_{it} + \varepsilon_{it} \dots (1)$$

حيث أن:

أداء الشركة (i) خلال الفترة (t)	=	$FP_{it}$
التدفقات النقدية الحرة للشركة (i) خلال الفترة (t)	=	$FCF_{it-1}$
حجم مجلس الإدارة للشركة (i) خلال الفترة (t)	=	$BDSIZE_{it}$
استقلالية مجلس الإدارة للشركة (i) خلال الفترة (t)	=	$BDIND_{it}$
إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول للشركة (i) خلال الفترة (t)	=	$DUAL_{it}$
الملكية الإدارية للشركة (i) خلال الفترة (t)	=	$MGROWN_{it}$
الملكية المؤسسية للشركة (i) خلال الفترة (t)	=	$INSOWN_{it}$
حجم الشركة (i) في نهاية الفترة (t)	=	$FSIZE_{it}$
الرافعة المالية (المديونية) للشركة (i) في نهاية الفترة (t)	=	$LEV_{it}$
نمو المبيعات للشركة (i) في نهاية الفترة (t)	=	$SALG_{it}$
المتبقي إحصائياً من تقدير النموذج (الخطأ العشوائي)	=	$\varepsilon_{it}$

ويتفرع من هذه المعادلة الأساسية المعادلات التالية قياس الأداء المالي للشركات المساهمة المصرية على النحو التالي:

النموذج الفرعي الأول: التدفقات النقدية الحرة ومعدل العائد على الأصول

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1FCF_{it-1} + \beta_2BDSIZE_{it} + \beta_3BDIND_{it} + \beta_4DUAL_{it} + \beta_5MGROWN_{it} + \beta_6INSOWN_{it} + \beta_7FSIZE_{it} + \beta_8LEV_{it} + \beta_9SALG_{it} + \varepsilon_{it} \dots (1.1)$$

حيث أن:

$ROA_{it}$  = معدل العائد على الأصول كمقياس أول لأداء الشركة  $i$  خلال الفترة  $t$

النموذج الفرعي الثاني: التدفقات النقدية الحرة ومعدل العائد على حقوق الملكية

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1FCF_{it-1} + \beta_2BDSIZE_{it} + \beta_3BDIND_{it} + \beta_4DUAL_{it} + \beta_5MGROWN_{it} + \beta_6INSOWN_{it} + \beta_7FSIZE_{it} + \beta_8LEV_{it} + \beta_9SALG_{it} + \varepsilon_{it} \dots (1.2)$$

حيث أن:

$ROE_{it}$  = معدل العائد على حقوق الملكية كمقياس ثانٍ لأداء الشركة  $i$  خلال الفترة  $t$

النموذج الفرعي الثالث: التدفقات النقدية الحرة وعوائد الأسهم

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1FCF_{it-1} + \beta_2BDSIZE_{it} + \beta_3BDIND_{it} + \beta_4DUAL_{it} + \beta_5MGROWN_{it} + \beta_6INSOWN_{it} + \beta_7FSIZE_{it} + \beta_8LEV_{it} + \beta_9SALG_{it} + \varepsilon_{it} \dots (1.3)$$

حيث أن:

$R_{it}$  = عوائد الأسهم كمقياس ثالث لأداء الشركة  $i$  خلال الفترة  $t$

وفيما يلي التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة:

جدول رقم (2) التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة

التعريف الإجرائي	المتغير	
	رمز المتغير	إسم المتغير
<b>المتغير التابع: أداء الشركة</b>		
ويتم حسابه من خلال قسمة صافي الربح بعد الضرائب مضافا إليه مصروف الفوائد الخالي من الضرائب على متوسط إجمالي الأصول خلال الفترة.	$ROA_{it}$	العائد على الأصول
ويتم حسابه من خلال قسمة صافي الربح بعد الضرائب مطروحا منه توزيعات أرباح الأسهم الممتازة (إن وجدت) على متوسط حقوق المساهمين العاديين خلال الفترة.	$ROE_{it}$	العائد على حقوق الملكية
ويتم حسابه من خلال قسمة التغير في سعر السهم مضافا إليه التوزيعات النقدية المدفوعة على سعر السهم للفترة السابقة.	$R_{it}$	عوائد الأسهم
<b>المتغير المستقل: التدفقات النقدية الحرة</b>		
صافي التدفقات النقدية التشغيلية مطروحا منه الإنفاق الرأسمالي لمتطلبات رأس المال العامل لاستمرارية المشروع وتوزيعات الأرباح.	$FCF_{it-1}$	التدفقات النقدية الحرة
<b>المتغيرات الضابطة:</b>		
عدد أعضاء مجلس الإدارة للشركة خلال الفترة.	$BDSIZE_{it}$	حجم مجلس الإدارة
نسبة الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة للشركة خلال الفترة، ويتم حسابها بقسمة عدد الأعضاء غير التنفيذيين في المجلس إلى إجمالي عدد أعضاء المجلس.	$BDIND_{it}$	استقلالية مجلس الإدارة
متغير وهمي يأخذ القيمة (واحد) إذا كان المدير التنفيذي الأول (العضو المنتدب) للشركة يشغل أيضا منصب رئيس مجلس الإدارة، و(صفر) بخلاف ذلك.	$DUAL_{it}$	إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول
نسبة الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة للشركة خلال الفترة.	$MGROWN_{it}$	الملكية الإدارية
نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين المؤسسين للشركة خلال الفترة.	$INSOWN_{it}$	الملكية المؤسسية
اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية الفترة.	$FSIZE_{it}$	حجم الشركة
نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي أصول الشركة في نهاية الفترة.	$LEV_{it}$	الرافعة المالية
نسبة التغير في حجم مبيعات الشركة في نهاية الفترة.	$SALG_{it}$	نمو المبيعات

### 3/ مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة الحالية في الشركات المساهمة المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من 2013 إلى 2020 موزعا على 13 قطاع، وسيتم الاعتماد في إتمام الدراسة الحالية على اختبار عينة من تلك الشركات ويوضح الجدول رقم (3) التوزيع القطاعي لعينة الدراسة.

جدول رقم (3): التوزيع القطاعي لعينة الدراسة

م	القطاع	العينة	النسبة
1	الموارد الأساسية	7	5.74%
2	الكيمويات	7	5.74%
3	الرعاية الصحية	12	9.84%
4	التشييد ومواد البناء	17	13.93%
5	الأغذية والمشروبات	20	16.39%
6	السياحة والترفيه	11	9.01%
7	الاتصالات	3	2.46%
8	منتجات منزلية وشخصية	9	7.38%
9	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	13	10.66%
10	موزعين وتجار تجزئة	4	3.28%
11	العقارات	17	13.93%
12	المرافق	1	0.82%
13	الإعلام	1	0.82%
	الإجمالي	122	100%

### 4/ مصادر الحصول على بيانات الدراسة:

تم الحصول على البيانات اللازمة لإتمام الدراسة الاختبارية على كلا من شركة مصر لنشر المعلومات، موقع مباشر وموقع investing.com والمواقع الرسمية لشركات العينة، إذ أمدتنا بالتقارير والقوائم المالية، بهدف استخراج البيانات اللازمة لقياس المتغير التابع، والمتغير المستقل والمتغيرات الضابطة.

## 5/ حدود الدراسة:

يقتصر تطبيق الدراسة الاختبارية على عينة مكونة من 122 شركة من الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية، والتي تنتمي إلى 13 قطاعاً اقتصادياً بعد استبعاد قطاعي البنوك والخدمات المالية بخلاف البنوك نظراً لطبيعة نشاط كل منهما، كما تقتصر الدراسة على تأثير التدفقات النقدية الحرة على الأداء المالي فقط دون الأداء التشغيلي.

## 6/ الاختبارات الإحصائية وتحليل وتفسير النتائج:

### 1/6 الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

يعرض الجدول رقم (4) بعض الإحصاء الوصفية لمتغيرات الدراسة بهدف إظهار الخصائص التي تنتم بها على مستوى شركات عينة الدراسة، وتشمل كلاً من الحد الأدنى، الحد الأقصى، المتوسط، الانحراف المعياري

جدول رقم (4): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	عدد المشاهدات	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الانحراف المعياري
<b>المتغيرات التابعة</b>					
العائد على الأصول	976	-1.233	0.854	0.068	0.123
العائد على حقوق الملكية	976	-1.944	1.884	0.113	0.298
عوائد الأسهم	976	-1.072	2.969	0.244	0.654
<b>المتغير المستقل</b>					
التدفقات النقدية الحرة	976	-1.975	1.938	0.356	0.436
<b>المتغيرات الضابطة</b>					
حجم مجلس الإدارة	976	3.000	16.000	7.540	2.426
استقلالية مجلس الإدارة	976	0.000	1.000	0.560	0.244
ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول	976	0.000	1.000	0.715	0.452
الملكية الإدارية	976	0.000	0.911	0.189	0.265
الملكية المؤسسية	976	0.000	0.997	0.503	0.332
حجم الشركة	976	16.821	25.159	20.137	1.507
الرافعة المالية	976	0.001	1.387	0.450	0.279
نمو المبيعات	976	-1.456	1.921	0.115	0.441



يعرض الجدول السابق الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة حيث يمكن الوقوف على مجموعة من الملاحظات التالية:

- فيما يتعلق بمعدل العائد على الأصول كمقياس للمتغير التابع، يلاحظ وجود مدى واسع لقيم هذا المتغير حيث يتبين أن أكبر قيمة هي (0.854) بينما أقل قيمة هي (-1.233) وهذا يعني وجود تفاوت كبير بين شركات العينة فيما يتعلق بالعائد على الأصول.

- فيما يتعلق بمعدل العائد على حقوق الملكية كمقياس للمتغير التابع، يلاحظ وجود مدى واسع لقيم هذا المتغير حيث يتبين أن أكبر قيمة هي (1.884) بينما أقل قيمة هي (-1.944) وهذا يعني وجود تفاوت كبير بين شركات العينة فيما يتعلق بالعائد على حقوق الملكية.

- فيما يتعلق بعوائد الأسهم كمقياس للمتغير التابع، يلاحظ وجود مدى واسع لقيم هذا المتغير حيث يتبين أن أكبر قيمة هي (2.969) بينما أقل قيمة هي (-1.072) وهذا يعني وجود تفاوت كبير بين شركات العينة فيما يتعلق بعوائد الأسهم.

- فيما يتعلق بالمتغير المستقل التدفقات النقدية الحرة، يلاحظ وجود مدى واسع لقيم هذا المتغير حيث يتبين أن أكبر قيمة هي (1.938) بينما أقل قيمة هي (-1.975) وهذا يعني وجود تفاوت كبير بين شركات العينة فيما يتعلق بالتدفقات النقدية الحرة.

فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، (حجم مجلس الإدارة) حيث يتبين أن أكبر قيمة هي (16) وأن أقل قيمة هي (3) بمتوسط قدره (7.540)، (استقلالية مجلس الإدارة) حيث يتبين أن أكبر قيمة هي (1) وأن أقل قيمة هي (0) بمتوسط قدره (0.560)، (إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول) حيث يتبين أن أكبر قيمة هي (1) وأن أقل قيمة هي (0) بمتوسط قدره (0.715)، (الملكية الإدارية) حيث يتبين أن أكبر قيمة هي (0.911) وأن أقل قيمة هي (0) بمتوسط قدره (0.189)، (الملكية المؤسسية) حيث يتبين أن أكبر قيمة هي (0.997) وأن أقل قيمة هي (0) بمتوسط قدره (0.503)، (حجم الشركة) حيث يتبين أن أكبر قيمة هي (25.159) وأن أقل قيمة هي (16.821) بمتوسط قدره (20.137)، (الرافعة المالية) حيث يتبين أن أكبر قيمة هي (1.387) وأن أقل قيمة هي (0.001) بمتوسط قدره (0.450)، (نمو المبيعات) حيث يتبين أن أكبر قيمة هي (1.921) وأن أقل قيمة هي (-1.456) بمتوسط قدره (0.115).

## 2/6 نتائج تحليل الانحدار:

### النموذج الأول: تحليل الانحدار للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والعائد على الأصول:

يظهر جدول رقم (5) نتائج التحليل الإحصائي لنموذج الانحدار للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة، والعائد على الأصول حيث يتبين خلو النموذج من أي مشاكل قياسية تؤثر على نتائجه، كما أن النموذج دال إحصائياً، حيث تبلغ دلالة اختبار (F) (0.000) وذلك عند مستوى معنوية (0.05). أيضاً بلغ معامل التحديد للنموذج (0.24) وهو ما يعني أن المتغيرات التفسيرية في النموذج تفسر (0.24) من إجمالي التغيرات في المتغير التابع (العائد على الأصول) وأن (0.76) من التغيرات ترجع إلى الخطأ العشوائي، أو إلى متغيرات أخرى لم يتم إدراجها في النموذج.

فيما يتعلق بنتائج الانحدار تؤيد النتائج وجود تأثير معنوي موجب ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05) بين المتغير المستقل (التدفقات النقدية الحرة) والمتغير التابع (العائد على الأصول) حيث بلغت قيمة دلالة الاختبار (0.026)، بمعنى أن ارتفاع مستوى التدفقات النقدية الحرة ينعكس بالإيجاب على معدل العائد على الأصول كمقياس لأداء الشركة. فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة تؤيد النتائج عدم وجود تأثير معنوي بين المتغيرات (حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، والملكية الإدارية، والملكية المؤسسية). على صعيد آخر، تؤيد النتائج وجود تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05) لكلاً من (حجم الشركة، والرافعة المالية، ونمو المبيعات) حيث بلغت قيمة دلالة الاختبار لكلاً منهم (0.000).

جدول رقم (5): العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والعائد على الأصول

المتغيرات	معاملات الانحدار	الخطأ المعياري	قيمة (T)	قيمة (P)	معامل (VIF)
ثابت الانحدار	-0.209	0.059	-3.55	*0.000	
التدفقات النقدية الحرة	0.019	0.008	2.24	*0.026	1.02
حجم مجلس الإدارة	0.002	0.002	1.47	0.141	1.24
استقلالية مجلس الإدارة	-0.028	0.016	-1.74	0.082	1.16
ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول	0.011	0.009	1.40	0.163	1.10
الملكية الإدارية	0.005	0.015	0.35	0.725	1.25
الملكية المؤسسية	-0.006	0.012	-0.48	0.634	1.34
حجم الشركة	0.015	0.003	5.44	*0.000	1.42
الرافعة المالية	-0.126	0.014	-9.04	*0.000	1.12
نمو المبيعات	0.048	0.008	5.80	*0.000	1.01
قيمة (F) المحسوبة	27.52			*0.000	
معامل التحديد ( $R^2$ )	0.2403				
معامل التحديد المعدل ( $R^2$ )	0.2323				
حجم العينة	122				

#### النموذج الثاني: تحليل الانحدار للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والعائد على حقوق الملكية:

يظهر جدول رقم (6) نتائج التحليل الإحصائي لنموذج الانحدار للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة، والعائد على حقوق الملكية حيث يتبين خلو النموذج من أي مشاكل قياسية تؤثر على نتائجه، كما أن النموذج دال إحصائياً، حيث تبلغ دلالة اختبار (F) (0.000) وذلك عند مستوى معنوية (0.05). أيضاً بلغ معامل التحديد للنموذج (0.14) وهو ما يعني أن المتغيرات التفسيرية في النموذج تفسر (0.14) من إجمالي التغيرات في المتغير التابع (العائد على حقوق الملكية) وأن (0.86) من التغيرات ترجع إلى الخطأ العشوائي، أو إلى متغيرات أخرى لم يتم إدراجها في النموذج.

فيما يتعلق بنتائج تحليل الانحدار، تؤيد النتائج وجود تأثير معنوي سالب ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05) بين المتغير المستقل (التدفقات النقدية الحرة) والمتغير التابع (العائد على حقوق الملكية) حيث بلغت قيمة دلالة الاختبار (0.000) فازدياد مستوى التدفقات النقدية الحرة يؤدي إلى معدل العائد على حقوق الملكية مما يؤدي إلى انخفاض مستوى أداء الشركات. فيما يتعلق بالمتغيرات

الضابطة تؤيد النتائج عدم وجود تأثير معنوي بين المتغيرات (حجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية). على نحو آخر، تؤيد النتائج وجود تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05) لكلاً من (حجم الشركة، الرافعة المالية، نمو المبيعات) حيث بلغت قيمة دلالة الاختبار لكلاً منهم (0.049) ، (0.021) ، (0.000).

جدول رقم (6): العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والعاقد على حقوق الملكية

المتغيرات	معاملات الإندحار	الخطأ المعياري	قيمة (T)	قيمة (P)	معامل (VIF)
ثابت الإندحار	-0.339	0.208	-1.63	0.103	
التدفقات النقدية الحرة	-0.060	0.022	-3.28	*0.000	1.02
حجم مجلس الإدارة	0.005	0.006	0.89	0.376	1.24
استقلالية مجلس الإدارة	-0.003	0.058	-0.01	0.995	1.16
ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول	0.008	0.030	0.27	0.785	1.10
الملكية الإدارية	-0.008	0.057	-0.14	0.885	1.25
الملكية المؤسسية	0.031	0.046	0.66	0.509	1.34
حجم الشركة	0.020	0.010	1.97	*0.049	1.42
الرافعة المالية	-0.057	0.046	-1.23	*0.021	1.12
نمو المبيعات	0.080	0.020	4.13	*0.000	1.01
قيمة (F) المحسوبة	14.22				*0.000
معامل التحديد ( $R^2$ )	0.1378				
معامل التحديد المعدل ( $R^2$ )	0.1288				
حجم العينة	122				

**النموذج الثالث:** تحليل الانحدار للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وعوائد الأسهم:

يظهر جدول رقم (7) نتائج التحليل الإحصائي لنموذج الانحدار للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة، وعوائد الأسهم حيث يتبين خلو النموذج من أي مشاكل قياسية تؤثر على نتائجه، كما أن النموذج دال إحصائياً ، حيث تبلغ دلالة اختبار (F) (0.000) وذلك عند مستوى معنوية (0.05). أيضاً بلغ معامل التحديد للنموذج (0.22) وهو ما يعني أن المتغيرات التفسيرية في النموذج تفسر (0.22) من

إجمالي التغيرات في المتغير التابع (عوائد الأسهم) وأن (0.78) من التغيرات ترجع إلى الخطأ العشوائي ، أو إلى متغيرات أخرى لم يتم إدراجها في النموذج. فيما يتعلق بنتائج تحليل الانحدار تؤيد النتائج وجود تأثير معنوي سالب ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05) بين المتغير المستقل (التدفقات النقدية الحرة) والمتغير التابع (عوائد الأسهم) حيث بلغت قيمة دلالة الاختبار (0.000). فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة تؤيد النتائج عدم وجود تأثير معنوي بين المتغيرات (حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، حجم الشركة، الرافعة المالية). في حين تؤيد النتائج وجود تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05) للمتغير (نمو المبيعات) حيث بلغت قيمة دلالة الاختبار (0.000).

جدول رقم (7): العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وعوائد الأسهم

المتغيرات	معاملات الانحدار	الخطأ المعياري	قيمة (T)	قيمة (P)	معامل (VIF)
ثابت الانحدار	0.282	0.333	0.85	0.396	
التدفقات النقدية الحرة	-0.012	0.048	-4.25	*0.000	1.02
حجم مجلس الإدارة	0.007	0.009	0.07	0.941	1.24
استقلالية مجلس الإدارة	0.042	0.091	0.46	0.645	1.16
ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول	0.012	0.048	0.26	0.794	1.10
الملكية الإدارية	-0.021	0.087	-0.24	0.808	1.25
الملكية المؤسسية	0.108	0.072	1.48	0.138	1.34
حجم الشركة	-0.007	0.016	-0.41	0.684	1.42
الرافعة المالية	-0.031	0.079	-0.40	0.692	1.12
نمو المبيعات	0.193	0.474	4.07	*0.000	1.01
قيمة (F) المحسوبة	22.26			*0.000	
معامل التحديد ( $R^2$ )	0.2207				
معامل التحديد المعدل ( $R^2$ )	0.2115				
حجم العينة	122				

## مناقشة وتفسير النتائج

يتركز اهتمام الدراسة الحالية في اختبار أثر التدفقات النقدية الحرة على أداء الشركات المساهمة المصرية، وقد جاءت نتائج الدراسة الحالية لتؤيد رفض الفرض الرئيسي القائل بأنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية الحرة وأداء الشركات المساهمة المصرية ويعرض الجدول رقم (8) ملخص لنتائج اختبار فرضيات الدراسة التي تم التوصل إليها على النحو التالي:

جدول رقم (8): ملخص نتائج اختبار فرضيات الدراسة

فروض الدراسة الفرعية	مقياس أداء الشركات	نتيجة اختبار الفروض	إتجاه العلاقة
الأولى	العائد على الأصول	رفض الفرضية	موجب
الثانية	العائد على حقوق الملكية	رفض الفرضية	سالب
الثالثة	عوائد الأسهم	رفض الفرضية	سالب

ويقوم الباحث في الفقرات التالية بعرض تفصيلي لنتائج الدراسة في ضوء نتائج تحليل الانحدار المتعدد السابقة وذلك كما يلي:

تؤيد نتائج الدراسة الحالية وجود علاقة معنوية موجبة بين التدفقات النقدية الحرة كمتغير مستقل، والعائد على الأصول كمتغير تابع، حيث أن ارتفاع مستوى التدفق النقدي الحر المحقق سنوياً يؤدي إلى زيادة معدل العائد على الأصول كمقياس لأداء الشركات، وبالتالي يزيد من مستوى أداء الشركات المساهمة المصرية وهو ما يتفق مع نتائج دراسة كل من (Wen, 2017; Abughniem et al., 2020) اللتين أيدتا أن ازدياد مستوى التدفقات النقدية الحرة يؤدي لزيادة فرص النمو انطلاقاً من أن توافر مصدر تمويل داخلي يتيح للشركة الانخراط في المشروعات الاستثمارية المؤدية لتعظيم قيمة المنشأة على المدى الطويل، وبالتالي رفض الدراسة الحالية الفرض الفرعي الأول القائل بأنه: " لا توجد علاقة بين التدفقات النقدية الحرة ومعدل العائد على الأصول بالمنشآت المساهمة المصرية" تؤيد نتائج الدراسة الحالية وجود علاقة معنوية سالبة بين التدفقات النقدية الحرة كمتغير مستقل، ومعدل العائد على حقوق الملكية كمقياس لأداء الشركات كمتغير تابع، فتوافر قدر كبير من التدفق النقدي الحر بالشركات المساهمة المصرية يمكن أن يتعرض لسوء التوظيف كمصدر تمويل داخلي

متاح للشركات نظراً لتعارضات المصالح التي يمكن أن تحدث بين الأعضاء التنفيذيين بالإدارة والملاك وهو ما يتفق مع نتائج (Khidmat & Rehman, 2014; Wen, 2017) وبالتالي رفض الفرض الفرعي الثاني القائل بأنه:

**" لا توجد علاقة بين التدفقات النقدية الحرة ومعدل العائد على حقوق الملكية بالمشركات المساهمة المصرية "**

تؤيد نتائج الدراسة الحالية وجود علاقة معنوية سالبة بين التدفقات النقدية الحرة كمتغير مستقل، وعوائد الأسهم كمقياس لأداء الشركات كمتغير تابع، وهو ما يتفق مع الفرضية التي قامت عليها دراسة (Jensen, 1986) القائلة بأنه توجد علاقة سالبة بين التدفقات النقدية الحرة وعوائد الأسهم، حيث فسر هذا العلاقة بأن تباين المصالح بين الأصيل والوكيل الناتج عن انفصال الملكية عن الإدارة يمكن أن ينعكس بدوره بالسلب على عوائد الأسهم حال توافر قدر كبير من النقد الحر، فيمكن للوكيل أن يوظف هذا النقد بصورة غير متفقة مع مبدأ الرشد الاقتصادي غير مؤدية لتعظيم قيمة الشركة ولكن معظمة لمنفعته الذاتية مما يهدر على الشركة إمكانية الاستثمار في مشروعات ذات عائد مستقبلي موجب أو يهدر على حملة الأسهم إمكانية التمتع بالحصول على جزء من الربح السنوي المحقق في صورة توزيعات نقدية. وفي سوق ناشئ كسوق تداول الأوراق المالية المصري تزداد فيه إمكانية ازدياد عدم تماثل المعلومات التي تتيح للوكيل إمكانية توظيفه السيئ للموارد المتاحة اعتماداً على أن باقي الأطراف المتعاملة بالسوق لن تتمتع بمستوى المعرفة بأنشطة الشركة وتمويلها كمستوى معرفته. وبالتالي رفض الدراسة الحالية للفرض الفرعي الثالث القائل بأنه:

**" لا توجد علاقة بين التدفقات النقدية الحرة وعوائد الأسهم بالشركات المساهمة المصرية ".**

## المراجع

1. Abughniem, M. S., Al Aishat, M. A. H., & Hamdan, A. (2020). Free Cash Flow and Firm Performance: Empirical Evidence from the Amman Stock Exchange. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 10(12), 668-681.
2. Cohee, G. L., Piccolo, R. F., & Kiyamaz, H. (2020). Impacts of Free Cash Flow on Firm Performance during Market Contractions. *International Journal of Business*, 25(3), 230-248.
3. Ehsani, A.A. (2014). Examination of Relation between Ownership Structure and Free Cash Flow with Performance of the Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *International Research Journal of Management Sciences*, 2(11), 312-317.
4. Gregory, A., (2005) "The Long Run Performance and the Free Cash Flow Hypothesis", *Journal of Business Finance and Accounting* 32 (5): 777-814.
5. Hong, Z., Y. Shuting, and Z. Meng, 2012, "Relationship between Free Cash Flow and Financial Performance: Evidence from The Listed Real Estate Companies in China", *International Conference on Innovation and Information Management (ICIIM 2012)*, Singapore.
6. Jensen, M. C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers." *American Economic Review* 76 (2): 323-329.
7. Kadioglu, E., S. Kilic, and E. A. Yilmaz, 2017, "Testing the Relationship between Free Cash Flow and Company Performance in Borsa Istanbul", *International Business Research* 10 (5):148-158.
8. Khidmat, W. B., & Rehman, M. U. (2014). The impact of free cash flows and agency costs on firm performance—An empirical analysis of KSE



- listed companies of Pakistan. *Journal of Financial Engineering*, 1(03), 1450027.
9. Lai, E. K. S., Latiff, A. R. A., Keong, O. C., & Qun, T. C. (2020). The Impact of Free Cash Flow on Firm's Performance: Evidence from Malaysia. In *Eurasian Economic Perspectives* (pp. 3-16). Springer, Cham.
  10. Nunez, K., 2013, "Free Cash Flow and Performance in Electric Utilities", *Journal of Business and Policy Research* 8 (1): 19-38.
  11. Pecinova, Z., Lostakova, H., & Havranek, P. (2012). The Company Performance from the Point of View of the Customers in the Context of the Company Performance. In *Congress Proceedings: Carpathian Logistics Congress* (pp. 723-730).
  12. Rezaei Pitenoeei, Y., & Gholamrezapoor, M. (2019). Free Cash Flow, Institutional Ownership and Long-Term Performance. *Advances in Mathematical Finance and Applications*, 4(2), 31-42.
  13. Wang, G. Y., 2010, "The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance", *Journal of Service Science and Management* 3 (4): 408-418.
  14. Wen, R. (2017). Free Cash Flow, CEO Ability and Firm Performance. *CEO Ability and Firm Performance (April 23, 2017)*.

**Abstract:**

In an empirical study the researcher examined the effect of free cash flow on firm performance applying on 122 firms listed in the Egyptian stock exchange market during the period from 2013 to 2020. The researcher used free cash flow as an independent variable measured by an equilibrium calculated as follow:  $\text{Free cash flow} = \text{Operation cash Flow} - \text{Capital expenditure} - \text{dividends}$ . While firm performance was used as a dependent variable measured by Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), and Stock Returns. Furthermore, the researcher used Board size, CEO Duality, Managerial ownership, Institutional ownership, Firm Size, Leverage and Sales Growth as control variables. Data were analyzed by multi regression models, and results indicate that there is a positive effect for free cash flow on return on assets. Versus, there is a negative effect of free cash flow on return on equity, and stock returns .

**Keywords:** Free cash flow, Firm performance, Return on assets, Return on Equity, Stock returns.