مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والسياسية

اسم المقال: الدور الوسيط لتكلفة الوكالة في علاقة أُثر التدفق النقدي الحر في الأداء المالي "دراسة تطبيقية على شركات الصناعة الهندسية والإنشائية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية"
اسم الكاتب: غذوان علي علي
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/9470
تاريخ الاسترداد: 2026/11/01 15:14 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والسياسية ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والسياسية
المجلد 41- 2- 2025 : 204- 231

Damascus university Journal for the economic and political sciences
Vol 41 - 2- 2025 :204 - 231

الدور الوسيط لتكلفة الوكالة في علاقة أثر التدفق النقدي الحر في الأداء المالي "دراسة تطبيقية على شركات الصناعة الهندسية والإنشائية المُدرجة في سوق عمّان للأوراق المالية"

غذوان علي علي[1]

1. أستاذ مساعد – قسم إدارة الأعمال – كلية الاقتصاد – جامعة دمشق
gathwan.ali@damascusuniversity.edu.sy

الملخص:

يهدف البحث إلى اختبار الدور الوسيط لتكلفة الوكالة في علاقة أثر التدفق النقدي الحر في الأداء المالي للشركات. ولبلوغ هذا الهدف، استخدمنا أسلوب العينات القصدية لدراسة عينة من شركات الصناعات الهندسية والإنشائية المُدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، وذلك للفترة الممتدة بين 2011–2022. قُيس التدفق النقدي الحر من خلال مقياسه المعياري المعدَّل، وتكلفة الوكالة من خلال معدل دوران الأصول، أما الأداء المالي فقد قُيس من خلال نسبة Tobin'q. كما ضبطنا أثر مجموعة من متغيرات التحكم: حجم الشركة، الرافعة المالية، نسبة السيولة، نمو المبيعات. أظهرت نتائج الدراسة أن التدفق النقدي الحر يؤثر تأثيراً إيجابياً مباشراً في الأداء المالي للشركات المدروسة. كما أن التدفق النقدي الحر يؤثر إيجاباً في تكلفة الوكالة التي بدورها تؤثر إيجاباً في الأداء المالي. أظهرت نتائج البحث أيضاً أن تكلفة الوكالة تلعب دور المتغير الوسيط في علاقة أثر التدفق النقدي الحر في الأداء المالي للشركات المدروسة.

الكلمات المفتاحية: التدفق النقدي الحر، تكلفة الوكالة، أداء الشركة.

تاريخ الايداع: 2023/8/29
تاريخ النشر: 2023/10/1



حقوق النشر: جامعة دمشق – سورية، يحتفظ المؤلفون بحقوق النشر بموجب
CC BY-NC-SA

The Mediating Role Of Agency Cost In The Relationship Between Free Cash Flow And Financial Performance "An Empirical Study Of Companies In The Engineering And Construction Sector Listed On The Amman Stock Exchange"

Ghazwan Ali Ali[1]

1. Doctor at Damascus University, Faculty of Economics, Department of Business Administration

gathwan.ali@damascusuniversity.edu.sy

Received: 29/8/2023
Accepted: 1/10/2023

Copyright: Damascus University-Syria
The authors retain the copyright under a
CC BY- NC-SA

Abstract

The research aims to test the mediating role of agency cost in the relationship between free cash flow and corporate financial performance. To achieve this goal, we used the purposive sampling method to study a sample of engineering and construction industries companies listed on the Amman Stock Exchange for the period 2011-2022. Free cash flow was measured by its modified standard measure, agency cost by asset turnover, and financial performance by its Tobin'q ratio. We also controlled the effect of a group of control variables: company size, financial leverage, liquidity ratio, and sales growth. The results of the study showed that free cash flow has a direct positive impact on the financial performance of the studied companies. The free cash flow also positively affects the agency cost, which in turn positively affects the financial performance. The results of the research also showed the agency cost as a mediating variable between the free cash flow and the financial performance of the studied companies.

Keywords: Free Cash Flow, Agency Cost, Firm Performance

المقدمة:

كشفت الأزمة المالية العالمية الأخيرة لعام 2008 التي عصفت بالكثير من الشركات العملاقة مثل Citibank و(AIG) American International Group عن مشكلة وكالة بين المساهمين وإدارة هذه الشركات التي لم تستخدم الأموال المخصصة لها من برامج الإنقاذ الحكومي للغرض الأساسي منها، والمتمثل بإخراج هذه الشركات من الضائقة المالية التي ألمت بها، لا بل على العكس من ذلك خصصت إدارة بعض الشركات نسبة كبيرة من هذه الأموال كمكافآت لها ولأعضاء مجالس إدارتها. وضعت شركة AIG مثلاً خطة تعويضات إضافية بلغت قيمتها 165 مليون دولار للإدارة العليا على الرغم من تعرض هذه الخطة لانتقادات شديدة من قبل الصحافة (Jenkins Jr, 2009). لم يقتصر أثر سلوك إدارة هذه الشركات على ما أُثير في الصحافة المالية آنذاك، بل فتح الباب عريضاً للباحثين لإعادة دراسة علاقة التدفق النقدي الحر بالأداء المالي، وذلك باعتباره يمثل فائضاً مالياً تتمتع إدارة الشركات المساهمة بسلطة استخدامه. ولكن الباحثين الماليين لم يُوفقوا بالوصول إلى نتيجة دقيقة بهذا الخصوص، لا بل كانت نتائج أبحاثهم متناقضة. من هنا أتت الدراسة الحالية محاوِلة توحيد وجهات النظر المشتتة حول علاقة التدفق النقدي الحر بالأداء المالي. الأمر الذي يقتضي إعادة اختبار نظريتي الوكالة والتدفقات النقدية الحرة من خلال توسيط تكلفة الوكالة في علاقة أثر التدفق النقدي الحر في الأداء المالي للشركات.

أولاً: الإطار المنهجي للبحث

الدراسات السابقة

أظهرت نتائج دراسة (Ghodratia *et al.* 2014) لـ 65 شركة مدرجة في البورصة الإيرانية خلال الفترة 2008–2012، أن العلاقة بين التدفق النقدي الحر وقيمة الشركة معبراً عنها بالأداء المالي للشركات علاقة خطية مباشرة ذات دلالة معنوية، حيث تزداد قيمة الشركة بزيادة التدفق النقدي الحر في الشركات. تنسجم هذه النتيجة مع ما توصل إليه (Al Zararee *et al.* 2014)، حيث بيَّن الباحثان في دراستهم لشركات قطاع الأدوية المُدرجة في بورصة عمان للفترة 2004–2010 أن القيمة السوقية لهذه الشركات تتأثر إيجاباً بالتدفق النقدي الحر. كما تنسجم نتائج دراسة (Ghodratia *et al.* 2014) مع نتائج دراسة (Bukit, 2019) الذي تناول هيكل رأس المال كمتغير وسيط في علاقة أثر التدفق النقدي الحر في قيمة الشركات غير المصرفية المُدرجة في بورصة إندونيسيا للفترة 2014–2016، حيث بيَّنت نتائج الدراسة أن هيكل رأس المال لا يلعب دور

المتغير الوسيط في هذه العلاقة وأن التدفق النقدي الحر يؤثر إيجاباً في قيمة الشركة. العلاقة الإيجابية بين التدفق النقدي الحر وقيمة الشركة أُكِّدت أخيراً من قبل (Ojah *et al.* 2022) الذين بيَّنت نتائج دارستهم لـ 27 شركة مدرجة في البورصة العراقية خلال الفترة 2011–2020، أن للتدفق النقدي الحر أثر إيجابي ذو دلالة معنوية في قيمة الشركة. ولكن هذه النتائج تختلف عن تلك التي توصل إليها (Kumara Profita, 2016)، حيث أظهرت نتائج بحثه الذي أجراه على عينة من شركات التصنيع المُدرجة في بورصة إندونيسيا خلال 2012-2014 أنه سواءً امتلكت الشركة تدفقاً نقدياً حراً أم لا، فلن يؤثر ذلك في قيمة الشركة. وأكد الباحث على أهمية امتلاك الشركات لمدير ماهر لديه القدرة على إدارة التدفق النقدي الحر والاستفادة منه في تحسين قيمة الشركة وعدم إهداره في استثمارات غير مربحة.

ومن جهة أخرى، أظهرت نتائج دراسة (Evendy *et al.* 2015) لعينة من الشركات المُدرجة في بورصة إندونيسيا للفترة 2009-2013، أن التدفق النقدي الحر له تأثير إيجابي لكنه غير دال معنوياً في عوائد الأسهم، حيث تأثرت هذه العوائد بحجم الشركة الذي تناوله الباحثان كمتغير تحكم. النتيجة التي اتفقت معها نتيجة دراسة (Septrinova, 2021) التي أجرها على عينة من الشركات المُدرجة في بورصة إندونيسيا أيضاً للفترة 2015-2019، حيث بيَّنت النتائج أن التدفق النقدي الحر وكذلك تكلفة الوكالة يؤثران إيجاباً ولكن بشكل غير دال معنوياً في عوائد الأسهم.

وأما دراسة (Sapuan *et al.* 2021) لـ 350 شركة عامة مدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة 2005–2015 فقد أظهرت نتائجها أن للتدفق النقدي الحر تأثير إيجابي ذو دلالة معنوية في أداء الشركة. وفي الوقت نفسه، فإن لإجمالي دوران الأصول (مقياس لتكلفة الوكالة) تأثير إيجابي في أداء الشركة. ومع ذلك، فإن نسبة مصاريف التشغيل (مقياس لتكلفة الوكالة) لها تأثير سلبي في أداء الشركة. اتفقت نتائج هذه الدراسة مع نتائج دراسات (Hau, 2017) و(Wang, 2010) التي بيَّنت أنه عند امتلاك الشركة لفرص استثمارية، قد يؤدي التدفق النقدي الحر إلى زيادة أداء الشركة بشكل كبير. كما اتفقت نتائج دراسة (Sapuan *et al.* 2021) مع نتائج دراسة (Khidmat *et al.* 2014) التي بيَّنت أن معدل دوران الأصول يؤثر إيجاباً في أداء الشركة بينما نسبة مصاريف التشغيل تؤثر سلباً.

ومن جهتهم، فقد أظهر (Aditya *et al.* 2020) من خلال دراستهم لشركات القطاع غير المالي المُدرجة في بورصة إندونيسيا للفترة 2014-2018 أن التدفق النقدي الحر يؤدي إلى خفض تكلفة الوكالة، وبشكل يختلف عن نتائج دراسة كل من Yassa

(*et al.* 2016)؛ (Herliana *et al*. 2016)؛ (Chu, 2011) الذين بيَّنت نتائج أبحاثهم أن زيادة التدفق النقدي الحر في الشركة يزيد من تكلفة الوكالة. كما أن نتائج دراسة (Aditya *et al.* 2020) تختلف عن تلك التي توصل إليها كل من (Lachheb *et al.* 2017) و(Wang, 2010)، حيث بيَّنت نتائج أبحاثهم أن التدفق النقدي الحر يزيد من تكاليف الوكالة التي بدورها تؤثر سلباً في أداء الشركة وقيمتها، ولكن التدفق النقدي الحر يؤثر إيجاباً في أداء الشركة وقيمتها. كما تختلف نتائج دراسة (Aditya et *al*. 2020) عن تلك التي توصل إليها (Nobanee *et al.* 2017)، حيث بيَّنت نتائج دراستهم لشركات الأسهم المُدرجة في البوصة السعودية للفترة 2010-2013 أن التدفق النقدي الحر لا يؤثر في تكلفة الوكالة التي بدورها لا تؤثر في أداء الشركات.

وأما نتائج دراسة (Alawneh *et al.* 2020) لعينة من الشركات الصناعية والخدمية المُدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة 2015–2019 فقد بيَّنت أن التدفق النقدي الحر لا يؤثر بشكل دال معنوياً في أداء هذه الشركات. بينما أظهرت نتائج دراسة (Salmanzadeh *et al.* 2014) لعينة من الشركات الصناعية العاملة في 21 صناعة مختلفة والمُدرجة في بورصة طهران خلال الفترة 2006–2011 أن التدفق النقدي الحر يؤثر سلباً في أداء هذه الشركات، وهذه النتيجة مماثلة لنتائج دراسة Jensen and Meckling, 1976). أما (Qazi *et al.* 2022) فقد أظهرت نتائج دراستهم لمجموعة من المصارف المُدرجة في بورصة كراتشي خلال الفترة 2011-2020 أن التدفق النقدي الحر يؤثر بشكل سلبي في الأداء المالي مقاساً بربحية المبيعات، إلا أن تأثيره يبدو إيجابياً عند قياسه بالعائد على صافي الثروة.

وأخيراً أظهرت نتائج دراسة (Ali et *al.* 2018) لشركات قطاع السيارات المُدرجة في بورصة ألمانيا للفترة 2007-2016 أن التدفق النقدي الحر له تأثير إيجابي كبير في ربحية هذه الشركات. اتفقت هذه النتيجة مع تلك التي توصل إليها (Thangjam, 2015) في دراسته لمجموعة من الشركات المُدرجة في البوصة الهندية، ومع نتيجة دراسة (Sadaf Ambreen, 2016) التي أجريت على مجموعة من الشركات المُدرجة في بورصة كراتشي. لكنها اختلفت عن نتائج دراسة (Akumu, 2014)، حيث بيَّنت نتائج هذه الدراسة أن التدفق النقدي الحر يؤثر سلباً في ربحية هذه الشركات.

مشكلة البحث:

تفترض نظرية الوكالة التي طورها (Jensen and Meckling, 1976) أن مشكلة الوكالة تنشأ بسبب الفصل بين الملكية والإدارة، وعدم اتساق المصالح بين المساهمين والمديرين الذين لديهم مصالح خاصة قد لا تتفق ومصالح المساهمين ويسعون إلى تحقيقيها رغم أثرها السلبي على أداء الشركة وقيمتها. ومن جهتها تفترض نظرية التدفقات النقدية الحرة (Jensen, 1986) أن التدفق النقدي الحر يمكن أن يحسن أداء الشركة إذا أحسن المديرون استخدامه، ولكن وبسبب اختلاف المصالح بين المساهمين والمديرين وتفضيل هؤلاء لمصالحهم على حساب تعظيم ثروة المساهمين، فقد يفاقم التدفق النقدي الحر مشكلة الوكالة، وبالتالي زيادة تكلفة الوكالة التي بدورها ستؤثر سلباً في أداء الشركات.

إذا كانت العلاقة بين التدفق النقدي الحر وأداء الشركات بهذا الوضوح حسب افتراضات نظرية الوكالة ونظرية التدفقات النقدية الحرة، فلم تكن كذلك حسب نتائج الدراسات العملية التي أنجزت في هذا الإطار. الأمر الذي يتطلب إعادة اختبار افتراضات هاتين النظريتين في أوقات مختلفة وفي ميادين مختلفة أيضاً.

انطلاقاً من ذلك، يمكننا صياغة مشكلة البحث بسؤالين رئيسيين:

– هل يؤثِّر التدفق النقدي الحر بشكلٍ مباشر في أداء الشركات؟ وما اتجاه ومدى هذا التأثير؟

– هل تلعب تكلفة الوكالة دور الوسيط بين التدفق النقدي الحر وأداء الشركات؟ فإذا كان الجواب بالإيجاب، فإنه يمكن أن نصيغ السؤالين الفرعيين الآتيين:

- ✓ هل يؤثِّر التدفق النقدي الحر في تكلفة الوكالة؟ وما اتجاه ومدى هذا التأثير؟
- ✓ هل تؤثِّر تكلفة الوكالة في أداء الشركات؟ وما اتجاه ومدى هذا التأثير؟

أهداف البحث:

يهدف البحث إلى الإجابة على أسئلة مشكلة البحث التي صُيغت انطلاقاً من تناقض نتائج الدراسات السابقة من جهة، وعدم الانسجام بين نتائج الكثير من هذه الدراسات وافتراضات كل من نظرية الوكالة والتدفقات النقدية الحرة من جهة أخرى. وبالتالي فإن البحث يهدف إلى اختبار علاقة أثر التدفق النقدي الحر في الأداء المالي بشكل مباشر، وكذلك اختبار تكلفة الوكالة كمتغير وسيط في هذه العلاقة.

أهمية البحث:

تتمثل أهمية البحث بالفائدة التي يمكن أن يقدمها على الصعيدين العلمي والعملي. فعلى الصعيد العلمي تبدو أهميته من خلال إعادة اختبار بعض فرضيات نظريتين لطالما عُدت أساسيتان في الإدارة المالية: نظرية الوكالة ونظرية التدفقات النقدية الحرة وصولاً إلى نظرية أكثر صلاحية وثباتاً في تفسير الظواهر المالية التي ما برحت تواجه منشآت الأعمال على اختلاف أنشطتها. تلك الأهمية العلمية هي بذاتها مولِّدة لفائدة عملية ليس فقط بالنسبة لملاك الشركات بل أيضاً بالنسبة لمديريها لا سيما التنفيذيين. فالنتائج المحتملة لهذا البحث من شأنها أن تعطي مزيداً من الوضوح والدقة لعلاقة التدفق النقدي الحر بأداء الشركات سواء بشكل مباشر أو من خلال وساطة تكلفة الوكالة في هذه العلاقة. الأمر الذي من شأنه أن يحد من مشكلة الوكالة ليس فقط بين المساهمين والمديرين بل بين أصحاب المصلحة جميعهم، مما ينعكس إيجاباً على أداء الشركات.

فرضيات البحث:

انطلاقاً من كون فرضيات البحث تمثل إجابات محتملة مؤقتة على أسئلة مشكلة البحث، يمكننا صياغة فرضيتين أساسيتين:

– الفرضية الأساسية الأولى: يؤثر التدفق النقدي الحر بشكلٍ إيجابيٍّ مباشر ذي دلالةٍ معنويةٍ في أداء الشركات.

– الفرضية الأساسية الثانية: تؤدي تكلفة الوكالة دور المتغير الوسيط في علاقة أثر التدفق النقدي الحر في أداء الشركات.

ومن هذه الفرضية نشتق الفرضيتين الفرعيتين الآتيتين:

- ✓ الفرضية الفرعية الأولى: يؤثر التدفق النقدي الحر بشكلٍ إيجابيٍّ ذي دلالةٍ معنويةٍ في تكلفة الوكالة.
- ✓ الفرضية الفرعية الثانية: تؤثر تكلفة الوكالة بشكلٍ إيجابيٍّ ذي دلالةٍ معنويةٍ في أداء الشركات.

فلسفة ومنهجية البحث:

يمثل التدفق النقدي الحر وتكلفة الوكالة والأداء المالي للشركات ظواهر مالية قائمة، ولكل ظاهرة منها نظرية مالية تُعنى بتفسيرها. الأمر الذي أملى الانطلاق من الفلسفة الوضعية. ولكن الجدل المعتري لعلاقة هذه الظواهر ببعضها والذي زادت حدته من خلال عدم اتفاق نتائج الدراسات السابقة مع بعضها من جهة ومع النظرية المالية من جهة أخرى جعل المنهج الاستنتاجي ملائماً مع التركيز على الخيار الكمي، حيث تعتمد نتيجة البحث أكثر على المتغيرات المدروسة بعيداً عن العلاقة بين الباحث وموضوع البحث (Firman, 2018).

مجتمع وعينة البحث:

يتمثل مجتمع البحث بجميع الشركات العاملة في قطاع الصناعات الهندسية والإنشائية المُدرجة في بورصة عمان، حيث بلغ عددها سبع شركات، وباعتبار أن البيانات التي يتطلبها بلوغ أهداف البحث متوافرة في جميع هذه الشركات عدا شركة سبأ لسكب المعادن (SHBA)، فقد استُبعدت هذه الشركة من الدراسة، لتكون عينة البحث بذلك مكونة من ست شركات أي بنسبة تمثيل 85.71% من المجتمع الأصلي. الجدول (1) يبيّن أسماء الشركات المدروسة ورموزها المتعامل بها في البورصة:

الجدول (1): الشركات المدروسة

اسم الشركة	رمزها
آفاق القابضة	MANR
الباطون الجاهز	RMCC
المواسير المعدنية	ASPMM
القدس الخرسانية	AQRM
الأساس	ASAS
الأنابيب الأردنية	JOPI

المصدر: الموقع الرسمي لبورصة عمان

ويجب الإشارة إلى أن مصدر البيانات هو التقارير المالية السنوية لهذه الشركات، وذلك خلال المدة 2011–2022. حصلنا على هذه التقارير من الموقع الرسمي لبورصة عمان https://www.ase.com.jo/ar، حيث قد بلغ عدد المشاهدات 6×12 = 72 مشاهدة.

ثانياً: الإطار النظري للبحث:

التدفق النقدي الحر:

يُعرِّف (Jensen, 1986) التدفق النقدي الحر (FCF) بأنه الزيادة عن المبلغ المطلوب لتمويل المشاريع التي يكون صافي قيمتها الحالية موجباً (NPV). وعلى الرغم من أهميته بالنسبة لتحسين أداء الشركة، يشير (Jensen, 1986)، إلى أن التدفق النقدي الحر يُنتِج صراعات بين المساهمين والمديرين لأن كل واحد منهم سيحاول استخدامه لتعزيز مصالحه، وامتلاك الشركة لمستوى عالٍ منه سيثير القلق إن لم تكن الشركة في مرحلة قد تستفيد فيها من إمكانات نمو كبيرة، وذلك باعتبار أن سعي كل طرف لتعظيم مصالحه سيؤدي إلى وجهات نظر متباينة حول أفضل استراتيجية للشركة. ونتيجة لذلك، يسعى المديرون إلى زيادة الأصول الخاضعة لسيطرتهم (Sapuan *et al.* 2021)، حيث تعد الأصول النقدية أحد أهم هذه الأصول بالنسبة

للمديرين، باعتبارهم يتمتعون بحرية أكبر لاستخدامها (Yeo, 2018)، كما أنها تمكنهم من تقليل اعتمادهم على التمويل الخارجي وما يمكن أن ينتج عنه من مخاطر عدم القدرة على السداد. كما يُمكِّن التدفق النقدي الحر المديرين من زيادة سلطتهم واتخاذ قرارات استثمارية تؤثر سلباً على ثروة المساهمين (Jensen, 1986). يمكن للمديرين الذين لديهم تدفق نقدي حر كبير زيادة توزيعات الأرباح أو إعادة شراء الأسهم، وبالتالي دفع الأموال النقدية الحالية التي يمكن استثمارها في مشاريع ذات عائد منخفض أو إهدار هذه الأموال. يعطي المساهمون سلطة اتخاذ القرار للمديرين من أجل تلبية مصالحهم (مصلحة المساهمين)، لكن المديرين لن يمتثلوا دائماً لإرادة المساهمين. وباعتبار أن معظم الشركات في الوقت الحاضر لديها ضوابط منفصلة عن الملكية، أصبح من الممكن للمديرين التصرف كما يريدون لتلبية مصالحهم الشخصية، مثل دخلهم وسلطتهم وافتخارهم وكبريائهم وغيرها (Wicaksono, 2017).

تكلفة الوكالة:

توفر نظرية الوكالة إطاراً لنظرية التدفق النقدي الحر (Ferreira *et al.* 2021). الفرضية الأساسية لنظرية الوكالة هي أن كل طرف يسعى إلى تعظيم مصلحته الذاتية، مما يؤدي إلى ظهور صراعات بين هذه الأطراف (Ross, 1977). كما تفترض نظرية الوكالة التي طورها (Jensen and Meckling, 1976)، أنه عندما تختلف أهداف المديرين عن أهداف المساهمين، سيحاول المديرون تحقيق أهدافهم، والتي قد تتوافق أو لا تتوافق مع أهداف المساهمين (Griffin, *et al.* 2010)، ويتخذون قرارات تؤثر في أداء الشركات (Sapuan *et al.* 2020, Ahmed *et al.* 2020, Sapuan *et al.* 2021, Gani *et al.* 2021). وما يزيد الطين بلةً هو عدم تناسق المعلومات بين المديرين والمساهمين. فالمديرون يمتلكون معلومات عن الشركة لا يمتلكها المساهمون. هذه التفوق المعلوماتي، يدفع المديرين إلى مزيد من القرارات الانتهازية التي تحقق مصالهم، ويدفع بالمقابل المساهمين إلى مزيد من الإجراءات الرقابية التي من شأنها أن تجبر المديرين على مزيد من الإفصاح وتلجمهم من اتخاذ مثل هذه القرارات ((Ermaya *et al*. 2017, Harjito *et al.* 2006،Probohudono *et al.* 2019). تؤدي هذه الإجراءات الرقابية على سلوك المديرين إلى ما يسمى بتكلفة الوكالة التي يمكن أن نميز منها ثلاثة أنواع (Jensen and Meckling, 1976):

-تكاليف الرقابة (Monitoring Costs): هي التكاليف التي تنتج عن رقابة المديرين للتأكد من صحة قراراتهم ومساهمتها في تعظيم ثروة المساهمين.

-تكاليف المنع أو التقييد (Bonding Costs): تنتج هذه التكاليف عن امتناع المديرين أو تقييدهم بالنسبة لممارسة أنشطة معينة أو اتخاذ إجراءات معينة.

-الخسارة المتبقية (Residual Loss): هي التكاليف التي تتحملها الشركة نتيجة تضارب مصالح المساهمين والمديرين، وبعبارة أدق تنتج عن كون القرار يتخذه المديرون وليس المساهمون.

ولكن المساهمين الذين يرمون إلى رقابة سلوك المديرين لا يرغبون بالمقابل بزيادة تكلفة الوكالة (Yasa et *al.* 2016)، باعتبارها تعني حسب (Lerner *et al.* 2020) خسائر متبقية وتسبب فشل الشركة في أدائها. وهنا تبين نظرية الوكالة أن امتلاك الشركة لفائض نقدي يزيد من الصراعات داخلها، وبالتالي زيادة مشكلة الوكالة التي تنتج بدورها مزيداً من تكاليف الوكالة. ويكون بذلك التدفق النقدي الحر أحد محددات تكلفة الوكالة (Aditya, 2020; Yasa et *al.* 2016). الشركات التي لديها تدفق نقدي حر أكثر ستتحمَّل تكلفة وكالة أكثر (Jensen, 1986).

علاقة التدفق النقدي الحر وتكلفة الوكالة بأداء الشركات: مشكلة ثنائية الأبعاد:

يبيِّن (Hau, 2017)، أنه إذا لم يكن لدى الشركة فرص استثمارية، لن يساعد الاحتفاظ بالمزيد من النقد في زيادة أداء الشركة. وتكون العلاقة بذلك بين التدفق النقدي الحر وأداء الشركة مقاساً بنسبة Tobin's Q سلبية (Kadioglu *et al.* 2017). الأمر الذي أكده (Wen, 2017) الذي بيَّنت نتائج دراسته للعلاقة بين التدفق النقدي الحر وأداء الشركات باستخدام بيانات 46247 شركة أن الشركات التي لديها تدفق نقدي حر تعمل بشكل أسوأ من حيث نمو المبيعات من تلك التي ليس لديها تدفق نقدي حر.

هذه العلاقة السلبية بين التدفق النقدي الحر أكدتها نتائج أبحاث كثيرة من أهمها: (Byrd, 2010; Hwang *et al.* 2013; John *et al*. 2015; Labhane *et al*. 2016, Abughniema *et al.* 2020).

يمكننا فهم هذه العلاقة السلبية بين التدفق النقدي الحر وأداء الشركات بشكل أكثر وضوحاً من خلال تكلفة الوكالة، فالتدفق النقدي الحر وبما ينتج عنه من صراعات سيخلق مشكلة وكالة تولد بدورها تكلفة وكالة. هذه التكلفة ستؤثر سلباً في أداء الشركات، وهو ما أكدته نتائج دراسة (Nuhu *et al.* 2020). الأمر الذي كان قد أشار إليه (Jensen, 1986) من خلال التأكيد على أن تكلفة

الوكالة تجعل معدل العائد الاستثماري أقل مما هو مطلوب، إنها تمثل عبئاً على ثروة المساهمين، وذلك على الرغم من أن مكونات تكلفة الوكالة قد لا تمتلك الأثر ذاته. وفي هذا السياق أشارت نتائج دراسة (Tamunosiki *et al.* 2022) إلى أن للخسارة المتبقية علاقة عكسية مع صافي القيمة الدفترية؛ بينما لتكلفة المراقبة وتكلفة التقييد علاقة طردية بصافي القيمة الدفترية.

ولكن العلاقة بين التدفق النقدي الحر وأداء الشركات ليست دائماً سلبية، بل قد تكون إيجابية (Lachheb *et al.* 2017; Wang, 2010)، وذلك بشرط إدارته جيداً. يسمح وجود التدفق النقدي الحر للمديرين باتخاذ الاجراءات المناسبة وتحييد الأثر السلبي للتدفق النقدي الحر في أداء الشركة (Sadaf Ambreen, 2016)، وذلك باعتبار أنه يسمح بمزيد من نمو المبيعات وزيادة ربحية الشركة (Thomas *et al.* 2000). يسمح التدفق النقدي الحر للشركة بالاستفادة من الفرص التي تعزز قيمة المساهمين مثل زيادة الأرباح، وتطوير منتجات جديدة، وسداد الالتزامات، وإعادة شراء الأسهم (Ojah *et al.* 2022). إنه يشكل العمود الفقري لتحسين أداء الشركة (Qazi *et al.* 2022)، لا سيما أن المستثمرين قد يفضلون الشركات التي تتمتع بفائض في التدفق النقدي لاستثمار أموالهم (Komal et al. 2022). إضافة لذلك، قد يؤدي انخفاض التدفق النقدي الحر إلى خلق مشاكل مستقبلية للشركات التي ليس لديها تدفقات نقدية كافية لتمويل عملياتها الجارية وكذلك النمو. إن الاعتماد على التدفق النقدي الحر شرط لتحقيق الربحية (Usman *et al.* 2018)، والشركات التي ليس لديها تدفق نقدي حر ستخرج قريباً من السوق (Sadaf Ambreen, 2016). يمكن للشركة أن تستثمر أكثر عندما يكون التدفق النقدي مرتفعاً لأن تكلفة الأموال الداخلية يمكن أن تكون أقل من تكلفة الأموال الخارجية، ويمكن للمديرين إنفاق المزيد منها (Yeo, 2018).

ثالثاً: الإطار العملي للبحث:

متغيرات البحث ومقاييسها:

التدفق النقدي الحر: أشرنا سابقاً إلى أنه يشير إلى التدفق النقدي الذي تمتلكه الشركة زيادةً عن المبلغ المطلوب لتمويل جميع المشاريع التي يكون صافي قيمتها الحالية موجباً (Jensen, 1986). ولكن وفق هذا المفهوم، يصعب حساب التدفق النقدي الحر لاستحالة تحديد جميع هذه المشاريع بالنسبة للشركة (Jaggi *et al.* 2006). لذلك استندنا إلى الصيغة المعتمدة من قبل (Qazi *et al.* 2022) والذين بدورهم استندوا إلى الصيغة المعدَّلة من قبل (Wang, 2010). وبالتالي يكون التدفق النقدي الحر مساوياً لصافي الربح التشغيلي بعد الضرائب مطروح منه الاستثمارات خلال الفترة.

الأداء المالي: يشير الأداء المالي إلى الصحة المالية للشركة، ويتحدد من خلال الاستخدام الفعال للأصول وزيادة الإيرادات والديون التي يمكن إدارتها (Lai *et al.* 2020). وتعد الربحية مقياساً دقيقاً للحكم على الأداء المالي للشركة، حيث تشير إلى تحقيق الربح والقدرة على الاستخدام الفعال للأصول لتوليد الربح. تشمل المقاييس الأكثر شيوعاً لتقييم الأداء المالي: العائد على الأصول(ROA) ؛ العائد على حقوق الملكية (ROE)؛ هامش الدخل الصافي (NIM)؛ العائد على الاستثمار (ROI). (Lai *et al.* 2020; Ali *et al.* 2018). ولكن على الرغم من أهمية الربحية كمقياس للأداء المالي، إلا أنها تتجاهل القيم السوقية وتقتصر على القيم الدفترية. وانطلاقاً من ذلك سنعتمد Tobin'Q لقياس الأداء المالي وذلك من خلال قسمة القيمة السوقية لحقوق الملكية على قيمتها الدفترية (Lachheb et *al.* 2017).

تكلفة الوكالة: هي التكلفة التي تنتج عن عدم كفاية العلاقة بين المساهمين والمديرين (Jensen and Meckling, 1976). ويمكن قياسها من خلال معدل دوران الأصول (Lachheb et *al.* 2017; Sapuan *et al.* 2021). يقيس هذا المعدل كفاءة الشركة في تحقيق الأرباح من خلال قسمة صافي المبيعات على إجمالي أصول الشركة (Aditya *et al.* 2020). وتجدر الإشارة إلى أن معدل دوران الأصول هو أفضل مقاييس تكلفة الوكالة (Hau, 2017).

حجم الشركة: يشير إلى إجمالي أصول الشركة، حيث يميل المديرون إلى استخدام التدفق النقدي الحر في استثمارات غير مربحة لزيادة حجم الشركة بدلاً من دفع أرباح للمساهمين (Jensen, 1986)، ويمكن لحجم الشركة أن يؤثر في أدائها (Wang, 2010)، ولتحديد حجم الشركة نحوِّل إجمالي الأصول إلى لوغاريتمات طبيعية (Aditya *et al.* 2020).

الرافعة المالية: تشير إلى مدى اعتماد الشركة على الديون في هيكلها التمويلي، وهي تؤثر في الأداء المالي للشركات (Ali *et al.* 2022). تقاس من خلال قسمة إجمالي المطاليب على إجمالي حقوق الملكية (Nobanee *et al.* 2017)

السيولة: تعني قدرة الشركة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل، وهي تؤثر في أدائها المالي (Waswa, 2018)، ويمكن حسابها من خلال قسمة الأصول المتداولة على المطاليب المتداولة (Horsfall, 2022).

نمو الشركة: يعبر نمو الشركة عن نمو أصولها، ويعد دلالة على الآفاق المستقبلية للشركة وصحة نتائجها التشغيلية. يؤثر نمو الشركة في الربحية وقيمة الشركة وأدائها المالي، ويقاس من خلال نمو أصولها (Puspitasar, 2019).

يمكننا تلخيص متغيرات الدراسة ومقاييسها في الجدول الآتي:

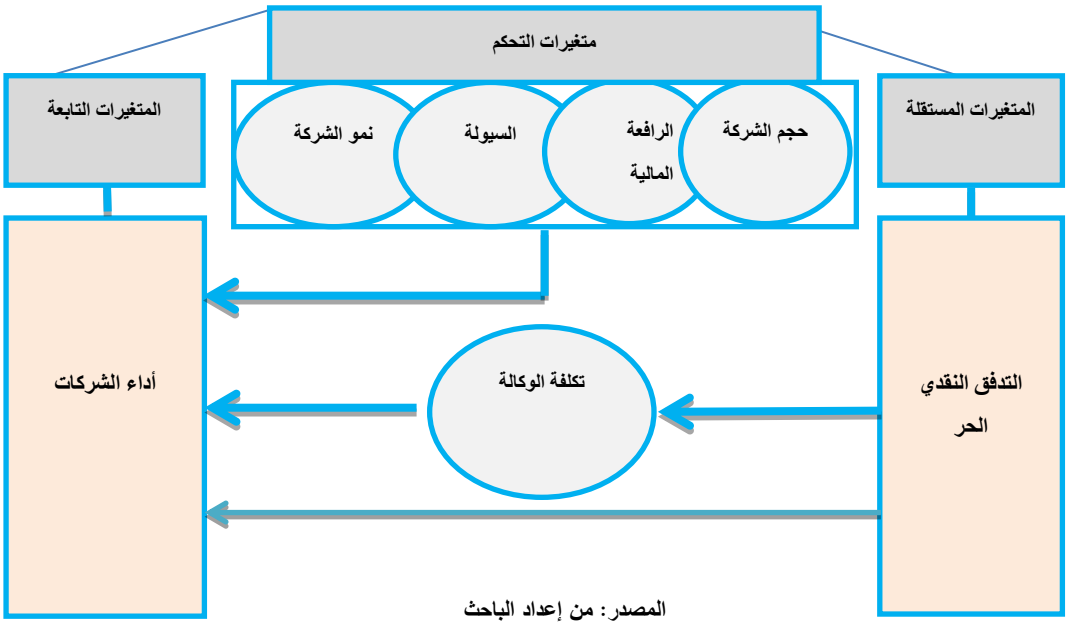
الجدول (2): متغيرات البحث ومقاييسها

المتغير	المقياس	الرمز		الصيغة
المتغيرات التابعة				
الأداء المالي	نسبة Tobin's Q	FP	=	القيمة السوقية لحقوق الملكية / القيمة الدفترية لحقوق الملكية
المتغيرات المستقلة				
التدفق النقدي الحر	صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب مطروحاً منه استثمارات الفترة	FCF	=	صافي الربح التشغيلي بعد الضرائب – الاستثمارات خلال الفترة
المتغيرات الوسيطة				
تكلفة الوكالة	معدل دوران الأصول	AC	=	صافي المبيعات / إجمالي أصول الشركة
متغيرات التحكم				
حجم الشركة	اللوغاريتم الطبيعي للأصول	CS	=	LN.CS
الرافعة المالية	نسبة إجمالي المطاليب إلى إجمالي حقوق الملكية	DER	=	إجمالي المطاليب / إجمالي حقوق الملكية
السيولة	نسبة التداول	CR	=	الأصول المتداولة / المطاليب المتداولة
نمو الشركة	معدل نمو الشركة	SG	=	(إجمالي الأصول للعام الحالي – إجمالي الأصول للعام السابق) / إجمالي الأصول للعام السابق

المصدر: من إعداد الباحث

وانطلاقاً من ذلك، يمكننا تلخيص العلاقة بين متغيرات البحث بالشكل الآتي:

الشكل (1): نموذج البحث



المصدر: من إعداد الباحث

التحليل الوصفي:

يبيِّن الجدول (3) الاحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث:

الجدول (3): الاحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FP	72	.22742	2.48101	.9253384	.59154015
FCF	72	-2966174	6387636	-98154.60	2509917.29
AC	72	.06403	.79089	.5057465	.16169015
CS	72	15.44042	19.04548	16.9617182	1.03377328
DER	72	.12054	2.29517	.6706363	.43278301
CR	72	.05927	6.71985	1.5825396	1.33630432
SG	72	-.68877	.27818	-.0269686	.14868383

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث

يبيِّن الجدول أعلاه أن قيمة الأداء المالي (FP) تتراوح بين 0.2274 و 2.481 وحدة نقدية، وذلك بمتوسط حسابي 0.9253 وحدة نقدية وانحراف معياري يبلغ 0.5915 وحدة نقدية. أما التدفق النقدي الحر (FCF) فقد تراوحت قيمته بين 2966174- و 6387636 وحدة نقدية، بمتوسط حسابي سالب يبلغ 98154.6- وحدة نقدية وانحراف معياري 2509917.29 وحدة نقدية. نجد أيضاً أن قيمة تكلفة الوكالة (AC) تراوحت بين 0.064 و 0.791 وحدة نقدية بمتوسط حسابي 0.5057 وحدة نقدية وانحراف معياري 0.1617 وحدة نقدية. يبيِّن الجدول أعلاه أيضاً أن قيمة حجم الشركات المدروسة (CS) تتراوح بين 15.4404 و 19.0455 وحدة نقدية بمتوسط حسابي 16.9617 وحدة نقدية وانحراف معياري 1.0338 وحدة نقدية. أما الرافعة المالية (DER) فقد تراوحت قيمتها بين 0.1204 و 2.2952 وحدة نقدية بمتوسط حسابي 0.6706 وحدة نقدية وانحراف معياري 0.4328 وحدة نقدية. نجد أيضاً أن سيولة الشركات (CR) تراوحت بين 0.0593 و 6.7199 وحدة نقدية بمتوسط 1.5825 وحدة نقدية وانحراف معياري ضعيف 1.3363 وحدة نقدية. أما نمو الشركات (CG) فقد تراوحت معدله بين 0.6888- و 0.2782 وحدة نقدية، بمتوسط سالب قدره 0.027- وحدة نقدية وانحراف معياري 0.1487 وحدة نقدية.

تحليل الارتباط بين متغيرات البحث:

يبيِّن الجدول رقم (4) أن الأداء المالي (FP) يرتبط بعلاقة طردية ذات دلالة معنوية بكل من التدفق النقدي الحر (FCF) وتكلفة الوكالة (AC)، حيث بلغت درجة الارتباط بينهما على التوالي 0.576^{**}؛ 0.249^{*}. الأمر الذي يمكننا من القول بأن زيادة التدفق النقدي الحر يتيح للمديرين الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة واتخاذ القرارات التي من شأنها أن تحسن الأداء

المالي للشركة. كما أن زيادة تكلفة الوكالة التي يمكن أن تنتج عن رقابة المديرين تُحسِّن الأداء المالي للشركة وتجعل المديرين يبتعدون عن السعي إلى تحقيق مصالحهم الخاصة على حساب مصالح الشركات التي يعملون لديها. كما أننا نجد أن هذه التكلفة ترتبط بعلاقة إيجابية ذات دلالة معنوية بالتدفق النقدي الحر، حيث بلغت درجة الارتباط بينهما 0.321^{**}، فزيادة التدفق النقدي الحر يمكن أن تحث المساهمين على اتخاذ الاجراءات الرقابية التي من شأنها أن تضبط قرارات المديرين وتوجهها اتجاه تحقيق مصالحهم ومن ثم زيادة تكلفة الوكالة.

الجدول (4): Correlations

	FP	FCF	AC	CS	DER	CR
FCF	.576**					
AC	.249*	.321**				
CS	.456**	.788**	.281*			
DER	.306**	.257*	-.326**	.337**		
CR	-.084	-.101	.205	-.257*	-.575**	
SG	-.058	-.016	.025	.104	.085	-.283*

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed). *. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed). N=72

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث

كما يبيِّن الجدول (4) أن اثنين من متغيرات التحكم المدروسة (حجم الشركة، الرافعة المالية) يرتبطان بعلاقة إيجابية ذات دلالة معنوية بالأداء المالي حيث بلغت درجة الارتباط على التوالي: 0.306^{**}؛ 0.456^{**}. أما متغيرا التحكم الأخريان (نسبة السيولة ونمو الشركة) فكانت علاقة ارتباطهما بالأداء المالي سالبة لكنها غير دالة معنوياً، حيث بلغت نسبة الارتباط على التوالي: -0.084؛ −0.058.

التحليل الاحصائي واختبار فرضيات البحث:

انطلاقاً من مشكلة البحث وهدفه المتمثل باختبار أثر التدفق النقدي الحر في الأداء المالي والدور الوسيط المحتمل لتكلفة الوكالة في هذه العلاقة، فإن استخدام الانحدار المتعدد يعد ملائماً لتحقيق هذا الهدف وذلك باعتباره يُمكِّننا من الوصول إلى صافي علاقة أثر المتغير في المستقل (التدفق النقدي الحر) في المتغير التابع (الأداء المالي) سواء بشكل مباشر أو غير مباشر من خلال المتغير الوسيط (تكلفة الوكالة)، وكل ذلك من خلال ضبط أثر متغيرات التحكم والأخذ بالحسبان التفاعل بين متغيرات التحكم والمتغير المستقل وما يمكن أن ينتج عن هذه التفاعلات من أثر في المتغير التابع. ولكن لاستخدام تحليل الانحدار المتعدد شروطٌ أهمُّها:

- **التوزيع الطبيعي للبيانات (Normal Distribution):** يمكن التحقق من التوزيع الطبيعي لبيانات البحث، من خلال اختبار One-Sample Kolmogorov-Smirnov، والمدونة نتائجه في الجدول (5)، حيث تظهر البيانات المدروسة جميعها موزعة بشكل طبيعي، وذلك باعتبار مستوى معنوية Kolmogorov-Smirnov Z أكبر من 0.05.

الجدول (5): One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		FP	FCF	AC	CS	DER	CR	SG
N		72	72	72	72	72	72	72
Normal Parameters[a,b]	Mean	.9253	-98154.597	.506	16.962	.671	1.583	-.027
	Std. Deviation	.5915	2509917.293	.162	1.0337	.4328	1.336	.149
Most Extreme Differences	Absolute	.16	.248	.088	.219	.115	.186	.142
	Positive	.16	.248	.053	.219	.115	.186	.108
	Negative	-.119	-.175	-.088	-.111	-.111	-.175	-.142
Kolmogorov-Smirnov Z		1.356	2.107	.744	1.855	.972	1.577	1.208
Asymp. Sig. (2-tailed)		.090	.051	.638	.052	.301	.054	.108

a. Test distribution is Normal. b. Calculated from data.

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث

- **غياب ظاهرة الخطية المتعددة (Multicollinearity):** صحيح أنه لدينا متغير مستقل واحد، وبالتالي لا يوجد متغير مستقل آخر لكي نختبر التعددية الخطية، ولكن بحثنا يتضمن أربعة متغيرات تحكم ومتغير وسيط، وباعتبار أن متغيرات التحكم تُعامل معاملة المتغير المستقل والمتغير الوسيط سيخضع لاختبار تأثيره في المتغير التابع، كان لزاماً علينا اختبار التعددية الخطية لهذه المتغيرات مجتمعةً. وبالعودة إلى مصفوفة الارتباط في الجدول (4) نجد غياب ظاهرة الخطية المتعددة بين هذه المتغيرات، باعتبار أن درجة الارتباط بينها أقل من 0.80. وللتأكد أكثر من غياب ظاهرة الخطية المتعددة، استخدمنا اختبار Variance Inflation Factor (VIF)، حيث عدم وجود خطية متعددة بين المتغيرات المستقلة يشترط أن تكون VIF<10. كما أن مقلوب VIF يشير إلى عامل التسامح (Tolerance) الذي يجب أن يكون أقل من الواحد كشرط لغياب ظاهرة الخطية المتعددة (Gujrati, 2003).

الجدول (6):Coefficientsa

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	(Constant)		
	FCF	.348	2.871
	AC	.693	1.442
	CS	.331	3.026
	DER	.525	1.905
	CR	.595	1.680
	SG	.893	1.120

a. Dependent Variable: FP

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث

تشير النتائج في الجدول أعلاه إلى أن قيمة VIF أقل من 10 حيث تتراوح بين 1.12 و3.026 وقيمة التسامح لكل المتغيرات المُدرجة في الجدول أقل من الواحد. الأمر الذي يؤكد غياب التعددية الخطية بين المتغيرات المدروسة.

– **عدم الارتباط الذاتي للأخطاء العشوائية (Autocorrelation):** يمكن التحقق من توافر هذا الشرط بالاعتماد على مقياس Durbin-Watson، حيث عدم الارتباط الذاتي للأخطاء العشوائية يشترط أن تكون قيمة المقياس أكبر من 1.65 (Evrard *et al.* 2003). يبيِّن الجدول (7) أن قيمة هذا المقياس تساوي 1.77 وهو ما يؤكد عدم الارتباط الذاتي للأخطاء العشوائية.

بعد التحقق من توافر شروط استخدام الانحدار المتعدد، بات بإمكاننا تطبيقه من خلال البرنامج الإحصائيSPSS وذلك لاختبار فرضيات البحث وفقاً لطريقة (Baron and Kenny, 1986) الذي يبيِّن أن اختبار علاقة أثر المتغير المستقل في المتغير التابع من خلال متغير وسيط تتم وفق النماذج الآتية:

– **النموذج الأول:** يختبر هذا النموذج الأثر المباشر للمتغير المستقل (FCF) في المتغير التابع (FP) مع ضبط أثر متغيرات التحكم، حيث كانت نتائج الاختبار وفق هذا النموذج بالشكل الآتي:

الجدول (7):Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.606[a]	.367	.319	.48806958	1.772

a. Predictors: (Constant), SG, FCF, DER, CR, CS. b. Dependent Variable: FP

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث

تشير النتائج المدونة في الجدول أعلاه إلى أن معامل الارتباط (R) بين المتغير المستقل ومتغيرات التحكم من جهةٍ، والمتغير التابع من جهةٍ أخرى يساوي 0.606، أما معامل التحديد (R^2) فكانت قيمته 0.367، بينما بلغت قيمة معامل التحديد المصحَّح (R^2adj) الذي يأخذ بالحسبان عدد المتغيرات المدروسة 0.319، وهذا يعني أن 31.9% من تغير الأداء المالي للشركات المدروسة (FP) يُعزى إلى تأثير التدفق النقدي الحر (FCF) كمتغير مستقل، وإلى تأثير متغيرات التحكم التي تمَّ ضبط أثرها (SG, FCF, DER, CR, CS).

تبيِّن نتائج تحليل التباين (ANOVA) المدونة في الجدول (8) أن قيمة *F* تساوي 7.659 عند درجة معنوية مرتفعة جداً (P=0.000)، وهذا يعني قوةٍ تفسيريةً عاليةً لنموذج تحليل الانحدار المتعدد.

الجدول (8): ANOVAb

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9.122	5	1.824	7.659	.000[a]
	Residual	15.722	66	.238		
	Total	24.844	71			

a. Predictors: (Constant), SG, FCF, DER, CR, CS. b. Dependent Variable: FP

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث

تُظهر أيضاً نتائج تحليل الانحدار المتعدد في الجدول (9) أنَّ التدفق النقدي الحر (FCF) يؤثِّر بشكلٍ دالٍّ معنوياً في الأداء المالي للشركات المدروسة، حيث بلغت قيمة B غير المعيارية 1.281 وبدلالة قيم t المحسوبة (t=3.332)، وهي قيمةٌ معنويةٌ عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$). أما بالنسبة لمتغيرات التحكم، فلا تُظهر النتائج أي أثر لها في الأداء المالي، حيث كان مستوى الدلالة عند هذه المتغيرات غير معنوي ($\alpha \leq 0.05$). الأمر الذي يسمح لنا بتأكيد الفرضية الأساسية الأولى: "*يؤثر التدفق النقدي الحر بشكلٍ إيجابيٍّ مباشر ذي دلالةٍ معنويةٍ في أداء الشركات*".

الجدول (9): Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.888	1.650		.538	.592
	FCF	1.281	.000	.544	3.332	.001
	CS	-.013	.096	-.023	-.134	.894
	DER	.307	.170	.225	1.807	.075
	CR	.037	.056	.083	.657	.514
	SG	-.167	.411	-.042	-.406	.686

a. Dependent Variable: FP

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث

انطلاقاً مما سبق يمكننا توقع الأداء المالي للشركات المدروسة وفق المعادلة الخطية الآتية:

$$\widehat{FP} = 0.888 + 1.281FCF - 0.013CS + 0.307DER + 0.037CR - 0.167SG$$

النموذج الثاني: يختبر هذا النموذج أثر التدفق النقدي الحر (FCF) في تكلفة الوكالة (AC) مع ضبط أثر متغيرات التحكم، حيث بيَّنت مخرجات برنامج SPSS النتائج الآتية:

الجدول (10): Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.554[a]	.307	.254	.13965201

a. Predictors: (Constant), SG, FCF, DER, CR, CS

المصدر: مخرجات برنامج **SPSS** بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث

تشير النتائج المدونة في الجدول (10) إلى أنَّ معامل الارتباط (R) بين المتغير المستقل ومتغيرات التحكم من جهةٍ، والمتغير الوسيط من جهةٍ أخرى يساوي 0.554، أما معامل التحديد (R^2) فقد بلغت قيمته 0.307، بينما بلغت قيمة معامل التحديد المصحَّح (R^2adj) الذي يأخذ بالحسبان عدد المتغيرات المدروسة 0.254 وهذا يعني أنَّ 25.4% من تغير تكلفة الوكالة (AC) يعود إلى تأثير التدفق النقدي الحر (FCF)، وإلى تأثير متغيرات التحكم (SG, DER, CR, CS).

كما تبيِّن نتائج تحليل التباين (ANOVA) المدونة في الجدول (11) أن قيمة *F* تساوي 5.835 عند درجة معنوية مرتفعة جداً (P=0.000)، وهذا يعني وجود قوةٍ تفسيريةٍ عاليةٍ لنموذج تحليل الانحدار المتعدد.

الجدول (11): ANOVAb

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.569	5	.114	5.835	.000[a]
	Residual	1.287	66	.020		
	Total	1.856	71			

a. Predictors: (Constant), SG, FCF, DER, CR, CS b. Dependent Variable: AC

المصدر: مخرجات برنامج **SPSS** بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث

تظهر أيضاً نتائج تحليل الانحدار المتعدد المدونة في الجدول (12) أنَّ التدفق النقدي الحر يؤثِّر بشكلٍ إيجابي ودالٍّ معنوياً في تكلفة الوكالة، حيث بلغت قيمة B غير المعيارية 1.644 وبدلالة قيم t المحسوبة (t=1.494)، وهي قيمة معنويةٌ عند مستوى دلالةٍ ($\alpha \leq 0.05$). أما بالنسبة لمتغيرات التحكم، نجد الرافعة المالية (DER) –بعكس بقية متغيرات التحكم المدروسة – تؤثِّر بشكلٍ سلبي ودالٍّ معنوياً في تكلفة الوكالة (AC)، حيث بلغت قيمة B غير المعيارية 0.167– وبدلالة قيم t المحسوبة

(t=-3.434)، وهي قيمةٌ معنويةٌ عند مستوى دلالةِ ($\alpha \leq 0.05$). هذا يسمح لنا بتأكيد صحة الفرضية الفرعية الأولى: *"يؤثر التدفق النقدي الحر بشكلٍ إيجابيٍّ ذي دلالةٍ معنويةٍ في تكلفة الوكالة"*.

الجدول (12): Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.020	.472		-.042	.967
	FCF	1.644	.000	.255	1.494	.014
	CS	.037	.028	.238	1.353	.181
	DER	-.167	.049	-.447	-3.434	.001
	CR	.006	.016	.051	.382	.704
	SG	.062	.118	.057	.528	.599

a. Dependent Variable: AC

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث

انطلاقاً مما سبق، يمكننا توقع تكلفة الوكالة للشركات عينة البحث وفق المعادلة الخطية الآتية:

$$\widehat{AC} = -0.02 + 1.644FCF + 0.037CS - 0.167DER + 0.006CR + 0.62SG$$

النموذج الثالث: يختبر هذا النموذج أثر التدفق النقدي الحر وتكلفة الوكالة معاً في الأداء المالي مع ضبط أثر متغيرات التحكم، حيث بيَّنت مخرجات برنامج SPSS المدونة في الجدول (13) أن معامل الارتباط (R) بين المتغير المستقل والوسيط ومتغيرات التحكم من جهةٍ، والمتغير التابع من جهةٍ أخرى يساوي 0.628، أما معامل التحديد (R^2) فقد بلغت قيمته 0.395، بينما بلغت قيمة معامل التحديد المصحَّح (R^2adj) الذي يأخذ بالحسبان عدد المتغيرات المدروسة 0.339 وهذا يعني أن 33.9% من تغيّر الأداء المالي يفسِّره التدفق النقدي الحر وتكلفة الوكالة ومتغيرات التحكم التي تم التي تمَّ ضبط أثرها (SG, DER, CR, CS).

الجدول (13): Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.628[a]	.395	.339	.48106354

a. Predictors: (Constant), SG, FCF, DER, AC, CR, CS

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث

تبيِّن نتائج تحليل التباين (ANOVA) الواردة في الجدول (14) أن قيمة *F* تساوي 7.059 عند درجة معنوية مرتفعة جداً (P=0.000)، وهذا يعني وجود قوةٍ تفسيريةٍ عاليةٍ لنموذج تحليل الانحدار المتعدد.

الجدول (14): ANOVAb

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9.802	6	1.634	7.059	.000[a]
	Residual	15.042	65	.231		
	Total	24.844	71			

a. Predictors: (Constant), SG, FCF, DER, AC, CR, CS. b. Dependent Variable: FP

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث

تُظهر أيضاً نتائج تحليل الانحدار المتعدد المدونة في الجدول (15) أنَّ التدفق النقدي الحر (FCF) يؤثِّر بشكلٍ إيجابي ودالٍّ معنوياً في الأداء المالي للشركات المدروسة (FP)، حيث بلغت قيمة B غير المعيارية 1.162 وبدلالة قيم t المحسوبة (t=3.015)، وهي قيمةٌ معنويةٌ عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$).

الجدول (15): Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.902	1.626		.555	.581
	FCF	1.162	.000	.493	3.015	.004
	AC	.727	.424	.199	1.714	.041
	CS	-.040	.096	-.070	-.416	.679
	DER	.429	.182	.314	2.356	.021
	CR	.032	.055	.073	.585	.560
	SG	-.212	.406	-.053	-.522	.603

a. Dependent Variable: FP

المصدر: مخرجات برنامج SPSS بالاعتماد على بيانات القوائم المالية للشركات عينة البحث

نجد أيضاً أنَّ تكلفة الوكالة (AC) تؤثر بشكلٍ إيجابي ودالٍّ معنوياً في الأداء المالي للشركات المدروسة (FP)، حيث بلغت قيمة B غير المعيارية 0.727 وبدلالة قيم t المحسوبة (t=1.714)، وهي قيمةٌ معنويةٌ عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$). أما بالنسبة لمتغيرات التحكم، نجد أن الرافعة المالية (DER) هي المتغير الوحيد المؤثر معنوياً في الأداء المالي للشركات المدروسة (FP)، حيث كانت ($\alpha \leq 0.05$). انطلاقاً مما سبق، يمكننا توقع الأداء المالي للشركات عينة البحث وفق المعادلة الخطية الآتية:

$$\widehat{FP} = 0.902 + 1.162FCF + 0.727AC - 0.04CS + 0.429DER + 0.032CR - 0.212SG$$

نستنتج مما سبق أنَّ التدفق النقدي الحر (FCF) يؤثِّر في الأداء المالي للشركات المدروسة (FP) –وفق النموذج الأول– بشكلٍ إيجابيٍّ مباشر ودالٍّ معنوياً (B = 1.281)، كما تؤثِّر حسب النموذج الثاني في تكلفة الوكالة للشركات المدروسة بشكلٍ دالٍّ

معنوياً (B=1.644) وتكلفة الوكالة تؤثّر بدورها تبعاً للنموذج الثالث بشكلٍ دالٍّ معنوياً في الأداء المالي للشركات المدروسة (B=0.727)، إلاَّ أنَّ أثر التدفق النقدي الحر في الأداء المالي للشركات المدروسة انخفض في النموذج الأخير بوجود تكلفة الوكالة رغم أنَّ تأثيرها بقي معنوياً (B=1.162)، الأمر الذي يسمح لنا بتأكيد صحة الفرضية الفرعية الثانية: "*تؤثر تكلفة الوكالة بشكلٍ إيجابيٍّ ذي دلالةٍ معنويةٍ في أداء الشركات*". كما أنَّ انخفاض قيمة تأثير التدفق النقدي الحر (FCF) في الأداء المالي (FP) عندما أدخلنا تكلفة الوكالة كمتغيرٍ وسيطٍ يمكّننا حسب (Baron and Kenny, 1986) من تأكيد صحة الفرضية الرئيسية الثانية: "*تؤدي تكلفة الوكالة دور المتغير الوسيط في علاقة أثر التدفق النقدي الحر في أداء الشركات*".

نتائج البحث:

أكدت نتائج البحث أن التدفق النقدي الحر يؤثر تأثراً إيجابياً مباشراً في الأداء المالي، فزيادة التدفق النقدي الحر انعكست على شكل زيادة في القيمة السوقية لحقوق الملكية نسبةً إلى قيمتها الدفترية. تنسجم هذه النتيجة مع نتائج أبحاث كثيرة سابقة أهمها: [Ghodratia *et al.* 2014); (Bukit, 2019); (Al Zararee *et al.* 2014); (Ojah *et al.* 2022); (Sapuan *et al.* 2021); (Hau, 2017); (Wang, 2010); (Aditya *et al.* 2020); (Ali *et al.* 2018); (Thangjam, 2015)].

ولكنها تختلف عن بعض نتائج الأبحاث السابقة، ومنها: [(Salmanzadeh *et al.* 2014); (Jensen and Meckling, 1976); (Akumu, 2014)]. كما أكدت نتائج البحث الأثر الإيجابي للتدفق النقدي الحر في تكلفة الوكالة، فزيادة الأموال الفائضة عن حاجة الشركات لتمويل المشاريع التي صافي قيمتها الحالية موجب يتيح الفرصة أمام المديرين لاستخدام هذه الأموال بالشكل الذي يزيد من مشكلة الوكالة وبالتالي تكلفتها. تنسجم هذه النتيجة مع افتراضات نظريتي الوكالة والتدفقات النقدية الحرة، كما تنسجم مع نتائج أبحاث سابقة أهمها: [(Yassa *et al.* 2016); (Herliana *et al.* 2016); (Chu, 2011)] وتختلف عن نتائج أبحاث سابقة أخرى أهمها (Aditya *et al.* 2020). أكدت نتائج البحث أيضاً الأثر الإيجابي لتكلفة الوكالة في الأداء المالي، وهذا يعني الإيرادات المحققة من إجراءات الحوكمة المتخذة فاقت تكلفتها، كما يعني أيضاً إمكانية تلاقي مصالح المديرين وبقية أصحاب المصلحة وهذا ينسجم مع نظرية أصحاب المصلحة (Stakeholders Theory) التي تعد الشكل الموسع لنظرية الوكالة. كما تنسجم هذه النتيجة مع نتائج أبحاث سابقة أهمها: [(Khidmat ;(Sapuan *et al*. 2021) *et al*. 2014)]، وتختلف عن نتائج أبحاث سابقة أخرى أهمها (Aditya *et al*. 2020). وأخيراً، أكدت نتائج البحث الدور الوسيط لتكلفة الوكالة في علاقة أثر التدفق النقدي الحر في الأداء المالي، أي أنه يمكن القول في الختام أن التدفق النقدي الحر يؤثر بشكل إيجابي مباشر وغير مباشر في الأداء المالي للشركات، الأمر الذي يؤكد ضرورة امتلاك الشركات له، مما يضمن تحسن أدائها المالي.

توصيات البحث:

انطلاقاً من النتائج التي توصلنا إليها، فإنه يمكن أن نوصي شركات الصناعة الهندسية والإنشائية بشكل عام والشركات عينة البحث بشكل خاص بضرورة إيلاء اهتمام خاص لتدفقاتها النقدية الحرة وضرورة امتلاكها لهذه التدفقات لما لذلك من أثر إيجابي في أدائها المالي، حيث يمكنها استثمار فائض أموالها في مشاريع ليس بالضرورة أن يكون صافي قيمتها الحالية موجباً، لا سيما أن تقنية خصم التدفقات النقدية هي أساساً لتقييم الاستثمارات المالية وليس الاستثمارات الصناعية. إن امتلاك الشركات لتدفق نقدي حر وإدارته بشكل صحيح من خلال الاستفادة من فكرة تقييم الخيارات الحقيقية يمكن أن ينعكس إيجاباً على أدائها المالي. كما نوصي هذه الشركات بعدم النظر المستمر لتكلفة الوكالة كمتغير مؤثر سلباً في أدائها المالي، لا بل يمكن النظر إليها كمتغير يتوسط علاقة الأثر الإيجابي للتدفق النقدي الحر في تكلفة الوكالة، لا سيما عند التقاء مصالح مديري الشركات وتلك الخاصة ببقية أصحاب المصلحة. إن الاستفادة من نتائج هذا البحث بشكل أكبر تقتضي استمرار الباحثين الماليين بدراسة آثار التدفقات النقدية الحرة، ويمكن التركيز أكثر على أثر الأنواع المختلفة للتدفقات النقدية (التشغيلية، الاستثمارية، التمويلية) في الأداء المالي علماً أن بعض الأبحاث المالية قد انطلقت في هذا الاتجاه وأهم هذه الأبحاث: (Mutswenje *et al.* 2022)؛ (Ni *et al.* 2019)؛ (Itan *et al.* 2021).

معلومات التمويل :

هذا البحث ممول من جامعة دمشق وفق رقم التمويل (501100020595).

المراجع:

1. Abughniem, M. S., Al Aishat, M. A. H. and Hamdan, A. (2020). Free Cash Flow and Firm Performance: Empirical evidence from the Amman Stock Exchange. International Journal of Innovation, Creativity and Change. Vol. 10. Issue 12. PP. 668-681.
2. Aditya, Y.K., Ermaya, H.N.L., and Pita Sari,R.H.D. (2020). Free cash flow, ownership structure, and capital structure: Impact on agency cost. Journal of Contemporary Accounting. Vol. 2. Issue. 2. PP. 63-71.
3. Ahmed, E. R., Yousif Alabdullah, T. T., Shaharudin, M. S., and Putri, E. (2020). Further Evidence on The Link Between Firm's Control Mechanisms and Firm Financial Performance: Sultanate Of Oman. Journal of Governance and Integrity. Vol. 4. No. 1. PP. 6–11.
4. Akumu, O.Ch. 2014. Effect of free cash flow on profitability of firms listed on the Nairobi securities exchange. Master of business, university of Nairobi.
5. Alawneh, R., and Daraghma, Z. (2020). Competing indicators of free cash flows and the usefulness: Evidence from Palestine exchange. Academy of Accounting and Financial Studies Journal. Vol. 24. Issue. 3. PP. 1-13.
6. Ali, J., Tahira, Y., Amir, M., Ullah, F., and Tahir, M. (2022). Leverage, Ownership Structure and Firm Performance. Journal of Financial Risk Management. Vol. 11. PP.41-65.
7. Ali, O. and., and Ahmad, A. O. (2018). Impact of free cash flow on profitability of the firms in automobile sector of Germany. Journal of Economics and Management Sciences,Vol 3. No. 1. PP. 57-67.
8. Baron, R. M, Kenny, D. A. (1986). The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. Journal of Personality and Social Psychology, Vol.6 No.51. PP.1173-1182.
9. Byrd, J. (2010). Financial Policies and the Agency Costs of Free Cash Flow: Evidence from the Oil Industry. International Review of Accounting, Banking and Finance, Vol. 2 No. 2. PP. 23-50.
10. Ermaya, H. N. L., and Astuti, M. (2017). Asimetri informasi dan manajemen laba dengan mekanisme corporate governance sebagai pemoderasi (studi pada bank go publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia). Jurnal Manajemen Dan Bisnis, Vol. 2. No. 2. PP. 12–23.
11. Evendy, R., and Isynuwardhana, D. (2015). Pengaruh Faktor Eksternal, Keputusan Internal Keuangan, Dan Free Cash Flow Terhadap Return Saham Perusahaan Yang Terdaftar Pada Indeks Kompas 100 Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2009- 2013. Bina Ekonomi, Vol. 19. No. 2. PP.171–187.
12. Ferreira, C. O., Ferreira, P. O., Lamounier, W. M., and Avelar, E. A. (2021). Fluxos de caixa livres e endividamento em operadoras de planos de saúde. ForScience, Vol. 9, No. 1. PP.1-25.
13. Firman, F. (2018). Penelitian Kualitatif Dan Kuantitatif. PP. 1–29. https://doi.org/10.31227/osf.io/4nq5e .
14. Gani, A. A. M. O., Al Rahbi, A. H. S. S., and Ahmed, E. R. (2021). Empirical Analysis on Corporate Transparency, Competitive Advantage, and Performance: An Insight of Muscat Securities Market. Journal of Governance and Integrity, Vol. 4. No. 1. PP. 96–102.

15. Ghodratia, H., and Hashemi. A. (2014). A study on relationship among free cash flow, firm value and investors' cautiousness: Evidence from Tehran Stock Exchange. Management Science Letters. Vol. 4. PP. 2001-2010.

16. Griffin P., Lont D. and Sun Y. (2010). Agency Problems and Audit Fees Further Tests of the Free Cash Flow Hypothesis. Accounting and Finance, Vol. 50. Issue 2. PP. 321–350.

17. H. W. Jenkins Jr. (2009). The Real BIG Disgrace. Wall Street Journal - Eastern Edition, Vol. 253. No. 69, PP. 1-11.

18. Harjito, D. A., and Nurfauziah. (2006). Hubungan kebijakan hutang, insider ownership dan kebijakan dividen dalam mekanisme pengawasan masalah agensi di Indonesia. Jurnal Akuntansi and Auditing Indonesia, Vol.10. No. 2. PP. 121–136.

19. Hau, L. L. (2017). Free Cash Flow and Firm Performance: Evidence from sectoral level for Vietnams listed firms. International Journal of Advanced Engineering, Management and Science (IJAEMS). Vol. 3. Issue 4. PP. 296-300.

20. Horsfall, K.A. (2022). Liquidity And Financial Performance of Listed Non-Financial Companies in Nigeria. International Journal of Innovative Finance and Economics Research Vol. 10. No. 4. PP.111-122.

21. Hwang, L.S., Kim, H., Park, K. and Park, R.S. (2013). Corporate governance and payout policy: evidence from Korean business groups. Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 24 (September). PP. 179-198.

22. Itan, I., and Riana, W. (2021). The impact of cash flow statement on firm value in Indonesia. FORUM EKONOMI. Vol. 23. No. 3. PP. 442-453.

23. Jaggi, B. and Gul, F. A. (2006). Evidence of accruals management: A test of the free cash flow and debt monitoring hypotheses. working paper, Available at SSRN: http://ssrn.com/abstract=2699 .

24. Jensen M.C., and Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, Vol. 3. No. 4. PP.305-360.

25. Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review, Vol. 76 No. 2. PP. 323-329.

26. John, K., Knyazeva, A. and Knyazeva, D. (2015). Governance and payout precommitment. Journal of Corporate Finance, Vol.33(August). PP. 101-117.

27. 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.

28. Komal, Z.H., Saeed, S., and Qazi, I. I. (2022). Impact of Free Cash Flow on the Financial Performance: Evidence from Commercial Banks of Pakistan .Pakistan Journal of Social Research,Vol. 4. No. 2. PP. 545-551.

Kumara Profita, A. SH. (2016). The impact pf free cash flow on the firm Value. oai:e-journal.uajy.ac.id:10353. PP.1-17.

29. Labhane, N.B. and Mahakud, J. (2016). Determinants of dividend policy of Indian companies: A panel data analysis. Paradigm, Vol. 20 No. 1. PP. 36-55.

30. LACHHEB, A., and SLIM, Ch. (2017). The impact of free cash flow and agency costs on firm performance. International Journal of Management and Applied Science. Vol. 3. Issue. 7. PP. 94-101.

31. 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 (pp. 3-16). Springer, Cham.

32. Lerner, A. F., and Victor, F. G. (2020). Análise da Influência do Fluxo de Caixa Livre nos Indicadores de Desempenho Econômico em Companhias Abertas Brasileiras. Navus: Revista de Gestão e Tecnologia, Vol. 10. No. 1. PP. 1-23.

33. Mutswenje, V.S., and Odhowa, F.M. (2022). Cash flow management activities and financial performance of manufacturing firms listed at Nairobi Securities Exchange, Kenya. International Academic Journal of Economics and Finance. Vol. 3. Issue 8. PP. 167-185.

34. Ni, Y., Huang, P., Chiang, P., and Liao, Y. (2019). Cash flow statements and firm value: Evidence from Taiwan. The Quarterly Review of Economics and Finance. Vol. 71. PP. 280–290.

35. Nobanee, H., and 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. PP. 19-26.

36. Nuhu, B. A., Dandago, K. I., Mohammad, L., Ado, A. B. and Abdulkarim, U. F. (2020). Impact of Agency Costs on Financial Performance of Listed Consumer Goods Companies in Nigeria. Journal of Management and Theory Practice, Vol.1. Issue 3. PP. 51-55.

37. Ojah, H.K., and Yousef, H.H. (2022). The effect of free cash flow on the firm value in a simple of Iraqi commercial companies listed in the Iraq stock exchange. American Journal of Business Management, Economics and Banking. Vol. 6. PP.20-33.

38. Ojah, H.K., Yousef, H.H. (2022). The impact of free cash flow on the efficiency investment decisions and their reflection on the firm value: An applied study in a sample of Iraqi companies listed in the Iraq stock exchange. World Economics and Finance Bulletin. Vol. 16, PP.11-20.

39. Probohudono, A. N., Sugiharto, B., and Arifah, S. (2019). The Influence of corporate governance, audit quality, and ownership, on financial instrument disclosure in Indonesia. Journal of Contemporary Accounting, Vol. 1. No. 3. PP. 173–187.

40. Puspitasar, L.P. and Wiagustini, L.P. (2019). The effect of capital structure and firm Growth on firm Value with profitability as mediation variable in Indonesia stock exchange. International Journal of Economics, Commerce and Management. Vol. VII. Issue 12. PP. 69-84.

41. Qazi, I.I., Saeed, S., and Komal, Z.H. (2022). Impact of free cash flow on the financial performance: Evidence from commercial banks of Pakistan. Pakistan Journal of Social Research. Vol. 4. No. 2, PP. 545-551.

42. Rina Br. Bukit, R., Mulyani, S., Nasution, F., and Chinomona, R. (2019). Free Cash Flow, Investment, Capital Structure and Firm Value. Economics and Business International Conference. Vol. 4. No.0. PP.122-126.

43. Sadaf Ambreen, J. A. (2016). Impact of free cash flow on profitability of the firms listed in karachi stock exchange. Euro-Asian Journal of Economics and Finance Vol. 4. No. 4. PP.113-122.

44. Salmanzadeh, H., Vahid Jafari, V., Anjomani, R., and Marefat, S. (2014). Effect of Capital Structure, Free Cash Flow and Diversification on Firm Performance. Journal of Applied Business and Finance Researches. Vol. 3. No. 2. PP. 33-39.

45. Sapuan, N. M. and Mohd Zeni, N. A. (2021). The Determinants of Waqf Sustainability in Malaysia: A PLS-SEM Analysis. International Journal of Business and Society, Vol. 22 No. 1. PP. 102-118.

46. Sapuan, N. M., Abdul Wahab, N., Sholihin, M., and Sawaluddin, S. (2020). Human Governance and Firm Success From Western and Islamic Perspectives. Journal of Governance and Integrity, Vol. 4. No. 1. PP. 56–63.

47. Sapuan, N.M., Abdul Wahab, N., Fauzi. M.A., and Omonov, A. (2021). Analyzing the impacts of free cash flow and agency cost towards fiem performance in the publiclisted companies in Malaysia. Journal of Governance and Integrity. Vol. 5. Issue 1. PP. 2011-2018.

48. Septrinova, V. (2021). Analysis of the Impact of Free Cash Flow, Agency Cost, and Earning Management against Share Return. Conference on Management, Business, Innovation, Education and Social Science. Vol. 1. No. 1. PP. 157-167.

49. Tamunosiki , K., and Monday, G. (2022). Agency Cost And Firm Value: The nexus. International Journal of Innovative Finance and Economics Research, Vol. 10. No. 3. PP. 32-42.

50. Thangjam, R. M. G. (2015). Analysis of relationship between profitability and free cash flow to firms. International Journal in management and social science, Vol. 3. No. 8. PP. 1-20.

51. Thomas, B. H. Bromiley, Ph., 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.

52. Usman Ali, U., Ormal, L., and 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. ISSUE. 1. PP. 57-67.

53. Wang, G.Y. (2010). The impacts of free cash flows and agency costs on firm performance. J. Service Science and Management. Vol. 3. PP. 408-418.

54. Waqas Bin Khidmat and Mobeen Ur Rehman. (2014). The impact of free cash flows and agency costs on firm performance — An empirical analysis of KSE listed companies of Pakistan, Journal of Financial Engineering (JFE). World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., Vol. 1. No. 3. PP. 1-25.

55. Waswa, C.W., Mohamed Suleiman Mukras, M.S., and Oima, D. (2018). Effect of Liquidity on Financial Performance of the Sugar Industry in Kenya. International Journal of Education and Research. Vol. 6 No. 6. PP. 29-44.

56. Wen, R. (2017). Free Cash Flow, CEO Ability and Firm Performance. University of Western Ontario. 21 pages, Available at SSRN: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2957340

57. Wicaksono, A. (2017). The effect of firm performance leverage, firm size, and firm growth on agency cost of trading company in Indonesia, Malaysia, and Thailand. Research Period of 2009-2013. Vol. 8. No. 1. PP.389-406.

58. Yasa, G. W., and Dewi, N. L. A. S. (2016). Free cash flow, outsider ownership, leverage, dan kebijakan dividen terhadap kos keagenan. Jurnal Akuntansi, Vol. 20. No. 3. PP. 389–406.

59. Yeo, H. J. (2018). Role of free cash flows in making investment and dividend decisions: The case of the shipping industry. The Asian Journal of Shipping and Logistics, Vol. 24. No. 2. PP. 113-118.