

أثر التدفق النقدي الحر على الأداء المالي للشركات

3- إسرائ رمضان علي الجبو
باحثة أكاديمية، محاسبة، ليبيا

2- طاهر عبدالسلام علي رجب
عضو هيئة تدريس بكلية الاقتصاد- محاسبة، ليبيا

1- مفتاح محجوب بعيو
عضو هيئة تدريس بكلية الاقتصاد، محاسبة، ليبيا

المخلص

هدفت الدراسة إلى معرفة التدفق النقدي الحر أثره على الأداء المالي للشركات، ولتحقيق هذا الهدف تم استخدام مؤشر التدفق النقدي الحر من خلال المعادلة (التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية + مصاريف الفوائد * (1- معدل الضريبة) - النفقات الرأسمالية)، في حين تم استخدام معدل العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، وربحية السهم كمقاييس للأداء المالي، كما تم إدخال المتغيرات (تكاليف الوكالة، حجم الشركة، نسبة المديونية، عمر الشركة، حوكمة الشركات، النفقات البيعية والإدارية، نمو المبيعات، هيكل الاصول) كمتغيرات ضابطة في نموذج الانحدار لاستبعاد تأثيرها، وطبقت الدراسة على عينة من الشركات الصناعية المدرجة ببورصة عمان- الاردن وعددها 25 شركة خلال الفترة (2009-2014)، وتوصلت الدراسة إلى أنه ليس هناك أثر للتدفق النقدي الحر على الأداء المالي وفق المقاييس الثلاثة والمتمثلة في (العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، ربحية الاسهم).
الكلمات المفتاحية: (التدفق النقدي الحر، الاداء المالي، نظرية الوكالة).

Abstract: The study aims to examine the impact of free cash flow on the companies' financial performance. The rate of return on assets, return on equity and earnings per share were used as measures of financial performance, and (agency costs, company size, indebtedness, age of the company, corporate governance, sales, administrative expenses, sales growth, and asset structure) were used as control variables in the regression model to exclude their effect. The sample of the study included 25 industrial companies listed on the Amman - Jordan Stock Exchange during the period (2009-2014). The result showed that the free cash flow does not affect financial performance according to the three measures (return on assets, return on equity, and earnings per share).

Keywords: (Free Cash Flow, Financial Performance, Agency Theory)

1. المقدمة:

بعد ظهور الثورة الصناعية في القرن التاسع عشر ومن خلال تطوير شركات الأسهم، ودخول العديد من المستثمرين في هذه الشركات وجعلهم يساهمون في اختيار مجالس الإدارة والإشراف، انفصلت ملكية هذه الشركات عن إدارتها، مما أدى ذلك إلى ظهور ما يسمى بنظرية الوكالة (Heydari, et al, 2014, pp269)، التي تقوم على أساس العلاقة بين الوكيل والموكل فقد عرف (Jensen and Meckling 1976) بأنها "عقد يؤسس بين شخص أو أكثر يسمى الموكل (رئيس) مع شخص آخر يسمى الوكيل لأداء بعض الخدمات بالنيابة عنه، ويتم تفويض الوكيل بسلطة اتخاذ القرارات (زحلو، 2014، ص43)، وبهذا التفويض تسبب في حدوث مشكلة الوكالة، (Abdulrahman, 2014) والتي تكمن في إعطاء الإدارة حافزاً في تقديم مصالحها الخاصة عندما تتعارض مع مصالح الشركة مما يحمل الشركة تكاليف إضافية؛ تسمى بتكاليف الوكالة (عيوني، العمري، 2016، ص899).

في هذا الصدد أشار (Brush, et al, 2000) بأن نظرية الوكالة تقوم أساسها على ثلاثة مقدمات، الأولى أن هدف الإدارة هو تعظيم ثروته الشخصية بدلاً من ثروة المساهمين، والثانية المصلحة الذاتية للإدارة يحفز التبدد وعدم الكفاءة في وجود التدفقات النقدية الحرة (Wang, 2010, p408)، حيث أشار (Jensen, 1986) أن وجود التدفقات النقدية الحرة داخل الشركة يخلق نزاعات بين الشركاء لأن كل واحد منهم يسعى لاستخدام هذه التدفقات النقدية للحفاظ على فائدته أو لخدمة مصالحه الخاصة. واقترح كذلك أن وجود تدفقات نقدية حرة داخل الشركة لا يمكن

أن يولد مشاكل كبرى في الوكالة عندما يتم توزيعه على أصحاب المصلحة كأرباح الأسهم أو عن طريق استرداد قيمة الأوراق المالية، أو توزيعها على دائني الشركة (Lachheb, et.al, 2017, pp6)، أما المقدمة الثالثة فهي تتمثل في تكبد تكاليف الوكالة على عبء حملة الأسهم بسبب ضعف الإدارة الرشيدة (Wang, 2010, pp408). وهذا ما أكدته (Jensen, 1976)، وذلك بسبب الاستخدام الداخلي المسرف لموارد الشركة (Nobanee, et.al, 2017, pp4)، باعتبار الإدارة تمتلك مزيداً من التحكم في عملية صنع القرار، ويستند التعويض والمكافآت إلى كمية التدفقات النقدية الناتجة، تميل الإدارة إلى الاستثمار في مشاريع NPV السلبية بدلاً من توزيع الأموال النقدية على المساهمين، وبالتالي فإن مشكلة الوكالة ستحدث (Khidmat, et.al, 2014, pp2).
وبذلك يكون الآثار المترتبة على هذه المشكلة -الوكالة- هو أنه من الطبيعي سيؤثر على الأداء المالي للشركة بالسلب (Chung, 2005, pp51)، وهذا ما أكدته لشليفر وفيشني (1986م)، وبذلك جاءت الدراسة إلى معرفة أثر التدفق النقدي الحر على الأداء المالي للشركات.

2. مراجعة الأدب:

بالرغم من أن أول دراسة كاملة متعلقة بنظرية الوكالة قد أجراها كل من (Jensen & Meckling, 1976)، إلا أن فكرة التدفق النقدي الحر تم اقتراحها في الأصل من قبل (Jensen 1986)، حيث تم تعريفه بأنه التدفقات النقدية الصافية بعد خصم جميع المشروعات التي لها قيم حالية موجبة بالإضافة إلى خصم تكلفة رأس المال، ويُطلق عليها أيضاً التدفقات النقدية الخاملة أو فائض التدفق النقدي، جادل Jensen أن

إلى أن ملكية الإدارة في الشركات التي لديها تدفقات نقدية مجانية لها دور إيجابي في تسوية الأثار السلبية للتدفقات النقدية المجانية على أداء الشركات؛ في حين أنه يوفر نمو مبيعات أعلى، كما قام Jensen (1986) بالتحقق من العلاقة بين المالكين والاندماج مع التدفقات النقدية المجانية وتأثيرها على قيمة أصول الشركة وأصحاب الأسهم. وجد أن التدفقات النقدية المجانية لها معكوس العلاقة مع قيمة الشركة، وجدت Harford (1999) أن الشركات التي لديها فائض نقدي تميل أكثر إلى الانخراط في الاستحواذ على شركات أخرى، وذكرت دراسة Eckbo & Verma (1994) أن حملة الأسهم من المؤسسات يفضلون توزيع التدفقات النقدية المجانية كأرباح للأسهم بحيث تتخض تكاليف الوكالة. يستخدم حاملو الأسهم حق التصويت ويحثون المديرين على دفع أرباح الأسهم من خلال المديرين المعارضين للحفاظ على التدفقات النقدية المفرطة، كانت نتيجة أبحاثهم أن زيادة الملكية المؤسسية تزيد من الطلب على الأرباح وهذه العلاقة إيجابية، وقامت دراسة Bhunda (2012) بمقارنة التدفقات النقدية الحرة وإدارة الأرباح وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين التدفقات النقدية الحرة وإدارة الأرباح، وذهبت دراسة Cardos et.al (2014) في نفس الاتجاه وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي لديها فائض في التدفق النقدي الحر أكثر قدرة على ممارسات إدارة الأرباح.

3. مشكلة الدراسة:

إن الغرض الرئيسي من المشاريع هو السعي إلى تحقيق نمو مستمر لها، بحيث يمكن زيادة ثروة مساهميها إلى أعلى قدر ممكن (Wang, 2010, pp408)، وبسبب كبر حجم هذه المشاريع انفصلت الملكية عن الإدارة، وبهذا نشأت مشكلة تضارب المصالح وذلك في ظل رقابة مرنة، فالمديرين الذين ليس لديهم ملكية كبيرة في الشركة قد يكون لديهم حوافز لاتخاذ قرارات ليست في مصلحة حملة الأسهم (Vo et.al, 2014, pp274) لأسباب عديدة؛ منها يتم تحديد امتيازات الإدارة على المبالغ النقدية التي تولدها ذلك تريد الاحتفاظ بأكثر قدر ممكن من النقود، وتزيد هذه المشكلة عندما تكون لدى الشركات تدفق نقدي حر كبير غير موزع (Khidmat, 2014, pp2)، حيث جادل جنسن (1976) بأن الكثير من التدفق النقدي الحر سوف يؤدي إلى عدم كفاية داخلي وإهدار موارد الشركات، مما يؤدي إلى تكاليف الوكالة كعبء على ثروة المساهمين (Abdulrahman, 2014, pp23)، أي أن الملاك يقومون بمراقبة أنشطة المديرين لتجنب أي إسراف في الإنفاق، وهذه الرقابة بلا شك ستزيد من التكلفة الثابتة للمراقبة وبالتالي زيادة تكلفة الوكالة للشركة، التي بدورها تقلل من ربحية وأداء الشركات (Khan & et.al, 2012)، وذلك وفق ما أشارت إليها الدراسات (Lachheb and et, al 2017; Wang, 2010; Khidmat, et al 2014)، كما أشارت الدراسات (Lachheb and et, al 2017; Hau, 2017; Kamran, et al 2017; Ali, et al 2018; Nguyen, 2018; Muthusi, 2003) بأن التدفق النقدي الحر له تأثير إيجابي على الأداء المالي وربحية الشركات، في حين ذهبت الدراسات (Heydarl et, al 2014; Hong, et al, 2010) باتجاه معاكس إذ توصلت إلى وجود تأثير سلبي للتدفق النقدي الحر على الاداء المالي للشركات، وبذلك جاءت الدراسة إلى معرفة التدفق النقدي الحر وأثره على الاداء المالي.

بهذا فإن مشكلة الدراسة تكمن في الآتي: هل هناك أثر للتدفق النقدي الحر على الاداء المالي للشركات؟ وهل يختلف الأثر باختلاف المقياس المستخدم في الاداء المالي للشركات؟

4. هدف الدراسة وفرضيتها:

تهدف الدراسة إلى معرفة أثر التدفق النقدي الحر على الاداء المالي لها، وبناء على هذا الهدف فإنه تم صياغة الفرضية وذلك استناداً إلى ما نصت عليه فرضية التدفق النقدي الحر والتي تنص على أنه عندما تكون الشركة قد حققت فائضاً مفرطاً من التدفق النقدي الحر ولم تكن هناك فرص استثمارية مربحة، فإن الإدارة تميل إلى إسائة استخدام التدفق النقدي الحر في أيديها مما يؤدي إلى عدم كفاءة تخصيص الموارد والاستثمار غير المشروع، وبالتالي بلا شك سينعكس على أداء الشركة بالسلب، وهذا ما أكدته الدراسات (Hong et.al, 2014) (Khidmat et.al, 2014) (Heydar et.al, 2014) إذ وجدت جميعها علاقة

الإفراط في التدفق النقدي الحر من شأنه أن يؤدي إلى قصور داخلي وإهدار موارد الشركة، مما يؤدي إلى إحداث تكاليف للوكالة باعتبارها عبء على ثروة صاحب الأسهم، وتشير نظرية وكالة في هذا الصدد إلى أن ارتفاع مستوى الحيازات النقدية يزيد من تقدير المديرين ويزود المديرين بحافز للانخراط في أنشطة نزع الملكية لمنافعهم الخاصة (Jensen, 1986). حيث يشير كذلك كلا من Papaioannou، Stroch (1992) Travlos إلى أن المديرين يميلون إلى الاحتفاظ بمزيد من النقود كإمتياز، ويجادل Myers and Rajan (1998) أيضاً بأنه يمكن للمديرين الحصول على المزيد من المزايا الخاصة من الأصول السائلة، فإن الاحتفاظ بمستوى عال من النقد يزيد من احتمال مصادرة الأصول من قبل المديرين لأن الفائض من النقد قد يشجعهم فعلياً على الإفراط في الاستثمار أو متابعة المصالح الخاصة، مما يضر بمصالح المساهمين (Mahrt-Smith، Dittmar، Servaes، & 2003؛ Easterbrook، Jensen، 1984؛ 1986)، وتشير إحدى مشكلة الوكالة والمتمثلة في عدم تماثل المعلومات لـ Myers and Majluf (1984) إلى أن الشركات قد تعاني من قلة الاستثمار عندما يكون الحصول على تمويل خارجي مكلفاً، وفي هذه الحالة ستعتمد نفقات الاستثمار على توافر الموارد المولدة داخلياً، مما ينتج عنه حساسية إيجابية في التدفق النقدي للاستثمار.

وأكد (Jensen, 1986) أن التدفق النقدي الحر متهمة بالسبب الرئيسي الذي جعل عائد الاستثمار في الشركات الأمريكية أقل من معدل العائد المطلوب في الثمانينيات، كما أكد (Brush et al, 2000) في دراسته بأن ضعف حوكمة الشركات تسبب في عدم الكفاءة في تخصيص التدفقات النقدية الحر لأن مجلس إدارة الشركة كان موجهاً نحو السياسات لصالح مصلحة الإدارة على حساب ثروة حملة الأسهم، وأجرى (Zh blow and Al (2012) دراسة على عينة من الشركات الصينية خلال الفترة (2006-2010) لمعرفة العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي من أجل تحسين قرار التمويل للمديرين والمستثمرين، وأظهرت الدراسة أن التدفق النقدي الحر للشركة يرتبط ارتباطاً سلباً بالأداء المالي، في حين أجرى (Wang (2010) اختباراً تجريبياً للعلاقة كذلك في شركات تاوان، وظهرت النتائج أن هناك علاقة إيجابية ذات مغزى بين التدفقات النقدية المجانية وعوامل أداء الشركات، كما قامت دراسة (Muthusi (2013) بمعرفة أثر التدفق النقدي الحر على الربحية من فنادق الخمس نجوم في كينيا وتوصلت إلى أن التدفق النقدي الحر كان له تأثير إيجابي وكبير على الربحية، وتشير نتائج دراسة (Hau (2017) التي أقيمت على المستويات القطاعية للشركات المدرجة بالفيتنام إلى أن التدفقات النقدية الحرة لها تأثير إيجابي على أداء الشركة لجميع القطاعات. وهذا ماكدته دراسة (Lachheb, et, al (2017) إلى أن هناك أثر إيجابية للتدفقات النقدية الحرة على الأداء التشغيلي وقيمة الشركة. أما دراسة (Kamran et.al (2017) فتوصلت أن التدفقات النقدية الحرة تعزز أداء الشركة. وحلت دراسة (Ali et.al (2018) كذلك أثر التدفق النقدي الحر على ربحية الشركات في قطاع السيارات في ألمانيا وتوصلت إلى أن هناك علاقة إيجابية بين التدفقات النقدية الحرة وربحية الشركات المدرجة، في حين دراسة (Nguyen et.al (2018) توصلت الدراسة إلى أن التدفق النقدي الحر له تأثير إيجابي على ربحية الشركات. أما (Hong et.al (2012) فحللت العلاقة بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي في الشركات العقارية المدرجة في الصين وتوصلت إلى أن التدفق النقدي الحر للشركة يرتبط ارتباطاً سلباً بأدائها المالي، ودراسة (Khidmat et.al (2014) توصلت الدراسة إلى أن التدفق النقدي الحر له تأثير سلبي لتدفقات النقدية الحرة على الاداء المالي، أي أن التدفق النقدي الحر الكبير سيؤدي إلى انخفاض الاداء المالي، أما دراسة (Heydari et.al (2014) فتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين التدفقات النقدية الحرة والأداء المالي في الشركات مدرجة بورصة طهران.

في حين قام (Mong'o (2010) بتحليل تأثير التدفق النقدي التشغيلي على الربحية بين البنوك التجارية في كينيا على مدى فترة خمس سنوات (2005 – 2009). وأوضحت نتائج دراسته أن الأرباح في البنوك التجارية تحسنت بشكل هائل خلال السنوات الخمس، وشهدت حينها التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية نفس الاتجاه الذي تلاه تحسن الأداء، قام (Brush et al (2000) بالتحقق من نظرية التدفقات النقدية المجانية وعلاقتها بنمو المبيعات وأداء الشركات. تشير النتائج التي توصلوا إليها

العائد على الأصول المقاس بقسمة صافي الدخل على إجمالي الأصول، حيث أن هذا المعدل يعكس مدى كفاءة الإدارة لاستخدام مواردها المتاحة لها في تعظيم ثروة حملة الأسهم، حيث أن ربحية الشركة هي نتاج الرقابة الفاعلة لحملة الأسهم على أداء الإدارة وقراراتهم بشأن تصحيح مسار العمليات كلما دعت الحاجة إلى ذلك، فضلاً عن كونه يعكس قدرة الإدارة على خلق التدفقات اللازمة لضمان بقاء الشركة واستمرارها في سوق المنافسة، وهذا ما أشارت إليه الدراسات (Wang, 2010)، (Abdulrahman, 2014)، (Khidmat et.al, 2014)، (Heydari 2014)، (Ali et.al, (Lachheb et.al, 2017)، (2018)

كما سيتم استخدام معدل العائد على حقوق الملكية والمقاس بقسمة صافي الدخل على إجمالي حقوق ملكية، حيث تشير هذه النسبة إلى مدى الاستخدام الفعال لأموال المساهمين وقوة الإدارة في زيادة قيمة الشركة، والتي تعتبر من المهام الرئيسية للإدارة وفق ما أشارت إليه الدراسات (Nobanee et.al, (Khidmat et.al, 2014)، (wang, 2010)، (Heydari et.al,2014)، (Lachheb et.al 2017)، (2017) **كما سيتم استخدام العائد على السهم المقاس من خلال قسمة صافي الدخل على عدد الأسهم،** والتي تعبر عن نصيب السهم من الأرباح.

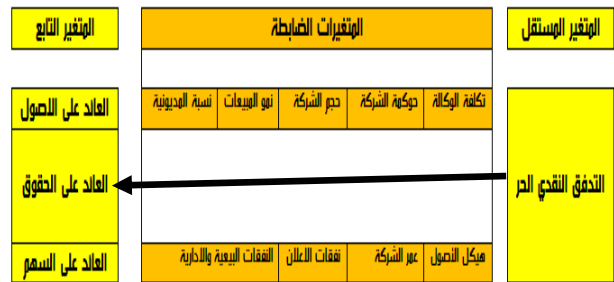
● **المتغيرات الضابطة:** سيتم استخدام المتغيرات التالية كمتغيرات ضابطة وهي **متغير (حكومة الشركات):** وهي سلسلة القواعد التي صدرت عن هيئة الأوراق المالية الأردنية في سنة 2008 وتم البدء بتطبيقها في سنة 2009، ويفصح عن هذه القواعد في التقارير السنوية للشركات ويطلق عليها (استبيان الإفصاح عن مدى تطبيق القواعد الإرشادية للحكومة)، ولأغراض التحليل سيتم أخذ المتوسط الحسابي لهذه القواعد بعد إعطاء رمز (1) للقاعدة المطبقة ورمز (0) للقاعدة غير المطبقة، وكذلك **متغير (حجم الشركة)** المقاس باللوغاريتم الطبيعي للأصول، و**متغير (عمر الشركة)** المقاس من خلال عدد سنوات تأسيس الشركة، و**متغير (نسبة المديونية)** من خلال قسمة الالتزامات على إجمالي الأصول، و**متغير هيكل الأصول المقاس** من خلال قسمة الأصول الثابتة على إجمالي الأصول، و**متغير النفقات الادارية والبيعية المقاسة** من خلال قسمة النفقات على صافي المبيعات، و**متغير نمو المبيعات المقاس** (مبيعات الحالية- المبيعات الماضية)/ المبيعات الماضية، و**متغير نفقات الاعلان** المقاس بقسمة النفقات على المبيعات، و**متغير تكاليف الوكالة** سوف يتم قياس تكاليف الوكالة وفق مقياسين وهما الأكثر استخداماً في الدراسات السابقة وهي **نسبة الانتفاع من الأصول** التي تقاس بقسمة المبيعات السنوية على إجمالي الأصول، حيث أشارت الدراسات (Wang, 2010)، (عماد رمضان، 2010)، (Nazir & et.al, 2012)، (Atumwa, 2013)، (Abdulrahman, (Khidmat et.al, 2014)، (Henry, 2014)، (2014)، (Nobanee et.al, 2017)، (Garanina and Kaikova, 2016)، (حمدان وآخرون، 2016)، (حمدان وآخرون، 2016)، (حمدان، 2016)، (فارس، 2016)، (شفور، 2017)، (Lachheb et.al 2017)، بأن هذه النسبة تقيس مدى فاعلية القرارات الاستثمارية التي تتخذها إدارة الشركة ومدى قدرتها على استغلال أصولها بالشكل الأمثل؛ فارتفاع نسبة الانتفاع من الأصول يعني أن الشركة تقوم بإدارة أصولها بشكل كفؤ وفعال وهو ما يترتب عليه انخفاض تكاليف الوكالة، أما إذا كانت هذه النسبة منخفضة فإن هذا يعني أن الشركة تقوم باتخاذ قرارات استثمارية غير مثالية أو تقوم باستخدام عوائدها في شراء أصول غير منتجة مما يخلق تكاليف وكالة وتحملها حملة الأسهم بالشركة، أما المقياس الثاني الذي سيتم الاعتماد عليه فهو **نسبة مصاريف التشغيل إلى المبيعات:** والتي تقاس بقسمة مصاريف التشغيل على إجمالي المبيعات، حيث أشارت الدراسات (Wang, 2010)، (Jabbary et.al, 2013)، (الفضل، 2013)، (Khidmat & 2014)

سلبية بين التدفق النقدي الحر والأداء المالي، وبهذا فإننا نصيغ الفرضية كالاتي: **هناك أثر سلبي للتدفق النقدي الحر على الأداء المالي، ولا يختلف الأثر باختلاف المقياس المستخدم في الأداء.**

5. منهجية الدراسة:

إن المنهجية المتبعة في هذه الدراسة هي المنهج الحديث الذي يدمج كل من المنهج الاستنباطي (المنطق) والاستقرائي (الاستكشاف) معاً، وذلك من خلال مراجعة الدراسات السابقة التي لها علاقة بالتدفق النقدي الحر والأداء المالي للشركات والتي من خلالها نستطيع تكوين الإطار النظري، لكي نحدد وسيلة جمع البيانات، ويمكن تفصيل المنهجية من خلال (انموذج الدراسة، النماذج القياسية، التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة، ووسيلة جمع البيانات)، والموضحة كالتالي:

أ. **أنموذج الدراسة:** يمكن عرض النموذج في الشكل رقم (1): يوضح متغيرات الدراسة:



ب. **النماذج القياسية:** بالنظر إلى فرضية الدراسة فإنه تم تكوين النماذج القياسية لاختبارها كالاتي:

$$ROA_{i,t} = \theta + \beta_1(X1_{T,I}) + \beta_2(X2_{T,I}) + \beta_3(X3_{T,I}) + \beta_4(X4_{T,I}) + \beta_5(X5_{T,I}) + \beta_6(X6_{T,I}) + \beta_7(X7_{T,I}) + \beta_8(X8_{T,I}) + \beta_9(X9_{T,I}) + \beta_{10}(X10_{T,I}) + \epsilon_{T,I}$$

$$ROE_{i,t} = \theta + \beta_1(X1_{T,I}) + \beta_2(X2_{T,I}) + \beta_3(X3_{T,I}) + \beta_4(X4_{T,I}) + \beta_5(X5_{T,I}) + \beta_6(X6_{T,I}) + \beta_7(X7_{T,I}) + \beta_8(X8_{T,I}) + \beta_9(X9_{T,I}) + \beta_{10}(X10_{T,I}) + \epsilon_{T,I}$$

$$RS_{i,t} = \theta + \beta_1(X1_{T,I}) + \beta_2(X2_{T,I}) + \beta_3(X3_{T,I}) + \beta_4(X4_{T,I}) + \beta_5(X5_{T,I}) + \beta_6(X6_{T,I}) + \beta_7(X7_{T,I}) + \beta_8(X8_{T,I}) + \beta_9(X9_{T,I}) + \beta_{10}(X10_{T,I}) + \epsilon_{T,I}$$

حيث أن:

X1	التدفق النقدي الحر	X5	عمر الشركة
X2	تكاليف الوكالة	X6	حكومة الشركات
X3	حجم الشركة	X7	النفقات البيعية والادارية
X4	نسبة المديونية	X8	نمو المبيعات
E	الخطأ العشوائي	X9	هيكل الأصول
ROA	العائد على الأصول	X10	نفقات الاعلان
ROE	العائد على حقوق الملكية	θ	(الفا) الثابت
RS	ربحية السهم	B	معلمة النموذج

ج. **التعريفات الإجرائية للمتغيرات الرئيسية للدراسة:**

يمكن توضيح التعريفات الاجرائية للدراسة كالاتي:

● **المتغير المستقل (التدفق النقدي الحر):** سيتم استخدام المقياس التالي لحساب التدفقات النقدية الحرة وهو التدفق المتاح للشركة = **التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية + مصاريف الفوائد * (1-معدل الضريبة) - النفقات الرأسمالية.**

● **المتغير التابع (الأداء المالي):** سيتم قياس الأداء المالي للشركات وفق المقاييس الأكثر استخداماً في الدراسات السابقة وهي: **معدل**

ومما سبق سرده لبعض تعريفات التدفق النقدي الحر نلاحظ هناك دمج بين نوعين من التدفق النقدي هما التدفق النقدي الحر المتاح للإدارة والمتاح للمساهمين تحت مسمى واحد وهو (التدفق النقدي الحر)، وبهذا يمكن توضيح الفرق بين مفهومين أساسيين للتدفق النقدي الحر هما:

1- التدفق النقدي الحر المتاح للشركة (Free Cash Flow for Firm (FCFF
يعرف أنه "صافي التدفق النقدي من العمليات التشغيلية بعد دفع كافة النفقات اللازمة لإدارة الشركة وتشغيلها والمتاح للتوزيع على المساهمين، ولسداد الديون والتوسع الاستثماري (خسارة 2007، ص350)، كما يعرفه آخر بأنه النقد المتاح لجميع مستثمري الشركة، بما في ذلك المساهمين وحاملي السندات، بعد أن تقوم الشركة بشراء وبيع المنتجات وتوفر الخدمات وتدفع مصروفات التشغيل النقدية، وتقوم باستثمارات قصيرة وطويلة الأجل، وبهذا تفعل الشركة بالتدفق النقدي الحر المتاح للشركة بأنها تعتني بحاملي السندات لأن المساهمين العاديين هم في الصف الأخير، لذلك يقوم المصرف بتسييد مدفوعات الفائدة لحاملي السندات ويستعير منهم المزيد من النقود أو يدفع بعضاً منها، ومع ذلك فإن دفع الفوائد لحاملي السندات له ميزة واحدة للمساهمين العاديين وهي يقلل من فاتورة الضرائب (Kaplan, 2008, pp197)، ويمثل مقياس للأداء المالي الذي يعبر عن المبلغ الصافي للنقد المتولد للشركة بعد خصم المصروفات والضرائب والتغيرات في صافي رأس المال العامل والاستثمارات. وهو واحد من العديد من المعايير المستخدمة لمقارنة وتحليل الصحة المالية يسمى التدفق النقدي الحر للشركة (https://www.quora.com) ويمكن حسابه على النحو التالي:

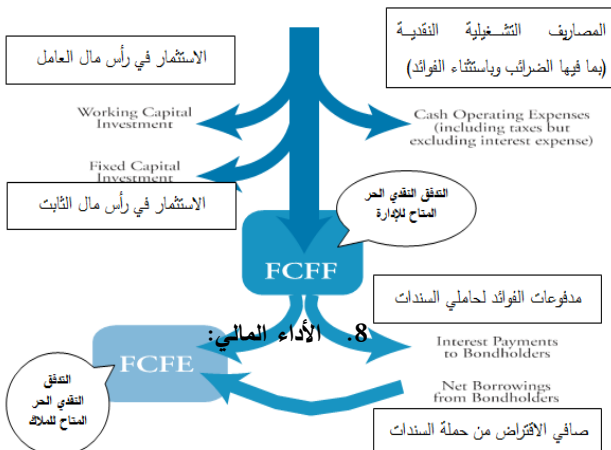
$$\text{Free Cash Flow for Firm} = \text{CFO} + \text{Int}(1 - \text{tax rate}) - \text{FCInv}$$

معدل الضريبة	tax rate	تدفق نقدي تشغيلي	CFO
النفقات الاستثمارية	FCInv	مصروفات الفوائد	Int

2- التدفق النقدي الحر المتاح للملكية Free Cash Flow for Equity (FCFE)
وهو صافي التدفق النقدي من العمليات التشغيلية المتاح للتوزيع على المساهمين، وللتوسع الاستثماري بعد دفع كافة النفقات الرأسمالية ومتطلبات رأس المال العامل الضرورية واللازمة للمحافظة على القدرة الإنتاجية الحالية للشركة، بما فيها سداد الديون وفوائدها المستحقة (خسارة 2007، ص350)، كما يعرف آخر بأنه التدفق النقدي المتاح لحملة الأسهم العادية للشركة بعد دفع جميع المصروفات التشغيلية وتكاليف الاقتراض (رأس المال والفائدة) وإجراء الاستثمارات اللازمة في رأس المال العامل والأصول الثابتة، ويمثل مقياساً لكمية الأموال التي يمكن توزيعها على مساهمي الشركة كأرباح الأسهم أو إعادة شراء الأسهم- بعد كل النفقات وإعادة الاستثمار وتسييد الديون (https://www.quora.com)، ويمكن حسابه على النحو التالي:

$$\text{Free Cash Flow for Equity (FCFE)} = \text{FCFF} - \text{Int}(1 - \text{tax rate}) + \text{Net borrowing}$$

والشكل رقم (2): يوضح أنواع التدفق النقدي الحر
والشكل رقم (2): يوضح أنواع التدفق النقدي الحر



(et.al, (فارس،2016)، (شفور،2017)، (Lachheb et.al, 2017) بأن هذه النسبة تقيس نوعين من تكاليف الوكالة بصورة مباشرة عند ارتفاع هذه النسبة، فالتكاليف الأولى هي الإنفاق البذخي من جانب المديرين، والتكاليف الثانية هي عدم بذل الجهد المناسب من جانب المديرين للسيطرة على المصروفات.

● **المتغير (الخطأ العشوائي):** يرجع وضع هذا المتغير لعدة أسباب منها (إهمال بعض المتغيرات التي يمكن أن تؤثر على المتغير التابع في النموذج، وكذلك الصياغة الرياضية غير السليمة للنموذج، بالإضافة إلى حدوث خطأ في كل من تجميع البيانات (وقياس المتغيرات المالية).

وسيلة جمع البيانات: تم تجميع البيانات لمتغيرات الدراسة من خلال استخراج القيمة الحقيقية الموجودة بالتقرير السنوي المنشور وفق مواقع هيئة الأوراق المالية الأردنية على شبكة الإنترنت وهي (http://www.ase.com) (http://www.sdc.com) (http://www.mubasher).

6. مجتمع وعينة الدراسة وحدودها:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات الصناعية المدرجة ببورصة عمان البالغ عددها 70 وتم أخذ عينة من هذا المجتمع البالغ عددها 25 شركة التي تتوفر فيها بيانات الدراسة، أما حدود الدراسة فتمثلت معرفة أثر التدفق النقدي الحر على الأداء المالي للشركات خلال المدة (2009-2014) بالشركات الصناعية.

7. التدفقات النقدية الحرة

ظهر التدفق النقدي الحر في أدبيات المحاسبة المالية تحت مجموعة مختلفة من المصطلحات كالتدفق النقدي الفائض (Surplus Cash Flow) والتدفق النقدي الإضافي (Excess Cash Flow) والتدفق النقدي القابل للتوزيع (Distributable Cash Flow) والتدفق النقدي القابل للإنفاق (Disposable Cash Flow) والفكرة وراء كل هذه المصطلحات هي كيفية قياس النقدية المتولدة من الأنشطة خلال المدة والتي يمكن توزيعها على المساهمين أو استثمارها دون التأثير في النمو المستقبلي للشركة (خسارة، 2007، ص350)، ويعرف التدفق النقدي الحر بأنه الباقي من التدفقات النقدية بعد خصم الأموال اللازمة للاستثمار في المشروعات ذات القيمة الحالية الصافية الإيجابية (Rostamlu & et.al, 2016, pp132)، كما يعرفه آخر بأنه التدفقات النقدية المتبقية بعد توزيع أرباح حملة الأسهم وترجيع الديون بالإضافة إلى قيام الشركة بالاستثمار في الأصول الثابتة الضرورية ورأس المال العامل للمحافظة على استمرارية الأنشطة التشغيلية (أحمد، 2008، ص25-26)، في حين يعرفه (Copeland (1995 بأنه الدخل التشغيل بعد الضرائب مضافاً إليه المصروفات غير النقدية ومطروحاً منه الاستثمارات في رأس المال العامل والممتلكات والمنشآت والمعدات والأصول الأخرى (Bhunda,2012,pp124)، أما (Utami et al (2011 فعرف بأنه صافي الربح مطروحاً منه التغيرات في الأصول الثابتة وكذلك التغيرات في صافي رأس المال العامل (Khan,2012)، أما (Chu (2010 فعرّفه بأنه الدخل التشغيلي قبل احتساب الإهلاك مطروحاً منه مصروف الفائدة والضرائب، أما (Wu (2004 فذهب بنفس اتجاه (Chu (2010 ولكن قام بطرح الأرباح الموزعة على المساهمين (Nozari, 2016, pp2139).

وفقاً (Len and Poulsen (1989 فإن التدفقات النقدية الحرة تمثل الإيرادات التشغيلية قبل حساب مصروفات الاستهلاك والفوائد، وأرباح الأسهم الممتازة، أما (Dechow and Ge (2006 فأشار بأن التدفقات النقدية الحرة هي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية بالإضافة إلى التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية، (Bhunda, 2012, pp124).

ويعرف أيضاً التدفق النقدي الحر بأنه القيمة التي يمكن للشركة أن توفرها لمقابل أي فرص استثمار مفاجئة (درغام، 2008، ص57)، أي أنه يمثل في صافي النقدية الفائضة المتولد من العمليات التشغيلية والمتاح للتوزيع على المساهمين، ولسداد الديون، وللتوسع الاستثمار بعد سداد كافة المصروفات اللازمة لإدارة الشركة وتشغيلها (خسارة، 2007، ص353).

الجديدة، وكذا تتعرض لضغط أقل من أصحاب المصالح والحقوق، و هذا مقارنة بالمنظمات الأخرى ذات الأداء المالي الضعيف.

يهدف تقييم الأداء المالي إلى الآتي (صليحة غريب، 2014، ص8؛

بلغالي، 2017، ص5؛ أيوب، 2017، ص8):

- الكشف عن مواطن الخلل والضعف في نشاط الوحدة الاقتصادية وإجراء تحليل شامل لها وبيان مسبباتها، وذلك بهدف وضع الحلول اللازمة لها وتصحيحها، كما يهدف إلى التحقق من أن الإنجاز الفعلي كان وفقاً للأهداف والخطط الموضوعية.
- الوقوف على مدى كفاءة استخدام الموارد المتاحة بطريقة رشيدة، تحقق أكبر عائد بتكاليف أقل.
- تحديد مسؤولية كل مركز أو قسم في الشركة من خلال قياس إنتاجية كل قسم وتحديد إنجازاته سلباً أو إيجاباً.
- المساعدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية وكذلك توزيع الأرباح وتغيير رأس المال.

تعد مؤشرات الربحية من أهم المؤشرات التي يعتمد عليها المحللون الماليون ومستخدمو القوائم المالية في تقييم أداء الشركة، ويمكن توضيح تلك المؤشرات والمقاييس كالآتي:

- 1- مؤشر العائد على الأصول:** وهو يقاس بنسبة صافي الربح إلى مجموع الأصول، ويعبر هذا المؤشر عن كفاءة الإدارة في استخدام الموارد المتاحة بغض النظر عن الطريقة التي تم بها تمويل أصول الشركة سواء كان التمويل من المالكين أو التمويل عن طريق الاقتراض، ويمكن معرفة كفاءة الشركة في توليد الأرباح من خلال المعادلة التالية، (الذبيبات، 2011، ص38):

معدل العائد على الأصول = صافي الدخل / قيمة الأصول

- 2- مؤشر العائد على الحقوق الملكية:** وهو يقاس بنسبة صافي الدخل إلى حقوق الملكية، يشير هذا المؤشر إلى أن الإدارة الراسخة في الاستخدام الفعال لأموال المساهمين وقوة الإدارة في زيادة قيمة الشركة بطريقة مقبولة، (Heydari et.al, 2014, pp273):

معدل العائد على الحقوق الملكية = صافي الدخل / حقوق الملكية

- 3- مؤشر ربحية السهم الواحد:** وهو يقاس من خلال قسمة صافي الدخل على عدد الاسهم، والذي يعبر عن ربحية كل سهم، فهو يعد مؤشراً مالياً لتقييم أداء الشركات ويساعد المستثمرين والمقرضين في اتخاذ القرارات الرشيدة، ويمكن عرض معادلة هذا المؤشر كالآتي:

ربحية السهم = صافي الدخل / عدد الأسهم المكتتب فيها

9. الدراسة العملية:

تم بالدراسة استخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panal Date) أو بما تسمى (البيانات الطولية أو المختلطة) وهي مزيج من بيانات السلاسل الزمنية (Time Series) والبيانات المقطعية (Cross-Sectional)، حيث يتم فيها جمع بيانات الظاهرة محل الدراسة وهي مجموعة من الشركات الصناعية المساهمة لمدة فترة زمنية معينة وهي (6) سنوات، وتكتسب النماذج أهميتها نظراً لأنها تأخذ في الاعتبار أثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية على حد سواء، وعندما تكون المشاهدات المقطعية مقياسة لنفس الفترات الزمنية عندئذ يطلق على البيانات الطولية بأنها بيانات طولية متزنة (Balanced Panel Date)، وفي حالة المشاهدات المقطعية لم تقاس لنفس الفترة الزمنية عندئذ يطلق عليها البيانات غير المتزنة (Unbalanced Panel Date) (ال جمال، 2012، ص269)، وتأتي نماذج البيانات المختلطة في ثلاث أشكال رئيسية هي: (الشوريجي، 2011، ص11)، (ال جمال، 2012)

1- نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model (PRM): يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات

المختلطة، حيث يكون فيه معاملات الانحدار المقدرّة ثابتة لجميع الفترات الزمنية، بمعنى آخر يهمل تأثير البعد الزمني في هذا النوع من النماذج.

تسعى الشركات لتحقيق أهدافها وغاياتها بوضع خطط وسياسات وبرامج توضح وترسم الطريق الكفيل بتحديد كيفية إدارة مواردها، وأن بقاء أي شركة واستمرارها يقاس بكفاءة أدائها بصفة عامة والأداء المالي لها بصفة خاصة، إذ يحظى هذا الأخير باهتمام بالغ من المحللين الماليين وأصحاب الشركات وذلك لكونه يساهم في إبراز العناصر التي حققت مستوى معين من ربحية الشركة (امال بالحمو، 2013، ص12)، ويعد أهمية الأداء المالي من الجوانب المهمة للشركات، حيث تختلف تلك الأهمية بسبب اختلاف وجهات النظر لمفهوم الأداء من قبل أصحاب المصالح المختلفة (مسمح، 2018، ص27)، ولتتمكن الشركة من معرفة قدرتها على بلوغ أهدافها أو لا، وهل حققتها بالوسائل المعقولة أما أنها بحاجة إلى قياس وتقييم نتائجها، أو بالأحرى تقييم أدائها (بلغالي، 2017، ص13)، ويهدف تقييم الأداء في الشركات إلى قياس مدى كفاءة استخدام الموارد المتاحة لديها، (بلغالي، 2017، ص15) ويعمل تقييم الأداء في الشركات على إيجاد كافة الثغرات والنقائص بالشركة، وتحديد طرق علاجها ومتابعة تنفيذ المقترحات والتوصيات اللازمة لعلاج ذلك (دزابت وآخرون، 2013، ص27)، إذ يعرف الأداء المالي على أنه مدى مساهمة الأنشطة التي تقوم بها الشركات في خلق القيمة أو الفاعلية في استخدام الموارد المالية المتاحة من خلال بلوغ الأهداف المالية بأقل التكاليف المالية (عبد النور وآخرون، 2015، ص242)، كما يعرف كذلك بأنه مدى نجاح الشركة في استغلال الموارد المتاحة لديها من موارد مادية ومعنوية أفضل استغلال ومحاولة الوصول للأهداف المخطط لها مسبقاً من إدارة الشركة والذي من شأنه يتم الكشف عن مواطن القوة والضعف فيها (مسمح، 2018، ص26)، إذ أنه يعبر على أن الوضع المالي القائم في الشركة في لحظة معينة ككل أو لجانب معين من أداء الشركة أو لأداء أسهمها في السوق في يوم محدد وفترة زمنية معينة (كانش، 2014، ص5)، أي أنه يقدم حكم ذو قيمة حول إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية متحدة، ومدى قدرة إدارة الشركة على إشباع منافع ورغبات أطرافها المختلفة (عبد الغني، 2007، ص24).

ويعرف كذلك على أنه قدرة وكفاءة الشركة على إدارة نشاطاتها في مختلف جوانبها الإدارية والإنتاجية والتقنية والتسويقية... الخ، خلال فترة زمنية محددة ومهارتها في تحويل المدخلات إلى مخرجات بالوعية والكمية المطلوبة (القضاء، 2015، ص259)، أي أنها أداة تستخدم للتعرف على نشاط المشروع بهدف قياس النتائج المحققة ومقارنتها مع الأهداف المرسومة بغية الوقوف على الانحرافات وتشخيص مسبباتها مع اتخاذ الخطوات الكفيلة لتجاوزها وغالباً ما تكون المقارنة بين ما هو متحقق فعلاً وما هو مستهدف في نهاية فترة زمنية معينة هي سنة في الغالب (أيوب، 2017، ص8)، أي أنه أداة لتدارك الثغرات والمشاكل والمعيقات التي قد تظهر في مسيرة الشركة فالمؤشرات تدق ناقوس الخطر إذا كانت الشركة تواجه صعوبات نقدية أو ربحية أو لكثرة الديون والقروض وبذلك تتدارك إداك الخلل ومعالجته (ياسمين، 2016، ص3).

إن لعملية تقييم الأداء المالي في الشركات أهمية كبيرة لاستمرار نشاط الشركة، حيث تكمن هذه الأهمية في الآتي: (عبدالنور وآخرون، 2015، ص243؛ بلغالي، 2017، ص؛ صليحة، غريب 2014، ص17؛ دزابت، 2013، ص9).

- متابعة أعمال الشركات وتفحص سلوكها ومراقبة أوضاعها وتقييم مستويات أدائها وفعاليتها.

- المساعدة في فهم البيانات المالية، وإجراء عملية التحليل ومقارنة البيانات عبر السنوات.

- يعتبر من أهم مصادر البيانات اللازمة للتخطيط، ويساعد في اتخاذ القرارات المالية والاستراتيجية التي تحقق الأهداف.

- التأكد من تحقيق التنسيق بين مختلف أوجه نشاط الوحدة الاقتصادية المتمثلة بالإنتاج والتسويق والتمويل والأفراد وغير ذلك لتحقيق الوفورات الاقتصادية وتلافي الفقد والضياع الاقتصادي والإسراف المالي.

- تكمن أهمية الأداء المالي بالنسبة للعوامل البيئية الخارجية، حيث إن المنظمات ذات الأداء المالي العالي، تكون أكثر قدرة على الاستجابة في تعاملها مع الفرص والتهديدات البيئية

بالإضافة إلى تطبيق اختبار الانحدار المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) وشروط تطبيق هذه الطريقة والمتتمثلة في فحص مشكلة الارتباط الذاتي في بواقي نموذج الانحدار، باستخدام اختبار (Durbin—Watson)(Dw)، واختبار التوزيع الطبيعي باستخدام الشكل الانتشاري، حيث تم تطبيق هذه الاختبارات علي نماذج الدراسة الرئيسية. والآتي شرح مفصل لهذه الاختبارات للتوصل إلى اختبار الفرضيات: أ. الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة الرئيسية: يمكن توضيح متغيرات الدراسة وفق الجدول التالي: جدول رقم (1): قيم متغيرات الدراسة

السنة	2009	2010	2011	2012	2013	2014
التدفق النقدي الحر	552,554-	1,343,681	193,787-	786,410	505,553 -	23,809
العائد على الأصول	0.00720	0.00253	0.00787-	0.00855	0.02534-	0.00615-
العائد على الحقوق	0.01649-	0.04684-	0.10582-	0.31421-	0.23695	0.34494
ربحية السهم	0.074	0.065	0.094	0.107	0.086	0.051

مما سبق نلاحظ مقدار التدفق النقدي الحر خلال سنة 2009 (-552554) وهي قيمة بالسالب، وهذا يعني بصفة عامة ليس للشركات تدفق نقدي فائض، وخلال سنة 2010 تبين أن مقدار التدفق النقدي الحر كان (1,343,681)، وهو بالموجب أي أن الشركات بصفة عامة في هذه السنة لديها تدفق نقدي فائض، وخلال سنة 2011 تبين ظهور التدفق النقدي الحر بالسالب كذلك بقيمة (-193,787)، في حين تبين وجود فائض في التدفق النقدي الحر خلال سنة (2012) بمقدار (786,410)، أما سنة 2013 فبين ظهور التدفق النقدي الحر بالسالب بمقدار (-505,553)، في حين تبين ظهوره بالموجب خلال سنة 2014 بمقدار (23,809)،

أما مؤشر العائد على الأصول فتبين أنه في سنة 2009 بلغ العائد بنسبة (0.00720)، وانخفضت هذه النسبة في سنة 2010 لتصبح (0.00253)، ثم زادت في الانخفاض كثيراً في سنة 2011 إلى أن دخلت بالقيمة سالبة بلغت (-0.00787)، ثم عادة في الصعود مجدد في سنة 2012 ودخلت بالقيم الموجبة إذ بلغت (0.00855)، ثم انخفضت مجدداً خلال سنة 2013 ودخلت بالسالب بقيمة (-0.02534)، ثم زادت انخفضت كذلك في سنة 2014 وبلغت (-0.00615)،

أما مؤشر العائد على الحقوق فتبين في 2009 بلغه (-0.01649)، فهو عائد سالب، وزاد العائد في الانخفاض خلال سنة 2010 إذ بلغ (-0.04684)، ثم زاد في الانخفاض خلال سنة 2011 إذ بلغ (-0.10582)، وكذلك في سنة 2012 بقيمة (-0.31421)، ثم تحسن العائد خلال سنتي 2013، 2014، إذ بلغ في سنة 2013 (0.23695) وهو عائد موجب، وكذلك في سنة 2014 إذ بلغ (0.34494)،

أما مؤشر ربحية السهم فنلاحظ أن متوسط الشركات تحقق صافي دخل موجب، وبهذا يتبين ان ربحية السهم واجد موجب، حيث نلاحظ في سنة 2009 بلغت الربحية (0.074)، ثم انخفضت قليل ببلوغها (0.065) خلال سنة 2010، ثم زادت الربحية في سنة 2011 إذ بلغت (0.094)، ثم زادت في سنة 2012 (0.107)، ثم انخفضت في سنة 2013 عن السنة السابقة إذ بلغت (0.086)، واستمرت في الانخفاض في سنة 2014 ببلوغها (0.051)،

اختبارات المفاضلة واللازمة لاختبارات الفرضية: أثر التدفق النقدي الحر على الاداء المالي للشركات:

بهدف اختبار هذه الفرضية يجب أولاً إجراء اختبارات المفاضلة وهي:

اختبار (wald test): وهذا الاختبار يفاضل بين نموذج التأثيرات التجميعية ونموذج التأثيرات الثابتة، حيث يعد نموذج التأثيرات الثابتة

2- نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model)

(FEM): يهدف استخدام نموذج التأثيرات الثابتة لمعرفة سلوك كل مجموعة من البيانات المقطعية (سلوك كل شركة) على حدة، بجعل معلمة الحد الثابت بالنموذج تختلف من شركة إلى أخرى مع بقاء معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة الثابتة لكل شركة، ويرجع السبب في إدخال الآثار الثابتة للشركة في النموذج إلى وجود بعض المتغيرات غير الملاحظة التي تؤثر على المتغير التابع ولا تتغير مع الزمن، حيث يفترض عدم حدوث تغير في هذه المتغيرات على الأقل خلال الفترة الزمنية للدراسة، وتتمثل الآثار الثابتة في كافة العوامل الثابتة غير الملاحظة والتي تختلف من شركة إلى أخرى في شركات العينة محل الدراسة، ومن ثم فإن النموذج يعكس الفروق أو الاختلافات بين الشركات المكونة لعينة.

3- نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model)

(Model REM): يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية نموذج ملائم في حالة وجود خلل في أحد الفروض المذكورة أعلاه في نموذج التأثيرات العشوائية.

ومن خلال ما تقدم حول نماذج البيانات المختلطة، يتبين وجود ثلاثة نماذج انحدار يمكن تقديرها، وبناء عليه يمكن تقدير النماذج الثلاثة ولكن الأهم من ذلك هو تحديد النموذج الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة، والآتي توضيح للاختبارات التي يجب إجرائها لتحديد أي النماذج أفضل استخدامه في الدراسة.

• تطبيق اختبار كلا من (Wald and HAUSMAN)

يتم تطبيق اختبار (Wald) للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي (PRM) ونموذج التأثيرات الثابتة (FEM)، حيث يعبر معنوية مربع كاي لهذا الاختبار بأن نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) هو أفضل ملائمة من نموذج الانحدار التجميعي (PRM) وبالتالي يتم المقارنة بين نموذج التأثيرات العشوائية والثابتة وذلك عن طريق اختبار (HAUSMAN)، حيث يهدف هذا الاختبار إلى المفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة والعشوائية، وتقرب دالة (Hausman) من توزيع مربع كاي بدرجات حرية مقدارها (K)، ويكون نموذج التأثيرات العشوائية أفضل ملائمة إذا كانت أكبر من (5%)، أي أنه معنوية هذا الاختبار يعني أن نموذج التأثيرات الثابتة هو النموذج الأفضل استخداماً.

وبعد تحديد أي النماذج أفضل للدراسة فإنه يجب التحقق من شروط طريقة المربعات الصغرى وهي عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي، باستخدام اختبار (durbin watson) (DW)، حيث يتم إجراء هذا الاختبار للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي في النموذج، حيث تظهر المشكلة إذا كانت القيم المتجاورة للمتغيرات مترابطة، مما يؤثر على صحة النموذج، حيث سيظهر أثر غير حقيقي للمتغيرات المستقلة في المتغير التابع بدرجة كبيرة من جراء ذلك الارتباط، وتتراوح قيمة الاختبار ما بين (0-4)، حيث تشير النتيجة القريبة من الصفر إلى وجود ارتباط موجب قوي، أما النتيجة القريبة من 4 فتشير إلى وجود ارتباط سالب قوي، أما النتيجة المثلثة تكون قريبة أو في المدى ما بين (1.5-2.5) والتي تشير إلى عدم وجود ارتباط بين القيم المتجاورة للمتغيرات، واختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج باستخدام الشكل الانتشاري.

• التحليلات الإحصائية المستخدمة في الدراسة:

تم استخدام الأساليب الإحصائية الملائمة لتحليل البيانات التي تم تجميعها بواسطة البرنامج الإحصائي (Eviews 7) بالاعتماد على الأساليب الإحصائية الآتية:

1- القيم الحقيقية والنسب المئوية للبيانات المتعلقة بالمتغيرات، ومقاييس النزعة المركزية من خلال الوسط الحسابي لمتغيرات، وذلك للتعرف على خصائص المتغيرات.

2- الإحصاء الاستنتاجي لاختبار الفروض باستخدام اختبار (Wald) للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، اختبار (H) الذي قام به (Hausman.1978) والذي يستخدم للمفاضلة بين نموذج الآثار الثابتة والعشوائية،

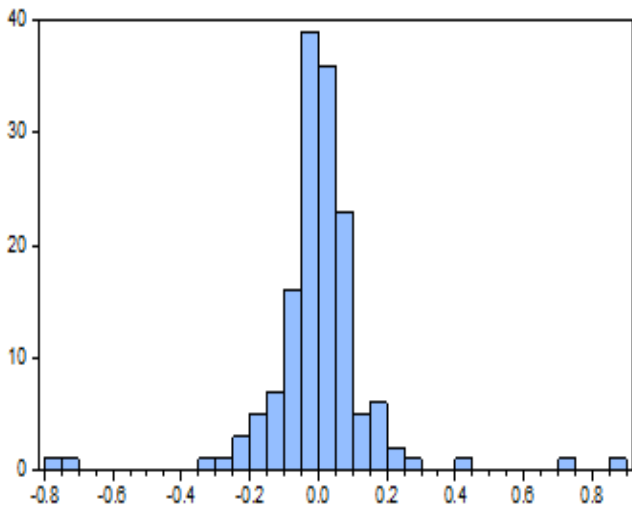
والان بالإمكان التوصل إلى اختبار الفرضية: هناك أثر للتدفق النقدي الحر على الأداء المالي المقاسة بربحية السهم:
جدول (4): اختبار الفرضية وفق النموذج الأول
Dependent Variable: ربحية السهم

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.4039	0.837830	1.390424	1.164939	C
0.7115	-0.370739	0.166314	-0.061659	التدفق النقدي الحر/ الاصول
0.4291	-0.793606	0.173751	-0.137890	حجم الشركة
0.0248	-2.275203	0.104458	-0.237663	المديونية
0.5284	0.632436	3.722608	2.354312	م.الاعلان/ المبيعات
0.3486	0.941109	0.082888	0.078006	الاصول الثابتة/ الاصول
0.5813	0.553054	30179.86	16691.08	نمو المبيعات
0.0093	2.645094	0.081511	0.215604	المبيعات الى الاصول
0.5496	0.600181	0.002091	0.001255	م. التشغيل إلى المبيعات
0.4235	0.803288	0.129663	0.104157	نسبة نفقات التشغيل
0.7171	-0.363265	0.009948	-0.003614	عمر الشركة
0.8968	-0.130046	0.815390	-0.106038	الحوكمة

0.079634	Mean dependent var	0.716164	R-squared
0.298963	S.D. dependent var	0.629022	Adjusted R-squared
-0.363044	Akaike info criterion	0.182092	S.E. of regression
0.359508	Schwarz criterion	3.779962	Sum squared resid
-0.069494	Hannan-Quinn criter.	63.22833	Log likelihood
1.821856	Durbin-Watson stat	8.218314	F-statistic
		0.000000	Prob(F-statistic)

من الجدول رقم (4) نلاحظ معنوية النموذج، كما نلاحظ أن المتغيرات (المديونية، تكاليف الوكالة المقاسة بنسبة الانتفاع من الاصول) لهما أثر على ربحية الشركات، عند مستوى معنوية 5%، لان مستوى المعنوية لهما كانتا أقل من 5%، في حين تبين عدم وجود أثر لباقي العوامل على ربحية الشركات باعتبار مستوى معنويتها أكبر من 5%، كما تبين أن قيمة Durbin-Watson تساوي (1.821856) وهي تعني عدم وجود ارتباط بين المتغيرات المستقلة بكونها تقع في المدى المقبول (1.5-2.5)، كما تبين أن الشكل الانتشاري قريب من التوزيع الطبيعي وهو كالاتي:

الشكل رقم (3): اختبار التوزيع الطبيعي للنموذج



أفضل عندما تكون النتيجة معنوية (أقل من 5%)، حيث كانت نتيجة الاختبار كانت كالاتي:

جدول (2): اختبار wald

Wald Test:
Equation: Untitled

Probability	Df	Value	Test Statistic
0.0000	(9, 138)	10.21777	F-statistic
0.0000	9	91.95995	Chi-square

مما سبق نلاحظ نتيجة الاختبار كانت (0.0000) وهي قيمة أقل من 5%، وبهذا فإن نموذج التأثيرات الثابتة أفضل.

- اختبار (Hausman Test): يتم إجراء هذا الاختبار للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، حيث يكون نموذج التأثيرات الثابتة أفضل عندما يكون نتيجة الاختبار معنوية (أقل من 5%)، والآتي نتيجة الاختبار:

جدول (3): اختبار Hausman

Correlated Random Effects - Hausman Test

Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary
0.0491	11	19.734662	Cross-section random

Cross-section random effects test comparisons:

Prob.	Var.(Diff.)	Random	Fixed	Variable
0.6807	0.007926	-0.025020	-0.061659	X1
0.0156	0.028143	0.267923	-0.137890	X2
0.5195	0.004669	-0.281675	-0.237663	X3
0.5340	8.942527	0.494606	2.354312	X4
0.7944	0.003867	0.094216	0.078006	X5
0.3715	14278205	27370.0	16691.01	X6
0.7616	0.003826	0.196837	0.215604	X7
0.0002	0.000000	0.003820	0.001255	X8
0.8205	0.005351	0.120751	0.104157	X9
0.3144	0.000097	0.006275	-0.003614	X10
0.9410	0.598113	-0.048762	-0.106038	X11

مما سبق نلاحظ نتيجة الاختبار كانت (0.0491) وهي قيمة أقل من (0.05)، وهذا يعني معنوية النموذج، وعليه فإن نموذج التأثيرات الثابتة أفضل استخداماً.

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
0.016422	Mean dependent var	0.392568	R-squared
1.262380	S.D. dependent var	0.206076	Adjusted R-squared
3.278671	Akaike info criterion	1.124811	S.E. of regression
4.001223	Schwarz criterion	144.2328	Sum squared resid
3.572221	Hannan-Quinn criter.	-209.9003	Log likelihood
9365851.	Durbin-Watson stat	2.105010	F-statistic
		0.001730	Prob(F-statistic)

من الجدول رقم (6) نلاحظ معنوية النموذج، كما نلاحظ أن المتغير (حجم الشركة) له أثر على العائد على حقوق الملكية، عند مستوى معنوية 10%، لأن مستوى المعنوية كانت أقل من 5%، في حين تبين عدم وجود أثر لباقي العوامل على العائد على حقوق الملكية باعتبار مستوى معنويتها أكبر من 5%، كما تبين أن قيمة Durbin-Watson تساوي (1.593658) وهي تعني عدم وجود ارتباط بين المتغيرات المستقلة بكونها تقع في المدى المقبول (1.5-2.5).

10. الخلاصة:

توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج التالية:

✓ ليس هناك أثر للتدفق النقدي الحر على الأداء المالي وفق المقاييس الثلاثة المستخدمة وهي (ربحية السهم، العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية).

✓ ليس هناك أثر لتكاليف الوكالة المقاسة بنسبة المصاريف التشغيلية على الأداء المالي المقاس بربحية السهم، كما توصلت إلى أن هناك أثر ايجابي لتكاليف الوكالة المقاسة بنسبة الانتفاع من الأصول على الأداء المالي المقاس بربحية السهم، في حين توصلت إلى أنه ليس هناك أثر لتكاليف الوكالة المقاسة بكل من نسبة المصاريف التشغيلية ونسبة الانتفاع من الأصول على الاداء المالية المقاس بالعائد على الأصول، وكذلك المقاس بالعائد على حقوق الملكية.

✓ ليس هناك أثر للعوامل (حجم الشركة، مصاريف الاعلان، الكثافة الرأسمالية، نمو المبيعات، نسبة النفقات التشغيلية، عمر الشركة، الحوكمة) على الأداء المالي المقاس بربحية السهم.

✓ ليس هناك أثر للعوامل (مصاريف الاعلان، نمو المبيعات، نفقات التشغيل، عمر الشركة، الحوكمة) على الاداء المالي المقاس بالعائد على الأصول.

✓ هناك أثر للعوامل (حجم الشركة، المديونية، الكثافة الرأسمالية) على الاداء المالي المقاس بالعائد على الأصول.

✓ هناك أثر ايجابي لحجم الشركة على الاداء المالي المقاس بالعائد على حقوق الملكية.

✓ ليس هناك أثر للعوامل (المديونية، مصاريف الاعلان، الكثافة الرأسمالية، نمو المبيعات، نفقات التشغيل، عمر الشركة، الحوكمة) على الاداء المالي المقاس بالعائد على حقوق الملكية.

- اختبار الفرضية: هناك أثر للتدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة على العائد على الأصول:

جدول (5): يوضح اختبار الفرضية وفق النموذج الثاني

Dependent Variable: العائد على الأصول

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0001	-4.015244	0.621175	-2.494169	C
0.6699	0.427382	0.074301	0.031755	التدفق النقدي الحر/ الاصول
0.0000	4.807474	0.077624	0.373173	حجم الشركة
0.0116	-2.566827	0.046667	-0.119786	المديونية
0.3400	0.958210	1.663084	1.593584	م.الاعلان/ المبيعات
0.0685	1.839423	0.037030	0.068114	الاصول الثابتة/ الاصول
0.2241	1.222268	13482.92	16479.75	نمو المبيعات
0.3338	0.970582	0.036415	0.035344	المبيعات إلى الاصول
0.1170	1.579427	0.000934	0.001476	م. التشغيل إلى المبيعات
0.9555	0.055966	0.057927	0.003242	نسبة نفقات التشغيل
0.5861	-0.546047	0.004444	-0.002427	عمر الشركة
0.6299	-0.483194	0.364277	-0.176017	الحوكمة

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
-0.003512	Mean dependent var	0.644451	R-squared	
0.119335	S.D. dependent var	0.535291	Adjusted R-squared	
-1.974546	Akaike info criterion	0.081350	S.E. of regression	
-1.251994	Schwarz criterion	0.754434	Sum squared resid	
-1.680996	Hannan-Quinn criter.	184.0910	Log likelihood	
2.402213	Durbin-Watson stat	5.903729	F-statistic	
		0.000000	Prob(F-statistic)	

من الجدول رقم (5) نلاحظ معنوية النموذج، كما نلاحظ أن المتغيرات (حجم الشركة، المديونية، الكثافة الرأسمالية) لهما أثر على العائد على الأصول، عند مستوى معنوية 5%، لأن مستوى المعنوية لهما كانتا أقل من 5%، في حين تبين عدم وجود أثر لباقي العوامل على العائد على الأصول باعتبار مستوى معنويتها أكبر من 5%، كما تبين أن قيمة Durbin-Watson تساوي (2.402213) وهي تعني عدم وجود ارتباط بين المتغيرات المستقلة بكونها تقع في المدى المقبول (1.5-2.5).

- اختبار الفرضية: هناك أثر للتدفق النقدي الحر على العائد على حقوق الملكية

جدول رقم (6): يوضح اختبار الفرضية وفق النموذج الثالث

Dependent Variable: العائد على الحقوق

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.2503	-1.155506	8.588860	-9.924480	C
0.3656	-0.908293	1.027345	-0.933130	التدفق النقدي الحر/ الاصول
0.0716	1.818699	1.073286	1.951983	حجم الشركة
0.5189	0.647098	0.645252	0.417541	المديونية
0.5982	0.528439	22.99512	12.15151	م.الاعلان/ المبيعات
0.6251	0.490001	0.512010	0.250886	الاصول الثابتة/ الاصول
0.9434	-0.071182	186425.6	-13270.07	نمو المبيعات
0.7184	0.361465	0.503505	0.182000	المبيعات إلى الاصول
0.4989	0.678467	0.012919	0.008765	م. التشغيل إلى المبيعات
0.8414	-0.200613	0.800948	-0.160681	نسبة نفقات التشغيل
0.1237	1.551029	0.061452	0.095314	عمر الشركة
0.1133	-1.595898	5.036789	-8.038201	الحوكمة

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية

1. ال جمال، زكريا يحيى (2012)، اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، العدد 21.
2. أحمد، عبد الناصر شحدة السيد، (2008) "الأهمية النسبية للنسب المالية المشتقة من قائمة التدفقات النقدية في تقييم السيولة وجودة الأرباح وذلك من وجهة نظر محلي الانتمان في البنوك التجارية الأردنية ومحلي الأوراق المالية في بورصة عمان" جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا.
3. أيوب، شادولي، (2016) "قائمة التدفقات النقدية كأداء لتقييم الأداء المالي للمؤسسات" ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجيلالي بونعامة بخميس مليانة، الجزائر
4. بلغالي، عائشة، (2017)، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة مديرية توزيع الكهرباء والغاز لولاية عين تموشنت، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، معهد التكنولوجيا.
5. خشارمة، عبد الرزاق حسين سالم وحسين علي، (2007) " المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي الحر دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية" العلوم الإدارية، المجلد 34، (2)
6. درغام، سوزان عطا، (2008) "العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم وفقاً للمعيار المحاسبي الدولي رقم (7) - دراسة تطبيقية على المصارف الوطنية العاملة في فلسطين-" ماجستير، جامعة الإسلامية بغزة، كلية التجارة، فلسطين .
7. دزايث، خديجة، مبروكة؛ معطالله، (2013)، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة شركة البناء للجنوب والجنوب الكبير، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.
8. الذنبيات؛ نواف سماح محمد، (2011)، اثر الاداء المالي للشركات المدرجة في بورصة عمان على آراء مدققي الحسابات الخارجيين في الاردن، جامعة الشرق الاوسط، كلية الاعمال، رسالة ماجستير.
9. رمضان، عماد زياد" (2010) أدوات الحاكمية المؤسسية وتكاليف الوكالة الإدارية، دراسة تطبيقية على السوق الأردني"، جامعة العلوم التطبيقية الخاصة، الأردن.
10. زريقات، زياد محمد؛ الغرايبة، محمد عبد الرحمن؛ الحداد، لارا محمد (2016) "تكاليف الوكالة والحاكمية المؤسسية" المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 12 (العدد 2).
11. شقور، عمر فريد، (2017) "العوامل المؤثرة في تكاليف الوكالة- دراسة تطبيقية على البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان" جامعة الزرقاء، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، الأردن.
12. الشوربجي، مجدي (2011)، أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية، الملتقى الدولي الخامس حول رأس المال الفكري في منظمات الأعمال العربية في ظل الاقتصاديات الحديثة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بالإشراف العلمي لمخبر العولمة واقتصاديات شمال افريقيا جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجمهورية الجزائرية.
13. صليحة، غريب، (2013) " دور المؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية" ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر
14. عبد الغني؛ دادن، (2007)، قياس وتقييم الاداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو ارساء نموذج للإبذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، الجزائر وباريس.
15. عبدالنور؛ شنين، محمد؛ زرقون، (2015)، دراسة قدرة المؤشرات التقليدية والحديثة على تفسير الاداء المالي للمؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة، جامعة ورقلة، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، عدد 1.
16. عبوي، محمد حكمت؛ العمري، أحمد محمد، (2016) " تأثير الحاكمية المؤسسية والرافعة المالية على قيمة الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان" المجلة الأردنية في إدارة الأعمال المجلد 12، العدد 4 .
17. فارس، علي أحمد (2016) "الرافعة المالية والنمو والحجم وأثرهم على كلف الوكالة" المجلة العراقية للعلوم الإدارية ، المجلد 49 (العدد 12).
18. الفضل، مؤيد محمد علي (2013) "العلاقة بين محددات السلوك الإداري وتكلفة الوكالة للملكية ومدى تأثرها بالأداء" المجلة العربية للحاسبة، المجلد 16 (العدد 2).
19. القضاة، مصطفى عبد الله أحمد، (2015) " العوامل المؤثرة على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية" مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 23، (العدد 1)، ص 366 - 392
20. كاتش؛ عبدالصمد، 2014، تحليل وتقييم الاداء المالي لشركات التامين، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، رسالة ماجستير.
21. مسوح ؛ باسل امين شعيب، (2018) اثر هيكل الملكية على الاداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين. الجامعة الإسلامية بغزة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، رسالة ماجستير محاسبة وتمويل ، فلسطين.
22. ياسمين، كافي، (2015) "دور مؤشرات قائمة التدفقات النقدية في تقييم الاداء المالي للمؤسسة الاقتصادية " ماجستير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر.

ثانياً: المراجع الانجليزية

23. Abdulrahman, S (2014) " The Relationship Between Agency Costs And Financial Performance Of Firms Listed In Nairobi Securities Exchange" Master, University Of Nairobi, Kenya
24. 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, Vol.1, Nol.1, Pp111-116
25. Atumwa, E (2013) "Relationship Between Agency Cost And Leverage For Companies Listed At The Nairobi Securities Exchange" Master, University Of Nairobi, Kenya
26. Bhundia, A (2012) " A Comparative Study Between Free Cash Flows And Earnings Management" Business Intelligence Journal, Vol.5 No.1 ,Pp123-129
27. Brush T. H., Philip B., and Margaretha H., (2000). The Free cash Flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Performance. Strategic Management Journal, Vol. 21, pp. 455-472
28. Brush, T. H. Philip and H. Margaretha, (2000) "The Free Cash Flow Hypothesis for Sales Growth and Firm Perform-ance," Strategic Management Journal, Vol. 21, 2000, pp. 455-472.
29. Cardoso, F & Martinez, A & Teixeira, A (2014) " Free Cash Flow And Earnings Management In Brazil: The Negative Side Of Financial Slack" Global Journal Of Management And Business Research, Vol.14 ,Nol.1, Pp85-96
30. Chung, R & Firth, M & Bon Kim, J (2005) "Fcf Agency Costs, Earnings Management, And Investor Monitoring" Corporate Ownership & Control , Vol 2, Nol 4, Pp51-61
31. Dittmar, A. K., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003) "International corporate governance and corporate cash holdings" Journal of Financial and Quantitative Analysis 38, 111-133.
32. Easterbrook, F. H. (1984) "Two agency-cost explanations of dividends" American Economic Review 74, 650-659.
33. Eckbo B. E., and Verma S.,(1994). Managerial Share ownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy. Journal of Corporate Finance, Vol. 1, pp. 33-62.

49. Mong'o, G. (2010). The relationship between cash-flows and profitability of commercial banks in Kenya, Unpublished MBA Project, University of Nairobi.
50. Muthusi, P (2014) "Effects Of Free Cash Flows On The Profitability Of Five Star Hotels In Kenya" Master, University Of Nairobi, Kenya
51. Myers , S. C., & Rajan, R. G. (1998) "The paradox of liquidity" The Quarterly Journal of Economics 113, 733-771.
52. Nazir, M.S & Saita, H.K & Ahmad, I & Nawaz, M.M (2012)" How Leverage Affects Agency Cost: Investigating A Non-Linear Relationship In Pakistani Firms" Innova Ciencia, Vol. 4, No.9, Pp2-20
53. Nguyen, An & Nguyen, T (2018) "Free Cash Flow And Corporate Profitability In Emerging Economies: Empirical Evidence From Vietnam" Economics Bulletin, Vol38, Nol.1, Pp211-220
54. Nobanee, H & Abraham, J (2017) "The Impact Of Free Cash Flow, Equity Concentration And Agency Costs On Firm's Profitability" Investment Management And Financial Innovations, Vol.14, No.2
55. Nozari, A (2016) "The Impact Of Financial Leverage On Agency Cost Of Free Cash Flows In Listed Manufacturing Firms Of Tehran Stock Exchange "
56. Papaioannou, G. J., Strock, E., & Travlos, N. G. (1992) "Ownership structure and corporate liquidity policy" Managerial and Decision Economics 13, 315-322.
57. Rostamlu, A & Pirayesh, R & Hasani, K (2016) "The Effect Of Free Cash Flow-Based Agency Costs On Dividends In Companies Listed On The Tehran Stock Exchange (Tse)" Mediterranean Journal Of Social Sciences, Vol 7 No 4, Pp131-138
58. Vo, D.H & Nguyen, V.T.Y (2014) " Managerial Ownership Leverage And Dividend Policies : Empirical Evidence Form Vietnam'S Listed Firms" Interantional Journal Of Economics And Finaance, Vol 6 ,No 5, Pp274-284
59. Wang G. Y., (2010). The Impacts of Free Cash Flows and Agency Costs on Firm Performance. Journal of Service Science & Management, No. 3, pp. 408- 418.
34. Garanina,T & Kaikova, E (2016) "Corporate Governance Mechanisms And Agency Costs: Cross-Country Analysis" Corporate Governance, Vol16, Nol2, Pp347-360
35. Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. Journal of Finance 54, 1969-1997.
36. Hau, Le (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, Pp296-300
37. Henry, D (2014)" Agency Costs, Corporate Governance And Ownership Structure: Evidence From Australia" La Trobe University, Australia
38. Heydari, I & Mirzaeifar,M & Javadghayedi, M "Investigating The Relationshipbetween Free Cash Flows And Firm Performance: Evidencefrom Tehran Stock Exchange" Indian J.Sci.Res, Vol.4, No,6, Pp269-279
39. 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, Pp331- 335
40. Jensen M. C. and W. H. Meckling, (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4, 1976, pp. 305-360.
41. Jensen M. C., (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takovers. American Economic Review, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329
42. Jensen, M. C. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corpo-rate Finance, and Takeovers," American Economic Re-view, Vol. 76, No 2, 1986, pp. 323.
43. Jensen, M. C. (1991) "Corporate Control and the Politics of Fi-nance," Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 2, No. 2, 1991, pp. 35-44.
44. Jensen, M. C. (1993) "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems," Journal of Finance, Vol. 48, No. 3, 1993, pp. 831-880.
45. Kamran, M.R & Zhao, Z & Ambreen, S (2017)" Free Cash Flow Impact On Firm's Profitability: An Empirical Indication Of Firms Listed In Kse, Pakistan " European Online Journal Of Natural And Social Sciences, Vol.6, No.1, Pp146-157
46. Khan, A & Kaleem, A & Nazir, M (2012)" Impact Of Financial Leverage On Agency Cost Of Free Cash Flow: Evidence From The Manufacturing Sector Of Pakistan" Journal Of Basic And Applied Scientific Research, Vol.2 Nol.7, Pp6694-6700
47. Khidmat, W & Rehman, M (2014)"The Impact Of Free Cash And Agency Costs On Firm Performance" Jourlan Financial Engineering, Vol.1 No.3, Pp1-25
48. Lachheb, A & Slim, C (2017)" The Impact Of Free Cash Flow And Agency Costs On Firm Performance" Proceedings Of Iser 56th International Conference, Rome, Italy