

قياس أثر جودة الإستحقاق المحاسبي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي لمنشآت الأعمال السعودية: دراسة تطبيقية

د/عارف محمود كامل عيسى

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة

القاهرة- مُعار إلى كلية إدارة الأعمال

جامعة المجمعة، المملكة العربية السعودية

د/عمرو نجيب عبد الحميد عبد الرحمن

مدرس بقسم المحاسبة، كلية التجارة- جامعة القاهرة

د/محمد حمدي عوض

مدرس بقسم المحاسبة، كلية التجارة- جامعة القاهرة

ملخص البحث

يتمثل الهدف الرئيس لهذه الدراسة في قياس أثر جودة الإستحقاق المحاسبي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي لمنشآت الأعمال السعودية. ولتحقيق هذا الهدف، فقد قام الباحثون بفحص عينة من المنشآت المساهمة المدرجة في البورصة السعودية، وقد بلغت العينة النهائية 1104 مشاهدة خلال الفترة من عام 2008 حتى 2019م. هذا، وقد أوضحت النتائج وجود تأثير إيجابي معنوي للتدفقات النقدية الحرة على مؤشرات الأداء المحاسبية، بينما لم نجد أي تأثير معنوي على مؤشرات الأداء السوقية، لذا تم قبول الفرض الأول (H1) قبولاً جزئياً، كما أكدت النتائج على وجود تأثير سلبي معنوي للإستحقاقات غير العادية *Abnormal Accruals* على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي، وبالتالي تم قبول الفرض الثاني (H2) قبولاً كلياً، الأمر الذي يعكس ارتفاع تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة مع زيادة الإستحقاقات غير العادية -إنخفاض جودة الإستحقاق المحاسبي- لدى منشآت الأعمال السعودية. أخيراً، أوضحت الإختبارات الإضافية أن توزيعات الأرباح يمكن أن تقلل جزء من الأثر السلبي للإستحقاقات غير العادية على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي، إلا أنه لا يمكن الإعتماد على هذه التوزيعات لإزالة كافة الآثار السلبية للتدفقات النقدية الحرة على الأداء المالي والذي يتزامن مع إنخفاض جودة الإستحقاق المحاسبي، وبالتالي فإن النتائج النهائية لهذه الدراسة تؤكد على أن الأثر الإيجابي للتدفقات النقدية الحرة على الأداء المالي يُعد مرهوناً بجودة الإستحقاق المحاسبي. هذا، وتُعد نتائج هذه الدراسة ذات أهمية للباحثين، ومنشآت الأعمال، والمستثمرين، والجهات التنظيمية، والمراجعين، وأصحاب المصالح الآخرين، حول الإنعكاسات المحتملة للتدفقات النقدية الحرة على الأداء المالي من منظور جودة الإستحقاق المحاسبي.

الكلمات المفتاحية: جودة الإستحقاق المحاسبي، التدفقات النقدية الحرة، الأداء المالي، نظرية الوكالة، توزيعات الأرباح، منشآت الأعمال السعودية.

E. mail: Aref_Mahmoud_Issa@foc.cu.edu.eg

E. mail: amr.nageeb@foc.cu.edu.eg

E. mail: mohamed_hamdy@foc.cu.edu.eg

The Effect of Accrual Quality on the Relationship between Free Cash Flow and Financial Performance in Saudi-Listed Firms: An Empirical Study

Abstract

The main objective of this study is to measure the effect of accrual quality on the relationship between free cash flow (FCF) and financial performance in Saudi-listed firms. To achieve this objective, we examined a sample of firms listed on the Saudi Exchange during the period from 2008 to 2019, the final sample was 1104 firm-years observations. The results confirm a significant positive relation between FCF and the accounting performance proxies, however, the results confirm an insignificant relation between FCF and the market performance indicators, accordingly the first hypothesis (H1) was partially accepted. The results also confirm a significant negative effect of abnormal accruals on the relation between the FCF and financial performance, so the second hypothesis is fully accepted. This result reflects an increase in the agency's cost of FCF according to an increase in abnormal accruals- a decrease in accrual quality- in Saudi-listed firms. Finally, additional tests confirm that dividend payout can mitigate a little of the negative effect of abnormal accruals on the relationship between FCF and financial performance. However, depending on dividends payout can not remove the whole negative implications of FCF on the financial performance which coincides with lower accrual quality. Therefore, our final results confirm that the positive effect of accrual quality on financial performance depends on the accrual quality. The results of this study are important for researchers, firms, investors, regulators, auditors, and other stakeholders, regarding the potential implications of FCF on financial performance from the perspective of accrual quality.

Keywords: Accrual quality, free cash flow, financial performance, agency theory, cash dividends, Saudi-listed firms.

1- الإطار العام للدراسة

1-1 مقدمة

تؤكد نظرية الوكالة على التضارب المحتمل في المصالح بين الإدارة والمساهمين عندما تنتج المنشأة فائزاً كبيراً من التدفقات النقدية الحرة (FCF)، وخاصة في حالة عدم وجود فرص إستثمارية مربحة، الأمر الذي يعني تزايد إحتمالية إساءة إستخدام هذه التدفقات النقدية نتيجة التخصيص غير الفعّال لها (Wang, 2010)، إذ تتحكم الإدارة في هذه التدفقات، وتقوم بتوجيهها نحو الأنشطة التي تحقق منافعها الشخصية، والتي قد تتماشى أو لا تتماشى مع مصالح المساهمين (Jensen, 1986; Jensen and Meckling, 1976; Chung et al., 2005).

تتفاقم مشاكل الوكالة مع تزايد مستوى التدفقات النقدية الحرة لدى المنشآت، نظراً لتزايد إحتمالية إنفاقها في مشروعات غير مضيّفة للقيمة، كما هو الحال في زيادة الإستثمارات في المشروعات ذات صافي القيمة الحالية السالبة، والتورط في ممارسات الإستهلاك البذخي Perk Consumption، بما يعني مزيد من الهدر وعدم الكفاءة (Jensen, 1986; Ang et al., 2000; Chung et al., 2005; Wang, 2010; Chen et al., 2016; Kadioglu and Yilmaz, 2017) بشكل سلبي على ربحية المنشأة، وتقييم المستثمرين للأسهم (Mughtar et al., 2018; 2021).

يؤكد Chung et al. (2005) على أن المنشآت التي لديها مستوى مرتفع من التدفقات النقدية الحرة في ظل إنخفاض فرص النمو، تتراجع ربحيتها بشكل معنوي على المدى الطويل، ويتم تقييمها بشكل سلبي من قبل المستثمرين في أسواق المال، كذلك تترادى إحتمالية إدارة الأرباح لدى تلك المنشآت لتخفيض الدخل، وذلك من أجل نقل جزء من الأرباح الحالية إلى السنوات التي يظهر فيها الأثر السلبي للإستثمارات غير المضيّفة للقيمة.

في نفس الوقت تُعد التدفقات النقدية الحرة الوجه الآخر لأداء المنشآت، فكلما تزايدت القيمة الموجبة للتدفقات النقدية الحرة، كلما كان ذلك مؤشراً على تحسّن الربحية، كذلك يُساهم الإستثمار الأمثل لتلك التدفقات النقدية في إستمرارية تنامي الأرباح المستقبلية، وتعظيم القيمة السوقية للمنشأة (Sapuan et al., 2021; Sinaga and Maksum, 2022; Yousef and Ojah, 2022) في نفس الإتجاه، حيث مع تعارض المصالح بين الإدارة والمساهمين، فإن الممارسات غير المضيّفة للقيمة من قبل الإدارة قد تؤثر سلباً على ربحية المنشأة وقيمتها السوقية، وهو ما أكدته بعض الدراسات السابقة (Chung et al., 2005; Kadioglu et al., 2017; Abughniem et al., 2020; Lai et al., 2020).

لذلك يُصبح تحسُّن الأداء المالي مع تزايد التدفقات النقدية الحرة مرهوناً بمشاكل الوكالة لدى منشآت الأعمال، ودرجة التعارض في المصالح بين الإدارة والمساهمين، لذا فإن تعظيم سُبُل الرقابة على الإدارة لمنع ممارساتها الإنتهازية والمخاطر الأخلاقية التي تقوم بها، قد يضمن التوظيف الأمثل لتلك التدفقات النقدية، ومن ثم تحسُّن الأداء المالي، والحصول على علامة تجارية أكثر استدامة في ذهن العميل والمنافس (Lai et al., 2020).

تساهم جودة الإستحقاق المحاسبي في الحد من تكاليف الوكالة بين الأطراف الداخلية والخارجية، والتي يُمكن أن تحدث نتيجة توجه المديرين للتصرف وفق مصالحهم الخاصة، بدلاً من تعظيم قيمة المنشأة (Jensen and Meckling, 1976). تقترح نظرية الوكالة أن الجودة العالية للمعلومات المالية التي يتم الإفصاح عنها تعمل كآلية للتحكم في السلوك الإنتهازي للإدارة، كما يجادل Zimmerman (2013) بأن جودة المعلومات المحاسبية تعزز التوافق في الحوافز بين الإدارة والمساهمين، والحد من إحتتمالية تورط الإدارة في ممارسات إستثمارية إنتهازية لتحويل الثروة من المساهمين (Houcine, 2013; Tang et al., 2022; Duarte et al., 2014)، فقد أكدت العديد من الدراسات على وجود تأثير إيجابي معنوي لجودة الإستحقاق على كفاءة القرارات الإستثمارية في منشآت الأعمال (Biddle and Hilary, 2006; Biddle et al., 2009; Rad et al., 2016; Eissa et al., 2023) وبالتالي تُعد جودة الإستحقاق المحاسبي مؤشراً يمكن الإستناد إليه للتحقق من جودة القرارات الإستثمارية، وعدم تورط الإدارة في ممارسات إنتهازية أو أنشطة غير مضيئة للقيمة مع زيادة التدفقات النقدية الحرة (Chung et al., 2005). وعليه، فإننا نتوقع وجود تأثير معنوي لجودة الإستحقاق المحاسبي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي.

1-2 طبيعة المشكلة

على الرغم من أهمية التدفقات النقدية الحرة كمؤشر لتقييم أداء منشآت الأعمال، إلا أنها في الغالب تكون مصحوبة بتكاليف وكالة مرتفعة، هذا التوقع النظري الذي قدمه Jensen (1986) لم يتأكد بشكل كامل في الدراسات السابقة، حيث أكدت بعض الدراسات السابقة على وجود تأثير سلبي على الأداء المالي (Chung et al., 2005; Kadioglu et al., 2017; Abughniem et al., 2020; Lai et al., 2020)، بينما أكدت العديد من الدراسات الأخرى على وجود تأثير إيجابي (Gaio and Raposo, 2019; Bukit et al., 2019; Hau, 2017; 2011)، في حين لم تجد بعض الدراسات السابقة أي تأثير معنوي للتدفقات النقدية الحرة على الأداء المالي لمنشآت الأعمال (بعبو وآخرون، 2020؛ Pitenoei and Gholamrezapoor, 2019).

لذلك تتمثل المشكلة البحثية في عدم وضوح العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي، الأمر الذي يتطلب ضرورة فحص العوامل المحددة لهذه العلاقة، وبصفة خاصة مع تأكيد العديد الدراسات السابقة على وجود بعض العوامل التي قد تؤثر على تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة ومن أهمها، حوكمة الشركات، الفرص الإستثمارية المتاحة للمنشأة، وتوزيعات الأرباح (عبد المنعم، 2022؛ Brush et al., 2022؛ Butt et al., 2022؛ Hau, 2017؛ Chung et al., 2005)، إلا أنه حتى الآن لم تقم أي من الدراسات السابقة -في حدود علم الباحثين- بفحص أثر جودة الإستحقاق المحاسبي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي لمنشآت الأعمال السعودية. وعلى هذا، تتمثل التساؤلات البحثية فيما يلي:

- هل تؤثر التدفقات النقدية الحرة على الأداء المالي لمنشآت الأعمال السعودية؟.
- هل تؤثر جودة الإستحقاق المحاسبي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي لمنشآت الأعمال السعودية؟.

1-3 أهداف الدراسة

- يتمثل الهدف الرئيس لهذه الدراسة في قياس أثر جودة الإستحقاق المحاسبي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي لمنشآت الأعمال السعودية، وينبثق عن هذا الهدف الهدفين الفرعيين التاليين:
- قياس أثر التدفقات النقدية الحرة على الأداء المالي لمنشآت الأعمال السعودية.
 - قياس أثر جودة الإستحقاق المحاسبي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي لمنشآت الأعمال السعودية.

1-4 أهمية الدراسة

تستمد هذه الدراسة أهميتها مما يلي:

- أولاً: الأهمية الأكاديمية:** تستمد هذه الدراسة أهميتها الأكاديمية من كونها إمتداداً للدراسات السابقة في مجال التدفقات النقدية الحرة، كما تُعد - في حدود علم الباحثين- الدراسة الأولى التي تفحص الأثر المُحفز أو المُعَدِّل لجودة الإستحقاق المحاسبي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي في بيئة الأعمال السعودية، كذلك تقدم الدراسة إطاراً نظرياً متكاملأً عن العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي من خلال عرض المفاهيم الأساسية والدراسات السابقة ذات الصلة.

ثانياً: الأهمية العملية: تتماشى نتائج هذه الدراسة مع الجهود المبذولة من قبل المنظمات المهنية لتفعيل آليات حوكمة الشركات، وتطوير المعايير المحاسبية بما يضمن الحد من الممارسات الإنتهازية للإدارة وتعظيم قيمة المنشأة، لذلك توفر هذه الدراسة العديد من النتائج المفيدة لمنشآت الأعمال، والباحثين، والمستثمرين، والجهات التنظيمية، والمراجعين، وأصحاب المصالح حول دور جودة الإستحقاق المحاسبي في الحد من تكلفة الوكالة المصاحبة للتدفقات النقدية الحرة، وضبط العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي في الإتجاه الذي يُحسّن الأداء المالي، ويُعظم من قيمة المنشأة.

1-5 منهج الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة الحالية سنعتمد على المنهج الاستنباطي، حيث سيقوم الباحثون في البداية بإجراء دراسة تحليلية للدراسات السابقة من أجل صياغة الفروض البحثية، ثم تجميع البيانات اللازمة لإجراء الدراسة التطبيقية لإختبار تلك الفروض، وذلك بالتطبيق على عينة من المنشآت المدرجة في البورصة السعودية خلال الفترة من عام 2008 حتى 2019م.

1-6 تنظيم الدراسة

سيتم تنظيم الدراسة وفق الخطة التالية، **القسم الثاني:** التدفقات النقدية الحرة، والأداء المالي، وجودة الإستحقاق المحاسبي: خلفية نظرية، **القسم الثالث:** الدراسات السابقة وصياغة فروض الدراسة، **القسم الرابع:** الدراسة التطبيقية، وأخيراً يقدم **القسم الخامس:** الخلاصة والنتائج والتوصيات، والدراسات المستقبلية المقترحة.

2- التدفقات النقدية الحرة، والأداء المالي، وجودة الإستحقاق المحاسبي: خلفية نظرية

يُعرّف Jensen (1986) التدفقات النقدية الحرة بأنها التدفقات النقدية الزائدة عن المستوى اللازم للإستثمار في المشاريع ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، وبالتالي فهي عبارة عن صافي التدفقات النقدية من التشغيل المتاحة لدى المنشأة بعد خصم الإنفاق الرأسمالي في مشروعات لها صافي قيمة حالية موجبة (Wang, 2010)، لذلك يُنظر إليها على أنها تدفقات نقدية -موارد مالية خاملة- متاحة للتخصيص وفقاً لتقدير الإدارة (Lai et al., 2020).

في ظل نظرية التدفق النقدي الحر التي قدمها Jensen (1986)، فإن الإدارة غالباً ما تستثمر التدفقات النقدية الحرة في المشاريع ذات صافي القيمة الحالية السالبة، وهو ما يُسمى بسلوك فرط الاستثمار

Overinvestment، والذي ينشأ في الغالب في ظل غياب حوكمة الشركات (Eissa et al., 2023)⁽¹⁾، وفي ضوء هذه النظرية تتزايد احتمالية تورط الإدارة في بعض الاستثمارات غير الضرورية مع زيادة حجم التدفقات النقدية الحرة لديها (Jensen, 1986). لذا، فإن المزيد من التدفقات النقدية الحرة يُعني المزيد من تكاليف الوكالة التي تُشكل عبء على ثروة المساهمين، نتيجة القصور الداخلي وإهدار الموارد من قبل المديرين، وهذا قد ينعكس سلباً على كفاءة المنشأة (Wang, 2010; Lai et al., 2020).

وعلى هذا، تُنشأ التدفقات النقدية الحرة مجموعة من الصراعات بين الأطراف الداخلية والخارجية، حيث يسعى كل طرف لإستخدام هذه التدفقات النقدية في تعزيز مصالحه الخاصة، لذلك قد ينتاب المستثمرين المزيد من القلق حول كيفية إستغلال تلك التدفقات النقدية، وبصفة خاصة في حالة عدم وجود فرص إستثمارية مربحة، وهذا ربما يؤثر سلباً على تقييم المستثمرين للأسهم (Kadioglu et al., 2017). في سياق متصل، يؤكد بعض الباحثين على تزايد تكاليف الوكالة مع زيادة مستوى التدفقات النقدية الحرة في منشآت الأعمال (Jensen, 1986; Wang, 2010; Lachheb and Slim, 2017)، إلا أنه عند فحص أثر التدفقات النقدية الحرة على الأداء المالي، جاءت النتائج مختلطة وغير حاسمة، حيث لاحظ بعض الباحثين وجود تأثير سلبي للتدفقات النقدية الحرة على الأداء المالي (Chung et al., 2005; Kadioglu et al., 2017; Lai et al., 2020) بينما لاحظ البعض الآخر وجود تأثير إيجابي (Hau, 2019; Bukit et al., 2019). في حين لم يجد بعض الباحثين أي تأثير معنوي للتدفقات النقدية الحرة على الأداء المالي (بعبو وآخرون، 2020، Pitenoei and Gholamrezapoor, 2019).

لذلك يُشكل فحص أثر جودة الإستحقاق المحاسبي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي إضافة بحثية مهمة، حيث تؤكد نظرية الوكالة على أن الجودة العالية للمعلومات المالية التي يتم الإفصاح عنها تعمل كآلية للتحكم في السلوك الانتهازي للإدارة، والحد من المخاطر الأخلاقية التي تستهدف تحويل الثروة من المساهمين (Zimmerman, 2013). وفي هذا السياق، أكدت بعض الدراسات السابقة على الدور الإيجابي لجودة الإستحقاق المحاسبي في تخفيض تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، من خلال الحد من ممارسات فرط الإستثمار Overinvestment، والتي تظهر بشكل ملحوظ مع تزايد حجم التدفقات النقدية الحرة (Houcine, 2013; Muchtar et al., 2018; 2021).

⁽¹⁾ غالباً ما يميل مديرو المنشآت التي تمتلك تدفقات نقدية كبيرة مع إنخفاض الفرص الإستثمارية المربحة إلى الإستثمار في المشاريع ذات صافي القيمة الحالية السالبة، بدلاً من إعادة الأموال إلى المساهمين، لأن كبار المديرين التنفيذيين يكافئون على زيادة حجم المنشأة (Jensen, 1986).

تُساهم جودة الإستحقاق المحاسبي في الحد من عدم تماثل المعلومات، وتحقيق درجة أكبر من التوافق بين مصالح الإدارة والمساهمين، بما يقلل من فرص الإدارة في الانخراط في ممارسات انتهازية لتحويل الثروة من المساهمين، كما في حالة التورط في إستثمارات غير مضيئة للقيمة (McNichols and Stubben, 2008; Eissa et al., 2023). في المقابل، تتفاقم تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة مع انخفاض قدرة المساهمين على مراقبة تصرفات الإدارة، ومع إستبعاد الإفتراض القائل بأن الأسواق المالية مثالية، فإن انخفاض جودة الإستحقاق سيعزز هذا التضارب في المصالح بين الإدارة والمساهمين، وتسود حالة من عدم تماثل المعلومات التي قد تُحفز الإدارة على تنفيذ مشروعات غير مضيئة للقيمة لتحقيق منافعهم الشخصية، الأمر الذي يعني تعاضم تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة مع انخفاض جودة الإستحقاق المحاسبي (Chen et al., 2012; Tang et al., 2014; Sapuan et al., 2021).

3- الدراسات السابقة وصياغة فروض الدراسة

3-1 المجموعة الأولى: الدراسات التي تناولت العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي لمنشآت الأعمال

توافقت العديد من الدراسات السابقة مع نظرية التدفق النقدي الحر التي إقترحها (1986) Jensen، والتي تؤكد على تزايد تكاليف الوكالة مع زيادة مستوى التدفقات النقدية الحرة لدى منشآت الأعمال، فقد قام Kadioglu et al. (2017) بفحص عينة من المنشآت المدرجة في البورصة التركية خلال الفترة من عام 2009 حتى 2015م، وقد أوضحت النتائج وجود تأثير سلبي معنوي للتدفقات النقدية الحرة على القيمة السوقية للمنشأة، تلك النتيجة تتفق مع نتائج دراسة (Lai et al. (2020 التي أكدت على وجود تأثير سلبي معنوي للتدفقات النقدية الحرة على معدل العائد على الأصول والقيمة السوقية للمنشأة، وذلك عند فحص عينة من المنشآت المدرجة في البورصة الماليزية، خلال الفترة من عام 2013 حتى 2017م، كذلك أكد Abughniem et al. (2020 على وجود تأثير سلبي معنوي للتدفقات النقدية الحرة على معدل العائد على الأصول، وذلك بالتطبيق على عينة من المنشآت المدرجة في بورصة عمان بالأردن، خلال الفترة من عام 2010 حتى 2015م، تلك النتيجة تتوافق مع دراسة عبد المنعم (2022) التي قامت بفحص عينة من المنشآت المساهمة المصرية خلال الفترة من عام 2017 حتى 2019م. أيضاً لاحظ أحمد (2022) وجود تأثير سلبي معنوي للتدفقات النقدية الحرة على معدل العائد على حقوق الملكية، وعوائد الأسهم، وذلك عند فحص عينة من المنشآت المساهمة المصرية خلال الفترة من عام 2013 حتى 2020م.

في المقابل، تؤكد نتائج العديد من الدراسات السابقة على وجود تأثير إيجابي للتدفقات النقدية الحرة على الأداء المالي، فقد لاحظ (Wang (2010 وجود تأثير إيجابي للتدفقات النقدية الحرة على معدل

العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية، ومؤشر القيمة السوقية Tobin's Q، وعوائد الأسهم، وذلك عند التطبيق على عينة من المنشآت المدرجة في البورصة التايوانية خلال الفترة من عام 2002 حتى 2007م، تلك النتيجة تتفق مع نتائج دراسة (Hau (2017)، والتي أكدت على وجود تأثير إيجابي معنوي للتدفق النقدي الحر على معدل العائد على الأصول لعينة من المنشآت غير المالية المدرجة في بورصة فيتنام خلال الفترة من عام 2009 حتى 2015م. كذلك لاحظ (Bukit et al. (2019) وجود تأثير إيجابي معنوي للتدفقات النقدية الحرة على القيمة السوقية للمنشأة، وذلك عند فحص عينة من المنشآت المدرجة في البورصة الإندونيسية خلال الفترة من عام 2014 حتى 2016م. علاوة على ذلك، فقد أكد (Sapuan et al. (2021) على وجود تأثير إيجابي معنوي للتدفقات النقدية الحرة على معدل العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، وذلك عند فحص عينة من المنشآت المدرجة في البورصة الماليزية، خلال الفترة من عام 2005 حتى 2015م. في نفس الإتجاه، يؤكد (Sinaga and Maksum (2022) على وجود تأثير إيجابي معنوي للتدفقات النقدية الحرة على قيمة المنشأة، وذلك عند فحص عينة المنشآت التي تعمل في قطاع الصناعات الأساسية والكيماويات في البورصة الإندونيسية خلال الفترة من عام 2017 حتى 2021م، وفي العراق قام (Yousef and Ojah (2022) بفحص عينة من المنشآت المدرجة في البورصة خلال الفترة من عام 2011 حتى 2020م، وقد أوضحت النتائج وجود تأثير إيجابي معنوي للتدفقات النقدية الحرة على القيمة السوقية للمنشأة.

أخيراً، لم يجد بعض الباحثين أي تأثير معنوي للتدفقات النقدية الحرة على الأداء المالي، فقد قام (Pitenoel and Gholamrezapoor (2019) بفحص عينة من المنشآت الإيرانية المدرجة في البورصة خلال الفترة من عام 2012 حتى 2016م، وقد أوضحت النتائج أن أداء المنشأة على المدى الطويل لا يرتبط بشكل كبير بالتدفقات النقدية الحرة، كذلك لاحظ بعيو وآخرون (2020) عدم وجود تأثير معنوي للتدفقات النقدية الحرة على معدل العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، وربحية السهم لعينة من المنشآت الأردنية المدرجة بالبورصة خلال الفترة من عام 2009 حتى 2014م.

في ضوء ما سبق يتضح تباين نتائج الدراسات السابقة التي تناولت أثر التدفقات النقدية الحرة على الأداء المالي، حيث وجدت بعض الدراسات السابقة تأثير سلبي (أحمد، 2022، Kadioglu et al., 2020; Abughniem et al., 2020; Lai et al., 2020; Wang 2010; Hau 2017; Bukit et al. 2019; Sapuan et al., 2021; Sinaga and) إيجابي (Maksum, 2022; Yousef and Ojah 2022)، في حين لم تجد بعض الدراسات أي تأثير معنوي للتدفقات النقدية الحرة على الأداء المالي (بعيو وآخرون، 2020، Pitenoel and Gholamrezapoor,

(2019)، لذلك سيقوم الباحثون بصياغة الفرض الرئيس الأول للدراسة في صيغة فرض بديل غير موجه كما يلي:

H1: يوجد تأثير معنوي للتدفقات النقدية الحرة على الأداء المالي في منشآت الأعمال السعودية، وينبثق عن هذا الفرض الفرضين الفرعيين التاليين:

H11: يوجد تأثير معنوي للتدفقات النقدية الحرة على مؤشرات الأداء المحاسبية لمنشآت الأعمال السعودية.

H12: يوجد تأثير معنوي للتدفقات النقدية الحرة على مؤشرات الأداء السوقية لمنشآت الأعمال السعودية.

2-3 المجموعة الثانية: الدراسات التي تناولت العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي لمنشآت الأعمال:

ترجع صعوبة تحديد تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، التي تنتج من الإستثمار في المشروعات ذات صافي القيمة الحالية السالبة، إلى عدم قيام المديرين بالإفصاح عن توقعات التدفقات النقدية للمشروعات الإستثمارية، والافتراضات التي تقوم عليها للأطراف الخارجية، كما توفر السرية التجارية مظلة لإخفاء القرارات الإستثمارية السيئة، ومع ذلك ستكشف الإستثمارات غير المضيفة للقيمة عن نفسها في الأرباح، وستؤدي في النهاية إلى إنخفاض أسعار الأسهم (Jensen, 1986).

هذا، وتؤكد العديد من الدراسات السابقة على وجود العديد من العوامل المحددة لتكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، فقد أوضح بعض الباحثين وجود تأثير معنوي لحوكمة الشركات على تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، حيث يتحسن أداء المنشآت ذات التدفق النقدي الحر المرتفع، وتتنخفض احتمالية تورطها في الإستثمارات غير المربحة مع تحسّن حوكمة الشركات (Brush et al., 2000; Butt et al., 2022)، كذلك يؤكد بعض الباحثين على التأثير المعنوي للفرص الإستثمارية على تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، حيث ينخفض الأداء المالي مع تزايد التدفقات النقدية الحرة لدى المنشآت ذات الفرص الإستثمارية المحدودة (Chung et al., 2005; Hau, 2017)، كما يؤكد بعض الباحثين على دور توزيعات الأرباح في الحد من تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة (e.g., Zhou and Ruland, 2006; Huang et al., 2009).

كذلك تؤكد بعض الدراسات على أهمية جودة الإستحقاق المحاسبي في الحد من تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، من خلال الحد من ممارسات فرط الإستثمار (Wang et al., 2015; Gaio et al., 2023; Eissa et al., 2023). ففي ظل نظرية الوكالة، تعمل جودة الإستحقاق كألية للتحكم في السلوك الانتهازي للإدارة، من خلال تعزيز التوافق في الحوافز بين الإدارة والمساهمين، والحد من الممارسات

الإستثمارية غير المضيفة للقيمة (Houcine, 2013; Tang et al., 2014; Duarte et al., 2022)، كذلك تُعد جودة الإستحقاق المحاسبي مؤشراً جيداً على جودة القرارات الإستثمارية في المنشأة، حيث أن تورط الإدارة في أنشطة غير مضيفة للقيمة سوف يدفعها إلى التلاعب في الأرباح للتعطيم على الآثار غير المرغوبة لتلك الإستثمارات (Chung et al., 2005). هذا، ويُلاحظ عدم وجود دراسات سابقة- في حدود علم الباحثين- قامت بفحص أثر جودة الإستحقاق المحاسبي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي، ومن ثم سيقوم الباحثون بصياغة الفرض الرئيس الثاني للدراسة في صيغة فرض بديل غير موجه كما يلي:

H2: يوجد تأثير معنوي لجودة الإستحقاق المحاسبي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي في منشآت الأعمال السعودية، وينبثق عن هذا الفرض الفرضين الفرعيين التاليين:

H21: يوجد تأثير معنوي لجودة الإستحقاق المحاسبي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة ومؤشرات الأداء المحاسبية في منشآت الأعمال السعودية.

H22: يوجد تأثير معنوي لجودة الإستحقاق المحاسبي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة ومؤشرات الأداء السوقية لمنشآت الأعمال السعودية.

4- الدراسة التطبيقية

4-1 عينة الدراسة، ومصادر البيانات

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع المنشآت المدرجة في البورصة السعودية خلال الفترة من عام 2008 حتى 2019م⁽²⁾، وقد تم تجميع البيانات اللازمة لقياس متغيرات الدراسة من خلال القوائم المالية المنشورة لكل منشأة، وأسعار الأسهم المتاحة على موقع البورصة السعودية، وموقع مباشر السعودية، وموقع أرقام المتخصص في توفير المعلومات المالية عن المنشآت في دول الخليج، ولتحديد حجم العينة حدد الباحثون الشروط التالية، **أولاً:** استبعاد القطاعات التي تقل مشاهداتها عن 24 مشاهدة لضمان دقة حساب الإستحقاقات غير العادية. **ثانياً:** إستبعاد القطاعات ذات الطبيعة الخاصة مثل الخدمات المالية، والتأمين، والبنوك، لكونها تخضع لإجراءات تنظيمية، الأمر الذي يستلزم دراستها بشكل منفصل. **ثالثاً:** استبعاد المنشآت التي لا يتوافر عنها بيانات مكتملة لمتغيرات الدراسة خلال السلسلة الزمنية. **رابعاً:** استبعاد المنشآت التي لا تنتهي سننها المالية في 31 ديسمبر من كل عام. وبتطبيق المعايير السابقة فقد بلغ حجم العينة النهائية 92 منشأة بواقع 1104 مشاهدة موزعة على 13 قطاع مبنوبة في الجدول رقم (1) التالي:

(2) بلغ عدد المنشآت المدرجة في البورصة السعودية في عام 2019م حوالي 199 منشأة.

جدول 1: عينة الدراسة مبوبة حسب القطاعات

النسبة المئوية	عدد المشاهدات	عدد المنشآت	إسم القطاع	
39.1%	432	36	المواد الأساسية	1
9.8%	108	9	السلع الرأسمالية	2
2.2%	24	2	الخدمات التجارية والمهنية	3
4.3%	48	4	النقل	4
4.3%	48	4	السلع طويلة الأجل	5
5.4%	60	5	الخدمات الإستهلاكية	6
2.2%	24	2	الإعلام والترفيه	7
5.4%	60	5	تجزئة السلع الكمالية	8
2.2%	24	2	تجزئة الأغذية	9
13.0%	144	12	إنتاج الأغذية	10
2.2%	24	2	الرعاية الصحية	11
3.3%	36	3	الإتصالات	12
6.5%	72	6	إدارة وتطوير العقارات	13
100%	1104	92	الإجمالي	

4-2 قياس متغيرات الدراسة

4-2-1 جودة الإستحقاق المحاسبي

لقياس جودة الإستحقاق المحاسبي إعتد الباحثون على القيمة المطلقة للإستحقاقات غير العادية *Abnormal Accruals (Abn_ACC)* والتي سيتم حسابها عن طريق البواقي الناتجة من تشغيل النموذجين التاليين والمشتقين من نموذج (Jones (1991):

أولاً: الإستحقاق غير العادي (Abn_ACC_1) المحسوب بطريقة (Dechow et al. (1995):

$$TACC_{it}/TA_{it-1} = \alpha + B_1(1/TA_{it-1}) + B_2[(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})/TA_{it-1}] + B_3(PPE_{it}/TA_{it-1}) + \varepsilon_{it} \text{ Model (1)}$$

ثانياً: الإستحقاق غير العادي (Abn_ACC_2) المحسوب بطريقة (Kasznik (1999):

$$TACC_{it}/TA_{it-1} = \alpha + B_1(\Delta REV_{it}/TA_{it-1}) + B_2(PPE_{it}/TA_{it-1}) + B_3(\Delta CFO_{it}/TA_{it-1}) + \varepsilon_{it} \text{ Model (2)}$$

حيث إن:

$TACC_{it}$ = إجمالي الإستحقاق في نهاية السنة محسوباً في ضوء الفرق بين صافي الربح قبل الضرائب والبنود غير العادية، والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل.

TA_{it-1} = إجمالي الأصول في بداية السنة.

ΔREV_{it} = التغير في صافي الإيرادات في نهاية السنة.

ΔREC_{it} = التغير في صافي أرصدة المدينين والعملاء في نهاية السنة.

PPE_{it} = إجمالي الأصول القابلة للإهلاك في نهاية السنة.

ΔCFO_{it} = التغير في التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل في نهاية السنة.

تُشير القيمة المطلقة المرتفعة من الإستحقاقات غير العادية الناتجة من النموذجين رقم (2-3)

إلى انخفاض جودة الإستحقاق المحاسبي (Jones, 1991; Dechow et al., 1995; Kasznik, 1999).

4-2-2 التدفقات النقدية الحرة

تم قياس التدفقات النقدية الحرة بالإعتماد على النموذج رقم (3) التالي، كما ورد في بعض الدراسات

السابقة (Gan, 2006; Yu and Jiang, 2010; Teng and Liu, 2018; Fu et al., 2022):

$$FCF_{it} = (CFO_{it} - CAPEX_{it}) / TA_{it} \quad Model (3)$$

حيث إن:

FCF_{it} = التدفقات النقدية الحرة في نهاية السنة.

CFO_{it} = صافي التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل في نهاية السنة.

$CAPEX_{it}$ = الإنفاق الرأسمالي خلال العام.

TA_{it} = إجمالي الأصول في نهاية السنة.

4-2-3 الأداء المالي للمنشأة

سيتم قياس الأداء المالي إستناداً لمؤشرات الأداء المحاسبية Accounting Based Measures

(ABM) والتي من أهمها، معدل العائد على الأصول ROA، ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE،

بالإضافة لمؤشرات الأداء السوقية Market Based Measures (MBM) مثل مؤشر Tobin's Q،

ونسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية MtB (Wang, 2010; Gaio and Raposo

2011; Bukit et al., 2019; Lai et al., 2020; Sinaga and Maksun, 2022).

4-3 النماذج البحثية لاختبار الفروض

4-3-1 النماذج البحثية لاختبار الفرض الأول (H1)

لإختبار الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيس الأول (H11) والخاص بوجود تأثير معنوي للتدفقات النقدية الحرة على مؤشرات الأداء المحاسبية، قام الباحثون بتطوير النموذج رقم (4)، حيث تم إدراج بعض المتغيرات الرقابية التي يُتوقع أن يكون لها تأثير على مؤشرات الأداء المحاسبي ومن أهمها، حجم المنشأة (FS)، والرافعة المالية (FLEV)، ومعدل نمو المبيعات (SG)، سيولة الأصول (ALiQ)، وأخيراً عمر المنشأة (FAge)، كما ورد في بعض الدراسات السابقة (Wnag, 2010; Hau, 2017; Abughniem et al., 2020):

$$ABM_{it} = \alpha + B_1(FCF_{it}) + B_2(FS_{it}) + B_3(FLEV_{it}) + B_4(SG_{it}) + B_5(ALiQ_{it}) + B_6(FAge_{it}) + B_7(Industries) + B_8(Years) \quad Model (4)$$

لإختبار الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيس الأول (H12) والخاص بوجود تأثير معنوي للتدفقات النقدية الحرة على مؤشرات الأداء السوقية، قام الباحثون بتطوير النموذج رقم (5)، حيث تم إدراج بعض المتغيرات الرقابية التي يُتوقع أن يكون لها تأثير على مؤشرات الأداء السوقية ومن أهمها، حجم المنشأة (FS)، والرافعة المالية (FLEV)، ومعدل نمو المبيعات (SG)، سيولة الأصول (ALiQ)، وأخيراً عمر المنشأة (FAge)، ومعدل العائد على الأصول (ROA)، وحجم مكتب المراجعة (AS)، كما ورد في بعض الدراسات السابقة (Su and Wan, 2017; Bukit et al., 2019; Abdelrhman and Eissa, 2021; Bhuiyan et al., 2021):

$$MBM_{it} = \alpha + B_1(FCF_{it}) + B_2(FS_{it}) + B_3(FLEV_{it}) + B_4(SG_{it}) + B_5(ALiQ_{it}) + B_6(FAge_{it}) + B_7(ROA_{it}) + B_8(AS_{it}) + B_9(Industries) + B_{10}(Years) \quad Model (5)$$

حيث إن:

ABM_{it} = مؤشرات الأداء المحاسبية مثل، معدل العائد على الأصول (ROA)، وتم حسابه عن طريق قسمة صافي الربح بعد الضرائب على إجمالي الأصول في نهاية السنة، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) وتم حسابه عن طريق قسمة صافي الربح بعد الضرائب على القيمة الدفترية لحقوق الملكية في نهاية السنة.

MBM_{it} = مؤشرات الأداء السوقية مثل، مؤشر Tobin's Q (Q_{it}) وتم حسابه عن طريق قسمة إجمالي كل من القيمة السوقية لحقوق الملكية والقيمة الدفترية للإلتزامات على إجمالي الأصول في نهاية السنة، بالإضافة إلى نسبة إجمالي القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية (MtB).

FCF_{it} = التدفقات النقدية الحرة، وتم قياسها وفق النموذج رقم (3) كما سبق إيضاحه.

FS_{it} = حجم المنشأة، وتم حسابه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية السنة.

$FLEV_{it}$ = الرافعة المالية، وتم حسابها عن طريق قسمة إجمالي الإلتزامات على إجمالي الأصول في نهاية السنة.

SG_{it} = نمو المبيعات، وتم حسابه عن طريق قسمة التغير في صافي الإيرادات خلال السنة الحالية على صافي الإيرادات في بداية السنة.

$ALiQ_{it}$ = سيولة الأصول، وتم حسابها عن طريق قسمة النقدية وما في حكمها على إجمالي الأصول في نهاية السنة.

$FAge_{it}$ = عمر المنشأة، وتم حسابه باللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات منذ إدراج المنشأة في البورصة السعودية وحتى الفترة المالية محل الدراسة.

AS_{it} = متغير وهمي لحجم مكتب المراجعة، حيث تأخذ المنشأة القيمة واحد في حالة مراجعتها عن طريق أحد مكاتب المراجعة الكبرى Big4، وتأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك.

4-3-2 نماذج البحثية لإختبار الفرض الثاني

لإختبار الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيس الثاني (H21)، والذي ينص على وجود تأثير معنوي لجودة الإستحقاق المحاسبي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة ومؤشرات الأداء المحاسبية، قام الباحثون بتطوير النموذج رقم (6)، عن طريق إدراج القيمة المطلقة للإستحقاق غير العادي كمتغير محفز كما يلي:

$$ABM_{it} = \alpha + B_1(FCF_{it}) + B_2(Abn_ACC_{it}) + B_3(Abn_ACC_{it} * FCF) + B_4(FS_{it}) + B_5(FLEV_{it}) + B_6(SG_{it}) + B_7(ALiQ_{it}) + B_8(FAge_{it}) + B_9(Industries) + B_{10}(Years) \quad Model (6)$$

لإختبار الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيس الثاني (H22)، والذي ينص على وجود تأثير معنوي لجودة الإستحقاق على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة ومؤشرات الأداء السوقية، قام الباحثون بتطوير النموذج رقم (7)، عن طريق إدراج القيمة المطلقة للإستحقاق غير العادي كمتغير محفز كما يلي:

$$MBM_{it} = \alpha + B_1(FCF_{it}) + B_2(Abn_ACC_{it}) + B_3(Abn_ACC_{it} * FCF) + B_4(FS_{it}) + B_5(FLEV_{it}) + B_6(SG_{it}) + B_7(ALiQ_{it}) + B_8(FAge_{it}) + B_9(ROA_{it}) + B_{10}(AS_{it}) + B_{11}(Industries) + B_{12}(Years) \quad Model (7)$$

حيث إن:

Abn_ACC_{it} = الإستحقاق غير العادي، والذي تم حسابه في ضوء النموذجين (1-2) كما ورد في القسم رقم 4-2-1.

4-4 الإحصاء الوصفي للمتغيرات البحثية

يوضح الجدول رقم (2) التالي الإحصاء الوصفي للمتغيرات الرئيسة الدراسة التطبيقية، والتي وردت في النماذج البحثية السابق الإشارة إليها.

جدول 2: الإحصاء الوصفي للمتغيرات الرئيسة للدراسة

المتغير	المتوسط	الخطأ المعياري للمتوسط	الوسيط	الانحراف المعياري	أقل قيمة	أعلى قيمة
ROA_{it}	0.057	0.003	0.047	0.084	-0.131	0.245
ROE_{it}	0.092	0.004	0.087	0.141	-0.215	0.419
Q_{it}	1.611	0.023	1.350	0.767	0.050	3.270
MtB_{it}	1.888	0.035	1.504	1.174	0.000	4.355
FCF_{it}	0.011	0.004	0.010	0.117	-0.240	0.270
$Abn_ACC_{1it}^{(3)}$	0.046	0.001	0.035	0.040	0.000	0.140
$Abn_ACC_{2it}^{(4)}$	0.041	0.001	0.031	0.035	0.000	0.124
FS_{it}	14.571	0.044	14.506	1.472	11.053	17.684
$FLEV_{it}$	0.381	0.006	0.377	0.209	0.012	0.936
SG_{it}	0.042	0.007	0.040	0.220	-0.440	0.500
$Aliq_{it}$	0.072	0.002	0.049	0.064	0.000	0.224
$FAge_{it}$	3.136	0.020	3.277	0.648	0.000	4.143
AS_{it}	0.590	0.015	1.000	0.492	0.000	1.000

في ضوء الجدول رقم (2) السابق، يبلغ متوسط معدل العائد على الأصول ROA، ومعدل العائد على حقوق الملكية ROE (0.057، 0.092)، بإنحراف معياري (0.084، 0.141)، وبلغت أقل قيمة (-0.131، -0.215)، وأعلى قيمة (0.245، 0.419) على التوالي، بلغ مؤشر القيمة السوقية للمنشأة Q، ونسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية MtB (1.611، 1.888)، بإنحراف معياري

(3) الإستحقاق غير العادي (Abn_ACC_1) المحسوب بطريقة (Dechow et al. (1995).

(4) الإستحقاق غير العادي (Abn_ACC_2) المحسوب بطريقة (Kaszniak (1999).

(0.767، 1.174)، وبلغت أقل قيمة (0.050، 0.000)، وأعلى قيمة (3.270، 4.355) على التوالي، الأمر الذي يعكس إرتفاع مستوى تباين مؤشرات الأداء المالي في عينة الدراسة. بلغ متوسط التدفقات النقدية الحرة FCF (0.011)، بإنحراف معياري (0.117)، وبلغت أقل قيمة (-0.240)، وأعلى قيمة (0.270)، الأمر الذي يُشير أيضاً إلى إرتفاع مستوى تباين التدفقات النقدية الحرة بين منشآت عينة الدراسة. يبلغ متوسط الإستحقاق غير العادي Abn_ACC_1 ، Abn_ACC_2 (0.046، 0.041)، بإنحراف معياري (0.040، 0.035)، وبلغت أقل قيمة (0.000، 0.000)، وأعلى قيمة (0.140، 0.124) على التوالي، الأمر الذي يُشير إلى إرتفاع جودة الإستحقاق المحاسبي لدى منشآت الدراسة مقارنة ببعض الدراسات السابقة (San Martín Reyna, 2018, Eissa et al., 2023).

يوضح الجدول رقم (3) التالي نتيجة إختبار t-test لعينتين مستقلتين، حيث تشتمل الأولى على المنشآت التي لديها مستوى مرتفع من التدفقات النقدية الحرة، بينما تشتمل العينة الثانية على المنشآت التي لديها مستوى منخفض من التدفقات النقدية الحرة، وذلك للتعرف على مدى التباين في متغيرات الدراسة بين العينتين.

جدول 3: الإحصاء الوصفي للبيانات إستناداً لتحليل t-test لعينتين مستقلتين

Sig. المعنوية	t-test	العينة الأولى (553 منشأة) المنشآت التي لديها مستوى منخفض من التدفقات النقدية الحرة		العينة الأولى (551 منشأة) المنشآت التي لديها مستوى مرتفع من التدفقات النقدية الحرة		المتغير
		الانحراف المعياري	المتوسط	الانحراف المعياري	المتوسط	
***0.000	12.182	0.067	0.028	0.088	0.086	ROA_{it}
***0.000	10.254	0.123	0.051	0.145	0.134	ROE_{it}
***0.003	2.994	0.725	1.542	0.802	1.680	Q_{it}
**0.027	2.218	1.130	1.809	1.214	1.966	MtB_{it}
***0.000	-3.727	0.042	0.051	0.037	0.042	Abn_ACC_{1it}
***0.000	-4.046	0.038	0.046	0.032	0.037	Abn_ACC_{2it}
**0.030	2.170	1.545	14.475	1.389	14.667	FS_{it}
***0.002	-3.081	0.214	0.400	0.202	0.361	$FLEV_{it}$
0.327	-0.981	0.244	0.049	0.193	0.036	SG_{it}
***0.000	3.900	0.061	0.065	0.067	0.080	$Aliq_{it}$
*0.090	1.695	0.644	3.103	0.651	3.169	$FAge_{it}$
***0.001	3.329	0.499	0.541	0.481	0.639	AS_{it}

حيث إن * تعني أن العلاقة دالة عند مستوى معنوية 10%، ** العلاقة دالة عند مستوى معنوية 5%، *** العلاقة دالة عند مستوى معنوية 1%.

يتضح من الجدول رقم (3) السابق، تحسُّن مؤشرات الأداء المحاسبية (ROE، ROA)، ومؤشرات الأداء السوقية (MtB، Q) في المنشآت ذات المستويات المرتفعة من التدفقات النقدية الحرة مقارنة بالمنشآت ذات المستويات المنخفضة لتلك التدفقات، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1%، 1%، 1%، 5% على التوالي، كما يُلاحظ أن مؤشرات الإستحقاق غير العادي (Abn_ACC_1 ، Abn_ACC_2) تقل بشكل معنوي في المنشآت ذات المستويات المرتفعة للتدفقات النقدية الحرة مقارنة بالمنشآت ذات المستويات المنخفضة لتلك التدفقات، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1%، بما يعني تحسُّن جودة الإستحقاق مع تزايد مستوى التدفقات النقدية الحرة في عينة الدراسة، الأمر الذي يتعارض مع نتائج (Chung et al., 2005).

يوضح الجدول رقم (4) التالي مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة:

جدول 4: مصفوفة الارتباط بين المتغيرات البحثية الأساسية

المتغيرات	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1.ROA _{it}	1												
2.ROE _{it}	0.937***	1											
3.Q _{it}	0.230***	0.194***	1										
4.MtB _{it}	0.153***	0.148***	0.948***	1									
5.FCF _{it}	0.450***	0.381***	0.188***	0.160***	1								
6.Abn_ACC1 _{it}	-0.078**	-0.043	0.063**	0.074**	-0.122***	1							
7.Abn_ACC2 _{it}	-0.096**	-0.056*	0.066**	0.089***	-0.151***	0.812***	1						
8.FS _{it}	0.080***	0.131***	-0.273***	-0.192***	0.012	-0.208***	-0.205***	1					
9.FLEV _{it}	-0.305***	-0.153***	-0.139***	0.011	-0.144**	0.128***	0.120***	0.388***	1				
10.SG _{it}	0.229***	0.267***	-0.020	-0.019	-0.047	0.029	0.039	0.102***	0.078***	1			
11.Aliq _{it}	0.244***	0.215***	0.125***	0.078***	0.150***	0.081***	0.077*	-0.036	-0.273***	0.110***	1		
12.FAge _{it}	0.039	0.010	0.205***	0.166***	0.103***	-0.099***	-0.107***	-0.196***	-0.180***	-0.121***	0.014	1	
13.AS _{it}	0.275***	0.316***	0.031	0.048	0.108***	-0.054*	-0.074**	0.418***	0.228***	0.136***	0.083***	-0.108***	1

حيث إن * تعني أن العلاقة دالة عند مستوى معنوية 0.10، ** العلاقة دالة عند مستوى معنوية 0.05، *** العلاقة دالة عند مستوى معنوية 0.01.

يُلاحظ من الجدول رقم (4) السابق، وجود علاقة إيجابية بين التدفقات النقدية الحرة (FCF) ومؤشرات الأداء المحاسبية (ROE، ROA)، ومؤشرات الأداء السوقية (MtB، Q)، وذلك عند مستوى معنوية 1% في جميع الحالات.

كما يُلاحظ وجود علاقة سلبية بين المؤشر الأول للإستحقاق غير العادي (Abn_ACC_1)، ومؤشرات الأداء المحاسبية (ROA; ROE)، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى أقل من 1% لمعدل العائد على الأصول، وغير معنوية لمعدل العائد على حقوق الملكية. كما يتضح وجود علاقة إيجابية معنوية بين المؤشر الأول للإستحقاق غير العادي (Abn_ACC_1)، ومؤشرات الأداء السوقية (MtB، Q)، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى أقل من 5% في الحالتين. كذلك يُلاحظ وجود علاقة سلبية بين المؤشر الثاني للإستحقاق غير العادي (Abn_ACC_2)، ومؤشرات الأداء المحاسبية (ROA; ROE)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1%، 10% على التوالي. في حين توجد علاقة إيجابية معنوية بين المؤشر الثاني للإستحقاق غير العادي (Abn_ACC_2)، ومؤشرات الأداء السوقية (MtB، Q)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 5%، 1% على التوالي.

بخصوص المتغيرات الرقابية، توجد علاقة إيجابية بين حجم المنشأة (FS)، ومؤشرات الأداء المحاسبية (ROE، ROA)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1% في الحالتين، في حين توجد علاقة سلبية بين حجم المنشأة (FS) ومؤشرات الأداء السوقية (MtB، Q)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1% في الحالتين، وتوجد علاقة سلبية أيضاً بين الرافعة المالية (FLEV) ومؤشرات الأداء المحاسبية (ROE، ROA)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1%، كذلك توجد علاقة سلبية بين الرافعة المالية (FLEV) ومؤشر القيمة السوقية (Q)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1%. بينما لا توجد علاقة معنوية بين الرافعة المالية (FLEV) ومؤشر القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية (MtB).

توجد علاقة إيجابية بين نمو المبيعات (SG)، ومؤشرات الأداء المحاسبية (ROA; ROE)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1% في الحالتين، في حين توجد علاقة سلبية غير معنوية بين نمو المبيعات (SG)، ومؤشرات الأداء السوقية (MtB، Q). كما توجد علاقة إيجابية بين سيولة الأصول (Aliq)، ومؤشرات الأداء المحاسبية (ROE، ROA)، ومؤشرات الأداء السوقية (MtB، Q)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1% في جميع الحالات.

توجد علاقة إيجابية غير معنوية بين عمر المنشأة (FAge)، ومؤشرات الأداء المحاسبية (ROA، ROE)، بينما توجد علاقة إيجابية معنوية بين عمر المنشأة (FAge)، ومؤشرات الأداء السوقية (Q، MtB)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1% في الحالتين. أخيراً، توجد علاقة إيجابية معنوية بين حجم

مكتب المراجعة (AS)، ومؤشرات الأداء المحاسبية (ROA، ROE)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1% في الحالتين، بينما توجد علاقة إيجابية غير معنوية بين حجم مكتب المراجعة (AS)، ومؤشرات الأداء السوقية للمنشأة (MtB، Q).

كما يتضح من الجدول رقم السابق (4) إنعدام مشكلة الإزدواج الخطي Multicollinearity بين المتغيرات المستقلة بالدراسة التطبيقية، حيث لم تتجاوز العلاقة بين المتغيرات المستقلة الواردة في نماذج الإندحار 0.50، فقد بلغت أعلى نسبة إرتباط في مصفوفة الإرتباط 0.418 وهي نسبة إرتباط حجم مكتب المراجعة مع حجم المنشأة.

4-5 الإختبارات الأساسية لفروض الدراسة

4-5-1 إختبار الفروض على مستوى مؤشرات الأداء المحاسبية

لإختبار الفروض على مستوى مؤشرات الأداء المحاسبية سيتم تشغيل نموذجي الإندحار رقم (4، 6) بطريقة المربعات الصغرى Ordinary Least Squares (OLS) كما هو موضح في الجدول رقم (5) التالي:

جدول 5: إختبار فروض الدراسة بالإعتماد على مؤشرات الأداء المحاسبية

التابع (ROE)			التابع (ROA)			
Column (6)	Column (5)	Column (4)	Column (3)	Column (2)	Column (1)	
Model (6)	Model (6)	Model (4)	Model (6)	Model (6)	Model (4)	
-0.417*** (-8.699)	-0.418*** (-8.772)	-0.415*** (-8.802)	-0.179*** (-6.668)	-0.181*** (-6.772)	-0.178*** (-6.714)	Constant
0.561*** (12.408)	0.577*** (12.744)	0.386*** (13.388)	0.375*** (14.818)	0.394*** (15.549)	0.265*** (16.314)	FCF _{it}
	0.036 (0.417)			0.026 (0.530)		Abn_ACC _{1it}
-0.012 (-0.120)			-0.009 (-0.159)			Abn_ACC _{2it}
	-3.263*** (-5.385)			-2.204*** (-6.504)		Abn_ACC _{1it} *FCF _{it}
-3.488***			-2.215***			Abn_ACC _{2it} *FCF _{it}

التابع (ROE)			التابع (ROA)			
Column (6)	Column (5)	Column (4)	Column (3)	Column (2)	Column (1)	
Model (6)	Model (6)	Model (4)	Model (6)	Model (6)	Model (4)	
(-4.971)			(-5.629)			
0.029*** (10.058)	0.029*** (10.115)	0.030*** (10.282)	0.015*** (8.904)	0.015*** (8.992)	0.015*** (9.116)	FS_{it}
-0.150*** (-7.522)	-0.151*** (-7.588)	-0.162*** (-8.192)	-0.137*** (-12.257)	-0.137*** (-12.339)	-0.145*** (-13.009)	$FLEV_{it}$
0.110*** (6.993)	0.108*** (6.923)	0.111*** (6.998)	0.060*** (6.873)	0.059*** (6.800)	0.061*** (6.867)	SG_{it}
0.066 (1.230)	0.070 (1.302)	0.048 (0.906)	0.013 (0.448)	0.017 (0.552)	0.002 (0.075)	$Aliq_{it}$
0.022*** (3.457)	0.021*** (3.416)	0.022*** (3.421)	0.015*** (4.160)	0.014*** (4.127)	0.015*** (4.106)	$FAge_{it}$
31.951***	32.239***	32.605***	40.242***	41.013***	40.787***	$F.test$
46.5%	46.8%	45.4%	52.4%	52.9%	51.1%	$Adj. R^2$
1104	1104	1104	1104	1104	1104	عدد المشاهدات (n)
أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	VIF
Included	Included	Included	Included	Included	Included	Industries
Included	Included	Included	Included	Included	Included	Years
حيث إن * تعني أن العلاقة دالة عند مستوى معنوية 10%، ** العلاقة دالة عند مستوى معنوية 5%، *** العلاقة دالة عند مستوى معنوية 1%.						

أولاً: قياس أثر التدفقات النقدية الحرة على مؤشرات الأداء المحاسبية (H11):

تم تشغيل نموذج الإنحدار رقم (4) لإختبار أثر التدفقات النقدية الحرة على مؤشرات الأداء المحاسبية (ROE، ROA)، وقد أوضح معامل التحديد المعدل Adjusted R² أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 51.10% من التغير الذي يحدث في معدل العائد على الأصول (ROA)، بينما تفسر نفس المتغيرات المستقلة حوالي 45.4% من التغير الذي يحدث في معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، كما يلاحظ إرتفاع جودة توفيق نموذجي الإنحدار، حيث كانا معنويين عند مستوى أقل من 1%، كذلك يلاحظ أن قيمة

Variance Inflation Factor (VIF) أقل من 4، وهذا يعني عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي في النموذجين السابقين، وهذه النتيجة تؤكد على ما سبق التوصل إليه في مصفوفة الارتباط بشأن العلاقة بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض.

تُشير النتائج الواردة في العمودين رقم (1، 4) إلى وجود تأثير إيجابي معنوي للتدفقات النقدية الحرة (FCF) على مؤشرات الأداء المحاسبية (ROE، ROA)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1% في الحالتين، وهذا يتوافق مع الفرض الفرعي (H11). أما بالنسبة للمتغيرات الرقابية فيلاحظ وجود تأثير إيجابي معنوي لكل من حجم المنشأة (FS)، ونمو المبيعات (SG)، وعمر المنشأة (FAge) على مؤشرات الأداء المحاسبية (ROE، ROA)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1% في جميع الحالات، بينما يوجد تأثير إيجابي غير معنوي لسهولة الأصول (Aliq) على مؤشرات الأداء المحاسبية (ROE، ROA)، وأخيراً يوجد تأثير سلبي معنوي للرافعة المالية (FLEV) على مؤشرات الأداء المحاسبية (ROE، ROA)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1% في الحالتين.

ثانياً: قياس أثر جودة الإستحقاق المحاسبي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة ومؤشرات الأداء المحاسبية (H21):

تم تشغيل نموذج الإنحدار رقم (6) لإختبار أثر جودة الإستحقاق المحاسبي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة ومؤشرات الأداء المحاسبية (ROE، ROA)، وقد أوضح معامل التحديد المعدل Adjusted R^2 أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 52.9%، 52.4% من التغير الذي يحدث في معدل العائد على الأصول (ROA)، وذلك عند استخدام المؤشر الأول والثاني للإستحقاق غير العادي (Abn_ACC_1)، (Abn_ACC_2) على التوالي، بينما تفسر نفس المتغيرات المستقلة حوالي 46.8%، 46.5% من التغير الذي يحدث في معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، وذلك عند استخدام المؤشر الأول والثاني للإستحقاق غير العادي (Abn_ACC_2)، (Abn_ACC_1) على التوالي. كما يُلاحظ إرتفاع مستوى جودة توفيق جميع النماذج، حيث جاءت جميعها معنوية عند مستوى أقل من 1%، كذلك يُلاحظ أن قيمة (VIF) أقل من 4، وهذا يعني عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي في النماذج السابقة.

تؤكد النتائج في الأعمدة رقم (2، 3، 5، 6) على وجود تأثير إيجابي معنوي للتدفقات النقدية الحرة (FCF) على مؤشرات الأداء المحاسبية (ROE، ROA)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1% في جميع الحالات، وهذا يؤكد على النتائج التي سبق التوصل إليها في الفرض الفرعي الأول (H11)، كذلك يُلاحظ وجود تأثير سلبي معنوي للمتغير التفاعلي للإستحقاق غير العادي والتدفقات النقدية الحرة ($Abn_ACC*FCF$) على مؤشرات الأداء المحاسبية (ROE، ROA)، وذلك عند مستوى معنوية أقل

من 1% في جميع الحالات، حيث بلغت قيمة معاملات الإنحدار للمتغير التفاعلي ($Abn_ACC * FCF$) (-2.204، -2.215، -3.263، -3.488، وهي تفوق معاملات الإنحدار للتدفقات النقدية الحرة (FCF) 0.394، 0.375، 0.577، 0.561 في الأعمدة رقم (2، 3، 5، 6) على التوالي، الأمر الذي يؤكد على أن الإستحقاق غير العادي له تأثير مُعدّل للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة ومؤشرات الأداء المحاسبي، حيث يتلاشي الأثر الإيجابي للتدفقات النقدية الحرة، بل يتحول هذا الأثر إلى سلبي على مؤشرات الأداء المحاسبية مع زيادة مستوى الإستحقاق غير العادي-إنخفاض جودة الإستحقاق المحاسبي- وهذه النتيجة تتوافق مع الفرض الفرعي (H21).

4-5-2 إختبار الفروض على مستوى مؤشرات الأداء السوقية

لإختبار الفروض على مستوى مؤشرات الأداء السوقية سيتم تشغيل نموذجي الإنحدار رقم (5، 7) بطريقة المربعات الصغرى (OLS) كما هو موضح في الجدول رقم (6) التالي:

جدول 6: إختبار فروض الدراسة بالإعتماد على مؤشرات الأداء السوقية

التابع (MtB)			التابع (Q)			
Column (6)	Column (5)	Column (4)	Column (3)	Column (2)	Column (1)	
Model (7)	Model (7)	Model (5)	Model (7)	Model (7)	Model (5)	
4.159*** (8.478)	4.258*** (8.668)	4.405*** (9.127)	3.622*** (11.661)	3.652*** (11.735)	3.767*** (12.311)	Constant
1.610*** (3.340)	1.521*** (3.106)	0.166 (0.530)	1.049*** (3.437)	0.917*** (2.957)	0.042 (0.210)	FCF_{it}
	0.708 (0.836)			0.619 (1.154)		Abn_ACC_{1it}
1.549 (1.624)			0.830 (1.375)			Abn_ACC_{2it}
	-21.176*** (-3.511)			-13.597*** (-3.558)		$Abn_ACC_{1it} * FCF_{it}$
-25.978*** (-3.752)			-18.274*** (-4.169)			$Abn_ACC_{2it} * FCF_{it}$
-0.241*** (-7.874)	-0.244*** (-7.940)	-0.250*** (-8.222)	-0.184*** (-9.489)	-0.184*** (-9.452)	-0.189*** (-9.799)	FS_{it}

التابع (MtB)			التابع (Q)			
Column (6)	Column (5)	Column (4)	Column (3)	Column (2)	Column (1)	
Model (7)	Model (7)	Model (5)	Model (7)	Model (7)	Model (5)	
0.803*** (3.818)	0.813*** (3.846)	0.815*** (3.892)	0.073 (0.549)	0.066 (0.491)	0.074 (0.558)	$FLEV_{it}$
-0.117 (-0.755)	-0.123 (-0.796)	-0.130 (-0.837)	-0.060 (-0.609)	-0.064 (-0.655)	-0.069 (-0.698)	SG_{it}
1.935*** (3.710)	2.035*** (3.887)	1.940*** (3.743)	1.250*** (3.787)	1.279*** (3.856)	1.233*** (3.753)	$Aliq_{it}$
0.134** (2.182)	0.126** (2.047)	0.120* (1.948)	0.105*** (2.688)	0.100*** (2.580)	0.096** (2.459)	$FAge_{it}$
2.722*** (5.043)	2.703*** (4.976)	3.085*** (5.758)	2.006*** (5.870)	2.010*** (5.842)	2.259*** (6.651)	ROA_{it}
0.220*** (2.949)	0.211*** (2.820)	0.210*** (2.793)	0.178*** (3.775)	0.172*** (3.644)	0.172*** (3.606)	AS_{it}
13.730***	13.534***	13.827** *	16.686***	16.415***	16.809***	$F.test$
27.6%	27.3%	26.5%	31.90%	31.6%	30.8%	$Adj. R^2$
1104	1104	1104	1104	1104	1104	عدد المشاهدات (n)
أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	VIF
Included	Included	Included	Included	Included	Included	Industries
Included	Included	Included	Included	Included	Included	Years

حيث إن * تعني أن العلاقة دالة عند مستوى معنوية 10%، ** العلاقة دالة عند مستوى معنوية 5%، *** العلاقة دالة عند مستوى معنوية 1%.

أولاً: قياس أثر التدفقات النقدية الحرة على مؤشرات الأداء السوقية (H12):

تم تشغيل نموذج الإنحدار رقم (5) لإختبار أثر التدفقات النقدية الحرة على مؤشرات الأداء السوقية (MtB, Q)، وقد أوضح معامل التحديد المعدل Adjusted R² أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 30.8% من التغير الذي يحدث في مؤشر القيمة السوقية (Q)، بينما تفسر نفس المتغيرات المستقلة حوالي 26.5% من التغير الذي يحدث في مؤشر القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية (MtB)، كما يُلاحظ إرتفاع جودة توفيق نموذجي الإنحدار، حيث كانا معنويين عند مستوى أقل من 1%، كذلك يُلاحظ أن قيمة (VIF) أقل من 4، وهذا يعني عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي في النموذجين السابقين.

تُشير النتائج الواردة في العمودين رقم (1، 4) إلى عدم وجود تأثير معنوي للتدفقات النقدية الحرة (FCF) على مؤشرات الأداء السوقية (MtB, Q)، الأمر الذي لا يتوافق مع الفرض الفرعي (H12). أما بالنسبة للمتغيرات الرقابية فيلاحظ وجود تأثير سلبي معنوي لحجم المنشأة (FS) على مؤشرات الأداء السوقية (MtB, Q)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1% في الحالتين، بينما يوجد تأثير إيجابي للرافعة المالية (FLEV) على مؤشرات الأداء السوقية (MtB, Q)، لكن هذا التأثير معنوي عند مستوى أقل من 1% لمؤشر القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية (MtB)، وغير معنوي لمؤشر القيمة السوقية (Q). كما يُلاحظ وجود تأثير إيجابي معنوي لكل من سيولة الأصول (Aliq)، ومعدل العائد على الأصول (ROA)، وحجم مكتب المراجعة على مؤشرات الأداء السوقية (MtB, Q)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1% في جميع الحالات، كذلك يوجد تأثير إيجابي معنوي لعمر المنشأة (FAge) على مؤشرات الأداء السوقية (MtB, Q)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 5%، 10% على التوالي، وأخيراً يوجد تأثير سلبي غير معنوي لنمو المبيعات (SG) على مؤشرات الأداء السوقية (MtB, Q).

ثانياً: قياس أثر جودة الإستحقاق المحاسبي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة ومؤشرات الأداء السوقية (H22):

تم تشغيل نموذج الإنحدار رقم (7) لإختبار أثر جودة الإستحقاق المحاسبي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة ومؤشرات الأداء السوقية (MtB, Q)، وقد أوضح معامل التحديد المعدل Adjusted R² أن المتغيرات المستقلة تفسر حوالي 31.6%، 31.9% من التغير الذي يحدث في مؤشر قيمة المنشأة (Q)، عند إستخدام المؤشر الأول والثاني للإستحقاق غير العادي (Abn_ACC₁, Abn_ACC₂) على التوالي، بينما تفسر نفس المتغيرات المستقلة حوالي 27.3%، 27.6% من التغير الذي يحدث في مؤشر القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية (MtB)، وذلك عند إستخدام المؤشر الأول والثاني للإستحقاق غير العادي (Abn_ACC₁, Abn_ACC₂) على التوالي، كما يُلاحظ إرتفاع جودة توفيق جميع نماذج

الإنحدار، حيث جاءت جميعها معنوية عند مستوى أقل من 1%، كذلك يلاحظ أن قيمة (VIF) أقل من 4، وهذا يعني عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي في النماذج السابقة.

تؤكد النتائج الواردة في الأعمدة رقم (2، 3، 5، 6) على أن للتدفقات النقدية الحرة (FCF) تأثير إيجابي على مؤشرات الأداء السوقية (Q، MtB)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1% في جميع الحالات. كما يلاحظ وجود تأثير سلبي معنوي للمتغير التفاعلي للإستحقاق غير العادي والتدفقات النقدية الحرة (Abn_ACC*FCF) على مؤشرات الأداء السوقية (Q، MtB)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1% في جميع الحالات، حيث بلغت قيم معاملات الإنحدار للمتغير التفاعلي (Abn_ACC*FCF) -13.597، -18.274، -21.176، -25.978، وهي تفوق معاملات الإنحدار للتدفقات النقدية الحرة (FCF)، (0.917، 1.049، 1.521، 1.610) في الأعمدة رقم (2، 3، 5، 6) على التوالي، الأمر الذي يؤكد على أن الإستحقاق غير العادي له تأثير مُعَدِّل للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة ومؤشرات الأداء السوقية، حيث يتلاشي الأثر الإيجابي للتدفقات النقدية الحرة، بل يتحول هذا الأثر إلى سلبي على مؤشرات الأداء السوقية، وذلك عند زيادة مستوى الإستحقاق غير العادي-إنخفاض جودة الإستحقاق المحاسبي- وهذه النتيجة تتوافق مع الفرض الفرعي (H22).

4-6 الإختبارات الإضافية لفروض الدراسة

4-6-1 العلاقة السببية العكسية

قام الباحثون بتطوير النماذج البحثية التالية لتلافي مشاكل الارتباط بين المتغيرات المستقلة والبواقي Endogeneity، والعلاقة السببية العكسية المحتملة Reverse-Causality Issues، والتي تنشأ نتيجة تجاهل بعض المتغيرات الأخرى ذات التأثير المعنوي على الأداء المالي للمنشأة، أو ذات التأثير على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي عند صياغة نماذج الإنحدار، أو تلك التي تنشأ نتيجة وجود تأثير تبادلي بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي، لذا سيتم إدراج الأداء المالي عن العام السابق في نماذج الإنحدار كما يلي:

أولاً: تطوير النماذج البحثية لإختبار الفرض الأول (H1):

$$ABM_{it} = \alpha + B_1(FCF_{it}) + B_2(FS_{it}) + B_3(FLEV_{it}) + B_4(SG_{it}) + B_5(ALi_{it}) + B_6(FAge_{it}) + B_7(ABM_{it-1}) + B_8(Industries) + B_9(Years) \quad Model (8)$$

$$MBM_{it} = \alpha + B_1(FCF_{it}) + B_2(FS_{it}) + B_3(FLEV_{it}) + B_4(SG_{it}) + B_5(ALi_{it}) + B_6(FAge_{it}) + B_7(ROA_{it}) + B_8(AS_{it}) + B_9(MBM_{it-1}) + B_{10}(Industries) + B_{11}(Years) \text{ Model (9)}$$

ثانياً: تطوير النماذج البحثية لإختبار الفرض الثاني (H2):

$$ABM_{it} = \alpha + B_1(FCF_{it}) + B_2(ABn_ACC_{it}) + B_3(ABn_ACC_{it} * FCF) + B_4(FS_{it}) + B_5(FLEV_{it}) + B_6(SG_{it}) + B_7(ALi_{it}) + B_8(FAge_{it}) + B_9(ABM_{it-1}) + B_{10}(Industries) + B_{11}(Years) \text{ Model (10)}$$

$$MBM_{it} = \alpha + B_1(FCF_{it}) + B_2(ABn_ACC_{it}) + B_3(ABn_ACC_{it} * FCF) + B_4(FS_{it}) + B_5(FLEV_{it}) + B_6(SG_{it}) + B_7(ALi_{it}) + B_8(FAge_{it}) + B_9(ROA_{it}) + B_{10}(AS_{it}) + B_{11}(MBM_{it-1}) + B_{12}(Industries) + B_{13}(Years) \text{ Model (11)}$$

حيث إن:

ABM_{it-1} = مقاييس الأداء المحاسبية في العام السابق وهي، معدل العائد على الأصول في العام السابق (ROA_{it-1}) ، ومعدل العائد على حقوق الملكية في العام السابق (ROE_{it-1}) .

MBM_{it-1} = مقاييس الأداء السوقية في العام السابق وهي، مؤشر Tobin's Q في العام السابق (Q_{it-1}) ، ونسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية في العام السابق (MtB_{it-1}) .

4-1-6-1 العلاقة السببية العكسية على مستوى مؤشرات الأداء المحاسبية

تم تشغيل نموذجي الإنحدار رقم (8، 10) بطريقة المربعات الصغرى (OLS) كما هو موضح في

الجدول رقم (7) التالي:

جدول 7: إعادة إختبار فرضي الدراسة (H11،H21) مع الأخذ في الحسبان العلاقة

السببية العكسية

التابع (ROE)			التابع (ROA)			
Column (6)	Column (5)	Column (4)	Column (3)	Column (2)	Column (1)	
Model (10)	Model (10)	Model (8)	Model (10)	Model (10)	Model (8)	
-0.103*** (-2.844)	-0.105*** (-2.907)	-0.106*** (-2.973)	-0.031* (-1.715)	-0.033* (-1.832)	-0.031* (-1.735)	Constant
0.229*** (6.598)	0.281*** (8.235)	0.158*** (7.136)	0.159*** (8.472)	0.199*** (10.801)	0.115*** (9.533)	FCF _{it}
	-0.055			0.003		ABn_ACC _{1it}

التابع (ROE)			التابع (ROA)			
Column (6)	Column (5)	Column (4)	Column (3)	Column (2)	Column (1)	
Model (10)	Model (10)	Model (8)	Model (10)	Model (10)	Model (8)	
	(-0.872)			(0.077)		
-0.066 (-0.921)			-0.018 (-0.457)			<i>Abn_ACC_{2it}</i>
	-2.109*** (-4.785)			-1.406*** (-5.966)		<i>Abn_ACC_{1it}*FCF_{it}</i>
-1.409*** (-2.732)			-0.863*** (-3.113)			<i>Abn_ACC_{2it}*FCF_{it}</i>
0.008*** (3.661)	0.008*** (3.608)	0.008*** (3.839)	0.004*** (3.457)	0.004*** (3.507)	0.004*** (3.543)	<i>FS_{it}</i>
-0.047*** (-3.156)	-0.044*** (-2.958)	-0.052*** (-3.565)	-0.043*** (-5.260)	-0.042*** (-5.146)	-0.046*** (-5.563)	<i>FLEV_{it}</i>
0.116*** (10.170)	0.115*** (10.143)	0.117*** (10.195)	0.067*** (10.875)	0.066*** (10.870)	0.067*** (10.901)	<i>SG_{it}</i>
0.031 (0.801)	0.040 (1.036)	0.019 (0.492)	0.005 (0.255)	0.010 (0.493)	0.000 (-0.009)	<i>Aliq_{it}</i>
0.003 (0.608)	0.003 (0.578)	0.003 (0.628)	0.001 (0.548)	0.001 (0.535)	0.001 (0.501)	<i>FAge_{it}</i>
			0.668*** (33.704)	0.665*** (34.149)	0.676*** (34.399)	<i>ROA_{it-1}</i>
0.666*** (30.809)	0.665*** (31.130)	0.673*** (31.348)				<i>ROE_{it-1}</i>
87.994***	89.719***	93.083***	115.758***	119.357***	122.272***	<i>F.test</i>
71.6%	72%	71.5%	77.6%	78.1%	77.4%	<i>Adj. R²</i>
1104	1104	1104	1104	1104	1104	عدد المشاهدات (n)
أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	<i>VIF</i>
Included	Included	Included	Included	Included	Included	<i>Industries</i>
Included	Included	Included	Included	Included	Included	<i>Years</i>

حيث إن * تعني أن العلاقة دالة عند مستوى معنوية 10%، ** العلاقة دالة عند مستوى معنوية 5%، *** العلاقة دالة عند مستوى معنوية 1%.

يوضح الجدول رقم (7) نتائج تشغيل نموذجي الإنحدار رقم (8، 10) بعد إضافة القيم المتأخرة لمؤشرات الأداء المحاسبية (ROA_{it-1} ، ROE_{it-1}) للتحقق من صحة النتائج التي سبق التوصل إليها في التحليل الأساسي. تُشير النتائج الواردة في العمودين رقم (1، 4) إلى وجود تأثير إيجابي معنوي للتدفقات النقدية الحرة (FCF) على مؤشرات الأداء المحاسبية (ROE ، ROA)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1% في الحالتين، تلك النتيجة تؤكد النتائج التي سبق التوصل إليها في التحليل الأساسي، وتحقق الفرض الفرعي (H11).

كذلك تُؤكد النتائج الواردة في الأعمدة رقم (2، 3، 5، 6) على أن للإستحقاق غير العادي تأثير مُعدّل للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة ومؤشرات الأداء المحاسبية، حيث يلاحظ وجود تأثير سلبي معنوي للمتغير التفاعلي للإستحقاق غير العادي والتدفقات النقدية الحرة ($Abn_ACC*FCF$) على مؤشرات الأداء المحاسبية، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1% في جميع الحالات، فقد بلغت قيمة معاملات الإنحدار للمتغير التفاعلي ($Abn_ACC*FCF$) -1.406، -0.863، -2.109، -1.409، وهي تفوق معاملات الإنحدار للتدفقات النقدية الحرة (FCF) التي بلغت 0.199، 0.159، 0.281، 0.229 في الأعمدة رقم (2، 3، 5، 6) على التوالي، الأمر الذي يؤكد على تلاشي الأثر الإيجابي للتدفقات النقدية الحرة على مؤشرات الأداء المحاسبية، بل يتحول هذا الأثر إلى سلبي مع زيادة مستوى الإستحقاق غير العادي، وهذه النتيجة تؤكد النتائج التي سبق التوصل إليها في التحليل الأساسي، وتحقق الفرض الفرعي (H21).

4-1-6-2 العلاقة السببية العكسية على مستوى مؤشرات الأداء السوقية

تم تشغيل نموذجي الإنحدار رقم (9، 11) بطريقة المربعات الصغرى (OLS) كما هو موضح في الجدول رقم (8) التالي:

جدول 8: إعادة إختبار فرضي الدراسة (H12، H22) مع الأخذ في الحسبان

العلاقة السببية العكسية

التابع (MtB)			التابع (Q_{it})			
Column(6)	Column (5)	Column (4)	Column (3)	Column (2)	Column (1)	
Model (11)	Model(11)	Model (9)	Model(11)	Model (11)	Model (9)	
2.103*** (5.440)	2.223*** (5.737)	2.316*** (6.093)	1.600*** (6.180)	1.634*** (6.317)	1.672*** (6.620)	Constant
0.986*** (2.666)	0.753** (2.001)	0.057 (0.237)	0.691*** (2.669)	0.549** (2.087)	0.166 (0.996)	FCF_{it}

التابع (MtB)			التابع (Q _{it})			
Column(6)	Column (5)	Column (4)	Column (3)	Column (2)	Column (1)	
Model (11)	Model(11)	Model (9)	Model(11)	Model (11)	Model (9)	
	0.616 (0.948)			0.235 (0.518)		<i>Abn_ACC_{1it}</i>
1.533** (2.100)			0.538 (1.052)			<i>Abn_ACC_{2it}</i>
	-10.739** (-2.314)			-5.986* (-1.840)		<i>Abn_ACC_{1it}*FCF_{it}</i>
-16.349*** (-3.078)			-9.495** (-2.543)			<i>Abn_ACC_{2it}*FCF_{it}</i>
-0.103*** (-4.285)	-0.107*** (-4.421)	-0.110*** (-4.630)	-0.114*** (-6.839)	-0.115*** (-6.870)	-0.117*** (-7.023)	<i>FS_{it}</i>
0.333** (2.055)	0.346** (2.122)	0.354** (2.198)	0.011 (0.101)	0.013 (0.112)	0.014 (0.127)	<i>FLEV_{it}</i>
-0.056 (-0.470)	-0.061 (-0.513)	-0.064 (-0.539)	0.051 (0.610)	0.048 (0.580)	0.048 (0.571)	<i>SG_{it}</i>
0.822** (2.048)	0.894** (2.215)	0.861** (2.164)	0.748*** (2.666)	0.769*** (2.730)	0.739*** (2.665)	<i>Aliq_{it}</i>
0.069 (1.472)	0.062 (1.304)	0.057 (1.211)	0.109*** (3.309)	0.106*** (3.213)	0.104*** (3.165)	<i>FAge_{it}</i>
1.514*** (3.644)	1.548*** (3.698)	1.737*** (4.211)	1.279*** (4.391)	1.299*** (4.433)	1.398*** (4.842)	<i>ROA_{it}</i>
0.122** (2.129)	0.115** (2.003)	0.113** (1.972)	0.110*** (2.737)	0.106*** (2.642)	0.105*** (2.613)	<i>AS_{it}</i>
			0.256*** (20.617)	0.258*** (20.671)	0.261*** (21.050)	<i>Q_{it-1}</i>
0.380*** (27.512)	0.380*** (27.385)	0.383*** (27.623)				<i>MtB_{it-1}</i>
45.003***	44.389***	46.761***	35.116***	34.846***	36.846***	<i>F.test</i>
57.6%	57.2%	57%	51.3%	51.1%	51%	<i>Adj. R²</i>
1104	1104	1104	1104	1104	1104	عدد المشاهدات (n)
أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	<i>VIF</i>
Included	Included	Included	Included	Included	Included	<i>Industries</i>
Included	Included	Included	Included	Included	Included	<i>Years</i>

حيث إن * تعني أن العلاقة دالة عند مستوى معنوية 10%، ** العلاقة دالة عند مستوى معنوية 5%، *** العلاقة دالة عند مستوى معنوية 1%.

يوضح الجدول رقم (8) نتائج تشغيل نموذجي الإنحدار رقم (9، 11) بعد إضافة القيم المتأخرة لمؤشرات الأداء السوقية (MtB_{it-1}, Q_{it-1}) للتحقق من صحة النتائج التي سبق التوصل إليها في التحليل الأساسي. تُشير النتائج الواردة في العمودين رقم (1، 4) إلى عدم وجود تأثير معنوي للتدفقات النقدية الحرة (FCF) على مؤشرات الأداء السوقية (MtB, Q) ، وهذا يؤكد النتائج التي سبق التوصل إليها في التحليل الأساسي، وبالتالي عدم تحقق الفرض الفرعي (H12).

كذلك تؤكد النتائج الواردة في الأعمدة رقم (2، 3، 5، 6) على وجود تأثير مُعَدّل للإستحقاق غير العادي للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة ومؤشرات الأداء السوقية، حيث يُلاحظ وجود تأثير سلبي معنوي للمتغير التفاعلي للإستحقاق غير العادي والتدفقات النقدية الحرة $(Abn_ACC*FCF)$ على مؤشرات الأداء السوقية، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1%، فقد بلغت قيم معاملات الإنحدار للمتغير التفاعلي $(Abn_ACC*FCF)$ -5.986، -9.495، -10.739، -16.349، وهي تفوق معاملات الإنحدار للتدفقات النقدية الحرة (FCF)، 0.549، 0.691، 0.753، 0.986 في الأعمدة رقم (2، 3، 5، 6) على التوالي، الأمر الذي يؤكد على تلاشي الأثر الإيجابي للتدفقات النقدية الحرة على مؤشرات الأداء السوقية، بل يتحول هذا الأثر إلى سلبي مع زيادة مستوى الإستحقاق غير العادي، وهذه النتيجة تؤكد النتائج التي سبق التوصل إليها في التحليل الأساسي، وتحقق الفرض الفرعي (H22).

4-6-2 جدوى توزيعات الأرباح في الحد من الآثار السلبية للإستحقاق غير العادي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي:

يؤكد Jensen (1986) على تزايد احتمالية تورط الإدارة في المشاريع ذات صافي القيمة الحالية السالبة مع تزايد مستوى التدفقات النقدية الحرة، لذا فإنه من الأفضل إعادة التدفقات النقدية الحرة الفائضة إلى المساهمين بدلاً من تبديدها في مشاريع غير مضيئة للقيمة، وبصفة خاصة في ظل ضعف نظم حوكمة الشركات، ونظم حماية المستثمرين في الأسواق الناشئة (Brush et al., 2000; Butt et al., 2022). وهنا التساؤل الذي يطرحه الباحثون هل تساهم توزيعات الأرباح في الحد من الآثار السلبية نتيجة انخفاض جودة الإستحقاق المحاسبي؟، لذلك فقد قام الباحثون بتطوير نموذجي الإنحدار رقم (6، 7)، لإدراج توزيعات الأرباح كمتغير محفز كما يلي:

$$ABM_{it} = \alpha + B_1(FCF_{it}) + B_2(Abn_ACC_{it}) + B_3(Abn_ACC_{it} * FCF) + B_4(\%DIV_{it}) + B_5(Abn_ACC_{it} * FCF_{it} * \%DIV_{it}) + B_6(FS_{it}) + B_7(FLEV_{it}) + B_8(SG_{it}) + B_9(ALiQ_{it}) + B_{10}(FAge_{it}) + B_{11}(Industries) + B_{12}(Years) \quad Model (12)$$

$$\begin{aligned}
 MBM_{it} = & \alpha + B_1(FCF_{it}) + B_2(Abn_ACC_{it}) + B_3(Abn_ACC_{it} * FCF) \\
 & + B_4(\%DIV_{it}) + B_5(Abn_ACC_{it} * FCF_{it} * \%DIV_{it}) + B_5(FS_{it}) \\
 & + B_6(FLEV_{it}) + B_7(SG_{it}) + B_8(ALiQ_{it}) + B_9(FAge_{it}) \\
 & + B_{10}(ROA_{it}) + B_{11}(AS_{it}) + B_{13}(Industries) \\
 & + B_{14}(Years) \quad Model (13)
 \end{aligned}$$

حيث إن:

$\%DIV_{it}$ = توزيعات الأرباح، وتم حسابها عن طريق نسبة توزيعات الأرباح للسهم إلى سعر الإغلاق للسهم في نهاية السنة.

4-6-2-1 جدوى توزيعات الأرباح في الحد من الآثار السلبية للإستحقاق غير العادي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة ومؤشرات الأداء المحاسبية:

لإختبار جدوى توزيعات الأرباح في الحد من تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، من منظور مؤشرات الأداء المحاسبية، تم تشغيل نموذج الإنحدار رقم (12) بطريقة المربعات الصغرى (OLS) كما هو موضح في الجدول رقم (9) التالي:

جدول 9: إعادة إختبار فرضي الدراسة (H21،H11) بالإعتماد على توزيعات الأرباح

كمتغير محفز

التابع (ROE)		التابع (ROA)		
Column (4)	Column (3)	Column (2)	Column (1)	
Model (12)	Model (12)	Model (12)	Model (12)	
-0.283*** (-6.004)	-0.287*** (-6.116)	-0.101*** (-3.835)	-0.104*** (-3.992)	Constant
0.454*** (10.283)	0.471*** (10.674)	0.312*** (12.686)	0.332*** (13.503)	FCF _{it}
	0.010 (0.118)		0.009 (0.198)	Abn_ACC _{1it}
-0.032 (-0.341)		-0.023 (-0.432)		Abn_ACC _{2it}
	-3.248*** (-5.120)		-2.239*** (-6.343)	Abn_ACC _{1it} *FCF _{it}
-3.337*** (-4.525)		-2.189*** (-5.318)		Abn_ACC _{2it} *FCF _{it}
0.011*** (10.856)	0.011*** (10.806)	0.006*** (11.317)	0.006*** (11.241)	%Divd.

التابع (ROE)		التابع (ROA)		
Column (4)	Column (3)	Column (2)	Column (1)	
Model (12)	Model (12)	Model (12)	Model (12)	
	0.196** (2.022)		0.130** (2.407)	$Abn_ACC_{1it} * FCF_{it} * \%Divd.$
0.196* (1.658)		0.138** (2.083)		$Abn_ACC_{2it} * FCF_{it} * \%Divd.$
0.021*** (7.187)	0.021*** (7.272)	0.009*** (5.911)	0.010*** (6.040)	FS_{it}
-0.107*** (-5.528)	-0.108*** (-5.617)	-0.112*** (-10.349)	-0.113*** (-10.477)	$FLEV_{it}$
0.122*** (8.187)	0.121*** (8.130)	0.068*** (8.121)	0.067*** (8.063)	SG_{it}
0.080 (1.558)	0.083 (1.613)	0.020 (0.704)	0.023 (0.802)	$Aliq_{it}$
0.004 (0.667)	0.004 (0.712)	0.004 (1.293)	0.005 (1.359)	$FAge_{it}$
36.896***	37.276***	46.270***	47.169***	$F.test$
51.8%	52%	57.5%	58%	$Adj. R^2$
1104	1104	1104	1104	عدد المشاهدات (n)
أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	VIF
Included	Included	Included	Included	Industries
Included	Included	Included	Included	Years
حيث إن * تعني أن العلاقة دالة عند مستوى معنوية 10%، ** العلاقة دالة عند مستوى معنوية 5%، *** العلاقة دالة عند مستوى معنوية 1%.				

في ضوء الجدول رقم (9)، يُلاحظ أن توزيعات الأرباح (%Divd) تقلل من الأثر السلبي الناتج عن زيادة الاستحقاق غير العادي، حيث يتضح وجود تأثير إيجابي معنوي للمتغير التفاعلي لتوزيعات الأرباح ($Abn_ACC * FCF * \%Divd$) على معدل العائد على الأصول (ROA) وذلك عند مستوى معنوية أقل من 5%، سواء تم الإعتماد على المؤشر الأول أو الثاني للإستحقاق غير العادي ($Abn_ACC_{1&2}$)، كذلك يتضح وجود تأثير إيجابي معنوي للمتغير التفاعلي لتوزيعات الأرباح ($Abn_ACC * FCF * \%Divd$) على معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) وهذا التأثير معنوي عند مستوى معنوية أقل من 5% عند الإعتماد على المؤشر الأول للإستحقاق غير العادي (Abn_ACC_1)، وعند مستوى معنوية أقل من 10% عند الإعتماد على المؤشر الثاني للإستحقاق غير العادي (Abn_ACC_2). كما يُلاحظ أن معاملات

الإندثار للمتغير التفاعلي ($Abn_ACC*FCF* \%Divd$) بلغت 0.130، 0.138، 0.196، 0.196 على التوالي، وهي تبعد بشكل كبير عن معاملات الإندثار للمتغير التفاعلي ($Abn_ACC*FCF$) التي بلغت -2.239، -2.189، -3.248، -3.337 في الأعمدة رقم (1، 2، 3، 4) على التوالي، الأمر الذي يعكس القدرة المنخفضة لتوزيعات الأرباح على إزالة الأثر السلبي للإستحقاقات غير العادية على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة ومؤشرات الأداء المحاسبية.

4-2-6-2 جدوى توزيعات الأرباح في الحد من الآثار السلبية للإستحقاق غير العادي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة ومؤشرات الأداء السوقية:

لإختبار جدوى توزيعات الأرباح في الحد من تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، من منظور مؤشرات الأداء السوقية، تم تشغيل نموذج الإندثار رقم (13) بطريقة المربعات الصغرى (OLS) كما هو موضح في الجدول رقم (10) التالي:

جدول 10: إعادة إختبار فرضي الدراسة (H21،H22) بالإعتماد على توزيعات الأرباح كمتغير

محفز

التابع (MtB)		التابع (Q _{it})		
Column (4)	Column (3)	Column (2)	Column (1)	
Model (13)	Model (13)	Model (13)	Model (13)	
3.857*** (7.848)	3.898*** (7.907)	3.471*** (11.147)	3.460*** (11.056)	Constant
1.583*** (3.322)	1.520*** (3.137)	1.011*** (3.350)	0.906*** (2.945)	FCF _{it}
	0.421 (0.502)		0.433 (0.813)	Abn_ACC _{1it}
1.063 (1.125)		0.494 (0.825)		Abn_ACC _{2it}
	-32.471*** (-4.952)		-20.761*** (-4.987)	Abn_ACC _{1it} *FCF _{it}
-41.425*** (-5.506)		-28.704*** (-6.022)		Abn_ACC _{2it} *FCF _{it}
-0.041*** (-3.892)	-0.042*** (-4.004)	-0.022*** (-3.246)	-0.023*** (-3.368)	%Divd.
	3.830*** (3.877)		2.450*** (3.907)	Abn_ACC _{1it} *FCF _{it} *%Divd.
5.364***		3.679***		Abn_ACC _{2it} *FCF _{it} *%Divd.

التابع (MtB)		التابع (Q _{it})		
Column (4)	Column (3)	Column (2)	Column (1)	
Model (13)	Model (13)	Model (13)	Model (13)	
(4.487)		(4.857)		
-0.227*** (-7.406)	-0.226*** (-7.351)	-0.177*** (-9.141)	-0.175*** (-8.950)	<i>FS_{it}</i>
0.782*** (3.762)	0.759*** (3.631)	0.069 (0.527)	0.039 (0.294)	<i>FLEV_{it}</i>
-0.221 (-1.436)	-0.222 (-1.436)	-0.117 (-1.197)	-0.117 (-1.196)	<i>SG_{it}</i>
1.456*** (2.800)	1.638*** (3.138)	0.941*** (2.857)	1.038*** (3.133)	<i>Aliq_{it}</i>
0.204*** (3.283)	0.202*** (3.237)	0.144*** (3.642)	0.143*** (3.606)	<i>FAge_{it}</i>
3.317*** (5.928)	3.283*** (5.809)	2.307*** (6.507)	2.307*** (6.429)	<i>ROA_{it}</i>
0.221*** (3.011)	0.216*** (2.925)	0.177*** (3.811)	0.174*** (3.728)	<i>AS_{it}</i>
14.470***	14.042***	17.289***	16.635***	<i>F.test</i>
29.9%	29.3%	34.1%	33.2%	<i>Adj. R²</i>
1104	1104	1104	1104	عدد المشاهدات (n)
أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	<i>VIF</i>
Included	Included	Included	Included	<i>Industries</i>
Included	Included	Included	Included	<i>Years</i>

حيث إن * تعني أن العلاقة دالة عند مستوى معنوية 10%، ** العلاقة دالة عند مستوى معنوية 5%، *** العلاقة دالة عند مستوى معنوية 1%.

في ضوء الجدول رقم (10)، يُلاحظ أن توزيعات الأرباح (Divd%) تقلل من الأثر السلبي الناتج عن زيادة الاستحقاق غير العادي، حيث يتضح وجود تأثير إيجابي معنوي للمتغير التفاعلي لتوزيعات الأرباح ($Abn_ACC * FCF * \%Divd$) على القيمة السوقية للمنشأة (Q)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1%، سواء تم الاعتماد على المؤشر الأول أو الثاني للإستحقاق غير العادي ($Abn_ACC_{1&2}$)، أيضاً يتضح وجود تأثير إيجابي معنوي للمتغير التفاعلي لتوزيعات الأرباح ($Abn_ACC * FCF * \%Divd$) على نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية (MtB)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1%، سواء تم الاعتماد على المؤشر الأول أو الثاني للإستحقاق غير العادي ($Abn_ACC_{1&2}$). كما يُلاحظ أن معاملات

الإنحدار للمتغير التفاعلي (Abn_ACC*FCF*%Divd) بلغت 2.450، 3.679، 3.830، 5.364 على التوالي، وهي تبعد بشكل كبير عن معاملات الإنحدار للمتغير التفاعلي (Abn_ACC*FCF) التي بلغت -20.761، -28.704، -32.471، -41.425 في الأعمدة رقم (1، 2، 3، 4) على التوالي، الأمر الذي يعكس القدرة المنخفضة لتوزيعات الأرباح على إزالة الأثر السلبي للإستحقاقات غير العادية على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة ومؤشرات الأداء السوقية.

5- الخلاصة والنتائج والتوصيات، والدراسات المستقبلية المقترحة

تؤكد حالات الفساد والإفلاس المتتالية للعديد من المنشآت حول العالم على الإفتراضات التي قامت عليها نظرية الوكالة، حيث يترتب على التعارض في المصالح بين الإدارة والمساهمين تكاليف وكالة رُبما تقود إلى إفلاس وانهيار المنشآت. وتُعد التدفقات النقدية الحرة أحد المسببات الرئيسية لتكاليف الوكالة في منشآت الأعمال، نظراً لتزايد احتمالية تورط الإدارة في ممارسات إستثمارية غير مضيئة للقيمة مع تزايد تلك التدفقات (Kadioglu and Yilmaz, 2017).

كما تؤكد نظرية التدفق النقدي الحر على تزايد تكاليف الوكالة لدى منشآت الأعمال مع تزايد مستوى التدفقات النقدية الحرة، إلا أن هذه التكاليف لا يُمكن الإستدلال عليها بشكل مباشر، وإنما يُستدل عليها من خلال الأثر على الأداء المالي، حيث ستعكس تلك الاستثمارات غير المضيئة للقيمة في مؤشرات الأداء المحاسبية، والتي تؤدي في النهاية إلى انخفاض القيمة السوقية للمنشأة (Jensen, 1986).

لذلك قام الباحثون في هذه الدراسة بفحص أثر جودة الإستحقاق المحاسبي على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي في منشآت الأعمال السعودية، حيث أنه من المتوقع أن تتخفف تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة مع زيادة جودة الإستحقاق المحاسبي، وهذا يُسهم في تحسُّن الأداء المالي، حيث تعمل جودة الإستحقاق المحاسبي كآلية للتحكم في السلوك الانتهازي للإدارة، والحد من الممارسات الإستثمارية غير المضيئة للقيمة (Houcine, 2013; Tang et al., 2014; Duarte et al., 2022)، لتحقيق هذا الهدف، قام الباحثون بفحص عينة بلغت 1104 مشاهدة لمجموعة من المنشآت المساهمة المدرجة في البورصة السعودية، خلال الفترة من عام 2008 حتى 2019م.

أوضحت النتائج وجود تأثير إيجابي معنوي للتدفقات النقدية الحرة على مؤشرات الأداء المحاسبية، وهو ما يتوافق مع نتائج بعض الدراسات السابقة مثل؛ (Wang 2010; Hau 2017 Bukit et al. 2019; Sapuan et al., 2021; Sinaga and Maksum, 2022; Yousef and Ojah 2022) نجد أي تأثير معنوي للتدفقات النقدية الحرة على مؤشرات الأداء السوقية، وهو ما يتوافق مع النتائج التي

توصلت إليها بعض الدراسات السابقة (بعيو وآخرون، 2020، Pitenoel and Gholamrezapoor, 2020)، لذلك تم قبول الفرض الأول للدراسة (H1) قبولاً جزئياً.

كذلك أكدت النتائج على وجود تأثير مُعدّل لجودة الإستحقاق المحاسبي للعلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي، حيث لاحظ الباحثون إنخفاض الأداء المالي -المؤشرات المحاسبية والسوقية- بشكل ملحوظ مع إنخفاض جودة الإستحقاق المحاسبي، والذي تم الإستدلال عليه في ضوء إرتفاع القيمة المطلقة للإستحقاقات غير العادية، الأمر الذي يتوافق مع نتائج بعض الدراسات السابقة التي أكدت على إرتفاع تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة مع إنخفاض جودة الإستحقاق (Wang et al., 2015; Gaio et al., 2023; Eissa et al., 2023)، لذلك تم قبول الفرض الثاني (H2) قبولاً كلياً. أخيراً، أوضحت الإختبارات الإضافية أن توزيعات الأرباح يمكن أن تخفف من الأثار السلبية للإستحقاقات غير العادية، إلا أنه لا يمكن الإستعاضة بهذه التوزيعات لخفض تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة، وبالتالي فإن الأثر الإيجابي للتدفقات النقدية الحرة على الأداء المالي يُصبح مرهوناً بجودة الإستحقاق المحاسبي. لذلك تُعد نتائج هذه الدراسة مفيدة للباحثين، ومنشآت الأعمال، والمستثمرين، والجهات التنظيمية، والمراجعين، وأصحاب المصالح الآخرين، حول دور جودة الإستحقاق المحاسبي في خفض تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة.

لذلك يوصي الباحثون بما يلي:

- يوصي الباحثون بإجراء المزيد من الدراسات الأكاديمية لفحص العوامل المحددة لتكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في الأسواق الناشئة.
- يوصي الباحثون إدارة المنشآت والجهات المسؤولة عن حوكمة الشركات بالعمل على تحقيق جودة الإستحقاق، لضبط العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي في الإتجاه الذي يدعم إستمرارية المنشأة، ويُعظم قيمتها في الأجل الطويل.
- يوصي الباحثون المراجعين ببذل العناية المهنية الواجبة لتحقيق جودة الإستحقاق المحاسبي كونه أحد الآليات الرئيسية للحد من الممارسات الإنتهازية المحتملة من قبل الإدارة، والتي تتزايد مع تزايد التدفقات النقدية الحرة.
- يوصي الباحثون المستثمرين بالإعتماد على جودة الإستحقاق كمؤشر لتكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في منشآت الأعمال.

- يوصي الباحثون الجهات التنظيمية بمراقبة جودة التقارير المالية، والتحقق من الإلتزام بالمعايير المحاسبية لتحقيق جودة الإستحقاق، وتخفيض تكلفة الوكالة للتدفقات النقدية الحرة في منشآت الأعمال.

توجد بعض القيود على هذه الدراسة، حيث ركز الباحثون على الفترة من عام 2008 حتى 2019م، وهي الفترة التي تتمتع بإستقرار نسبي في المملكة العربية السعودية، ولم نقم بإختبار الفروض خلال فترة كورونا COVID-2019، كذلك لم نقم بإختبار الفروض من منظور الأداء المالي طويل الأجل، وهو ما يمكن للباحثين تناوله في بإرسات مستقبلية، كما يمكن للباحثين أيضاً إعادة إختبار فروض الدراسة من منظور كفاءة الإستثمار بدلاً من الأداء المالي.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أحمد، إسلام أحمد محمود. (2022)، "تأثير التدفقات النقدية الحرة على أداء الشركات المساهمة المصرية"، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة جامعة الزقازيق، مقالة مقبولة للنشر، أغسطس،

Doi:10.21608/zcom.2022.140941.1143

بعيو، مفتاح محجوب، رجب، طاهر عبد السلام علي، والجبو، إسراء رمضان علي. (2020)، "أثر التدفق النقدي الحر على الأداء المالي للشركات"، مجلة البحوث الأكاديمية (العلوم التطبيقية)، الأكاديمية الليبية، مصراته، العدد 16 (يوليو)، ص ص 36-45.

عبد المنعم، ريم محمد محمود. (2022)، "أثر فرص الإستثمار على العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وربحية الشركات المساهمة المصرية"، المجلة العلمية للبحوث التجارية، كلية التجارة جامعة المنوفية، المجلد 44، العدد 1، ص ص 121-184.

ثانياً: المراجع باللغة الاجنبية

Abdelrhman, A. N, and Eissa, A. M. (2021), "Does qualified auditor opinion moderate the relationship between book-tax differences and firm value? evidence from Egypt, *Journal of Accounting and Auditing of AARU*, Vol. 10, No. (3), pp. 35-58.

Abughniem, M. S., Al Aishat, M. A. H., and Hamdan, A. (2020), "Free cash flow and firm performance: an empirical evidence from the Amman stock exchange", *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, Vol. 10, No. (12), pp. 668-681.

Ang, J. S., Cole, R. A. and Lin, W. J. (2000), "Agency cost and ownership structure", *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 81-106.

Biddle, G. C., and Hilary, G. (2006), "Accounting quality and firm-level capital investment", *The Accounting Review*, Vol. 81, No. (5): pp. 963-982.

- Biddle, G. C., Hilary, G., and Verdi, R. S. (2009), "How does financial reporting quality relate to investment efficiency?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 48: pp. 112-131.
- Bhuiyan, M. B. U., Cheema, M. A., and Man, Y. (2021), "Risk committee, corporate risk-taking and firm value", *Managerial Finance*, Vol. 47, No. (3), pp. 285-309.
- Brush, T. H., Bromiley, P., and Hendrickx, M. (2000), "The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance", *Strategic management journal*, Vol. 21, No. (4), pp. 455-472.
- Bukit, R. B., Mulyani, S., Nasution, F. N., and Chinomona, R. (2019), "Free cash flow, investment, capital structure and firm value", In *Proceedings of the 2nd Economics and Business International Conference-Economics and Business in Industrial Revolution*, Vol. 4, pp. 122-126.
- Butt, A. A., Murtaza, S., Shahzad, A., and Ahmad, J. (2022), "Effect of corporate governance on free cash flow via dividend payout", *Journal of Asia-Pacific Business*, Vol. 23, No. (4), pp. 277-301.
- Chen, D., Li, O. Z., and Liang, S. (2016), "Perk consumption as a suboptimal outcome under pay regulations", *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, Vol. 23, No. (4), pp. 373-399.
- Chung, R., Firth, M., and Kim, J. B. (2005), "FCF agency costs, earnings management, and investor monitoring", *Corporate Ownership and Control*, Vol. 2, No. (4), pp. 51-61.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G. and Sweeney, A.P. (1995), "Detecting earnings management", *The Accounting Review*, Vol. 70, No. (2), pp. 193-225.
- Duarte, A. F., Lisboa, I., and Carreira, P. (2022), "Does earnings quality impact firms' performance? The case of Portuguese SMEs from the mold sector", *Journal of Financial Reporting and Accounting*, (ahead-of-print).
- Eissa, A. M., Elgendy, T., and Diab, A. (2023), "Earnings management, institutional ownership and investment efficiency: evidence from a

- developing country”, *Journal of Financial Reporting and Accounting, Forthcoming*.
- Fu, J., Xu, F., Zeng, C., and Zheng, L. (2022), “Free cash flows and price momentum”, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, pp.1-28.
- Gaio, C., and Raposo, C. (2011), “Earnings quality and firm valuation: international evidence”, *Accounting and Finance*, Vol. 51, No. (2), pp. 467-499.
- Gaio, C., Gonçalves, T. C., and Cardoso, J. (2023), “Investment efficiency and earnings quality: European evidence”, *Journal of Risk and Financial Management*, Vol. 16, No. (4), pp.1-15.
- Gan, A. (2006), “The impact of public scrutiny on corporate philanthropy”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 69, No. (3), pp. 217-236.
- Hau, L. L. (2017), “Free cash flow and firm performance: evidence from sectoral levels for Vietnamese listed firms”, *International Journal of Advanced Engineering, Management and Science*, Vol. 3, No. (4), pp.296-300.
- Houcine, A. (2013), “Does accounting conservatism affect firm investment efficiency in an emerging market? Evidence from Tunisian context”, *African Journal Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 2, No. (3): pp. 209-232.
- Huang, C. S., You, C. F., and Lin, S. H. (2009), “Cash dividends, stock dividends and subsequent earnings growth”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 17, No. (5), pp. 594-610.
- Jensen, M. C. (1986), “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers”, *American Economic Review*, Vol. 76, No. (2), pp. 323-329.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. (1976), “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
- Jones, J. J. (1991), “Earnings management during import relief investigations”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. (2), pp. 193-228.

- Kadioglu, E., and Yilmaz, E. A. (2017), "Is the free cash flow hypothesis valid in Turkey?", *Borsa Istanbul Review*, Vol. 17, No. (2), pp. 111-116.
- Kadioglu, E., Kilic, S., and 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.
- Kasznik, R. (1999), "On the association between voluntary disclosure and earnings management", *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No. (1), pp. 57-81.
- Lachheb, A., and Slim, C. (2017), "The impact of free cash flow and agency costs on firm performance", *International Journal of Management and Applied Science*, Vol. 3, No. (7), pp. 94-101.
- Lai, E. K. S., Latiff, A. R. A., Keong, O. C., and 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 Conférences* (pp. 3-16). Springer International Publishing.
- McNichols, M. F., and Stubben, S. R. (2008), "Does earnings management affect firms' investment decisions?", *The Accounting Review*, Vol. 83, pp. 1571-1603.
- Muchtar, D., Bensaadi, I., Husein, R., and Gani, A. A. (2021), "Corporate governance, institutional ownership, free cash flow and investment efficiency: evidence of Indonesian agriculture firm", *International Journal of Economic, Business, Accounting, Agriculture Management and Sharia Administration (IJEBAAS)*, Vol. 1, No. (2), pp. 355-364.
- Muchtar, D., Nor, F. M., Albra, W., Arifai, M., and Ahmar, A. S. (2018), "Dynamic performance of Indonesian public companies: an analysis of financial decision behavior", *Cogent Economics and Finance*, Vol. 6, No. (1), pp.1-14.

- Pitenoiei, Y. R., and Gholamrezapoor, M. (2019), "Free cash flow, institutional ownership and long-term performance", *Advances in Mathematical Finance and Applications*, Vol. 4, No. (2), pp. 31-42.
- Rad, S. S. E., Embong, Z., Mohd-Saleh, N., and Jaffar, R. (2016), "Financial information quality and investment efficiency: evidence from Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, Vol. 12, No. (1): pp. 129-151.
- San Martín Reyna, J. M. (2018), "The effect of ownership composition on earnings management: evidence for the Mexican stock exchange", *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, Vol. 23, No. (46), pp. 289-305.
- Sapuan, N. M., Wahab, N. A., Fauzi, M. A., and Omonov, A. (2021), "Analysing the impacts of free cash flow, agency cost and firm performance in public listed companies in Malaysia", *Journal of Governance and Integrity*, Vol. 5, No. (1), pp. 211-218.
- Sinaga, S. H. K., and Maksun, A. (2022), "The effect of profitability, leverage, liquidity, free cash flow on company value with dividend policy as moderating in basic and chemical industrial companies listed on the indonesia stock exchange for the 2017-2021 period", *International Journal of Economics (IJECE)*, Vol. 1, No. (2), pp. 368-379.
- Su, K., Li, L., and Wan, R. (2017), "Ultimate ownership, risk-taking and firm value: evidence from China", *Asia Pacific Business Review*, Vol. 23, No. (1), pp. 10-26.
- Tang, H., Y. Shen, and Y. M. Chiang. (2014), "Overinvestment, underinvestment, efficient investment decrease, and efficient investment increase", *International Journal of Asian Social Science*, Vol. 4, No. (6), pp. 752-766.
- Teng, C. C., and Liu, V. W. (2018), "Catering to the whole spectrum of dividends: evidence from the Taiwan stock market", *Journal of Emerging Market Finance*, Vol. 17, No. (3S), pp. 433S-452S.

- Wang, F., Zhu, Z., and Hoffmire, J. (2015), "Financial reporting quality, free cash flow, and investment efficiency", *In SHS Web of Conférences*, Vol. 17, p. 01027. *EDP Sciences*.
- Wang, G. Y. (2010), "The impacts of free cash flows and agency costs on firm performance", *Journal of service science and management*, Vol.3, No. (4), p. 408-418.
- Yousef, H. H., and Ojah, H. K. (2022), "The Effect of free cash flow on the firm value in a sample of Iraqi commercial companies listed in Iraqi Stock Exchange", *American Journal of Business Management, Economics and Banking*, Vol. 6, pp. 20-33.
- Yu, Y. M., and Jiang, S. J. (2010), "Corporate life cycle and share repurchases: evidence from the Taiwan stock market", *African Journal of Business Management*, Vol. 4, No. (14), 3139.
- Zhou, P., and Ruland, W. (2006), "Dividend payouts and future earnings growth", *Financial Analysts Journal*, Vol. 62, pp. 58-69.
- Zimmerman, J. L. (2013), "Myth: external financial reporting quality has a first-order effect on firm value", *Accounting Horizons*, Vol. 27 No. (4), pp. 887-894.