



**أثر هيكل الملكية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر
والأداء المالي للشركات
دراسة اختبارية على بيئة الأعمال المصرية**

إعداد

د. السيد جمال محمد القزاز

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

said33@gmail.com

د. أحمد محمد شاكر سمعان

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة جامعة الزقازيق

dr_ahmedshaker2000@yahoo.com

محمد نبوي عبد المحسن درويش

باحث ماجستير محاسبة كلية التجارة

جامعة الزقازيق

mhmed@accounting.edu

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد السابع والأربعون - العدد الرابع أكتوبر 2025

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

أثر هيكل الملكية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات

"دراسة اختبارية على بيئة الأعمال المصرية"

الملخص

نظراً لتباين نتائج الدراسات السابقة للعلاقة بين التدفق النقدي الحر كمتغير مستقل والأداء المالي كمتغير تابع، فقد استهدفت الدراسة الدور المحتمل لهيكل الملكية (الإدارية والمؤسسية) في توضيح أسباب هذا التباين. ولتحقيق ذلك تم اختبار ثلاثة فروض رئيسية وستة فروض فرعية مشتقة منها على عينة من الشركات المساهمة المصرية غير المالية عددها 125 شركة تنتمي إلى 15 قطاعاً نوعياً خلال الفترة بين عامي (2018، 2022) وفرت عدد 625 مشاهدة، وذلك في ظل وجود متغيرين ضابطين هما: حجم الشركة، والرافعة المالية. وباستخدام أسلوب تحليل الانحدار الخطي المتعدد جاءت نتائج اختبار الفروض إحصائياً لتشير إلى وجود علاقة موجبة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA) وعلاقة سالبة معبراً عنه بـ (ROE)، كما أظهرت النتائج وجود تأثير منظم سالب لهيكل الملكية الإدارية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE)، ووجود تأثير منظم سالب لهيكل الملكية المؤسسية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بكل من (ROA, ROE). وأخيراً توفر الدراسة دليلاً جديداً على أن هيكل الملكية (الإدارية والمؤسسية) يمكن أن يلعب دوراً مهماً في تفسير العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي.

الكلمات المفتاحية: التدفق النقدي الحر، الأداء المالي للشركات، هيكل الملكية الإدارية، هيكل الملكية المؤسسية، معدل العائد على الأصول (ROA)، معدل العائد على حقوق الملكية (ROE).

أولاً: مقدمة ومشكلة الدراسة:

مع كبر حجم منشآت الأعمال وتعدد عملياتها الفنية والإدارية أدى ذلك إلى انفصال الملكية عن الإدارة والذي ترتب عليه ظهور مشاكل الوكالة والتي تعنى عدم تماثل المعلومات بين الأصيل والوكيل؛ حيث إختلاف أهداف كل منهما والذي بدوره يؤثر على الأداء المالى للشركات (عفيفي وآخرون، 2022). ويرى كل من (Bergeron, 1999; Miller et al., 2007) أن الأداء هو إنعكاس لكيفية إستخدام الموارد سواء المالية أو البشرية وإستغلالها بكفاءة وفعالية لتحقيق الأهداف وأنه إنجاز أي عمل وتنفيذه وقدرة المؤسسة على البقاء والإستمرارية وتحقيق التوازن بين رضا المساهمين والعمال.

وأشار كل من (زغود وقريشى، 2018) إلى أن البعد المالى هو أحد أبعاد الأداء حيث يرتبط بالنتائج المحققة من قبل الشركة، وبالتالي يعبر الأداء المالى عن قدرة الشركة على تحقيق أهدافها المالية المتمثلة في خلق القيمة والإستمرارية ويعتبر الأداء المالى أحد الجوانب المالية الهامة في تقييم أداء المؤسسات كأحد الخصائص التي يتوقف عليها نجاح أي مؤسسة للوصول إلى معدلات عالية من الكفاءة والإنتاجية حسبما أشار (بريك، 2022).

وفى إطار إهتمام البحث المحاسبى الإيجابى (الوضعى) *Positive Research* في جانب منه بدراسة العلاقة التدفق النقدى الحر والأداء المالى للشركات (Ambreen and Aftab, 2016; Nguyen, 2018; Nwuba et al., 2020) لاحظ الباحث من خلال مراجعته لنتائج الدراسات والأدلة البحثية السابقة التي ركزت على هذه العلاقة وجود تباين بشكل ملحوظ، حيث وجدت بعض الدراسات علاقة موجبة كما في دراسة كل من (Muthusi, 2014; Ghasemi and Nourifard, 2015; Ambreen and Aftab, 2016; Nguyen, 2018) والبعض الآخر وجد علاقة سالبة كما في دراسة كل من (Hong et al., 2020; Abughniem et al., 2012) والبعض الثالث لم يجد أي علاقة على الإطلاق كما في دراسة كل من (Nwuba et al., 2020)؛ بعيو وآخرون، 2020).

حيث عرف (Weyganndt et al., 2015) التدفق النقدى الحر بأنه قدرة الشركة على توليد السيولة النقدية من أنشطتها الرئيسية أو هو صافى النقد الذى توفره الأنشطة التشغيلية أو هو الفائض من قبل أنشطة التشغيل بعد خصم النفقات الرأسمالية وتوزيع الأرباح على المساهمين.

وطبقاً لما تقره نظرية التدفق النقدي الحر كما وردت في دراسة (Jensen, 1986) أنه يوجد تضارب في المصالح بين الإدارة وحملة الأسهم في السياسة النقدية لمنشآت الأعمال، ففي حالة تحقيق المنشأة تدفق نقدي حر يكون الصراع حول كيفية تحفيز الإدارة لإجراء توزيعات نقدية للمساهمين بدلاً من استثمارها بمعدل أقل من تكلفة رأس المال، كما أشار أيضاً (Jensen, 1986) في دراسته إلى أن ارتفاع مستوى التدفق النقدي الحر داخل منشآت الأعمال قد يوفر لدى إدارتها فرصة لتحقيق مصالحها الذاتية على حساب مصالح حملة الأسهم في أن ارتفاع التدفق النقدي الحر يدفع إدارة منشآت الأعمال إلى الدخول في مشاريع تحقق صافي قيمه حاليه سالبه وصفقات غير مجديه إقتصادياً ولا تعمل على تحقيق أرباح وظهور مشاكل الوكالة *Agency problems* الأمر الذي يؤثر بالسلب على ربحية المنشأة وبالتبعيه على آدائها المالي.

كما نجد أن دراسة كل من (Hubbard, 1998; Kamran et al., 2017) توصلت إلى نتائج مغايرة حول العلاقة بين التدفق النقدي الحر والآداء المالي للشركات، حيث أشارت إلى أن الزيادة في التدفقات النقدية الحرة تؤدي إلى زيادة مقابلة في أرباح الشركة ومن ثم التأثير الإيجابي على آدائها المالي، كما توصلت دراسة (Nguyen, 2018) إلى أن التدفق النقدي الحر يوفر للإدارة المرونة في إتخاذ القرارات الإستثمارية الأمر الذي يؤدي إلى الحد أو التقليل من مشكلة النقص الإستثماري وتقليل تكاليف التمويل وهذا يؤدي إلى التأثير الإيجابي على أداء الشركة المالي.

وبناءً على التباين الذي أوضحتته نتائج الدراسات والأدلة البحثية السابقة حول العلاقة محل البحث. هذا يشير إلى ضرورة المزيد من البحوث وإتباع منهجية بحثية مختلفة عن طريق إضافة متغير منظم لكي يعمل على توضيح مدى وجود أثر منظم لهذه العلاقة ومحاولة تفسير التعارض الموجود في نتائج الدراسات والأدلة البحثية السابقة.

وتقترح الدراسة الحاليه أنه قد يكون لهيكل الملكية (الإدارية والمؤسسية) تأثيراً في إحداث تغيير لإتجاه العلاقة محل الدراسة (التدفق النقدي الحر بالآداء المالي) حيث يتوافر فيه [(هيكل الملكية (الإدارية والمؤسسية)] شروط إضافته كمتغير منظم، فلا يلتزم بعلاقه خطية مع المتغير المستقل (التدفق النقدي الحر) – في حدود علم الباحث – وفي حدود الدراسات التي إستطاع الوصول إليها مع إلزامه بعلاقه خطية مع المتغير التابع (الآداء المالي) كما هو الحال في دراسة كل من (Dwaikat and Queiri, 2014; Ullah, 2017; Vu et al., 2018; Alabdullah, 2018;)

(Din et al., 2021) والتي توصلت جميعها إلى وجود علاقة معنوية بين هيكل الملكية (الإدارية والمؤسسية) والأداء المالي للشركات.

ويُشير نمط الملكية إلى هيكل ملكية الشركات حيث عرّفته دراسة (Jiang, 2004) على أنه توزيع ملكية أسهم الشركة على مختلف المساهمين وعرفتته دراسة (الحناوي، 2019) على أنه مُلاك شركة ما يجمعهم إطار قانوني وأهداف مشتركة وتتوزع ملكيتهم بنسب معينة، وبالتالي تُعبر أنماط ملكية الشركات عن هوية حملة الأسهم في الشركة وحجم ممتلكاتهم (Denis and McConnell, 2003)، ويمكن التمييز بين العديد من أنماط ملكية الشركات استناداً على بعدين أساسيين الأول: درجة تركيز الملكية، والثاني: هوية المستثمر (الحناوي، 2019)، وقد صنف (Ebel Ezeoha and Okafor, 2010) أنماط ملكية الشركات فيما بين نسبة الأسهم التي تمتلكها الحكومة (الملكية الحكومية/ ملكية الدولة)، نسبة الأسهم التي يمتلكها المستثمر الأجنبي (الملكية الأجنبية)، نسبة الأسهم التي تمتلكها المؤسسات (الملكية المؤسسية)، نسبة الأسهم التي يمتلكها المديرين (الملكية الإدارية).

حيث أشار كل من (Jensen and Meckling, 1976) إلى أن مشكلة الوكالة تنشأ نتيجةً لحدوث صراع بين الإدارة والملاك نظراً لانفصال الملكية عن الإدارة كما أكدا على ضرورة اللجوء إلى عدد من الآليات من أجل الرقابة على تصرفات المديرين ومن هذه الآليات هيكل الملكية، حيث يعد هيكل الملكية آلية رقابية فعالة لسلوك المديرين فالملاك هم أول من يملكون سلطة الرقابة داخل المنشأة.

وطبقاً لنظرية الوكالة أشار (Jensen and Meckling, 1976) إلى أن تزايد الملكية الإدارية يساعد على ربط مصالح المديرين بمصالح المساهمين. كما يرى (أبو سالم، 2017؛ Shuto and Takada, 2010) أن تزايد الملكية الإدارية يوفر الدافع لدى المديرين للعمل بالشكل الذي ينسجم مع مصالح باقى المساهمين لتعزيز قيمة الشركة. وفي ذات السياق أشار (Bos et al., 2013) إلى أنه من المتوقع أن يعمل المديرين بإنتهازية كتحويل بعض مواردها تدريجياً إلى أنشطة غير مضيئة للقيمة على المدى الطويل في حالة تدنى ملكيتهم في أسهم الشركة.

ويرى (Shleifer and Vishny, 1986; Demsetz, 1985) أن وجود ملكية مؤسسية في الشركة يؤدي إلى وجود دور رقابى فعال على المديرين حيث لديهم درجة عالية من الوعى والوصول إلى المعلومات وبالتالي فرض رقابة كفاء على الإدارة وبالتالي يؤدي ذلك إلى تحسين

الأداء المالي. على العكس من ذلك يرى (Black and Litterman, 1992) أن الملكية المؤسسية تؤثر بالسلب على الأداء المالي حيث عدم التنسيق بين تلك المؤسسات والتواصل فيما بينهم في حين توصلت دراسة (Demset and lehn, 1985) إلى عدم وجود علاقة بين الملكية المؤسسية والأداء المالي.

وبناءً على ما سبق وفي ضوء الإطار النظري والأدلة الإختبارية السابقة للعلاقة الأساسية محل البحث (التدفق النقدي الحر بالأداء المالي)، وفي ضوء تعارض الأدلة البحثية لنتائجها، وفي ضوء ما توصلت إليه نتائج العديد من الدراسات التي تمت في بيئات أجنبية مختلفة إلى وجود أثر معنوي لهيكل الملكية (الإدارية والمؤسسية) على الأداء المالي، وفي ضوء الأدلة الإختبارية السابقة لعلاقة المتغيرات المنظمة لهيكل الملكية (الإدارية والمؤسسية) بالمتغير التابع (الأداء المالي)، يمكن للباحث صياغة الأسئلة البحثية للدراسة على النحو التالي:

السؤال الأول:

"ما هي العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات في بيئة الأعمال

المصرية؟"

السؤال الثاني:

"هل هناك أثر منظم Moderate Effect لمنطى لملكية الإدارية والمؤسسية على

العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات في بيئة الأعمال المصرية؟"

ويشتق من هذا التساؤل تساؤلان فرعيان وهما كما يلي:

السؤال الفرعي الأول:

"هل هناك أثر منظم Moderate Effect للملكية الإدارية على العلاقة بين التدفق

النقدي الحر والأداء المالي للشركات في بيئة الأعمال المصرية؟"

السؤال الفرعي الثاني:

"هل هناك أثر منظم Moderate Effect للملكية المؤسسية على العلاقة بين التدفق

النقدي الحر والأداء المالي للشركات في بيئة الأعمال المصرية؟"

ثانياً: هدف الدراسة:

في ضوء مقدمة ومشكلة الدراسة وتساؤلاتها البحثية تتمثل أهدافها فيما يلي:

- = إختبار مدى وجود علاقه من عدمه بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات.
- = إختبار مدى قوة أو ضعف العلاقه بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات حال تواجدها.
- = إختبار إتجاه العلاقه (سالبه/ موجب) بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات حال تواجدها.
- = إختبار مدى وجود أثر منظم لهيكل الملكية (الإدارية والمؤسسية) على العلاقه بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات، ومحاولة تفسير التعارض الموجود في نتائج الدراسات والأدله البحثية السابقة.

ثالثاً: أهمية الدراسة:

يمكن بلورة أهمية البحث الحالي في عدة عوامل أو إعتبارات لعل من أهمها ما يلي:

- = أن الدراسة الحالية تستمد أهميتها من الجانب الأكاديمي كونه إمتداد للأدبيات السابقة التي قامت بدراسة الجدل القائم حول ما إذا كان الأداء المالي يرتبط بإختلاف التدفق النقدي الحر أم لا.
- = ركزت معظم الدراسات السابقة على دراسة الأثر الأساسي للتدفق النقدي الحر على الأداء المالي، مع عدم التركيز على العوامل التي تنظم تلك العلاقه، والذي سوف تعمل الدراسة الحالية على تفسيره خاصة في ظل التعارض الموجود في نتائج الدراسات السابقة المرتبطة بالعلاقه الأساسية محل الدراسة.
- = ندرة الأبحاث العربية وقلة الأجنبية - في حدود علم الباحث - خاصة في بيئة الأعمال المصرية التي إهتمت بدراسة الأثر المنظم لهيكل الملكية (الإدارية والمؤسسية) على العلاقه بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات، ولعل هذا الأمر هو ما يميز الدراسة الحالية عن بقية الأبحاث السابقة ذات الصلة.

رابعاً: الدراسات السابقة واشتقاق الفرضيات:

يوفر الجدول التالي رقم (2) ملخصاً لأهم الدراسات السابقة التي توصل إليها الباحث - وفي حدود المسح الذي قام به - والتي تناولت العلاقة بين المتغيرات محل البحث (التدفق النقدي الحر والملكية الإدارية والمؤسسية والأداء المالي للشركات) للتعرف على منهجيتها والمتغيرات التي تناولتها وأهم النتائج التي توصلت إليها ثم التعليق عليها واشتقاق الفرضيات من خلال ما إنتهت إليه، وفي ضوء مشكلة وأهمية الدراسة والهدف الذي تسعى إلي تحقيقه سيتم تقسيم الدراسات السابقة إلى مجموعتان، وذلك كما يلي:

جدول رقم (2):

الدراسات السابقة لعلاقات ومتغيرات الدراسة

المجموعة الأولى	
دراسات تناولت العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي	
1- دراسة (Kadioglu et al., 2017)	
عنوان الدراسة	Testing the Relationship between Free Cash Flow and Company Performance in Borsa Istanbul اختبار العلاقة بين التدفق النقدي الحر وأداء الشركة في بورصة إسطنبول
هدف الدراسة	هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين التدفق النقدي الحر وأداء الشركات.
منهجية الدراسة	مجتمع الدراسة تم التطبيق على عينة مكونة من 370 منشأة مدرجة بسوق تداول الأوراق المالية بالبيئة التركية والمدى الزمني للفترة من 2009 وحتى 2015
المتغير المستقل	استخدمت الدراسة التدفقات النقدية الحرة كمتغير مستقل مقيساً عن طريق احتساب ناتج طرح ضرائب الدخل المدفوعة والمصروفات الرأسمالية وتوزيعات الأرباح السنوية للأسهم الممتازة وتعريفه الإجرائي والعادية من الأرباح السنوية من الأنشطة التشغيلية.
نتائج الدراسة	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،
2- دراسة (Nguyen, 2018)	
عنوان الدراسة	Free cash flow and corporate profitability in emerging economies: Empirical evidence from Vietnam التدفق النقدي الحر وربحية الشركات في الاقتصادات الناشئة: دليل تجريبي من فيتنام
هدف الدراسة	إختبار أثر التدفق النقدي الحر على ربحية الشركة.
منهجية الدراسة	إعتمدت الدراسة على نموذج الإنحدار الخطي المتعدد على 208 شركة من الشركات المسجلة في بورصة فيتنام خلال الفترة الزمنية من عام 2012 إلى عام 2016.
المتغير المستقل	التدفق النقدي الحر، وتم قياسه عن طريق المعادلة التالية: التدفق النقدي الحر = [هامش الربح التشغيلي (1- معدل الضريبة) + الإهلاك + التغير في راس المال العامل - تكلفة رأس المال] ÷ صافي المبيعات.
المتغير التابع	الربحية، وتم قياسه عن طريق معدل العائد على الأصول.
نتائج الدراسة	توصبت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين التدفق النقدي الحر وربحية الشركة معبراً عنها بمعدل العائد على الأصول.

3- دراسة (Rezaei Pitenoei and Gholamrezapoor, 2019)	
Institutional Ownership and Long-Term Performance-Free Cash Flow أثر التدفقات النقدية الحرة والملكية المؤسسية كأحد آليات حوكمة الشركات على أداء المنشأة طويل الأجل	عنوان الدراسة
اختبار أثر التدفقات النقدية الحرة والملكية المؤسسية كأحد آليات حوكمة الشركات على أداء المنشأة طويل الأجل	هدف الدراسة
مجتمع الدراسة تم التطبيق على عينة مكونة من 89 شركة مدرجة بسوق تداول الأوراق المالية بتهران والمدى الزمني الفترة من 2012 وحتى 2016 ومنتمة لخمس قطاعات اقتصادية مختلفة.	منهجية الدراسة
التدفقات النقدية الحرة كمتغير مستقل أول مقيساً وفقاً للمعادلة التالية: (التدفقات النقدية الحرة = الدخل السنوي من العمليات التشغيلية قبل احتساب الإهلاك - الضرائب السنوية - نفقات الفوائد السنوية - التوزيعات النقدية السنوية - توزيعات الأسهم العادية) + إجمالي القيمة الدفترية لإجمالي الأصول العام السابق الملكية المؤسسية كمتغير مستقل آخر تم قياسه من خلال نسبة الأسهم التي تمتلكها المؤسسات كالبانوك و شركات التأمين إلى إجمالي أسهم الشركة.	المتغير المستقل
الأداء المالي كمتغير تابع وقياسه من خلال مقارنة مؤشر المتغير التابع Tobin's Q للشركة محل الدراسة بنظيراتها في سوق الصناعة بحيث يستخدم كمتغير وهمي وتعريفه الإجرائي يأخذ القيمة (1) إذا كان حاصل احتساب المؤشر أكبر من المتوسط في سوق الصناعة والقيمة (صفر) خلاف ذلك.	المتغير التابع
وجود تأثير معنوي لارتفاع مستوى التدفقات النقدية الحرة على أداء المنشأة بالأجل الطويل ويرجع ذلك بأن توافر قدر كبير من التدفقات النقدية الحرة بالمنشأة يعطيها الأولوية بسوق الصناعة لاقتناص الفرص الاستثمارية المتاحة بما يعظم قيمة الشركة وذلك لأنها تستطيع الدخول في المشروعات الاستثمارية المربحة دون اللجوء للاقتراض وايضا توصلت دراسه الى وجود تأثير معنوي للملكية المؤسسية كأحد آليات حوكمة الشركة على أداء المنشأة طويل الأجل نظراً للدور الرقابي الفعال لهذه المؤسسات والوصول الى المعلومات.	نتائج الدراسة
4- دراسة (Abughniem et al., 2020)	
Free Cash Flow and Firm Performance: Empirical Evidence From the Amman Stock Exchange التدفق النقدي الحر وأداء الشركة: دليل تجريبي من بورصة عمان	عنوان الدراسة
إختبار أثر التدفق النقدي الحر على الأداء المالي للشركات.	هدف الدراسة
إعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطي المتعدد على 100 شركة من الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الزمنية من عام 2010 إلى عام 2015.	منهجية الدراسة
التدفق النقدي الحر، وتم قياسه عن طريق المعادلة التالية: التدفق النقدي الحر = صافي التدفقات النقدية التشغيلية - (النفقات الرأسمالية + تكلفة المخزون + توزيعات الأرباح).	المتغير المستقل
الأداء المالي، وتم قياسه عن طريق معدل العائد على الأصول.	المتغير التابع
توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول.	نتائج الدراسة

5- دراسة (Lai et al., 2020)	
عنوان الدراسة	The Impact of Free Cash Flow on Firm's Performance: Evidence from Malaysia اثر التدفقات النقدية الحرة على أداء المنشأة
هدف الدراسة	اختبار اثر التدفقات النقدية الحرة على أداء المنشأة
منهجية الدراسة	تم التطبيق على عينة مكونة من 350 منشأة ماليزية مدرجة بسوق تداول الأوراق المالية بماليزيا خلال الفترة من 2013 وحتى 2017.
المتغير المستقل	التدفقات النقدية الحرة كمتغير مستقل تم قياسه من خلال المعادلة الآتية التدفقات النقدية = صافي الدخل من الأنشطة التشغيلية قبل احتساب نفقات الإهلاك - ضريبة الدخل. مصروفات الفائدة - توزيعات الأرباح النقدية).
المتغير التابع	اداء المنشأة كمتغير تابع تم قياسه باستخدام أربعة مقاييس هي معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية، وقيمة المنشأة مقيسة بمؤشر Tobin's Q و عوائد الاسهم.
نتائج الدراسة	وجود تأثير سالب معنوي للتدفقات النقدية الحرة على معدل العائد على الأصول. لا يوجد تأثير بين التدفقات النقدية الحرة ومعدل العائد على حقوق الملكية. وجود تأثير معنوي للتدفقات النقدية الحرة على قيمة المنشأة مقيسة بمؤشر Tobin's Q ، لا يوجد تأثير للتدفقات النقدية الحرة على عوائد الاسهم.
6- دراسة (بعبو وآخرون، 2020)	
عنوان الدراسة	أثر التدفق النقدي الحر على الأداء المالي للشركات.
هدف الدراسة	إختبار أثر التدفق النقدي الحر على الأداء المالي.
منهجية الدراسة	إعتمدت الدراسة على نموذج الإنحدار الخطي المتعدد على 25 شركة من الشركات الأردنية خلال الفترة الزمنية من عام 2009 إلى عام 2014.
المتغير المستقل	التدفق النقدي الحر، وتم قياسه عن طريق المعادلة التالية: التدفق النقدي الحر = التدفقات النقدية التشغيلية + مصاريف الفوائد (1 - الضريبة) - النفقات الرأسمالية.
المتغير التابع	الأداء المالي، وتم قياسه عن طريق معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية.
نتائج الدراسة	توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي سواء كان معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول أو معدل العائد على حقوق الملكية.
7- دراسة (Nwuba et al., 2020)	
عنوان الدراسة	Financial control systems and financial systems theory: Free cash flow and profitability nexus: A comparative study of manufacturing firms in Nigeria and Ghana أنظمة الرقابة المالية ونظرية الأنظمة المالية: علاقة التدفق النقدي الحر والربحية: دراسة مقارنة لشركات التصنيع في نيجيريا وغانا
هدف الدراسة	إختبار أثر التدفق النقدي الحر على ربحية الشركة معبراً عنها بمعدل العائد على الأصول.
منهجية الدراسة	إعتمدت الدراسة على نموذج الإنحدار الخطي المتعدد على 10 شركة من الشركات المسجلة في بورصة غانا ونيجيريا خلال الفترة الزمنية من عام 2012 إلى عام 2017.
المتغير المستقل	التدفق النقدي الحر، وتم قياسه عن طريق المعادلة التالية: التدفق النقدي الحر = التدفقات النقدية التشغيلية - النفقات الرأسمالية.
المتغير التابع	الربحية، وتم قياسه عن طريق معدل العائد على الأصول.

توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين التدفق النقدي الحر وربحية الشركة معبراً عنها بمعدل العائد على الأصول.	نتائج الدراسة
8- دراسة (Cohee et al., 2020)	
Impacts of Free Cash Flow on Firm Performance during Market Contractions تأثيرات التدفق النقدي الحر على أداء الشركة أثناء انكماش السوق	عنوان الدراسة
بحث أثر التدفقات النقدية الحرة على أداء المنشأة خلال الفترات التي يتسم بها السوق بالكساد.	هدف الدراسة
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.	منهجية الدراسة
التدفقات النقدية الحرة = التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية - النفقات الرأسمالية.	المتغير المستقل
تمثل في أداء المنشأة والذي تم استخدام العديد من التعريفات الإجرائية له هي قيمة المنشأة مقبسة بمؤشر Tobin's Q ، ومعدل العائد على الأصول مقيساً بقسمة صافي الربح.	المتغير التابع
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 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.	نتائج الدراسة
المجموعة الثانية دراسات تناولت العلاقة بين نمط الملكية (الإدارية والمؤسسية) والأداء المالي	
1- دراسته (2021)	
Owner ship structer and corporate financial performance هيكل الملكية والاداء المالي	عنوان الدراسة
دراسة اثر هيكل الملكية على الاداء المالي.	هدف الدراسة
اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطي المتعدد بالتطبيق على 46 شركة في باكستان خلال الفترة (2003-2012).	منهجية الدراسة
الملكية المؤسسية وتم قياسه من خلال نسبة الاسهم التي تمتلكها المؤسسات الى اجمالي اسهم الشركة.	المتغير المستقل
الاداء المالي وتم قياسه من خلال ثلاث مؤشرات (معدل العائد على الاصول ROA-معدل العائد على حقوق الملكية ROE- مؤشر السوق Tobins Q).	المتغير التابع
توصلت الدراسة الى تأثير ايجابي للملكية المؤسسية على معدل العائد على الاصول	نتائج الدراسة
2- دراسة (Alabdullah, 2018)	
The Relationship Between Ownership Structure and Firm Financial Performance: Evidence From Jordan العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي للشركة: دليل من الأردن	عنوان الدراسة
إعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطي المتعدد على 109 شركة على الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية بالأردن خلال عام 2012.	هدف الدراسة
التحقق من تأثير هيكل الملكية كواحد من آليات حوكمة الشركات على الأداء المالي.	منهجية الدراسة
هيكل الملكية، وتم قياسه من خلال نسبة الملكية الإدارية والملكية الأجنبية إلى إجمالي عدد الأسهم في الشركة.	المتغير المستقل
الأداء المالي، وتم قياسه من خلال الإعتماد على نسبة الحصة السوقية للشركة وتم حسابة عن	المتغير التابع

طريق نسبة صافي المبيعات للشركة إلى إجمالي المبيعات في الصناعة.	
توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي للملكية الإدارية على الأداء المالي.	
نتائج الدراسة	
3- دراسة (Bernard, 2019)	
Ownership Structure and Firm Performance: The Role of Managerial and Institutional Ownership-Evidence from the UK هيكل الملكية واداء الشركات	عنوان الدراسة
دراسة تأثير هيكل الملكية على اداء الشركات.	هدف الدراسة
اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطى بالتطبيق على عينه من الشركات قدرها 48 شركة مع ملاحظه 432 ملاحظه المسجله في بورصه لندن خلال الفتره (2008-2018).	منهجية الدراسة
هيكل الملكية متمثل في: ■ الملكية الاداريه وتم قياسه بنسبه الاسهم التي يمتلكها اعضاء مجلس الاداره الى اجمالي اسهم الشركه. ■ الملكية المؤسسيه وتم قياسه من خلال نسبه الاسهم التي تمتلكها المؤسسات الى اجمالي اسهم الشركه	المتغير المستقل
الاداء المالي متمثل في: ■ معدل العائد على الاصول وهو عبارته عن صافي الربح على اجمالي الاصول. ■ معدل العائد على حقوق الملكية وهو عبارته عن صافي الربح على اجمالي حقوق الملكية.	المتغير التابع
توصلت الدراسة الى النتائج التالية: ■ تأثير ايجابي للملكية الاداريه على معدل العائد على الاصول. ■ توصلت الدراسة الى تأثير ايجابي للملكية الاداريه على معدل العائد على حقوق الملكية. ■ توصلت الدراسة الى تأثير سلبي للملكية المؤسسيه على كل من معدل العائد على الاصول ومعدل العائد على حقوق الملكية.	نتائج الدراسة
4- دراسته (Javid, 2022)	
Ownership Structure and Firm Performance+Leverage الرافعة المالية وهيكل الملكية وأداء الشركة	عنوان الدراسة
معرفه تأثير الرافعة الماليه وهيكل الملكية على اداء الشركات.	هدف الدراسة
اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطى البسيط بالتطبيق على 70 شركة من الشركات المقيدة في بورصه الاوراق الماليه في باكستان خلال الفتره (2010-2016).	منهجية الدراسة
هيكل الملكية وتم قياسه من خلال الملكية الاداريه والملكية المؤسسيه.	المتغير المستقل
الاداء المالي وتم قياسه بمقياس محاسبى هو معدل العائد على الاصول ومعدل العائد على حقوق الملكية.	المتغير التابع
توصلت الدراسة الى وجود علاقة سلبية للملكية المؤسسيه والملكية الاداريه على الاداء المالي.	نتائج الدراسة
5- دراسة (Boshnak, 2024)	
Ownership structure and firm performance هيكل الملكية والاداء المالي	عنوان الدراسة
هدفت الدراسة الى فحص تأثير متغيرات هيكل الملكية على الاداء المالي للشركات.	هدف الدراسة
اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الخطى بالتطبيق على عينه من الشركات قدرها 70 شركة مسجله في سوق الاوراق الماليه بالسعوديه خلال الفتره (2016-2021).	منهجية الدراسة
هيكل الملكية متمثل في الملكية المؤسسيه والملكية الاداريه.	المتغير المستقل

الاداء المالي وتم قياسه من خلال معدل العائد على الاصول ومعدل العائد على حقوق الملكية.	المتغير التابع
توصلت الدراسة الى وجود علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية بين متغيرات هيكل الملكية وكل من المقاييس المحاسبية.	نتائج الدراسة
6- دراسة (Din et al., 2021)	
Ownership Structure and Corporate Financial Performance in An Emerging Market هيكل الملكية والأداء المالي للشركات في الأسواق الناشئة	عنوان الدراسة
دراسة أثر هيكل الملكية على الأداء المالي.	هدف الدراسة
إعتمدت الدراسة على نموذج الإنحدار الخطي المتعدد على 146 شركة على الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية بباكستان خلال الفترة الزمنية من عام 2003 إلى عام 2012.	منهجية الدراسة
هيكل الملكية، وتم قياسه من خلال نسبة الملكية المؤسسية والملكية الحكومية والملكية الأجنبية إلى إجمالي عدد الأسهم.	المتغير المستقل
الأداء المالي، وتم قياسه من خلال نوعان من المقاييس وهما كما يلي: ■ النوع الأول: مقاييس محاسبية من خلال الإعتماد على (معدل العائد على الأصول ROA ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE). ■ النوع الثاني: مقياس سوقي من خلال الإعتماد نسبة توبين كيو Tobin's Q.	المتغير التابع
توصلت الدراسة إلى النتائج التالية: ■ وجود أثر إيجابي للملكية المؤسسية على الأداء المالي معبراً عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية. ■ وجود أثر إيجابي للملكية المؤسسية على الأداء المالي معبراً عنه بنسبة توبين كيو. ■ وجود أثر إيجابي للملكية الإدارية على الأداء المالي معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول. ■ وجود أثر إيجابي للملكية الإدارية على الأداء المالي معبراً عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية. ■ وجود أثر إيجابي للملكية الإدارية على الأداء المالي معبراً عنه بنسبة توبين كيو.	نتائج الدراسة

التعليق على الدراسات السابقة:

في ضوء ما تم إستعراضه من الأدبيات السابقة التي توافرت لدى الباحث وللمتغيرات محل البحث [التدفق النقدي الحر، هيكل الملكية (الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية)، الأداء المالي (ROA, ROE)] يمكن للباحث استخلاص الآتي:

1- أن هذه الدراسات تمت في بيئات مختلفة مثل: (الصين، باكستان، عمان، الأردن، كراتشي، طهران، نيجيريا، غانا، فيتنام، اليابان، فلسطين، وكينيا) وأزمنة مختلفة، وأوضحت وجود تعارض في النتائج بين العلاقة الأساسية محل البحث (التدفق النقدي الحر بالأداء المالي للشركات)، وأوضحت وجود علاقة معنوية بين نمطي الملكية (الإدارية والمؤسسية) والأداء المالي للشركات كما يوجد تفاوت في عدد مفردات العينه المستخدمه من دراسه الى اخرى

سواء كان إجماليها بالمشاهدات أو بالشركات كما يوجد تفاوت في فترات التطبيق من دراسة إلى أخرى.

2- إتفقت جميع الدراسات السابقة في الاعتماد على نموذج الإنحدار الخطي المتعدد، وهو ما سيتم الاعتماد عليه عند القيام بالجزء الاختباري من الدراسة الحالية.

3- إتفقت معظم الدراسات السابقة المتعلقة بقياس متغير التدفق النقدي الحر على مجموعه من المعادلات التي مؤداها إلى ما أشارت إليه دراسة كل من (Weyganndt et al., 2015) بأنه قدرة المنشاه على توليد السيولة النقدية من أنشطة المنشأ الرئيسي أو هو صافي النقد الذي توفره الأنشطة التشغيلية للمنشاه أو هو الفائض من قبل أنشطة المنشأ التشغيلية بعد إستبعاد النفقات الرأسمالية وتوزيع الأرباح على حملة أسهم المنشاه، وهو ما سيتم أخذه في الحسبان عند القيام بالجزء الإختباري من الدراسة الحالية.

4- هناك تباين في قياس متغير الأداء المالي للشركات، فهناك بعض من الدراسات قامت بإستخدام مقاييس محاسبية مثل معدل العائد على الأصول (ROA) ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) كما في دراسة (Ambreen and Aftab, 2016; Nguyen, 2018; Vu et al., 2020; Nwuba et al., 2020; Abughniem et al., 2020; 2018)، والبعض الثاني من الدراسات قام بإستخدام مقاييس محاسبية (ROA، ROE) ومقاييس سوقية (Tobin's Q) معاً كما في دراسة (Din et al., 2021)، وسوف يعتمد الباحث في قياصة لمتغير الأداء المالي إستناداً على المقاييس المحاسبية (معدل العائد على الأصول ROA ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE) حيث أنها أشمل وأعم من المقاييس السوقية ليس فقط بل حتى يكون هناك إمكانية لمقارنة نتائج الدراسة الحالية للعلاقة الأساسية بنتائج الدراسات السابقة والتي أغلبها قام بالاعتماد على المقاييس المحاسبية التي سيتم الاعتماد عليها عند القيام بالجزء الاختباري من الدراسة الحالية.

5- إتفقت جميع الدراسات السابقة على التعريف الإجرائي المستخدم لنمطى الملكية الإدارية والمؤسسية، والذي يعتمد على نسبة عدد الأسهم المملوكة لكل منهما إلى إجمالي عدد الأسهم المملوكة للشركة كما هو الحال في دراسة كل من (Dwaikat and Queiri, 2014; Ullah, 2017; Vu et al., 2018; Alabdullah, 2018; Din et al., 2021). وهم ماستم اخذه في الحسبان عند القيام بالجزء الاختباري من الدراسة الحالية.

وعلى ذلك يمكن توضيح الفجوة البحثية فيما يلي:

لا توجد دراسات سابقة – في حدود علم الباحث – وفي حدود المسح الذي قام به على الدراسات السابقة وإطلاعه عليها - بحثت أثر نمطى الملكية (الإدارية والمؤسسية) على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات، ويعتبر هذا الموضوع من الموضوعات التي لم تنال الإهتمام الواسع من قبل الباحثين في مصر، وبالتالي تعد هذه الدراسة هي الدراسة الأولى التي تتناول الموضوع في بيئة الأعمال المصرية، لذلك سوف تكون هذه الدراسة مكملية للدراسات والأدلة البحثية السابقة في محاولة لسد الفجوة البحثية وخفض التعارض الموجود في نتائج الدراسات والأدلة البحثية السابقة.

اشقاق وصياغة الفروض البحثية:

بناءً على ما تم عرضه من الدراسات السابقة والتعليق على منهجيتها والمغيرات التي تناولتها والنتائج التي توصلت إليها من وجود تضارب في العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات، ووجود معنوية لعلاقة هيكل الملكية (الإدارية والمؤسسية)، يمكن للباحث اشتقاق وصياغة فرضيات الدراسة في صورة العدم على النحو التالي:

H₀₁: لا توجد علاقة بين التدفق النقدي الحر للشركات والأداء المالي بها.

وينبثق من هذه الفرضية فرضيتين فرعيتين، هما كما يلي:

H₀₁₁: لا توجد علاقة بين التدفق النقدي الحر للشركات والأداء المالي بها معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول (ROA).

H₀₁₂: لا توجد علاقة بين التدفق النقدي الحر للشركات والأداء المالي بها معبراً عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية (ROE).

H₀₂: يوجد أثر منظم للملكية الإدارية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر للشركات والأداء المالي بها.

وينبثق من هذه الفرضية فرضيتين فرعيتين، هما كما يلي:

H₀₂₁: يوجد أثر منظم للملكية الإدارية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر للشركات والأداء المالي بها معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول (ROA).

H₀₂₂: يوجد أثر منظم للملكية الإدارية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر للشركات والأداء المالي بها معبراً عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية (ROE).

H₀₃: يوجد أثر منظم للملكية المؤسسية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر للشركات والأداء المالي بها.

وينبثق من هذه الفرضية فرضيتين فرعيتين، هما كما يلي:

H₀₃₁: يوجد أثر منظم للملكية المؤسسية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر للشركات والأداء المالي بها معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول (ROA).

H₀₃₂: يوجد أثر منظم للملكية المؤسسية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر للشركات والأداء المالي بها معبراً عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية (ROE).

خامساً: تصميم البحث

1/5- نموذج الدراسة:

في ضوء مشكلة وتساؤلات وأهداف الدراسة ولإختبار فرضياتها سوف يعتمد الباحث على نماذج الانحدار الخطي المتعدد *Multiple Linear Regression Model*، كما يلي:

النموذج الرئيسي الأول:

ويتولى إختبار العلاقة الأساسية في ظل وجود المتغيرات الضابطة فقط.

$$CFP_{kit} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_k Control_{kit} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (1)$$

ويشتق من هذا النموذج نموذجان فرعيان وهما كما يلي:

النموذج الفرعي الأول:

ويتولى إختبار العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول في ظل وجود المتغيرات الضابطة فقط.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_k Control_{kit} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (1/1)$$

النموذج الفرعي الثاني:

ويتولى إختبار العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات معبراً عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية في ظل وجود المتغيرات الضابطة فقط.

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_k Control_{kit} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (1/2)$$

النموذج الرئيسي الثاني:

ويتولى إختبار العلاقة الأساسية في ظل وجود المتغير المنظم والمتغيرات الضابطة.

$$CFP_{kit} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 ADOWN_{it} + \beta_3 INOWN_{it} + \beta_4 (FCF * ADOWN)_{it} + \beta_5 (FCF * INOWN)_{it} + \beta_K Control_{kit} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (2)$$

ويشتق من هذا النموذج نموذجان فرعيان وهما كما يلي:

النموذج الفرعي الأول:

ويتولي إختبار العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات معبراً عنه بمعدل العائد على الأصول في ظل وجود المتغير المنظم والمتغيرات الضابطة.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 ADOWN_{it} + \beta_3 INOWN_{it} + \beta_4 (FCF * ADOWN)_{it} + \beta_5 (FCF * INOWN)_{it} + \beta_K Control_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (2/1)$$

النموذج الفرعي الثاني:

ويتولي إختبار العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات معبراً عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية في ظل وجود المتغيرات الضابطة فقط.

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 ADOWN_{it} + \beta_3 INOWN_{it} + \beta_4 (FCF * ADOWN)_{it} + \beta_5 (FCF * INOWN)_{it} + \beta_K Control_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (2/2)$$

حيث أن:

$$\begin{aligned} K = & \text{CFP}_{kit} = \text{تشير إلى الأداء المالي للشركة (i) خلال الفترة (t)، حيث (K=1, 2)، وتشير إلى معدل العائد على الأصول ROA_{it}، ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE_{it}.} \\ & FCF_{it} = \text{تشير إلى التدفق النقدي الحر للشركة (i) خلال الفترة (t).} \\ & ADOWN_{it} = \text{تشير إلى نمط الملكية الإدارية للشركة (i) خلال الفترة (t).} \\ & INOWN_{it} = \text{تشير إلى نمط الملكية المؤسسية للشركة (i) خلال الفترة (t).} \\ & (FCF * ADOWN)_{it} = \text{تشير إلى التفاعل بين التدفق النقدي الحر ونمط الملكية الإدارية للشركة (i) في نهاية الفترة (t).} \\ & (FCF * INOWN)_{it} = \text{تشير إلى التفاعل بين التدفق النقدي الحر ونمط الملكية المؤسسية للشركة (i) في نهاية الفترة (t).} \\ & Control_{kit} = \text{تشير إلى المتغيرات الضابطة للشركة (i) خلال الفترة (t)، حيث (K=1, 2) تشير إلى حجم الشركة SIZE_{it}، والرافعة المالية LEV_{it} على الترتيب.} \\ & \beta_0 = \text{تشير إلى الجزء الثابت في نماذج الانحدار.} \end{aligned}$$

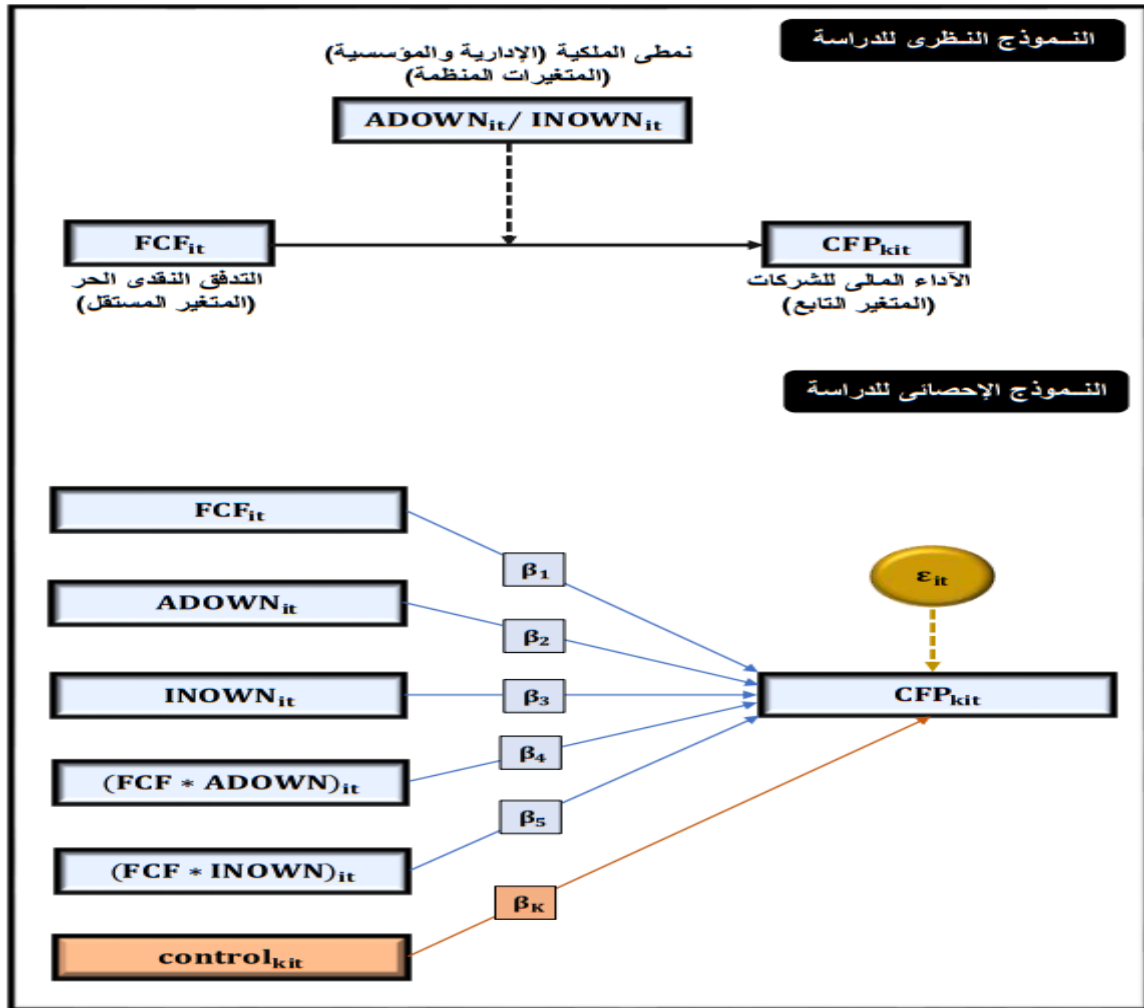
$$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5 = \text{تشير إلى معاملات الانحدار للمتغير المستقل التدفق النقدي الحر والمتغيرات المنظمة نمط الملكية (الإدارية والمؤسسية) ومتغيرات التفاعل بينهما، التي تحدد اتجاه العلاقة بينهما وبين}$$

المتغير التابع، وتقيس ما يفسره كل متغير منهما من التغيرات في المتغير التابع.

$= \beta_K$ تشير إلى معاملات الانحدار للمتغيرات الضابطة بالنموذج التي تحدد إتجاه العلاقة بين كل متغير ضابط والمتغير التابع (الأداء المالي)، وتقيس ما يفسره كل متغير ضابط من التغيرات في المتغير التابع، حيث $(K= 1, 2)$ تشير إلى حجم الشركة $SIZE_{it}$ ، والرافعة المالية LEV_{it} على الترتيب.

$= \varepsilon_{it}$ تشير إلى قيمة الخطأ العشوائي بالنموذج (المتبقي إحصائياً من تقدير النموذج).

ويمكن توضيح النموذج النظري والإحصائي لإختبار فروض البحث كما يلي:



شكل رقم (1):

نموذجي الدراسة النظري والإحصائي

المصدر: الباحث بالإستناد إلى (أبو العز، 2022)

2/5- التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة:

الجدول التالي رقم (3) يوضح وصفاً للمتغيرات الدراسة، والتعريف الإجرائي لها:

جدول رقم (3):

وصف المتغيرات والتعريفات الإجرائية لها

مصادر البيانات	المتغيرات		
	التعريف الإجرائي	الرمز	الإسم
المتغير التابع Dependent Variable:			
الأداء المالي للشركات (CFP_{it}):			
التقرير المالي السنوي	سوف يتم قياسه كمياً عن طريق نسبة صافي الربح المحاسبي بعد الضرائب إلى إجمالي قيمة الأصول في الميزانية للشركة (i) وخلال الفترة (t).	ROA_{it}	معدل العائد على الأصول
	سوف يتم قياسه كمياً عن طريق نسبة صافي الربح المحاسبي بعد الضرائب إلى إجمالي قيمة حقوق الملكية بالميزانية للشركة (i) خلال الفترة (t).	ROE_{it}	معدل العائد على حقوق الملكية
المتغير المستقل Independent Variable:			
التقرير المالي السنوي	سوف يتم قياسه عن طريق المعادله التاليه: التدفق النقدي الحر = (التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل – النفقات الرأسمالية) / إجمالي الاصول.	FCF_{it}	التدفق النقدي الحر
المتغير المنظم Moderate variable:			
هيكل المساهمين الخاص بالشركة	وتقاس كمياً بنسبة عدد الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة إلى إجمالي عدد الأسهم للشركة (i) خلال الفترة (t).	$ADOWN_{it}$	الملكية الإدارية
	وتقاس كمياً بنسبة عدد الأسهم المملوكة للمستثمرين المؤسسيين إلى إجمالي عدد الأسهم للشركة (i) خلال الفترة (t).	$INOWN_{it}$	الملكية المؤسسية
المتغير التفاعلي Interactive Variable:			
هو متغير تفاعلي يعبر عن حاصل ضرب التدفق النقدي الحر بنمطي الملكية (الإدارية والمؤسسية) ويمكن من خلاله تحديد ما إذا كان هناك أثر منظم للملكية الإدارية والمؤسسية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات أم لا.		$(FCF_{it} * ADOWN_{it} / INOWN_{it})$	التأثير المشترك لعلاقة التدفق النقدي الحر ونمطي الملكية (الإدارية والمؤسسية)
المتغيرات الضابطة Control Variables:			
سيتم تحديد المتغيرات الضابطة بناءً على أثر المتغيرات التي وجدت الدراسات السابقة أنها ذات تأثير معنوي على المتغير التابع الأداء المالي (ROA, ROE) ، وهي المتغيرات التالية:			
التقرير المالي السنوي	سوف يتم قياسه كمياً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي قيمة الأصول بالميزانية للشركة (i) خلال الفترة (t).	$SIZE_{it}$	حجم الشركة
	سوف يتم قياسها بنسبة إجمالي قيمة الديون أو الإلتزامات إلى إجمالي قيمة الأصول بالميزانية للشركة (i) خلال الفترة (t).	LEV_{it}	الرافعة المالية

3/5- مبررات إضافة المتغيرات الضابطة لنماذج الدراسة:

1/3/5- حجم الشركة:

تظهر الدراسات أن حجم الشركة يلعب دوراً محورياً في تحديد أدائها المالي، حيث تتضارب النتائج حول طبيعة هذه العلاقة. تؤكد دراسات (Buzzell et al., 1975؛ هويدي، 1991) أن الشركات الكبيرة تحقق أداءً مالياً أفضل بسبب عدة عوامل رئيسية. أولاً، تتمتع هذه الشركات باقتصاديات الحجم التي تمكنها من خفض تكاليف الإنتاج وزيادة الكفاءة التشغيلية. ثانياً، تمتلك قوة سوقية أكبر تسمح لها بالتفاوض بشروط أفضل مع الموردين والعملاء. ثالثاً، تستطيع جذب كفاءات إدارية عالية المستوى قادرة على إدارة الموارد بكفاءة أكبر. هذه النتائج تؤيدها دراسات سابقة مثل (Haniffa and Hudaib, 2006; El-Masry, 2010) التي وجدت علاقة إيجابية بين حجم الشركة ومؤشرات الأداء المالي.

من ناحية أخرى، يقدم (Jensen, 1986) رؤية نقدية حيث يرى أن زيادة حجم الشركة قد تؤدي إلى مشكلات وكالة. عندما تتوسع الشركة بشكل مفرط، قد يدفع المديرون إلى استثمار الأموال الفائضة في مشاريع غير مربحة فقط لتعزيز نفوذهم الشخصي، مما يخلق ما يعرف بمشكلة الإفراط في الاستثمار. كما يشير (Agrawal and Knoeber, 1996) إلى أن التعقيدات التنظيمية المصاحبة للنمو الكبير قد تقلل من قدرة الإدارة على الرقابة الفعالة، مما يؤثر سلباً على الأداء. هذه الآراء تجد تأييداً في دراسات (Rashid, 2004; Hussin and Othman, 2012) التي توصلت إلى وجود علاقة سالبة بين حجم الشركة والأداء المالي.

2/3/5- الرافعة المالية:

تتباين وجهات النظر النظرية حول تأثير الاعتماد على التمويل بالديون على أداء الشركات. من ناحية، يرى (Jensen, 1986; Gul and Tsui, 1997) أن ارتفاع نسبة المديونية يمكن أن يحسن الأداء المالي عبر آليات الرقابة والضبط المالي. فالشروط المقيّدة المفروضة من قبل المقرضين تحد من الإنفاق غير الفعال، كما أن التزامات سداد الديون تمنع الإدارة من إهدار التدفقات النقدية في مشروعات غير مربحة، مما يعزز كفاءة تخصيص الموارد. ومع ذلك، تشير الأدلة الإختبارية إلى ندرة الدراسات التي تدعم هذه العلاقة الإيجابية عند قياس الأداء بالمؤشرات المحاسبية التقليدية.

على الجانب الآخر، يقدم (Myers, 1977) تحليلاً نقدياً يُظهر أن ارتفاع المديونية قد يؤدي إلى مشكلات وكالة بين المساهمين وحملة الديون، خاصة في الشركات ذات فرص النمو. فبسبب خشية المساهمين من استفادة الدائنين من استثمارات جديدة، قد تتخلى الإدارة عن مشروعات ذات صافي قيمة حالية موجب، وهو ما يعرف بمشكلة قصور الاستثمار (Underinvestment Problem) هذا التأثير السلبي يؤكد عدد من الدراسات الاختبارية مثل (McConnell and Servaes, 1995) والتي وجدت أن الديون قد تقلل الأداء في ظل ظروف معينة.

وأيدت دراسات سابقة مثل (Topal and Doğan, 2014; Arora and Sharma, 2016) الرأي القائل بتأثير سلبي للرافعة المالية على الأداء، خاصة عند استخدام مؤشرات محاسبية كصافي الربح. في المقابل، أظهرت دراسات مثل (Rehman and Shah, 2013; Amba, 2013) نتائج متضاربة، مما يشير إلى أن العلاقة قد تعتمد على عوامل وسيطة كطبيعة الصناعة أو هيكل الحوكمة.

4/5- مجتمع وعينة وفترة وحدود الدراسة:

1/4/5- مجتمع وعينة الدراسة:

يشمل مجتمع الدراسة الحالي جميع الشركات المساهمة غير المالية المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية، باستثناء الشركات المالية مثل صناديق الاستثمار، البنوك، وشركات التأمين نظراً لطبيعتها وقوانينها الخاصة التي تستدعي دراسة مستقلة في بحوث مستقبلية. هذا الاستثناء يهدف إلى تقليل عدم تجانس الشركات داخل المجتمع محل الدراسة.

في حين قام الباحث بالاعتماد على عينة عشوائية من الشركات المساهمة غير المالية التي تتوفر عنها بيانات كاملة خلال فترة الدراسة، بما يسمح بإجراء الاختبارات الإحصائية المطلوبة. والتي تضمنت 125 شركة من 15 قطاعاً نوعياً، مما أتاح 625 مشاهدة صالحة للتحليل الإحصائي خلال الفترة الخاضعة للدراسة.

ويوضح الجدول التالي رقم (4) العينة النهائية للدراسة ونسبة تمثيلها وفقاً للتبويب القطاعي المعلن من بورصة الأوراق المالية المصرية كما يلي:

جدول رقم (4):

العينة النهائية للدراسة ونسبة تمثيلها وفقاً للتبويب القطاعي المعلن بالبورصة المصرية

م	اسم القطاع	المشاهدات	السنوات وعدد الشركات				
			2022	2021	2020	2019	2018
			عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات
1	قطاع الرعاية الصحية والأدوية	65	13	13	13	13	13
2	قطاع مواد البناء	50	10	10	10	10	10
3	قطاع المقاولات والإنشاءات الهندسية	30	6	6	6	6	6
4	قطاع الأغذية والمشروبات	105	21	21	21	21	21
5	قطاع الموارد الأساسية	70	14	14	14	14	14
6	قطاع العقارات	120	24	24	24	24	24
7	السياحة والترفيه	45	9	9	9	9	9
8	المنتجات وصناعة السيارات	15	3	3	3	3	3
9	منسوجات و سلع معمرة	35	7	7	7	7	7
10	اتصالات و اعلام وتكنولوجيا المعلومات	25	5	5	5	5	5
11	تجارة وموزعون	20	4	4	4	4	4
12	مرافق	5	1	1	1	1	1
13	خدمات النقل والشحن	20	4	4	4	4	4
14	ورق ومواد تعبئة وتغليف	15	3	3	3	3	3
15	طاقة وخدمات مساندة	5	1	1	1	1	1
الإجمالي			125	125	125	125	125
عدد الشركات المقيدة بالبورصة المصرية			215	218	215	218	220
عدد الشركات المالية المقيدة بالبورصة			45	50	45	51	49
عدد الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة			197	168	170	167	171
نسبة عدد شركات العينة إلى عدد الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة			%64	%75	%74	%75	%73

2/4/4- فترة الدراسة:

تغطي فترة الدراسة السنوات من عام 2018م حتى عام 2022م؛ وذلك للحصول على بيانات متغيرات الدراسة. في حين قام الباحث بالاعتماد على التقارير المالية السنوية التي تعدها الشركات وترسلها لإدارة الإفصاح بالبورصة المصرية، وبالتحديد تقارير الإفصاح الإلزامية عن القوائم المالية المستقلة وليست المجمعة.

5/5- أسلوب ومصادر جمع بيانات الدراسة:

- اعتمد الباحث على أربعة مصادر رئيسية لجمع البيانات المتعلقة بشركات عينة الدراسة وهما:
- = المواقع الإلكترونية الرسمية للشركات المساهمة المقيدة والتي تشمل على الإفصاحات والتقارير الدورية المتاحة في قسم علاقات المستثمرين (Investor Relations).
 - = الموقع الرسمي للبورصة المصرية بما يتضمنه من تقارير الإفصاح الإلزامية للقوائم المالية التي توفرها البورصة المصرية.
 - = موقع مباشر مصر والذي يحتوي على التقارير المالية الدورية للشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية.
 - = شركة مصر لنشر المعلومات (Egypt for Information Dissemination - EGID) والتي تقدم خدمات نقل بيانات التداول اللحظي والبيانات الأساسية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

سادساً: تحليل النتائج واختبار فروض البحث:

1/6- الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة ومدى إعتدالية بياناتها:

1/1/6- الإحصاءات الوصفية:

يوضح الجدول رقم (5) بعض مقاييس النزعة المركزية Measure of Central Tendency كالوسط الحسابي Mean، وبعض مقاييس التشتت Measures of Dispersion كالانحراف المعياري Standard Deviation والحد الأدنى Minimum والحد الأعلى Maximum والمدى Range لكافة متغيرات الدراسة والمدرجة في نماذج الإنحدار بها، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات الدراسة.

جدول رقم (5):
الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	الحد الأدنى	الحد الأعلى	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	المدى
المتغير التابع (الأداء المالي)					
معدل العائد على الأصول (ROA_{it})	-0.658	0.880	0.053	0.1289	1.538
معدل العائد على حقوق الملكية (ROE_{it})	-19.959	24.130	0.567	2.728	44.089
المتغير المستقل					
التدفق النقدي الحر (FCF_{it})	-12.268	8.387	0.120	1.037	20.655
المتغيرات المنظمة					
الملكية الإدارية ($ADOWN_{it}$)	%0.000	%93.54	23.363%	%28.24	%93.54
الملكية المؤسسية ($INOWN_{it}$)	%0.000	%100.0	67.347%	%22.20	%100.0
المتغيرات الضابطة					
حجم الشركة ($SIZE_{it}$)	17.196	25.510	20.854	1.596	8.314
الرافعة المالية (LEV_{it})	0.001	5.965	0.607	0.690	5.964
حجم العينة (n)	625 مشاهدة				

يظهر الجدول رقم (5) تفاوتاً كبيراً بين مفردات العينة في جميع المتغيرات محل الدراسة. بالنسبة للمتغير التابع المتمثل في الأداء المالي، نلاحظ أن معدل العائد على الأصول (ROA) يتراوح بين قيم سالبة (-0.658) وقيم موجبة مرتفعة نسبياً (0.880)، وذلك بمدى (1.538) مع وسط حسابي قريب من الصفر (0.05307)، مما يشير إلى وجود تباين في أداء الشركات بين الخسارة والربح. أما معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) فيظهر تبايناً أكبر، حيث يصل أدنى قيمة إلى (-19.959) وأعلى قيمة إلى (24.130)، مع انحراف معياري مرتفع (2.728)، مما يعكس اختلافاً جذرياً في كفاءة استخدام حقوق الملكية بين الشركات.

ويتراوح التدفق النقدي الحر (FCF)، وهو المتغير المستقل، بين قيم سالبة مرتفعة (-12.268) وقيم موجبة كبيرة (8.387)، وذلك بمدى (20.655) مع وسط حسابي قريب من الصفر (0.120) وبانحراف معياري مرتفع (1.037)، مما يشير إلى اختلاف جوهري في قدرة الشركات على توليد تدفقات نقدية حرة. أما المتغيرات المنظمة، فتظهر الملكية الإدارية ($ADOWN$) تبايناً واضحاً بين الشركات، حيث تتراوح بين (%0.00، %93.54)، بينما تتركز الملكية المؤسسية ($INOWN$)

في نطاق أعلى، حيث تبدأ من (0.00%) وتصل إلى (100%)، بمتوسط مرتفع (67.347%)، مما يعكس هيمنة الملكية المؤسسية في معظم الشركات.

أما المتغيرات الضابطة، فتشير إلى وجود تباين معقول في حجم الشركات (SIZE)، حيث يتراوح بين (17.196، 25.510)، مع انحراف معياري (1.596). فيما يتعلق بالرافعة المالية (LEV)، فنلاحظ تبايناً كبيراً بين الشركات، حيث تتراوح بين مستويات منخفضة جداً (0.001) ومستويات مرتفعة (5.965)، مما يعكس اختلافاً جذرياً في سياسات التمويل بين الاعتماد على الديون أو التمويل الذاتي.

2/1/6- اختبار الإعتدالية لمتغيرات الدراسة:

يوضح الجدول رقم (6) نتائج اثنين من إختبارات مدى إعتدالية البيانات لمتغيرات الدراسة (Kolmogorov-Smirnov, Shapiro-Wilk)، وذلك كما يلي:

جدول رقم (6):
نتائج إختبار مدى إعتدالية البيانات

Shapiro-Wilk		Kolmogorov-Smirnov		المتغيرات
مستوي الدلالة (Sig.)	قيمة الإحصاء (Statistic)	مستوي الدلالة (Sig.)	قيمة الإحصاء (Statistic)	
المتغير التابع (الأداء المالي)				
0.000	0.829	0.000	0.161	معدل العائد على الأصول (ROA _{it})
0.000	0.308	0.000	0.379	معدل العائد على حقوق الملكية (ROE _{it})
المتغير المستقل				
0.000	0.389	0.000	.323	التدفق النقدي الحر (FCF _{it})
المتغيرات المنظمة				
0.000	0.796	0.000	0.254	الملكية الإدارية (ADOWN _{it})
0.000	0.963	0.000	0.071	الملكية المؤسسية (INOWN _{it})
المتغيرات الضابطة				
0.001	0.988	0.000	0.051	حجم الشركة (SIZE _{it})
0.000	0.507	0.000	0.245	عمر الشركة (AGE _{it})
625 مشاهدة				حجم العينة (n)

وبإلقاء النظر على نتائج إختبارات مدى إعتدالية البيانات بالجدول رقم (6)، نجد أن بيانات كافة المتغيرات لا تتوزع بشكل إعتدالي، حيث أنه بمقارنة القيمة الاحتمالية (P – Value) لكافة المتغيرات وللإختبارين بمستوى المعنوية المقبول في العلوم الاجتماعية وهو (0.05) يتبين أن

($P - \text{Value} = \text{Sig} < 0.05$)، وهذا يعني رفض الفرض العدم (H_0)، وقبول الفرض البديل (H_1)، والقائل بأن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي.

وعلى الرغم من أن نتائج اختبار مدى إعتدالية البيانات توصلت إلى أن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي، إلا أن هناك وجهة نظر مختلفة في هذا الصدد. فقد أشار (Verbeek, 2017) إلى أنه وفقاً لنظرية النهاية المركزية الإحصائية أنه إذا كان حجم العينة أكبر من (50) مشاهدة فإن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي دون الحاجة إلى إجراء أى اختبارات تتعلق بمدى إعتدالية البيانات، وبناءً على ذلك فإن كافة متغيرات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي، وبالتالي يتم استخدام لها الإختبارات المعلمية Parametric Test عند إجراء التحليلات الإحصائية لفروض الدراسة.

2/6- مصفوفة تحليل الارتباط لمتغيرات الدراسة:

تُعتبر مصفوفة ارتباط بيرسون الأسلوب الثاني والأداة الرئيسية⁽¹⁾ للكشف عن مشكلة الإزدواج الخطي⁽²⁾ بين قيم المتغيرات التفسيرية. وتُظهر مصفوفة الارتباط لبيرسون على مستوى شركات العينة محل الدراسة، كما هو مبين في الجدول رقم (7)، أن الإزدواج الخطي لا يشكل عائقاً في الدراسة الحالية. ويرجع ذلك إلى أن جميع معاملات الارتباط بين المتغيرات التفسيرية في الدراسة تقل عن (0.80) (Gujarati, 2003)، حيث بلغ أقصى معامل ارتباط (0.080) وذلك بين متغيري التدفق النقدي الحر والملكية الإدارية، وذلك فيما عدا قيمها المرتبطة بالمتغيرات التفاعلية⁽³⁾، وهو أمر طبيعي بسبب التعبير عن التفاعل بحاصل ضرب بعض قيم المتغيرات المستقلة المدرجة بنماذج الدراسة.

وتظهر نتائج تحليل الارتباط لبيرسون على مستوى شركات العينة محل الدراسة، كما هو موضح بالجدول رقم (7)، وجود ارتباط (عكسي/ طردي) ضعيف ومعنوي بين كافة المتغيرات التفسيرية بالدراسة الحالية (المتغير المستقل، والمتغيرات المنظمة، والمتغيرات الضابطة) والمتغير التابع الأداء المالي (ROA, ROE).

1) هناك اختبار آخر لمعامل تضخم التباين (VIF) للحكم على ما إذا كانت درجة الإزدواج الخطي Multicollinearity فيما بين المتغيرات التفسيرية خطيرة أم لا سيتعرض له الباحث بالتفصيل عند استعراض نتائج تحليل الإنحدار بالدراسة الحالية.

2) يستخدم مصطلح الإزدواج الخطي Multicollinearity للدلالة على وجود ارتباط خطي أو شبه خطي بين المتغيرات التفسيرية بنماذج الدراسة. ويشير (Gujarati, 2003) إلى أن مستوى الإزدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية يُعتبر مقبولاً وغير مُقلق إذا لم يتجاوز معامل الارتباط بين أي اثنين منها حداً أقصى قدره (0.80).

3) حيث يعتبر ارتفاع معامل الارتباط بين المتغيرات التفسيرية عن القيمة (0.80)، فهذا دليل على أن نماذج الدراسة تعاني من مشكلة الإزدواج الخطي Multicollinearity بين المتغيرات التفسيرية (Gujarati, 2003)، ومع ذلك فقد أشار كل من (Gujarati and Porter, 2009) إلى أن هذا الارتفاع ما هو إلا ارتفاع ظاهري Artificial وليس حقيقي، والتي يكون منشأها وجود تفاعلات بفعل المتغيرات المنظمة.

جدول رقم (7):
مصفوفة الارتباط (بيرسون) لمتغيرات الدراسة

م	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
1	1								
2	0.200**	1							
3	0.069	0.152**	1						
4	0.023	0.022	0.080*	1					
5	0.098*	-0.006	0.060	-0.004	1				
6	0.062	0.180**	0.581**	0.251**	0.059	1			
7	0.067	0.150**	0.972**	0.089*	0.100*	0.629**	1		
8	-0.061	-0.112**	-0.030	0.010	-0.021	-0.086*	-0.045	1	
9	-0.054	0.202**	-0.020	0.078	0.038	0.079*	-0.023	-0.024	1
** الارتباط دال عند مستوى معنوية (0.01)، حيث إن (Sig < 0.01). * الارتباط دال عند مستوى معنوية (0.05)، حيث إن (Sig < 0.05).									

3/6- نتائج إختبار فروض الدراسة:

1/3/6- مشكلات القياس التي تواجه نماذج الدراسة:

في البداية وقبل التطرق لتحليل نتائج التشغيل الإحصائي لنماذج الإنحدار الخطي المتعدد المستخدمة لإختبارات الفروض لابد من التحقق من خلو هذه النماذج من المشكلات التي تواجه عادة نماذج تحليل الإنحدار المتعدد وتعود تحقيق إفتراضاته الأساسية، ومن أهم هذه المشكلات (4) ما يلي:

1/1/3/6- مشكلة عدم ثبات التباينات للبواقي (Heteroskedasticity):

تم إجراء اختباري (White Test for Heteroskedasticity, Breusch-Pagan Test) للتحقق من خلو كافة نماذج الدراسة من مشكلة عدم ثبات تباينات البواقي (Residual)، ويوضح الجدول رقم (8) نتائج هذين الإختبارين، والتي تؤكد عدم تحقق هذا الافتراض لكافة النماذج المستخدمة في إختبار فروضها، أي أن تباينات البواقي Residual لقيم المتغير التابع (ROA, ROE) في كافة نماذج إختبارات الفروض غير ثابتة، وتتغير بتغير قيم المتغيرات المفسرة، حيث أنه بمقارنة القيمة الاحتمالية لكافة نماذج إختبارات الفروض ($P - Value = 0.001$) بمستوى المعنوية المقبول في العلوم الاجتماعية وهو (0.05) يتبين أن ($P - Value = Sig < 0.05$)، وهذا يعنى رفض الفرض العدم (H_0)، وقبول الفرض البديل (H_1)، والقائل بعدم وجود ثبات لتباينات البواقي بنماذج إختبارات الفروض. وللتغلب على عدم تحقق هذا الافتراض (وجود ثبات لتباينات البواقي) ، قام الباحث بإستخدام طريقة المربعات الصغرى المرجعة Weighted Least Squares -WLS، والتي تعالج هذه المشكلة عن طريق ترجيح متغيرات النموذج الأصلي بأوزان مرجحة (Gujarati and Porter, 2009؛ عامر، 2015).

(4) تجاهل الباحث عن عمد إختبار إعتدالية التوزيع Normality Distribution Test للبواقي (Residual)، نظراً لبلوغ حجم العينة (625 مشاهدة)، حيث أشار (Verbeek, 2017) إلى أنه وفقاً لنظرية النهاية المركزية الإحصائية أنه إذا كان حجم العينة أكبر من 50 مفردة فإن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي دون الحاجة إلى أي إختبارات تتعلق بمدى إعتدالية التوزيع الطبيعي للبيانات.

جدول رقم (8):
نتائج اختبار ثبات تباينات البواقي (Residual)

اختبار (Breusch-Pagan)		اختبار (White)		نماذج الدراسة
مستوي الدلالة (Sig.)	قيمة الإحصاءة (Chi-Square)	مستوي الدلالة (Sig.)	قيمة الإحصاءة (Chi-Square)	
0.000	19.292	0.038	17.782	النموذج الفرعي الأول المشتق من النموذج الرئيسي الأول
0.000	260.928	.001	28.564	النموذج الفرعي الثاني المشتق من النموذج الرئيسي الأول
0.000	57.873	0.016	51.527	النموذج الفرعي الأول المشتق من النموذج الرئيسي الثاني
0.000	305.817	0.004	57.170	النموذج الفرعي الثاني المشتق من النموذج الرئيسي الثاني
625 مشاهدة				حجم العينة (n)

2-1/3/6- مشكلة الإزدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية (MultiCollinearity):

تم حساب قيم معاملات تضخم التباين VIF⁽⁵⁾ لكافة المتغيرات التفسيرية بنماذج الدراسة للتحقق من خلو النماذج من مشكلة الإزدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية، ويوضح الجدول رقم (9) نتائج هذه القيم، والتي تؤكد على خلو كافة نماذج الدراسة من هذه المشكلة، حيث جاءت قيم معامل تضخم التباين VIF لكافة المتغيرات التفسيرية المدرجة بكافة نماذج الدراسة في الحدود المعقولة عند تشغيله، حيث إن أقصى قيمة لمعاملات تضخم التباين VIF تم الحصول عليها بلغت (9.147) لمتغير (التدفق النقدي الحر FCF_{it}). ويؤكد ذلك على عدم خطورة مشكلة الإزدواج (الارتباط) الخطي بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بكافة نماذج الدراسة الأمر الذي يمكن معه تطبيق طريقة المربعات الصغرى لتقدير معاملات (معالم Parameters) تلك النموذج وبالتبعية المساهمة في دقة تقدير الأثر النسبي للمتغيرات المفسرة علي المتغير التابع موضوع الدراسة (ROA, ROE) (عنان، 2011؛ James et al., 2013; Kutner et al., 2005).

(5) يعد معامل تضخم التباين VIF الأسلوب الأول لاستكشاف درجة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية في نموذج الانحدار الخطي المتعدد، حيث يقيس مقدار الزيادة في تباين تقديرات معالم النموذج نتيجة التداخل الخطي بين هذه المتغيرات. ارتفاع قيمة هذا المعامل يشير إلى زيادة تباين التقديرات وأخطائها العشوائية، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة (t) المحسوبة في اختبارات الدلالة الإحصائية. وعلى الرغم من أن قيم VIF توفر مؤشراً على خطورة التداخل الخطي، إلا أنها لا تحسم وجوده من عدمه بشكل قاطع. ونظراً لعدم وجود جداول إحصائية معيارية لتقييم معنوية هذه القيم، فقد اتفق على اعتبار تجاوز قيمة VIF عن القيمة (10) علامة على خطورة الإزدواج الخطي بالنموذج (عنان، 2011).

جدول رقم (9):

نتائج حساب قيم معاملات تضخم التباين (VIF) لكافة نماذج اختبارات فروض الدراسة

قيم معاملات تضخم التباين (VIF)				المتغيرات التفسيرية
النموذج الفرعي الأول المشتق من النموذج الرئيسي الأول	النموذج الفرعي الثاني المشتق من النموذج الرئيسي الثاني	النموذج الفرعي الثالث المشتق من النموذج الرئيسي الأول	النموذج الفرعي الأول المشتق من النموذج الرئيسي الأول	
1.001	1.001	1.001	8.447	التدفق النقدي الحر (FCF_{it})
—	—	—	1.081	الملكية الإدارية ($ADOWN_{it}$)
—	—	—	1.040	الملكية المؤسسية ($INOWN_{it}$)
—	—	—	1.853	تفاعل التدفق النقدي الحر مع الملكية الإدارية ($(FCF * ADOWN_{it})_{it}$)
—	—	—	6.532	تفاعل التدفق النقدي الحر مع الملكية المؤسسية ($(FCF * INOWN_{it})_{it}$)
1.002	1.002	1.012	1.012	حجم الشركة ($SIZE_{it}$)
1.001	1.001	1.022	1.022	الرافعة المالية (LEV_{it})
625 مشاهدة				حجم العينة (n)

3/1/3/6- مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي (Autocorrelation):

تم إجراء اختبار درين واطسون Durbin-Watson للتحقق من صحة افتراض عدم وجود ارتباط ذاتي بين قيم لبواقي (Residual) بكافة نماذج الدراسة، ويوضح الجدول رقم (10) نتائج هذا الاختبار، والتي تؤكد على صحة هذا الافتراض في النماذج الذي كان فيها المتغير التابع (الأداء المالي) معبراً عنه بـ (ROA)، حيث أنه بمقارنة قيمة معامل اختبار درين واطسون Durbin-Watson بالقيمة المثلى وهي القيمة (2)، يتبين أن ($DW \cong 2$)، وعدم تأكيد صحة هذا الافتراض في النماذج الذي كان فيها المتغير التابع (الأداء المالي) معبراً عنه بـ (ROE)، وهذا يعني أن هناك نموذجان (التابع فيهما معبراً عنه بـ ROA) لا يعانيان من مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي (Residuals) والنموذجان الأخران (التابع فيهما معبراً عنه بـ ROE) يعانيان من ذات المشكلة (Gujarati, 2009; Wooldridge, 2016).

وللتغلب على عدم تحقق هذا الافتراض (عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي)، قام الباحث باستخدام أسلوب "Robust Standard Error" لتقدير معالم هذين النموذجين في ظل وجود مشكلة ارتباط تسلسلي موجب بين البواقي (Residual) والتي تصحح الأخطاء المعيارية من أثر مشكلتي عدم ثبات (تجانس) التباينات والارتباط الذاتي بين البواقي (Residual) (Hoechle,) 2007.

جدول رقم (10):

نتائج اختبار داربن واطسون لكافة نماذج الدراسة

قيم (Durbin-Watson)	نماذج الدراسة
1.194	النموذج الفرعي الأول المشتق من النموذج الرئيسي الأول
1.493	النموذج الفرعي الثاني المشتق من النموذج الرئيسي الأول
1.002	النموذج الفرعي الأول المشتق من النموذج الرئيسي الثاني
1.522	النموذج الفرعي الثاني المشتق من النموذج الرئيسي الثاني
625 مشاهدة	حجم العينة (n)

2/3/6- تحليل الانحدار لنماذج الدراسة (إختبارات الفروض):

بعد التأكد من صحة الافتراضات الأساسية التي تواجه عادةً نماذج الانحدار الخطي المتعدد، ومعالجة الافتراضات التي لم تتحقق (وجود ثبات لتباينات الأخطاء العشوائية، وعدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي)، أصبحت كافة نماذج الانحدار صالحة للتشغيل الإحصائي حيث لا تواجه أي مشكلات قياس تهدد صحة النتائج المستخلصة من تشغيلها، وقد اعتمد الباحث في تقدير معاملات (معالم Parameters) نموذجان الدراسة ذات المتغير التابع (الأداء المالي) المعبر عنه بـ ROA على طريقة المربعات الصغرى المرجحة WLS، والنموذجان الأخران ذات المتغير التابع (الأداء المالي) المعبر عنه بـ ROE على طريقة المربعات الصغرى OLS باستخدام أسلوب "Robust Std. Error". هذا وتم التوصل إلى نتائج تحليل الانحدار باستخدام طريقة Enter على النحو التالي:

1/2/3/6- تحليل الانحدار لنموذج الدراسة الفرعي الأول المشتق من النموذج الرئيسي الأول:

تظهر نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد الموضحة بالجدول رقم (11) نتائج نموذج الانحدار للمعادلة رقم "1/1"، حيث جاءت قيمة معامل التحديد R^2 تعادل 11.1% بينما قيمة معامل التحديد المعدل $Adj R^2$ بلغت 10.6% وهو ما يعني أن القوة التفسيرية للمتغيرات التي يشملها النموذج (التدفق النقدي الحر والمتغيرات الضابطة) تستطيع تفسير ما نسبته 10.6% من التغير الحاصل في

المتغير التابع (الأداء المالي) معبراً عنه بـ (ROA). كما يتضح أن علاقة الانحدار معنوية تماماً في مجملها، حيث أنه بمقارنة القيمة الاحتمالية لقيمة (F) المحسوبة ($P - Value = 0.000$) بمستوى المعنوية المقبول في العلوم الاجتماعية وهو (0.05) يتبين أن ($P - Value = 0.05 < Sig$).

ويتضح أيضاً من نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد بالجدول رقم (11) وجود علاقة موجبة عند مستوى معنوية (0.05) بين التدفق النقدي الحر (FCF_{it}) والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA_{it}) مما يعني أن التدفق النقدي الحر له تأثير أساسي Main Effect موجب عند مستوى معنوية (0.05) على الأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA)⁽⁶⁾، وهذه النتيجة تتسق مع النتائج التي توصلت إليها دراسات (Muthusi, 2014; Ghasemi and Nourifard, 2015; Ambreen and Aftab, 2016; Nguyen, 2018)، وتأسيساً على ذلك يتم رفض الفرض الفرعي الأول المنبثق من الفرض الرئيسي الأول والمصاغ في صورة العدم (H_{01})، وقبول الفرض البديل (H_{11})، والقائل بوجود علاقة Relationship طردية ومعنوية عند مستوى معنوية (0.05) بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA).

جدول رقم (11):

نتائج تحليل الانحدار للنموذج الفرعي الأول المشتق من النموذج الرئيسي الأول

معنوية معاملات نموذج الإنحدار		الخطأ المعياري (Std. Error)	معاملات الإنحدار(β)	المتغيرات التفسيرية
مستوي الدلالة (Sig.)	قيمة الإحصاء (t)			
0.028**	2.205	0.072	0.159	(Constant)
0.038**	2.084	0.004	0.008	التدفق النقدي الحر (FCF _{it})
0.048**	-1.450	0.003	-0.005	حجم الشركة (SIZE _{it})
0.333	-0.969	0.010	-0.010	الرافعة المالية (LEV _{it})
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية (0.01)، حيث إن (Sig. < 0.01).				
** الفروق دالة عند مستوى معنوية (0.05)، حيث إن (Sig. < 0.05).				
* الفروق دالة عند مستوى معنوية (0.10)، حيث إن (Sig. < 0.10).				
معامل التحديد المعدل (Adjusted R ²) = 0.106			معامل التحديد (R ²) = 0.111	
مستوى الدلالة (Sig) لقيمة (F) المحسوبة = 0.000			قيمة (F) المحسوبة = 24.867	
الطريقة (Method) = OLS(Robust Std. Error)			حجم العينة (n) = 625 مشاهدة	
المتغير التابع = الأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA)				

(6) هذه النتيجة تدعم وجهة نظر دراسات (Hubbard, 1998; Kamran et al., 2017) إلى أن التدفق النقدي الحر يوفر للإدارة المرونة اللازمة في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، مما يمكنها من الاستفادة من الفرص الاستثمارية المجدية دون الحاجة للاعتماد على مصادر التمويل الخارجية المكلفة. هذه المرونة تساعد في الحد من مشكلة النقص الاستثماري وتقليل تكاليف التمويل، مما يؤدي إلى تحسين الأداء المالي للشركة من خلال زيادة الأرباح والعوائد على الاستثمار.

2/2/3/6- تحليل الانحدار لنموذج الدراسة الفرعي الثاني المشتق من النموذج الرئيسي الاول:

تظهر أيضاً نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد الموضحة بالجدول رقم (12) نتائج نموذج الانحدار للمعادلة رقم "1/2"، حيث جاءت قيمة معامل التحديد R^2 تعادل 12.6% بينما قيمة معامل التحديد المعدل $Adj R^2$ بلغت 13.0% وهو ما يعني أن القوة التفسيرية للمتغيرات التي يشملها النموذج (التدفق النقدي الحر والمتغيرات الضابطة) تستطيع تفسير ما نسبته 13.0% من التغير الحاصل في المتغير التابع (الأداء المالي) معبراً عنه بـ (ROE). كما يتضح أن علاقة الانحدار معنوية تماماً في مجملها، حيث أنه بمقارنة القيمة الاحتمالية لقيمة (F) المحسوبة (P – Value = 0.000) بمستوى المعنوية المقبول في العلوم الاجتماعية وهو (0.05) يتبين أن (P – Value = Sig < 0.05).

ويتضح أيضاً من نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد بالجدول رقم (12) وجود علاقة سالبة عند مستوى معنوية (0.01) بين التدفق النقدي الحر (FCF_{it}) والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE_{it}) مما يعني أن التدفق النقدي الحر له تأثير أساسي Main Effect سالب عند مستوى معنوية (0.01) على الأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE) ⁽⁷⁾، وهذه النتيجة تتسق مع النتائج التي توصلت إليها دراسات (Abughniem et al., 2020، Hong et al., 2012)، وتأسيساً على ذلك يتم رفض الفرض الفرعي الثاني المنبثق من الفرض الرئيسي الأول والمصاغ في صورة العدم (H_{01})، وقبول الفرض البديل (H_{11})، والقائل بوجود علاقة Relationship عكسية عند مستوى معنوية (0.01) بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE).

(7) هذه النتيجة تدعم ما نصت عليه نظرية التدفق النقدي الحر (Jensen, 1986) في أنه عند وجود فائض كبير من التدفقات النقدية يخلق تضارباً في المصالح بين الإدارة وحملة الأسهم، حيث قد تستغل الإدارة هذا الفائض لتحقيق مصالحها الذاتية من خلال الاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة حالية سالبة أو صفقات غير مجدية اقتصادياً. هذا السلوك يؤدي إلى ظهور مشاكل الوكالة التي تؤثر سلباً على ربحية الشركة وأدائها المالي، خاصة عندما تتجنب الإدارة توزيع الأرباح على المساهمين لصالح استثمارات غير مربحة.

جدول رقم (12):

نتائج تحليل الانحدار للنموذج الفرعي الثاني المشتق من النموذج الرئيسي الأول

معنوية معاملات نموذج الانحدار		الخطأ المعياري (Std. Error)	معاملات الانحدار (β)	المتغيرات التفسيرية
مستوي الدلالة (Sig.)	قيمة الإحصاء (t)			
***0.000	4.365	0.700	3.057	(Constant)
***0.000	-4.856	0.026	-0.124	التدفق النقدي الحر (FCF _{it})
***0.000	-4.129	0.032	-0.131	حجم الشركة (SIZE _{it})
0.195	1.297	0.114	0.147	الرافعة المالية (LEV _{it})
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية (0.01)، حيث إن (Sig. < 0.01).				
** الفروق دالة عند مستوى معنوية (0.05)، حيث إن (Sig. < 0.05).				
* الفروق دالة عند مستوى معنوية (0.10)، حيث إن (Sig. < 0.10).				
معامل التحديد المعدل (Adjusted R ²) = 0.130			معامل التحديد (R ²) = 0.126	
مستوى الدلالة (Sig) لقيمة (F) المحسوبة = 0.000			قيمة (F) المحسوبة = 30.916	
الطريقة (Method) WLS			حجم العينة (n) = 625 مشاهدة	
المتغير التابع = الأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE)				

3/2/3/6- تحليل الانحدار لنموذج الدراسة الفرعي الأول المشتق من النموذج الرئيسي الثاني:

بإدخال هيكل الملكية (الإدارية والمؤسسية) كمتغيران من نظامان في نموذج الانحدار للعلاقة بين التدفق النقدي الحر (FCF_{it}) والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA_{it}) (معادلة رقم "2/1")، يتبين من النتائج الموضحة بالجدول رقم (13) أن قيمة معامل التحديد R² تعادل 12.2% بينما قيمة معامل التحديد المعدل Adj R² بلغت 11.8%، وهو ما يعني أن القوة التفسيرية للمتغيرات التي يشملها النموذج [(التدفق النقدي الحر، هيكل الملكية (الإدارية والمؤسسية)، والتفاعل بينهما، والمتغيرات الضابطة] تستطيع تفسير ما نسبته 11.8% من التغير الحاصل في المتغير التابع (الأداء المالي) معبراً عنه بـ (ROA). كما يتضح أن علاقة الانحدار معنوية تماماً في مجملها، حيث أنة بمقارنة القيمة الاحتمالية لقيمة (F) المحسوبة (P – Value = 0.000) بمستوى المعنوية المقبول في العلوم الاجتماعية وهو (0.05) يتبين أن (P – Value = Sig <) (0.05).

ويتضح أيضاً من نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد بالجدول رقم (13) وجود علاقة موجبة عند مستوى معنوية (0.05) بين التدفق النقدي الحر (FCF_{it}) والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA_{it}) مما يدعم نتيجة اختبار الفرض السابق (الفرض الفرعي الأول المنبثق من الفرض

الرئيسي الأول)، والذي يعني أن التدفق النقدي الحر له تأثير أساسي Main Effect موجب عند مستوى معنوية (0.05) على الأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA)، كما يتضح أيضاً عدم وجود علاقة بين متغير التفاعل [التدفق النقدي الحر والملكية الإدارية $(FCF * ADOWN)_{it}$] والأداء المالي معبراً عنه بـ $(ROA)_{it}$ مما يعني وجود تأثير منظم Moderate Effect⁽⁸⁾ (عدم وجود علاقة) للملكية الإدارية $(ADOWN)_{it}$ على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA)، وتأسيساً على ذلك يتم قبول الفرض (H_{021}) والمصاغ في صورة العدم والقائل لا يوجد للملكية الإدارية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA).

كذلك يتضح وجود علاقة سالبة عند مستوى معنوية (0.05) بين متغير التفاعل [التدفق النقدي الحر والملكية المؤسسية $(FCF * INOWN)_{it}$] والأداء المالي معبراً عنه بـ $(ROA)_{it}$ مما يعني وجود أثر منظم Moderate Effect⁽⁹⁾ سالب عند مستوى معنوية (0.05) للملكية المؤسسية $(INOWN)_{it}$ على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA)، وتأسيساً على ذلك يتم رفض الفرض (H_{031}) والمصاغ في صورة العدم، وقبول الفرض البديل (H_{132}) ، والقائل بوجود أثر منظم سالب عند مستوى معنوية (0.05) للملكية المؤسسية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA)⁽¹⁰⁾.

(8) وذلك من خلال تفاعل التدفق النقدي الحر مع الملكية الإدارية، هذا التفاعل عمل على إحداث تغيير في، هذا التفاعل عمل على محوها Erase، حيث تحولت العلاقة بين المتغيرين [التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA)] من وجود علاقة موجبة عند مستوى معنوية (0.05) إلى (عدم وجود علاقة) بين تفاعل (الملكية الإدارية والتدفق النقدي الحر) والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA).

(9) وذلك من خلال تفاعل التدفق النقدي الحر والملكية المؤسسية، هذا التفاعل عمل على إحداث تغيير في اتجاه Direction العلاقة، حيث تحولت العلاقة بين المتغيرين [التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA)] من وجود علاقة موجبة إلى وجود علاقة سالبة عند مستوى معنوية (0.05) بين تفاعل (التدفق النقدي الحر والملكية المؤسسية) والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA).

(10) وقد يعود ذلك إلى (Jensen, 1986) أن توفر تدفق نقدي حر عالي في ظل ملكية مؤسسية مرتفعة قد يؤدي إلى قرارات استثمارية غير مثلى تؤثر على كفاءة استخدام إجمالي أصول الشركة. فعلى الرغم من أن الملكية المؤسسية توفر دوراً رقابياً فعالاً كما أشار (Shleifer and Vishny, 1986)، إلا أن عدم التنسيق بين المؤسسات المختلفة كما أشار (Black and Litterman, 1992) مع وجود تدفق نقدي حر عالي قد يؤدي إلى ضغوط متضاربة على الإدارة لتوسيع قاعدة الأصول دون مراعاة الكفاءة التشغيلية، أو الاستثمار في مشاريع تحقق صافي قيمة حالية سالبة كما أشار (Jensen, 1986) مما يؤثر سلباً على معدل العائد على الأصول.

جدول رقم (13):

نتائج تحليل الانحدار للنموذج الفرعي الاول المشتق من النموذج الرئيسي الثاني

معنوية معاملات نموذج الانحدار		الخطأ المعياري (Std. Error)	معاملات الانحدار (β)	المتغيرات التفسيرية
مستوي الدلالة (Sig.)	قيمة الإحصاءة (t)			
**0.029	1.519	.076	.116	(Constant)
**0.021	1.226	.018	.023	التدفق النقدي الحر (FCF _{it})
0.642	0.465	.000	7.942	الملكية الإدارية (ADOWN _{it})
**0.016	2.415	.024	-.059	الملكية المؤسسية (INOWN _{it})
0.395	0.851	.016	.014	تفاعل التدفق النقدي الحر مع الملكية الإدارية (FCF * ADOWN _{it}) _{it}
**0.050	-0.896	.031	-.028	تفاعل التدفق النقدي الحر مع الملكية المؤسسية (FCF * INOWN _{it}) _{it}
**0.045	-1.390	.003	-.005	حجم الشركة (SIZE _{it})
0.266	-1.112	.011	-.012	الرافعة المالية (LEV _{it})
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية (0.01)، حيث إن (Sig. < 0.01).				
** الفروق دالة عند مستوى معنوية (0.05)، حيث إن (Sig. < 0.05).				
* الفروق دالة عند مستوى معنوية (0.10)، حيث إن (Sig. < 0.10).				
معامل التحديد المعدل (Adjusted R ²) = 0.122			معامل التحديد (R ²) = 0.118	
مستوى الدلالة (Sig) لقيمة (F) المحسوبة = 0.000			قيمة (F) المحسوبة = 12.067	
الطريقة (Method) = OLS (Robust Std. Error)			حجم العينة (n) = 625 مشاهدة	
المتغير التابع = الأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA)				

4/2/3/6- تحليل الانحدار لنموذج الدراسة الفرعي الثاني المشتق من النموذج الرئيسي الثاني:

بإدخال هيكل الملكية (الإدارية والمؤسسية) كمتغيران منظمان في نموذج الانحدار للعلاقة بين التدفق النقدي الحر (FCF_{it}) والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE_{it}) (معادلة رقم "2/2")، يتبين من النتائج الموضحة بالجدول رقم (14) أن قيمة معامل التحديد R^2 تعادل 28.1% بينما قيمة معامل التحديد المعدل $Adj R^2$ بلغت 27.3%، وهو ما يعني أن القوة التفسيرية للمتغيرات التي يشملها النموذج [التدفق النقدي الحر، هيكل الملكية (الإدارية والمؤسسية)، والتفاعل بينهما، والمتغيرات الضابطة] تستطيع تفسير ما نسبته 27.3% من التغير الحاصل في المتغير التابع (الأداء المالي) معبراً عنه بـ (ROE). كما يتضح أن علاقة الانحدار معنوية تماماً في مجملها، حيث أنه بمقارنة القيمة الاحتمالية لقيمة (F) المحسوبة ($P - Value = 0.000$) بمستوى

المعنوية المقبول في العلوم الاجتماعية وهو (0.05) يتبين أن $P - Value = Sig < 0.05$.

ويتضح أيضاً من نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد بالجدول رقم (14) وجود علاقة موجبة عند مستوى معنوية (0.01) بين التدفق النقدي الحر (FCF_{it}) والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE_{it}) مما يعني أن التدفق النقدي الحر له تأثير أساسي Main Effect موجب عند مستوى معنوية (0.01) على الأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE)، كما يتضح أيضاً وجود علاقة سالبة عند مستوى معنوية (0.01) بين متغير التفاعل [التدفق النقدي الحر والملكية الإدارية * FCF] ($ADOWN$)_{it} والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE_{it}) مما يعني وجود أثر منظم Moderate Effect⁽¹¹⁾ سالب عند مستوى معنوية (0.01) للملكية الإدارية ($ADOWN_{it}$) على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE)⁽¹²⁾، وتأسيساً على ذلك يتم رفض الفرض (H_{022}) والمصاغ في صورة العدم، وقبول الفرض البديل (H_{122}) والقائل بوجود أثر سالب عند مستوى معنوية (0.01) للملكية الإدارية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE).

كذلك يتضح وجود علاقة سالبة عند مستوى معنوية (0.01) بين متغير التفاعل [التدفق النقدي الحر والملكية المؤسسية * $(FCF * INOWN)_{it}$] والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE_{it}) مما يعني وجود أثر منظم Moderate Effect⁽¹³⁾ سالب عند مستوى معنوية (0.01) للملكية المؤسسية

(11) وذلك من خلال تفاعل التدفق النقدي الحر مع الملكية الإدارية، هذا التفاعل عمل على إحداث تغيير في اتجاه Direction العلاقة، حيث تحولت العلاقة بين المتغيرين [التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE)] من وجود علاقة موجبة عند مستوى معنوية (0.01) إلى وجود علاقة سالبة عند مستوى معنوية (0.01) بين تفاعل (التدفق النقدي الحر والملكية الإدارية) والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE).

(12) وقد يعزى ذلك إلى ما أقرته نظرية التدفق النقدي الحر (Jensen, 1986) ونظرية الوكالة (Jensen and Meckling, 1976)، حيث أن وجود تدفق نقدي حر عالي مع ملكية إدارية مرتفعة قد يؤدي إلى تضارب في المصالح بين الإدارة وحملة الأسهم في السياسة النقدية. فعلى الرغم من أن تزايد الملكية الإدارية يساعد على ربط مصالح المديرين بمصالح المساهمين، إلا أن وجود سيولة نقدية عالية قد يخلق إغراءات لاستخدام هذه الأموال في مشاريع تحقق منافع شخصية للمديرين بدلاً من توزيعها على المساهمين أو استثمارها بكفاءة لتعظيم عوائد حملة الأسهم.

(13) وذلك من خلال تفاعل التدفق النقدي الحر مع الملكية المؤسسية، هذا التفاعل عمل على إحداث تغيير في اتجاه Direction العلاقة، حيث تحولت العلاقة بين المتغيرين [التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE)] من وجود علاقة موجبة عند مستوى معنوية (0.01) إلى وجود علاقة سالبة عند مستوى معنوية (0.01) بين تفاعل (التدفق النقدي الحر والملكية المؤسسية) والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE).

(INOWN_{it}) على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE) ⁽¹⁴⁾، وتأسيساً على ذلك يتم رفض الفرض (H₀₃₂) والمصاغ في صورة العدم، وقبول الفرض البديل (H₁₃₂)، والقالل بوجود أثر سالب عند مستوى معنوية (0.01) للملكية المؤسسية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE).

جدول رقم (14):

نتائج تحليل الانحدار للنموذج الفرعي الثاني المشتق من النموذج الرئيسي الثاني

معنوية معاملات نموذج الانحدار		الخطأ المعياري (Std. Error)	معاملات الانحدار (β)	المتغيرات التفسيرية
مستوي الدلالة (Sig.)	قيمة الإحصاءة (t)			
0.592	-0.537	1.820	-0.977	(Constant)
*** 0.000	12.043	1.112	13.387	التدفق النقدي الحر (FCF _{it})
** 0.003	2.948	0.002	0.004	الملكية الإدارية (ADOWN _{it})
*** 0.000	7.663	0.295	2.264	الملكية المؤسسية (INOWN _{it})
*** 0.000	-8.390	0.911	-7.640	تفاعل التدفق النقدي الحر مع الملكية الإدارية (FCF * ADOWN _{it}) _{it}
*** 0.000	-12.295	1.390	-17.094	تفاعل التدفق النقدي الحر مع الملكية المؤسسية (FCF * INOWN _{it}) _{it}
** 0.001	0.001	0.076	-0.895	حجم الشركة (SIZE _{it})
0.999	-3.487	0.257	0.014	الرافعة المالية (LEV _{it})
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية (0.01)، حيث إن (Sig. < 0.01).				
** الفروق دالة عند مستوى معنوية (0.05)، حيث إن (Sig. < 0.05).				
* الفروق دالة عند مستوى معنوية (0.10)، حيث إن (Sig. < 0.10).				
معامل التحديد المعدل (Adjusted R ²) = 0.273			معامل التحديد (R ²) = 0.281	
مستوى الدلالة (Sig) لقيمة (F) المحسوبة = 0.000			قيمة (F) المحسوبة = 34.530	
الطريقة (Method) WLS			حجم العينة (n) = 625 مشاهدة	
المتغير التابع = الأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE)				

(14) وقد يرجع ذلك إلى (Jensen, 1986)، حيث أن وجود تدفق نقدي حر عالي مع ملكية مؤسسية مرتفعة قد يؤدي إلى تضارب في المصالح حول كيفية استخدام هذه السيولة. فرغم أن المؤسسات المالكة لديها درجة عالية من الوعي والوصول إلى المعلومات كما أشار (Shleifer and Vishny, 1986)، إلا أن عدم التنسيق بينها كما أشار (Black and Litterman, 1992) قد يؤدي إلى قرارات تمويلية غير مثلى أو ضغوط لتوزيع التدفق النقدي الحر كأرباح بدلاً من استثماره في مشاريع مجدية، أو الدخول في صفقات غير مجدية اقتصادياً كما أشار (Jensen, 1986) مما يؤثر سلباً على العوائد المحققة لحملة الأسهم.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة لكافة نماذج الدراسة، يتضح من الجداول التي تحمل أرقام (11، 12، 13، 14) السابقة وجود علاقة سالبة عند مستوى معنوية (0.01، 0.05، 0.05، 0.05) على الترتيب بين حجم الشركة ($SIZE_{it}$) والأداء المالي (ROA, ROE)، وتتماشي هذه النتيجة مع ما نصت عليه نظرية الوكالة (Agency Theory) التي تؤكد على أن الشركات الكبيرة تواجه مشاكل وكالة أكثر تعقيداً بسبب الفصل بين الملكية والإدارة، مما يؤدي إلى انخفاض الكفاءة التشغيلية. كما أن المديرين يديرون الأعمال بشكل غير كفء لأن الملاك لديهم سيطرة أقل على صنع القرار (Abdullah et al., 2019). كما أن التوسع المفرط قد يؤدي إلى مشكلات الوكالة، حيث قد تستثمر الإدارة في مشاريع غير مربحة لتعزيز نفوذها، مما يضعف الأداء (Jensen, 1986). كذلك التعقيدات التنظيمية المصاحبة للنمو قد تقلل من قدرة الإدارة على الرقابة الفعالة (Agrawal and Knoeber, 1996; Rashid, 2004; Hussin and Othman, 2012). كما تبين أيضاً الجداول التي تحمل أرقام (11، 12، 13، 14) السابقة عدم وجود علاقة بين الرافعة المالية (LEV_{it}) والأداء المالي (ROA, ROE).

سابعاً: خلاصة الدراسة والنتائج:

تناولت الدراسة مشكلة جوهرية تتجلى في تفسير أسباب إختلاف نتائج الدراسات الاختبارية التي تناولت العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA, ROE). وقد تم ذلك من خلال دراسة مدى وجود تأثير لهيكل الملكية (الإدارية والمؤسسية) على هذه العلاقة. إذ يمكن لهذا المتغير [هيكل الملكية (الإدارية والمؤسسية)] التأثير على مدى تواجد العلاقة من عدمه، أو على اتجاهها وقوتها حال تواجدها في بيئة الأعمال المصرية، وهو ما يستهدف منه في النهاية محاولة استكشاف جزء من اسباب إختلاف نتائج هذه العلاقة.

لتحقيق هدف الدراسة تم اتباع منهجية بحثية تعتمد ابتداءً على تحديد مفهوم الأداء المالي للشركات الذي تتبناه الدراسة والتعريفات الإجرائية المتسقة معه، وقد تم تبني تعريف إجرائي يتسق مع المفهوم النظري وهو (ROA, ROE) بحيث يعبراً كمياً عن المتغير التابع (الأداء المالي) موضع الدراسة، والذي يعد في إطار هذه الدراسة دالة خطية في المتغير المستقل الأساسي وهو التدفق النقدي الحر، وكذلك المتغير المنظم المعني بالدراسة [هيكل الملكية (الإدارية والمؤسسية)]، وذلك في ظل وجود عدد إثنان كمتغيران ضابطان تم تبنيهما بناء على مبررات تحليلية وافية لعزل تأثيرهما على المتغير التابع بعيداً عن المتغيرات المفسرة محل الدراسة (المستقلة، والمنظمة)،

وتتمثل هذه المتغيرات الضابطة في حجم الشركة، والرافعة المالية. واستناداً إلى مراجعة وتحليل الدراسات السابقة والأساس النظري والمنطقي الذي تركز عليه الاتجاهات المضادة للعلاقة الأساسية، وكذلك استناداً إلى التحليل النظري والمنطقي لتأثير هيكل الملكية (الإدارية والمؤسسية) على العلاقة الأساسية محل الدراسة، فقد أمكن تطوير عدة فرضيات يتعين اختبارها لتحقيق الدراسة لأهدافها، هذه الفروض هي كما يلي:

H₀₁: "لا توجد علاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي".

ويشتق من هذه الفرضية الفروض الفرعية التالية:

H₀₁₁: "لا توجد علاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA)".

H₀₁₂: "لا توجد علاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE)".

H₀₂: "لا يوجد أثر لهيكل الملكية الإدارية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي".

ويشتق من هذه الفرضية الفروض الفرعية التالية:

H₀₂₁: "لا يوجد أثر لهيكل الملكية الإدارية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي

معبراً عنه بـ (ROA)".

H₀₂₂: "لا يوجد أثر لهيكل الملكية الإدارية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي

معبراً عنه بـ (ROE)".

H₀₃: "لا يوجد أثر لهيكل الملكية المؤسسية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء

المالي".

ويشتق من هذه الفرضية الفروض الفرعية التالية:

H₀₃₁: "لا يوجد أثر لهيكل الملكية المؤسسية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء

المالي معبراً عنه بـ (ROA)".

H₀₃₂: "لا يوجد أثر لهيكل الملكية المؤسسية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي

معبراً عنه بـ (ROE)".

ولاختبار هذه الفروض إحصائياً تم استخدام أسلوب تحليل الانحدار الخطي المتعدد مع الجمع بين بيانات السلسلة الزمنية والقطاعية لشركات العينة والتي بلغ عددها 125 شركة تنتمي إلى 14 قطاعاً نوعياً وفرت عدد مشاهدات صالحة للتشغيل الإحصائي بلغ 625 مشاهدة خلال الفترة موضع الدراسة (2018 – 2022) كما تم الاقتصار على الشركات غير المالية واستبعاد الشركات

المالية، بما فيها البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار، نظراً لطبيعتها الخاصة التي تستدعي دراستها بصورة منفصلة في دراسات مستقبلية.

وفي إطار هذه المنهجية ينتظر من اختبار الفرض (H_{01}) أن يسهم في فهم الوضع السائد في بيئة الأعمال المصرية بشأن طبيعة العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي، وذلك من حيث وجود علاقة من عدمه واتجاهها حال تواجدها. في حين ينتظر من اختبار الفروض (H_{02} , H_{03}) وفروضها الفرعية تحديد مدى وجود تأثير للمتغيرات المنظمة المعنية بالدراسة [هيكل الملكية (الإدارية والمؤسسية)] على هذه العلاقة، ومن ثم يمكن لهذه المنهجية تحقيق الاهداف المنشودة بالكامل من هذه الدراسة.

وقد جاءت بالفعل نتائج اختبار فروض الدراسة باستخدام الحقيبة الاحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS V. 25) لتشير إلى ما يلي:

= رفض الفرض (H_{011}) والمصاغ في صورة العدم، وقبول الفرض البديل (H_{111})، والقائل بوجود علاقة موجبة عند مستوى معنوية (0.05) بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA).

= رفض الفرض (H_{021}) والمصاغ في صورة العدم، وقبول الفرض البديل (H_{111})، والقائل بوجود علاقة سالبة عند مستوى معنوية (0.05) بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE).

= قبول الفرض (H_{021}) والمصاغ في صورة العدم والقائل لا يوجد أثر للملكية الإدارية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA).

= رفض الفرض (H_{022}) والمصاغ في صورة العدم، وقبول الفرض البديل (H_{131}) والقائل بوجود أثر سالب عند مستوى معنوية (0.01) للملكية الإدارية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE).

= رفض الفرض (H_{031}) والمصاغ في صورة العدم، وقبول الفرض البديل (H_{131}) والقائل بوجود أثر سالب عند مستوى معنوية (0.05) للملكية المؤسسية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROA).

= رفض الفرض (H_{032}) والمصاغ في صورة العدم، وقبول الفرض البديل (H_{131}) والقائل بوجود أثر سالب عند مستوى معنوية (0.01) للملكية المؤسسية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي معبراً عنه بـ (ROE).

ثامناً: دراسات مستقبلية

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة الحالية من نتائج، يرى الباحث أن هناك العديد من المجالات البحثية التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية، ويتمثل أهمها فيما يلي:

= تكرار ذات الدراسة Just Replication باتباع ذات التعريفات الإجرائية المستخدمة في الدراسة الحالية للتدفق النقدي الحر والأداء المالي (ROA, ROE) وهيكل الملكية (الإدارية والمؤسسية)، ولكن بالتطبيق على المؤسسات المالية في بيئة الأعمال المصرية بما تشمله من بنوك وشركات تأمين وصناديق الإستثمار، وبحث مدى توافق النتائج أو تباينها مع نتائج الدراسة الحالية.

= دراسة الأثر المنظم لآليات التحصين الإداري على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي (ROA, ROE) أو استخدام تعريفات إجرائية أخرى للأداء المالي مثل نسبة توبين كيو (Tobin's Q) العادية أو المعدلة.

= دراسة التأثيرات المباشرة والتفاعلية لكل من التدفق النقدي الحر، والأداء المالي (ROA, ROE)، وخصائص مجلس الإدارة أو استخدام مقاييس أخرى للأداء المالي مثل نسبة توبين كيو (Tobin's Q) العادية أو المعدلة.

= دراسة أثر آليات الحوكمة على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي (ROA, ROE) أو استخدام مقاييس أخرى للأداء المالي مثل نسبة توبين كيو (Tobin's Q) العادية أو المعدلة.

المراجع

أولاً: مراجع عربية

- أبو العز، محمد السعيد (2022). مناهج وطرق البحث في العلوم الاجتماعية. المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- أبو سالم، سيد سالم محمد (2017). العلاقة بين إدارة الدخل والأداء المالي: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة بنها، المجلد 37، العدد 1، ص ص: 535-586.
- الحناوي، السيد محمود (2019). أثر هيكل الملكية على جودة التقارير المالية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة. مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد 1، ص ص: 66-114.
- بريك، دعاء أحمد سعيد فارس (2020). دراسة أثر الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية على خصائص الشركات المساهمة المصرية: دراسة اختبارية. المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، المجلد 2، العدد 4، ص ص: 6-72.
- بعيو، مفتاح محجوب؛ رجب، طاهر عبدالسلام على؛ الجيو؛ إسماعيل رمضان على (2020). أثر التدفق النقدي الحر على الأداء المالي للشركات، مجلة البحوث الأكاديمية والعلوم التطبيقية، العدد 16، ص ص: 30-45.
- حماد، هيام فكري أحمد أحمد؛ علي، السيد جمال محمد (2022). علاقة إدارة الأرباح بعدم التماثل المعلوماتي: هل هناك تأثير لتغطية المحللين الماليين: منهج إمبريقي على الشركات المساهمة المصرية. مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد 6، العدد 1، ص ص: 371-436.
- زغود، تبر؛ قريشي، يوسف (2018). تأثير هيكل الملكية والهيكل المالي على الأداء المالي للمؤسسة: دراسة اختبارية على عينة من شركات المساهمة. رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح – ورقلة، ص ص: 1-365.

ثانياً: مراجع أجنبية باللغة الإنجليزية

- Rashid, M. M. (2020). Ownership structure and firm performance: the mediating role of board characteristics. Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, 20(4), 719-737.
- 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*, Vol 10, No 12, pp: 668-681.
- Alabdullah, T. T. Y. (2018). The relationship between ownership structure and firm financial performance: Evidence from Jordan. *Benchmarking: An International Journal*, Vol 25, No 1, Pp: 319-333.
- Ali, J., Tahira, Y., Amir, M., Ullah, F., Tahir, M., Shah, W., ... & Tariq, S. (2022). Leverage, ownership structure and firm performance. *Journal of Financial Risk Management*, 11(1), 41-65.
- Ali, U., Ormal, L., & Ahmad, F. (2018). Impact of free cash flow on profitability of the firms in automobile sector of Germany. *Journal of Economics and Management Sciences*, 1(1), 57-67.
- Al-Nsour, O. J. (2019). Earning Management, Institutional Ownership and Performance: Evidence from Amman Stock Exchange. *Journal of financial, accounting and management studies*, Vol 6, No 2, Pp: 161-186.
- Ambreen, S., & Aftab, J. (2016). Impact of free cash flow on profitability of firms listed in Karachi Stock Exchange. *Euro-Asian Journal of Economics and Finance*, Vol 4, No 4, Pp: 113-122.
- Asadi, A., & Pahlevan, M. (2016). The relationship between ownership structure and firms' performance in Tehran Stock Exchange. *Journal of Insurance and Financial Management*, 1(2), 62-76.
- Aymen, B. M. M. (2016). Impact of ownership structure on financial performance of banks: Case of Tunisia. *Journal of Applied Finance & Banking*, 4(2), 163-182.
- Bergeron, V. (1999). Forces and structure in thin liquid soap films. *Journal of Physics: Condensed Matter*, Vol 11, No 19, P15.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property* (Commerce Clearing House, New York). References-Scientific Research Publishing.
- Bhattacharya, P. S., & Graham, M. A. (2009). On institutional ownership and firm performance: A disaggregated view. *Journal of Multinational*

- Financial Management, 19(5), 370-394. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2009.07.004>
- Black, F., & Litterman, R. (1992). Global portfolio optimization. *Financial analysts journal*, Vol 48, No 5, Pp: 28-43.
- Bos, S., Pendleton, A., & Toms, S. (2013). Earnings management in the UK: The impact of managerial share ownership and minority shareholder protection on discretionary accruals. <https://ssrn.com/abstract=1747919>
- Boshnak, H. A. (2023). Ownership structure and firm performance: evidence from Saudi Arabia. *Journal of Financial Reporting and Accounting*.
- Brailsford, T. J., Oliver, B. R., & Pua, S. L. (2002). On the relation between ownership structure and capital structure. *Accounting & Finance*, 42(1), 1-26. <https://doi.org/10.1111/1467-629X.00001>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2005). *Principles of corporate finance* (8th ed.). McGraw-Hill/Irwin.
- Brush, T. H., Bromiley, P., & Hendrickx, M. (2000). The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance. *Strategic Management Journal*, 21(4), 455-472.
- Bukit, R., Mulyani, S., Nasution, F., & Chinomona, R. (2019). Free Cash Flow, Investment, Capital Structure and Firm Value. *Economics and Business International Conference*, 4(0), 122-126.
- Chen, X., Harford, J., & Li, K. (2007). Monitoring: Which institutions matter? *Journal of Financial Economics*, 86(2), 279-305. <https://doi.org/...>
- Çinko, M., & Kasaboğlu, O. T. (2017). A study of the relationship between institutional ownership and Capital structure: Evidence from Turkey. *Marmara İktisat Dergisi*, 1(2), 155-170. <https://doi.org/10.24954/mjecon.2017.9>.
- Cohee, G. L., Piccolo, R. F., & Kiymaz, H. (2020). Impacts of Free Cash Flow on Firm Performance during Market Contractions. *International Journal of Business*, 25(3), 230-248.

- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*, Vol 93, No 6, Pp: 1155-1177.
- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of financial and quantitative analysis*, Vol 38, No 1, Pp: 1-36.
- Din, S. U., Khan, M. A., Khan, M. J., & Khan, M. Y. (2021). Ownership structure and corporate financial performance in an emerging market: a dynamic panel data analysis. *International Journal of Emerging Markets*, Vol 17, No 8, Pp: 1973-1997.
- Diversification & Capital Structure: Gharbi, M., & Jarboui, A. (2017). Institutional investors' role in diversifying orientation decision across Tunisian companies. *Cogent Economics & Finance*, 5(1), 1244873. <https://doi.org/10.1080/23322039.2016.1244873>
- Dong, M., & Ozkan, A. (2008). Institutional investors and director pay: An empirical study of UK companies. *Journal of Multinational Financial Management*, 18(1), 16-29. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2007.06.001>
- Dwaikat, N., & Queiri, A. (2014). The relationship between ownership structure and firm's performance: An empirical evidence from Palestine. *International Journal of Business and Management*, Vol 9, No 12, Pp: 49-61.
- Dwaikat, N., & Queiri, A. (2014). The relationship between ownership structure and firm's performance: An empirical evidence from Palestine. *International Journal of Business and Management*, Vol 9, No 12, Pp: 49-61.
- Ebel Ezeoha, A., & Okafor, F. O. (2010). Local corporate ownership and capital structure decisions in Nigeria: a developing country perspective. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, Vol 10, No 3, Pp: 249-260.

- El Moslemany, R., & Nathan, D. (2019). Ownership structure and Earnings Management: evidence from Egypt. *International Journal of Business and Economic Development*, Vol 7, No 1, Pp: 18-32.
- Fazlzadeh, A., Hendi, A. T., & Mahboubi, K. (2011). The examination of the effect of ownership structure on firm performance in listed firms of Tehran stock exchange based on the type of the industry. *International Journal of Business and Management*, 6(3), 249. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v6n3p249>
- Ghasemi, H., & Noorifard, Y. (2015). Study of the relationship between Capital Structure and free cash flows with financial performance of companies listed on Tehran Stock Exchange. *International Journal of Humanities and cultural Studies* Issn, Pp: 476-497.
- Gregory, A. (2005). The long-run abnormal performance of UK acquirers and the free cash flow hypothesis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(5), 777-814.
- Hassan, S. S. M. (2021). Ownership concentration and firms' performance. *Journal of Contemporary Business Studies*, Vol 7, No 11, Pp: 27-48.
- Hirshleifer, D., Low, A., & Teoh, S. H. (2012). Are overconfident CEOs better innovators?. *The journal of finance*, 67(4), 1457-1498. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01753.x>.
- Hong, Z., Shuting, Y., & Meng, Z. (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*, Vol 36, Pp: 331-335.
- Horobet, A., Belascu, L., Curea, Ș. C., & Pentescu, A. (2019). Ownership concentration and performance recovery patterns in the European Union. *Sustainability*, Vol 11, No 4, Pp: 953-983.
- Huang, B.-Y., Lin, C.-M., & Huang, C.-M. (2011). The influences of ownership structure: Evidence from China. *The Journal of Developing Areas*, 209-227. <https://www.jstor.org/stable/23215271>

- Hussein, J. A., & Jassim, M. R. (2024). The Impact of Free Cash Flow on Earnings Management: An Applied Study on a Sample of Companies Listed in the Iraq Stock Exchange. *Al-Ghary Journal of Economic and Administrative Sciences*, 20, 571-597.
- Isci, C., Buyuktosunoglu, A., Cher, C. Y., Bose, P., & Martonosi, M. (2006, December). An analysis of efficient multi-core global power management policies: Maximizing performance for a given power budget. In 2006 39th Annual IEEE/ACM International Symposium on Microarchitecture (MICRO'06) (pp. 347-358). IEEE. <https://doi.org/10.1109/MICRO.2006.8>
- Javid, S., & Zita, V. P. (2014). Impact of working capital policy on firm's profitability: A case of Pakistan cement industry. *Research journal of Finance and Accounting*, Vol 5, No 5, Pp: 182-191.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, Vol 3, No 4, Pp: 305-360.
- Jiang, P. (2004). The relationship between ownership structure and firm performance: An empirical analysis over Heilongjiang listed companies. *Nature and Science*, Vol 2, No 4, Pp: 87-90.
- Kadioglu, E., Kilic, S., & Yilmaz, E. A. (2017). Testing the relationship between free cash flow and company performance in Borsa Istanbul. *International Business Research*, Vol 10, No 5, Pp: 148-158.
- Kazemian, S., & Sanusi, Z. M. (2015). Earnings management and ownership structure. *Procedia Economics and Finance*, Vol 31, Pp: 618-624.
- Kunjal, D., Nyasha, J., Ghisyan, A., Govender, P. J., Murugasen, S., Naidoo, P., Patel, D. S., & Muzindutsi, P. F. (2021). The effect of managerial

- overconfidence on firm value: Evidence from the Johannesburg Stock Exchange. *Management and Economics Review*, 6(1), 1–14.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, Vol 58, No (1-2), Pp: 3-27.
- 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: Proceedings of the 26th and 27th Eurasia Business and Economics Society Conferences* (pp: 3-16). Springer International Publishing.
- Manawaduge, A., & De Zoysa, A. (2013). The structure of corporate ownership and firm performance: Sri Lankan evidence. *Corporate Ownership & Control*, Vol 11, No 1, Pp: 723-734.
- Masry, M. (2016). The Impact of Institutional Ownership on the Performance of Companies Listed In the Egyptian Stock Market. *IOSR Journal of Economics and Finance (IOSRJEF)*, 7, 5-15.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H., & Cannella Jr, A. A. (2007). Are family firms really superior performers?. *Journal of corporate finance*, Vol 13, No 5, Pp: 829-858.
- Mohammad Dukhan. (2018). The Impact of Ownership Structure Determinants on the Performance of Syrian Joint Stock Companies. *Tishreen University Journal-Economic and Legal Sciences Series*, 40(5).
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Muthusi, P. (2014). Effects of free cash flows on the profitability of five star hotels in Kenya (Doctoral dissertation).
- Nekhili, M., Amar, I. F. B., Chtioui, T., & Lakhali, F. (2014). Free cash flow and earnings management: The moderating role of governance and ownership. *Journal of Applied Business Research*, 30(3), 847-875.

- Nguyen, A., & Nguyen, T. (2018). Free cash flow and corporate profitability in emerging economies: Empirical evidence from Vietnam. *Economics Bulletin*, Vol 38, No 1, Pp: 211-220.
- Nunez, K. (2013). Free Cash Flow and Performance Predictability in Electric Utilities. *Journal of Business and Policy Research*, Vol 8, No 1, Pp: 19-38.
- Nwuba, E. B., Omarkhanlen, A. E., Chimezie, P. O., & Okoye, L. U. (2020). Financial control systems and financial systems theory: Free cash flow and profitability nexus: A comparative study of manufacturing firms in Nigeria and Ghana. *Wseas Transactions on Systems and Control*, Vol 15, No 6, Pp: 673-683.
- Ogabo, B., Ogar, G., & Nuipoko, T. (2021). Ownership structure and firm performance: The role of managerial and institutional ownership-evidence from the UK. *American Journal of Industrial and Business Management*, 11(7), 859-886.
- Pigé, B. (1998). Enracinement des dirigeants et richesse des actionnaires. *Finance Contrôle Stratégie*, Working paper.
- Pirzada, K., Mustapha, M. Z. B., & Wickramasinghe, D. (2015). Firm Performance, Institutional Ownership and Capital Structure: A Case of Malaysia. **Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 211*, 170-176. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.11.025>
- Ravichandra, T., & Mahendra, G. (2015). Analysis of relationship between profitability and free cash flow to firms. *International Journal in Management & Social Science*, 3(8), 175-183.
- Rezaei Pitenoei, Y., & Gholamrezapoor, M. (2019). Free Cash Flow, Institutional Ownership and Long-Term Performance. *Advances in Mathematical Finance and Applications*, 4(2), Pp: 31-42.
- Sahut, J.-M., & Gharbi, H. O. (2010). Institutional Investors' Typology and Firm Performance: The Case of French Firms. *International Journal of Business*, 15(1), 33.

- Saleh, M., Zahirdin, G., & Octaviani, E. (2017). Ownership structure and corporate performance: evidence from property and real estate public companies in Indonesia. *Investment Management & Financial Innovations*, 14(2), 252. [https://doi.org/10.21511/imfi.14\(2-1\).2017.10](https://doi.org/10.21511/imfi.14(2-1).2017.10)
- Sappington, D. E., & Stiglitz, J. E. (1987). Privatization, information and incentives. *Journal of policy analysis and management*, Vol 6, No 4, Pp: 567-585.
- Shuto, A., & Takada, T. (2010). Managerial Ownership and Accounting Conservatism in Japan: A Test of Management Entrenchment Effect. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol 37, No (7-8), Pp: 815-840.
- Stulz, R. M. (1999). Globalization of equity markets and the cost of capital. Working paper.
- Szewczyk, S. H., Tsetsekos, G. P., & Zantout, Z. (1996). The valuation of corporate R&D expenditures: Evidence from investment opportunities and free cash flow. *Financial Management*, 25(1), 105-110.
- Thomas, B. H. (2000). The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance. *Strategic Management Journal*.
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705. <https://www.jstor.org/stable/3094306>.
- Tran, M. D., & Dang, N. H. (2021). The Impact of Ownership Structure on Earnings Management: The Case of Vietnam. *Sage Open*, Vol 11, No 3, Pp: 1-14.
- Ullah, W. (2017). Evolving corporate governance and firms performance: evidence from Japanese firms. *Economics of Governance*, Vol 18, No 1, Pp: 1-33.
- Vu, M. C., Phan, T. T., & Le, N. T. (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, Pp: 512-528.
- Wang, G. Y. (2010). The impacts of free cash flows and agency costs on firm performance. *Journal of Service Science and Management*, 3, 408-418.
- Yigit, I., & Behram, N. K. (2013). The relationship between diversification strategy and organizational performance in developed and emerging economy contexts: Evidence from Turkey and Netherlands. *Eurasian Business Review*, 3, 121-136.
- Zhang, H., & Kyaw, K. (2016). Ownership structure and firm performance: An empirical analysis of Chinese companies. *Applied Economics and Finance*, 4(2), 57-64. <https://doi.org/10.11114/aef.v4i2.2109>
- Zraiq, M. A. A., & Fadzil, F. H. B. (2018). The impact of ownership structure on firm performance: Evidence from Jordan. *International Journal of Accounting, Finance and Risk Management*, 3(1), 1-4.

The Impact of Ownership Structure on the Relationship Between Free Cash Flow and Financial Performance of Companies

(An Empirical Study on the Egyptian Business Environment)

Abstract

Given the variation in the results of previous studies on the relationship between free cash flow as an independent variable and financial performance as a dependent variable, this study aimed to investigate the potential role of ownership structure (managerial and institutional) in explaining the causes of this variation. To achieve this objective, three main hypotheses and six sub-hypotheses derived from them were tested on a sample of 125 Egyptian non-financial public companies belonging to 15 different sectors during the period between 2018 and 2022, providing 625 observations, while controlling for two variables: firm size and financial leverage. Using multiple linear regression analysis, the results of hypothesis testing statistically indicated the existence of a positive relationship between free cash flow and financial performance expressed by (ROA) and a negative relationship when expressed by (ROE). The results also showed the existence of a negative moderating effect of managerial ownership structure on the relationship between free cash flow and financial performance expressed by (ROE), and a negative moderating effect of institutional ownership structure on the relationship between free cash flow and financial performance expressed by both (ROA, ROE). Finally, the study provides new evidence that ownership structure (managerial and institutional) can play an important role in explaining the relationship between free cash flow and financial performance.

Keywords: Free cash flow, corporate financial performance, managerial ownership structure, institutional ownership structure, return on assets (ROA), return on equity (ROE).