

"تأثير التدفق النقدي الحر على كفاءة الاستثمار: تحليل الدور الوسيط لنسبة تغطية الفائدة"

"دراسة تطبيقية على قطاع العقارات والمقاولات والإنشاءات الهندسية"

"The Effect of Free Cash Flow on Investment Efficiency: An "
"Analysis of The Mediating Role of Interest Coverage Ratio
"An Applied study on the Real Estate, Contracting, and
Engineering Construction Sector."

د / امجد حسن عبد الرحمن محمد
استاذ مساعد قسم المحاسبة والمراجعة
كلية التجارة - جامعة عين شمس

المستخلص:

هدفت هذه الدراسة إلي تحليل تأثير التدفق النقدي الحر على كفاءة الاستثمار و تحليل الدور الوسيط لنسبة تغطية الفائدة ، واستخدام الرافعة المالية وحجم الشركة وحوكمة الشركات كمتغيرات رقابية ، بالتطبيق علي القطاع العقاري و المقاولات والإنشاءات الهندسية ، وتم استخدام نمذجة المعادلات الهيكلية لاختبار فروض الدراسة، وكانت أهم نتائج الدراسة : وجود تأثير طردي غير مباشر ومعنوي للتدفق النقدي الحر على كفاءة الاستثمار ، وتم تعزيز هذا التأثير من خلال الدور الوسيط لنسبة تغطية الفائدة ، وكانت أهم توصيات الدراسة: على الشركات محل الدراسة التركيز على تحسين التدفق النقدي الحر كأولوية لتعزيز كفاءة الاستثمار، وخفض نسبة تغطية الفائدة ، حيث ثبت وجود تأثير إيجابي غير مباشر لنسبة تغطية الفائدة على رفع كفاءة الاستثمار ، لذلك يوصي الباحث بأهمية تحسين هذه النسبة من خلال إدارة الديون والاهتمام بالتدفقات النقدية الحرة بشكل فعال .
الكلمات المفتاحية: التدفق النقدي الحر - نسبة تغطية الفائدة - كفاءة الاستثمار .

Abstract

The Effect of Free Cash Flow on Investment Efficiency: An "

"Analysis of The Mediating Role of Interest Coverage Ratio

"An Applied study on the Real Estate, Contracting, and Engineering Construction Sector."

This study aimed to analyze the impact of free cash flow on intermediate role of investment efficiency and analyze the interest coverage, using leverage, company size, and corporate governance as control variables, applying to the real estate sector, contracting, and engineering construction. The modeling of structural equations was used to test the study's hypotheses. The most important results of the study were: The existence of an indirect and moral expulsive impact of free cash flow on investment efficiency, which was enhanced by the intermediate role of interest coverage. The most important recommendations of the study were: The companies under consideration should focus on improving free cash flow as a priority to enhance investment efficiency, reducing interest coverage, as interest coverage has proved to have a positive indirect impact on raising investment efficiency, so the researcher recommends the importance of improving this ratio through effective debt management and attention to free cash flows.

Keywords: Free cash flow - interest coverage ratio - investment efficiency

١- مقدمة:

في ظل التحولات الاقتصادية المتسارعة والتنافسية الشديدة في الأسواق المالية، برز دور التدفق النقدي الحر كمؤشر يعكس قدرة الشركات على توليد السيولة النقدية من عملياتها لاستمرار نموها، حيث يعد التدفق النقدي الحر من المجالات الهامة للمستثمرين وذوي العلاقة (Eftymios,2023)، حيث تتمثل هذه الأهمية في تحليل قدرة الشركات على توليد النقدية واستخدامها بكفاءة، كما أن استخدام نسبة تغطية الفائدة كمتغير وسيط يُمكن الباحثين من الحصول على رؤى واضحة حول تحسين كفاءة الاستثمار الشركات وابتكار قيمة طويلة الأجل للمساهمين (Seoktae, 2022)، ويتميز قطاع العقارات والمقاولات والإنشاءات الهندسية بخصائص فريدة من حيث الاستثمارات الضخمة وطويلة الأجل ما يجعل من الصعب على هذه الشركات تحقيق عوائد سريعة، و يضع ضغوطاً على السيولة النقدية لديها ما يحتم على الإدارة تحسين استراتيجياتها الاستثمارية ورفع كفاءة الاستثمار (Arifia et al ,2022).

٢- مشكلة الدراسة:

تبلورت مشكلة الدراسة في الإجابة على التساؤل الرئيس التالي: هل يوجد تأثير للتدفق النقدي الحر على كفاءة الاستثمار في وجود نسبة تغطية الفائدة كمتغير وسيط؟

ويمكن تحليل مشكلة الدراسة من خلال الإجابة على التساؤلات الفرعية التالية:

١. ما مدي تأثير التدفق النقدي الحر على معدل العائد على الاصول؟
٢. هل يوجد تأثير للتدفق النقدي الحر على نسبة تغطية الفائدة؟
٣. هل يوجد تأثير لنسبة تغطية الفائدة على معدل العائد على الاصول؟
٤. ما مدي تأثير التدفق النقدي الحر على معدل العائد على حقوق الملكية؟
٥. ما مدي تأثير نسبة تغطية الفائدة على معدل العائد على حقوق الملكية؟

٣ - أهداف الدراسة:

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير العلاقة بين التدفق النقدي الحر في ظل وجود الحوكمة وحجم الشركة والرافعة المالية كمتغيرات رقابية على كفاءة الاستثمار كما وضحتها علماء الادب المحاسبي ، وسعى الباحث لتحليل واختبار تأثير التدفق النقدي الحر على كفاءة الاستثمار وتحليل تأثير نسبة تغطية الفائدة كمتغير وسيط على كفاءة الاستثمار، وتحديد تأثير حوكمة الشركات وحجم الشركة والرافعة المالية على كفاءة الاستثمار وتقديم توصيات للقطاع محل الدراسة لتعزيز كفاءة الاستثمار.

٤ - أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة الحالية في تحليلها لتأثير التدفق النقدي الحر على كل من معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية (كمقاييس لكفاءة الاستثمار)، في ظل استخدام نسبة تغطية الفائدة كمتغير وسيط ، واستخدام الحوكمة وحجم الشركة والرافعة المالية كمتغيرات رقابية ، وتتمثل أهمية هذا البحث في الأسباب التالية:

١. يعتبر تحليل تأثير التدفق النقدي الحر على معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية أمر بالغ الأهمية لتقييم الأداء المالي للشركات ، ويُعد التدفق النقدي الحر مؤشراً رئيسياً لقدرة الشركة على توليد النقدية بعد استبعاد النفقات التشغيلية والاستثمارات في الأصول الرأسمالية.
٢. استخدام نسبة تغطية الفائدة كمتغير وسيط ، يضيف بُعداً هاماً وعميقاً للدراسة في إدراك أبعاد العلاقة بين التدفق النقدي الحر والتكاليف المالية المرتبطة بالمحافظة على العمليات الجارية والأصول الرأسمالية ، و يوفر هذا التحليل نظرة ثاقبة حول مدى كفاءة إدارة الشركات في استغلال مواردها المالية.

٣. يساعد فهم علاقات هذه المتغيرات في إجراء تقييم شامل للديناميكية والسلامة المالية الشركات محل الدراسة ، كما يمكن لنتائج هذه الدراسة توجيه الشركات نحو تحسين الاستراتيجيات المالية وتحسين الأداء المالي وتعزيز قيمة حقوق المساهمين.
٤. تقرير الواقع الفعلي والعملي للتدفق النقدي الحر وتأثيره المباشر من خلال نسبة تغطية الفائدة كمتغير وسيط على كفاءة الاستثمار في القطاع محل الدراسة.
٥. مساعدة المستثمرين والدائنين وأصحاب المصلحة في الحماية من المخاطر ، واتخاذ قرارات استثماريه وائتمانيه أفضل ، مع تحسين تأثير التدفق النقدي الحر وتحديد دور نسبة تغطية الفائدة على كفاءة الاستثمار .

٥- منهج الدراسة:

استخدم الباحث المنهج الوصفي والتحليلي على النحو التالي:

- **المنهج الوصفي:** تم استخدام المنهج الوصفي لمراجعة الأدبيات المحاسبية المتعلقة بالتدفق النقدي الحر ، وحوكمة الشركات والحجم والرافعة المالية ونسبة تغطية الفائدة، وكفاءة الاستثمار، مما ساعد في تطوير الإطار النظري للدراسة، وبناء نموذج يُمثل العلاقة بين متغيرات الدراسة، وصياغة فروض الدراسة بما يتماشى مع الفكر المحاسبي.
- **المنهج التحليلي:** تم استخدام هذا المنهج في تحليل محتوى القوائم المالية الشركات محل الدراسة التطبيقية، وحساب المؤشرات الخاصة بالدراسة، وتحديد قيمة التدفق النقدي الحر ، وتم استخدام الإحصاء الوصفي، وتقييم العوامل المؤثرة في كفاءة الاستثمار، واختبار صلاحية نموذج الدراسة، وتم استخدام تحليل المسار Path Analysis كأحد تحليلات SEM

(Structural equation modeling)، باستخدام برنامج
(AMOS.v26) لإختبار فروض الدراسة.

٦- حدود الدراسة:

تمثلت حدود الدراسة في (التدفق النقدي الحر) كمتغير مستقل ، بالإضافة إلي:
(حوكمة الشركات - وحجم الشركة - الرافعة المالية) كمتغيرات رقابية، وتم التعبير
عن كفاءة الاستثمار بكل من (معدل العائد على الاصول - ومعدل العائد على
حقوق الملكية) كمتغيرات تابعة، ونسبة تغطية الفائدة كمتغير وسيط ، وتم حساب و
تحليل بيانات القوائم المالية الشركات محل الدراسة خلال الفترة من عام
٢٠١٤ حتى عام ٢٠٢١.

٧- فروض الدراسة:

١. يوجد تأثير دال احصائياً للتدفق النقدي الحر على معدل العائد على الاصول.
٢. يوجد تأثير دال احصائياً للتدفق النقدي الحر على نسبة تغطية الفائدة.
٣. يوجد تأثير دال احصائياً لنسبة تغطية الفائدة على معدل العائد على الاصول.
٤. يوجد تأثير دال احصائياً للتدفق النقدي الحر على معدل العائد على حقوق
الملكية.
٥. يوجد تأثير دال احصائياً لنسبة تغطية الفائدة على معدل العائد على حقوق
الملكية.

٨ - الدراسات السابقة:

هدفت دراسة (Suranta et al., 2023) إلي تقديم أدلة تجريبية على تأثير
الاستثمار، والتدفق النقدي الحر، وإدارة الأرباح ، ونسبة تغطية الفائدة، والسيولة
والرافعة المالية على الضائقة المالية. تم قياس المتغير التابع (الضائقة المالية)
بمعادلة ألتمان Z ، و تم قياس المتغيرات المستقلة (نمو إجمالي الأصول كبديل
للاستثمار، والتدفق النقدي الحر، وإدارة الأرباح) باستخدام نموذج جونز المعدل، و
استخدام نسبة تغطية الفائدة ، والرافعة المالية والسيولة كمتغيرات رقابية، وتم اختبار

هذه الدراسة باستخدام تحليل الانحدار اللوجستي الترتيبي، وكانت العينة المستخدمة في هذه الدراسة ممثلة في شركات التصنيع المدرجة في بورصة إندونيسيا في الفترة ٢٠١٦-٢٠٢٠. وتم اختيار العينة في هذه الدراسة باستخدام العينة الهادفة بمجموع ٣٩٢ ملاحظة، وكانت أهم نتائج هذه الدراسة: أن التدفق النقدي الحر ونسبة تغطية الفائدة والسيولة لها تأثير كبير على الضائقة المالية، في حين أن الاستثمار وإدارة الأرباح والرافعة المالية ليس لها أي تأثير على الضائقة المالية.

أوضحت دراسة (Eftthymios,2023) وجود تأثير ايجابي للتدفق النقدي الحر على الأداء المالي وربحية الشركات، حيث تبين أن الشركات التي تستفيد من الفرص الاستثمارية الجيدة تظهر أداءً مالي أعلى من تلك التي لا تستفيد من استغلال الفرص الاستثمارية، حيث يجب على المستثمرين عند أخذ القرارات الاستثمارية الإستراتيجية، أن يتم تحليلها في ضوء علاقتها بالتدفقات النقدية الحرة وربحية الشركات والرافعة المالية، لتجنب مخاطر تعرض الشركات للرابحة للإفلاس بسبب عدم كفاية التدفقات النقدية، حيث تجذب التدفقات النقدية الجيدة الشركات والمستثمرين المرتقبين.

كشفت دراسة (Adame et al.,2023) أن الكثير من الشركات عندما يكون التدفق النقدي الحر إيجابي أو متزايد، عند الإعلان عن توزيعات الأرباح، تختار تعريفات لا تتوافق مع متطلبات الإفصاح عن مصادر تمويل هذه التوزيعات من الناحية النظرية، ويستخدموا التعريف الأكثر شيوعاً (في ٤٠% من إفصاحات التدفق النقدي الحر): بأنه التدفق النقدي التشغيلي مطروحاً منه إجمالي النفقات الرأسمالية، ومن خلال المناقشات مع المديرين، أكدوا ذلك، في ظل ضيق الوقت لشرح التعقيدات الدقيقة للمستثمرين، وتجنب وجود دوافع انتهازية وإعلامية في الكشف عن مصادر التمويل، ويستخدموا بعض المصطلحات: مثل كثافة رأس المال وكثافته التمويل وقيمة الأرباح ذات الجودة المنخفضة، وبصفه خاصه عندما تكون التدفقات النقدية الحرة موجبه.

أكدت دراسة (Seoktae, 2022) علي وجود تأثير إيجابي للتدفق النقدي الحر على العائد على الأصول ، حيث يوفر للشركة الموارد المالية للاستثمار في الأصول الإنتاجية وتحقيق عوائد أعلى ، كما تبين أن الشركات التي تتمتع بتدفق نقدي حر أعلى يكون لديها القدرة على القيام باستثمارات استراتيجية في مجال البحث والتطوير ، ما قد يؤدي إلي الابتكار وتحسين إنتاجية الأصول ، كما يمكن استخدام التدفق النقدي الحر في اقتناء أصول جديدة أو تطوير الأصول الحالية ، ما قد يعزز الكفاءة التشغيلية ويحسن العائد على الأصول ، لذلك يجب علي الشركات أن تدير تدفقاتها النقدية الحرة وتوجيهها نحو الأنشطة التي ترفع القيمة، حيث أن الاحتياطات النقدية المفرطة قد تؤدي إلي الاستخدام غير الأمثل للأصول ، ما قد يؤدي ألي انخفاض العائد ، كما أن استخدام التدفق النقدي الحر بكفاءة يمكن أن يؤثر بشكل إيجابي على العائد على الأصول.

هدفت دراسة (Arifia et al, 2022) إلي تحليل أثر التدفق النقدي الحر، واستحقاق الديون ، على كفاءة الاستثمار مع التأثير المعدل لحوكمة الشركات، وتمثل مجتمع الدراسة في الشركات العقارية المدرجة في بورصة إندونيسيا (IDX) خلال الفترة من ٢٠١٦-٢٠٢٠ ، وكانت أهم نتائج الدراسة : أن التدفق النقدي الحر له تأثير إيجابي على كفاءة الاستثمار في وجود الدور المعدل لحوكمة الشركات ، كما قد لا تؤدي حوكمة الشركات إلي اعتدال العلاقة بين استحقاق الديون والتدفق النقدي الحر على كفاءة الاستثمار.

تناولت دراسة (Bimo et al., 2022) تأثير حوكمة الشركات علي قياس كفاءة الاستثمار، واشتملت عينة الدراسة علي ٣٦ شركة مدرجة في البورصة تم تقييمها من قبل المعهد الإندونيسي لإدارة الشركات في الفترة من ٢٠١٢ إلي ٢٠١٨، وتم إجراء التحليل الإحصائي علي عينتين من الشركات: عينة كاملة وعينات فرعية لدراسة حالتها الإفراط في الاستثمار ونقص الاستثمار، وأكدت نتائج الدراسة أن: الشركات بحاجة إلي الالتزام بتنفيذ آليات حوكمة الشركات ، حيث يتطلب ذلك مراجعة البيئة

الخارجية ، ومتابعة المنافسة الصناعية ، حيث يمكن لحوكمة الشركات أن ترفع كفاءة الاستثمار ، كما أن فعالية حوكمة الشركات تنخفض عندما يكون مستوى المنافسة الصناعية أعلى ، وأضافت الدراسة متغير الربحية عند حساب مستويات كفاءة الاستثمار .

هدفت دراسة (Risman et al.,2021) إلى تحليل تأثير أداء الشركات في ضوء تأثير التدفق النقدي الحر غير المباشر على هيكل رأس المال ، فضلا عن التأثير المباشر لأداء الشركات والتدفق النقدي الحر على هيكل رأس المال ، استخدمت هذه الدراسة نموذج تحليل المسار ، وبيانات ٢٢ شركة من مختلف القطاعات الصناعية الفرعية في بورصة إندونيسيا (IDX) ، لمدة ١٠ سنوات (من ٢٠٠٩ إلى ٢٠١٨). وكانت أهم نتائج الدراسة : أن التدفق النقدي الحر لا يؤثر بشكل مباشر على هيكل رأس المال ، إلا أنه ثبت تأثير الربحية على هيكل رأس المال ، وتم إدخال التدفق النقدي الحر كوسيط على هيكل رأس المال ، هذه النتيجة تدعم نظرية الوكالة القائلة بأن الإدارة تفضل توجيه التدفق النقدي الحر الي الاستثمار ، بحيث تؤثر التقلبات في التدفق النقدي الحر على الأداء المالي للشركات ، ما سيؤثر في النهاية على هيكل رأس المال ، وكانت أهم نتائج الدراسة : عدم وجود تأثير مباشر للتدفق النقدي الحر على هيكل رأس المال بالوكالة (الديون إلى حقوق الملكية). فإذا كانت الإدارة تفضل الاستخدام المجاني للتدفقات النقدية الحرة في توزيعات الأرباح سيؤدي ذلك في النهاية إلى زيادة أسعار أسهم الشركات (حقوق الملكية) ، بينما الشركات التي تفضل تخصيص التدفق النقدي الحر للاستثمار وشراء الأصول ، سيؤدي ذلك إلى تحسين أدائها المالي (الربحية) ، ما يؤيد التوقعات الإيجابية للمستثمرين نحو أسعار الأسهم ، وبالتالي سيتغير هيكل رأس المال ، وهذه النتيجة تتوافق مع النظرية القائلة بأن الشركات ذات الأداء المالي الجيد سيكون لديها ديون منخفضة حيث تتوافر لديها مصادر تمويل داخلية كافية ، و لا تحتاج إلى مصادر تمويل خارجية ، وكانت أهم

توصيات الدراسة عدم استخدام التدفقات النقدية الحرة الشركات في سداد الديون أو في سداد توزيعات أرباح الأسهم.

تناولت دراسة (Rajapaksha & Weerawickrama,2020) تحليل تأثير التدفق النقدي الحر على ربحية الشركات القابضة المتنوعة المدرجة في بورصة كولومبو، وستوفر هذه الدراسة للمستثمرين (الأفراد والمؤسسات) المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات المناسبة ، وتكون مجتمع الدراسة من (١٩) شركة مدرجة في قائمة Diversified Holdings في CSE في يونيو ٢٠١٩، وتم استخدام طريقة العينات الهادفة لاختيار عينة من ١٧ شركة مدرجة في CSE ، وتم استخراج البيانات الثانوية من البيانات المالية ، المراجعة ، والتقارير السنوية للشركات، خلال خمس سنوات (من ٢٠١٤-إلى ٢٠١٩)، وكانت أهم نتائج الدراسة: وجود تأثير كبير للتدفقات النقدية الحرة على ربحية شركات الحيازات المتنوعة المدرجة في قائمة سريلانكا ، وأن حجم الشركة له تأثير كبير على الربحية.

تناولت دراسة (Bin Khidmat et al.,2019) أهمية قيمة البحث والتطوير والتدفق النقدي الحر المرتبط بمراحل دورة حياة الشركات ، و ما إذا كانت استجابة السوق للبحث والتطوير والتدفق النقدي الحر مختلفة في السوق التنافسية مقارنة بالسوق المركزة ، حيث يمكن للمستثمرين تحديد القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية المستقبلية للأنشطة الاستثمارية ، وتُعد نتائج هذه الدراسة هامة للمستثمرين الصينيين الذين يجب عليهم دمج البحث والتطوير والتدفق النقدي الحر جنبًا إلى جنب مع كفاءة الاستثمار، و يجب على المستثمرين أن يأخذوا في الاعتبار مراحل دورة حياة الشركات عند الاستثمار في الأسهم ، حيث تبين أن الأسواق التنافسية تحتوي على معلومات أكثر من الأسواق المركزة ، ويمكن لمديري الشركات الاستفادة من هذه الدراسة عند إصدار أسهم جديدة ، حيث تبين أن السوق يستجيب بشكل إيجابي للسهم الذي يتمتع باستثمار فعال في البحث والتطوير وتوجيه التدفقات النقدية الحرة إلى الاستثمار.

تناولت دراسة (Sedhai, 2022) تأثير التدفق النقدي الحر على ربحية البنوك التجارية النيبالية وذلك بتحليل البيانات الثانوية لـ ٢٠ بنكا تجاريا من ٢٠١٦ إلى ٢٠٢٠، باستخدام العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية كمتغيرات تابعة، والتدفق النقدي الحر، التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية، التدفق النقدي من الأنشطة التمويلية، ونسبة توزيع الأرباح وحجم البنك و الرافعة المالية كمتغيرات رقابية، وكانت أهم نتائج الدراسة: أن التدفق النقدي الحر له تأثير إيجابي على العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، بينما الرافعة المالية لها تأثير سلبي في هذه العلاقة، كما تبين أن التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية والتمويلية له تأثير إيجابي على العائد على الأصول، وأن نسبة توزيع الأرباح لها تأثير إيجابي على العائد على حقوق الملكية، وأن حجم البنك له تأثير إيجابي على كل من العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، وكانت أهم توصيات الدراسة: أن البنوك التجارية في نيبال يمكنها تحسين ربحتها من خلال الإدارة الفعالة لتدفقاتها النقدية الحرة، والتدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار والتمويل، ونسبة توزيع الأرباح، وحجم البنك، مع تخفيض نسبة الرافعة المالية.

٨-١ الفجوة البحثية.

لم تتطرق الدراسات السابقة إلى تحليل تأثير التدفق النقدي الحر على كفاءة الاستثمار في وجود الدور الوسيط لنسبة تغطية الفائدة.

٨-٢ ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

تميزت الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة بتحليل تأثير التدفق النقدي الحر وحوكمة الشركات وحجم الشركة والرافعة المالية على معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية في ظل وجود نسبة تغطية الفائدة كمتغير وسيط، والتطبيق على القطاع العقاري وقطاع المقاولات والإنشاءات الهندسية بالبورصة المصرية.

٩- الإطار النظري للدراسة:

٩-١ التدفق النقدي الحر:

يشير مصطلح التدفق النقدي الحر إلي النقدية المتاحة للشركة بعد تكبد نفقات صيانة الأصول أو تطويرها ، حيث يعتبر معيارًا لقياس كفاءة أداء الشركة ، وتشير التدفقات النقدية الحرة الإيجابية إلي ارتفاع الأداء، بينما تشير التدفقات النقدية الحرة السلبية إلي عدم القدرة على دعم نمو الأرباح والدخل (Tee,2023) ، حيث تميل الشركات ذات التدفقات النقدية الحرة الإيجابية إلي خفض الأرباح ببطء لتجنب التاميم ودفع الضرائب ، في حين أن الشركات ذات التدفقات النقدية الحرة السلبية قد تُزيد من مستويات ديونها (Zhang,2024) ، حيث تعتبر العلاقة بين التدفق النقدي الحر ومعدل العائد على الأصول أحد أبعاد كفاءة الاستثمار ، كما أن التدفق النقدي الحر له تأثير إيجابي على معدل العائد على الأصول ، و أن الشركات ذات التدفقات النقدية الحرة الأعلى تميل إلي تحسين كفاءة الاستثمار (Lovesey,2023). التدفق النقدي الحر هو التدفق النقدي الذي يتبقى بعد قيام الشركة بدفع جميع نفقاتها، بما في ذلك مدفوعات الفائدة على الديون وأرباح الأسهم للمساهمين (Tirole, J. 2010) ، حيث يشير التدفق النقدي الحر إلي مقدار النقدية الناتجة عن عمليات الشركة والمتاحة للتوزيع على المستثمرين أو إعادة الاستثمار في الأعمال الجارية أو سداد الديون. ويتم حسابه عن طريق طرح النفقات الرأسمالية من التدفقات النقدية التشغيلية (Zill et al.,2022) ، كما عَرَف (Berk, et al.,) (2013) التدفق النقدي الحر بأنة النقدية التي تولدها الشركة بعد دفع جميع نفقات التشغيل والنفقات الرأسمالية" ، كما عَرَف (Hillier et al, 2019) "التدفق النقدي الحر بأنة التدفق النقدي المتاح لمستثمري الشركة بعد قيام الشركة بجميع الاستثمارات اللازمة في عملياتها وأصولها الرأسمالية." ، بمعنى أن التدفق النقدي الحر هو النقدية الفعلية التي يتم توزيعها على المستثمرين بعد قيام الشركة بتنفيذ

جميع الأنشطة الاستثمارية وتوفير رأس المال العامل المطلوب للحفاظ على استمرارية عمليات الشركة. (Agustia 2013).

٩-١-١ أهمية التدفق النقدي الحر :

تتمثل أهمية التدفق النقدي الحر في أنه يمثل النقدية المتاحة للتوزيع على المستثمرين أو إعادة الاستثمار في الأعمال الجارية أو في سداد الديون ، كما أنه يوفر رؤية جيدة حول الأداء المالي للشركات وقدرتها على توليد النقدية من عملياتها التشغيلية ، كما يمكن استخدام التدفق النقدي الحر لتمويل فرص النمو أو الاستثمار في مشروعات جديدة أو في دفع توزيعات الأرباح للمساهمين ، كما يسمح للشركات بسداد ديونها ، ما قد يحسن استقرارها المالي وجدارتها الائتمانية ، حيث يمكن من خلال الاستخدام الفعال للتدفق النقدي الحر أن يعزز القدرة التنافسية الشركات و زيادة ثروة المساهمين (Zill et al.,2022) ، كما أن التنبؤ بالتدفق النقدي الحر يُعد أمرًا ضروريًا عند تحديد قيمة الشركات والمساعدة في عمليات صنع القرارات، والمساهمة في تحسين الاستراتيجيات التشغيلية والاستثمارية (Zhu et al.,2022)، وغالبًا ما يستخدم المستثمرون والمحللون الماليون التدفق النقدي الحر كمقياس للأداء المالي الجيد للشركات وتمكنها من النمو في المستقبل ، كما أن ارتفاع التدفق النقدي الحر يؤدي إلي انخفاض مستويات التعسر المالي ، حيث تبين أن الشركات التي تتمتع بتدفق نقدي حر جيد لا تعاني من مشاكل مالية ، ويمكنها العمل بسلاسة (Suranta et al., 2023) ، كما يعد التدفق النقدي الحر أيضًا مؤشرًا رئيسيًا على قدرة الشركة على تحقيق أرباح مستدامة وخلق قيمة لمساهميها ، كما يوفر صورة أوضح لاستدامة الشركات ، ما يجعل التدفق النقدي الحر الجيد مقياس هام للمستثمرين والمحللين الماليين و متخذي القرارات (Cully, 2017).

٩-١-٢ تأثير التدفق النقدي الحر على نسبة تغطية الفائدة:

تُعد نسبة تغطية الفائدة مؤشر هام يعكس قدرة الشركة على تغطية مدفوعات الفائدة بالنقدية الناتجة من عملياتها الجارية ، حيث تبين أن التدفق النقدي الحر له تأثير

إيجابي كبير على نسبة تغطية الفائدة ، من المرجح أن تتمتع الشركات ذات التدفق النقدي الحر الأعلى بقدرة أفضل على تغطية مدفوعات الفائدة (Ji, H, 2017) ، كما يمكن أن يؤدي ارتفاع التدفق النقدي الحر إلي انخفاض مستويات التعثر المالي ، ما يوفر إشارة إيجابية للوضع المالي للشركات ، كما تقيس نسبة تغطية الفائدة قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها ، حيث يمكن من خلال الإدارة الفعالة للالتزامات التقليل من تأثير فوائد الديون على التدفق النقدي الحر (Suranta et al., 2023) ، كما تعتبر نسبة تغطية الفائدة التي تأخذ في الاعتبار التدفقات النقدية الفعلية الداخلة والتدفقات الفعلية الخارجة للفوائد ، مؤشرا جيدا لأداء الشركات، لأنها تستبعد الاستحقاقات التقديرية التي يقوم بها المديرون (Setiany, 2021)، كما يتم استخدام نسبة تغطية الفائدة القائمة على النقدية ، لتقييم ما إذا كانت الشركات تعاني من ضائقة مالية أو أنها غير قادرة على تغطية مدفوعات الفائدة بالنقدية الناتجة من عملياتها الجارية ، كما أن التدفقات النقدية الحرة لها تأثير كبير علي ربحية الشركات ، وذات أهمية في تقييم الوضع المالي للشركات وقدرتها على تغطية مدفوعات الفائدة (Rajapaksha & Weerawickrama, 2020) ، تعتبر العلاقة حاسمة بين التدفق النقدي الحر ونسبة تغطية الفائدة ، ما يوضح كيف يمكن لتوافر النقدية أن يؤثر على قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المتعلقة بالفائدة (Rajapaksha & Weerawickrama, 2020).

٢-٩ حوكمة الشركات:

تهدف حوكمة الشركات إلي تحفيز بيئة الاستثمار وتشكيل وضع مالي مستقر في أسواق رأس المال ، من خلال زيادة مستوى الموثوقية والشفافية والمساءلة على مستوى الشركات (Once & CavuS , 2019) ، حيث اجتذبت حوكمة الشركات مؤخرًا الكثير من الاهتمام لحماية حقوق المستثمرين وأصبحت إحدى الآليات الأساسية لإدارة الشركات والرقابة عليها في سوق رأس المال في العديد من الدول ، على الرغم من أن النيات حوكمة الشركات تختلف بشكل كبير بين الدول ، إلا أن

الدول المختلفة تطلب من الشركات المدرجة في البورصة الالتزام بهذه المتطلبات. تعمل حوكمة الشركات على تقليل المصالح المتضاربة بين أصحاب المصلحة الداخليين والخارجيين والمساهمين. ويؤثر الالتزام بتطبيق حوكمة الشركات على جودة الإفصاح المحاسبي وتحسين جودة المعلومات المالية ، ويوجه المحللين للتنبؤ بدقة بالأداء المستقبلي للشركات (Cheng et al. 2019) ، علي الرغم من عدم وجد تعريف متفق عليه لحوكمة الشركات ، إلا أن هدفها النهائي هو تحقيق التوافق بين أصحاب المصلحة ، وإن اليات حوكمة الشركات التي تطبق في البلدان المتقدمة قد لا تعمل على النحو المنشود في الاقتصادات الناشئة (Young et al., 2008) ، كما يمكن القول إن مشكلة الوكالة (أي تضارب المصالح بين المساهمين والمديرين) منتشرة بشكل كبير في الاقتصادات الناشئة (Fama and Jensen, 1983)، ويُعد تنفيذ آليات حوكمة الشركات بشكل فعال أمرًا ضروريًا لضمان قيام المديرين بتطبيق الاختيارات المحاسبية بشكل مسؤول ، وتحسين جودة المعلومات و التقارير المالية (Pham et al., 2019) ، ومن ناحية أخرى تضمن حوكمة الشركات تحسين الأداء المالي وغير المالي للشركات (Wang et al., 2024) ، كما يؤدي الإلتزام بتطبيق آليات حوكمة الشركات إلي تقلل تضارب المصالح بين الأطراف ذات العلاقة ، كما تبين أن الشركات ذات اليات الحوكمة القوية تحقق أداءً أفضل ، حيث يوجد علاقة إيجابية بين تطبيق اليات حوكمة الشركات والأداء المالي (Tulcanaza-Prieto et al. 2020).

٩-٣ حجم الشركة:

على غرار الدراسات السابقة (Lei & Chen, 2019)، التي إشملت علي متغيرات رقابية منها، حجم الشركة (SIZE)، حيث يُعتبر حجم الشركة (SIZE) متغيرًا رئيسيًا يُستخدم لتقييم الأداء المالي والتشغيلي ، ويقاس حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، وذلك لتحقيق توزيع أكثر تجانسًا للبيانات وتقليل التشوهات الناتجة من وجود الشركات ذات الحجم الكبير، كما يساعد هذا المتغير في

توفير مقارنة موضوعية بين الشركات من حيث الحجم ، بغض النظر عن الاختلافات الكبيرة في قيمة أجمالي الأصول.

٩-٤ الرافعة المالية:

تعتبر الرافعة المالية أحد الأدوات المالية القوية التي يمكن استخدامها لزيادة العائد المحتمل للمستثمرين ، ولكنها أيضاً تزيد من المخاطر المحتملة ، لذلك يجب على الشركات التي تستخدم الرافعة المالية أن تكون على دراية بالمخاطر المحتملة وأخذها في الاعتبار عند إتخاذ القرارات الاستثمارية ، فالرافعة المالية يمكن أن تكون مفيدة لبعض الشركات لقدرتها على زيادة العائد على الاستثمار ، حيث تفضل الشركات استخدام الديون التي تحمل تكلفة أقل من تكلفة الأسهم ، وتحقيق عائد أعلى للمساهمين ، إلا أن استخدام الرافعة المالية يزيد من المخاطر المالية ، حيث يتعين على الشركة سداد الديون وفوائدها في المستقبل ، بغض النظر عن أداء الشركات (Graham & Harvey, 2001; Jensen & Meckling, 1976). والرافعة المالية هي نسبة تستخدم لقياس مقدار أصول الشركة التي يتم تمويلها من خلال الديون (Saftiana et al. 2017) ، وتهدف الشركات دائماً إلي تحقيق كفاءة الاستثمار وتحديد هيكل رأس المال الخاص بها عند النقطة المثالية حيث تصل قيمة الشركة إلي أعلى مستوى.

٩-٥ نسبة تغطية الفائدة:

تعد نسبة تغطية الفائدة مؤشراً مالياً هاماً يعكس قدرة الشركة على تغطية مدفوعات الفائدة بالنقدية الناتجة من عملياتها الجارية ، حيث أن التدفق النقدي الحر له تأثير كبير على نسبة تغطية الفائدة ، حيث تتمتع الشركات ذات التدفق النقدي الحر الأعلى بقدرة أفضل على تغطية مدفوعات الفائدة (Ji, H, 2017) ، كما يمكن أن يؤدي ارتفاع التدفق النقدي الحر إلي انخفاض مستويات العسر المالي للشركات ، ما يعطي إشارة إيجابية للوضع المالي للشركة ، كما تقيس نسبة تغطية الفائدة قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها ، ويمكن من خلال الإدارة الفعالة للالتزامات أن تقلل

من تأثير فوائد الديون على التدفق النقدي الحر (Suranta et al., 2023) ، ويمكن استخدام نسبة تغطية الفائدة التي تأخذ في الاعتبار التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات الخارجة للفوائد ، مؤشراً جيداً للسلامة المالية للشركة ، لأنها تزيل الاستحقاقات التقديرية التي يقوم بها المديرون (Setiany, 2021) ، كما يمكن استخدام نسبة تغطية الفائدة لتقييم ما إذا كانت الشركة غير قادرة على تغطية مدفوعات الفائدة بالنقدية الناتجة من عملياتها الجارية.

٩-٥-١١ أهمية نسبة تغطية الفائدة للمستثمرين:

تعتبر نسبة تغطية الفائدة بمثابة انذار مبكر للمستثمرين والدائنين ، حيث توفر لهم نظرة ثاقبة لقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المتعلقة بمدفوعات الفائدة وإدارة ديونها ما يؤثر على معدل العائد على الأصول ، الذي يساعد المستثمرين على تقييم المخاطر وتحسين الصحة المالية للشركة ، حيث تشير نسبة تغطية الفائدة الأعلى إلي قدرة أقوى على تغطية مدفوعات الفائدة و انخفاض خطر عدم القدرة علي السداد ، ويستخدم المستثمرون نسبة تغطية الفائدة أيضاً لتقييم قدرة الشركة على تحقيق أرباح كافية لتغطية نفقات الفائدة ، وهو أمر بالغ الأهمية لتحقيق الربحية والنمو المستدامين (Perdana, 2019) ، كما قد تشير نسبة تغطية الفائدة المنخفضة إلي مواجهة الشركة لضائقة مالية وصعوبات محتملة لقدرتها علي الوفاء بالتزاماتها ، والتي يمكن أن تكون علامة للمستثمرين لتوخي الحذر أو إعادة النظر في قراراتهم الاستثمارية (Shalchi et al,2021) ، فمن خلال فحص نسبة تغطية الفائدة ، يُمكن للمستثمرين من إتخاذ قرارات استثمارية أكثر استنارة وتقييم درجة المخاطرة والعائد المرتبطة بالاستثمار .

٩-٥ كفاءة الاستثمار:

يشير مصطلح كفاءة الاستثمار إلي فعالية وربحية القرارات الاستثمارية للشركات وتخصيص الموارد ، كما يعتبر مقياس هام لمدى جودة استخدام الشركات لرأس مالها في تحقيق عوائد مناسبة ، حيث تبين أن استراتيجيات الأعمال ترتبط بكفاءة

الاستثمار التدفق النقدي التشغيلي ، ونسبة الدين إلي حقوق الملكية ، وحجم الشركة،
والعائد على الأصول هي أيضًا عوامل تؤثر على كفاءة الاستثمار
(Sansaloni,2023) ، ويمكن قياس كفاءة الاستثمار بمجموعة من المؤشرات
أهمها معدل العائد على إجمالي الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية (الشواور
والدحيات ، ٢٠٠٨ ، محمد والعتابي -٢٠١٢ ، عبد الرازق & يسين -٢٠١٩ ، Yu,
(Hongxin, et al,2021).

تتأثر كفاءة الاستثمار بعدة عوامل ، حيث تبين أن استراتيجية الأعمال ترتبط بكفاءة
الاستثمار، كما تلعب حوكمة الشركات دورًا هامًا في كفاءة الاستثمار، حيث إن زيادة
جودة حوكمة الشركات يؤدي إلي زيادة كفاءة الاستثمار ويقلل من مخاطر عدم
الإفصاح عن المعلومات المالية (Kashani & Mousavi, 2022) ومع ذلك، فإن
الشركات التي تمر بمرحلة التراجع والتدهور ، تقل لديها كفاءة الاستثمار وتزيد
مخاطر عدم الإفصاح عن المعلومات المالية ، كما يختلف تأثير حوكمة الشركات
على كفاءة الاستثمار بين الشركات الصغيرة والكبيرة (Fibriyanti & Laili ,
2022) حيث يؤثر الحجم بشكل كبير على كفاءة الاستثمار، كما يعمل تطبيق
آليات الحوكمة بشكل جيد على تقوية العلاقة بين حجم الشركة والأداء المالي،
ولكنها لا تؤثر على علاقة الرافعة المالية المعتدلة بالأداء المالي (Putri et al.,
2022) ، حيث تهدف حوكمة الشركات إلي ضمان توافق مصالح الإدارة بشكل جيد
مع مصالح المستثمرين (Gokalp et al., 2019).

٩-٥-١ معدل العائد على الاصول (ROA) :

معدل العائد على الأصول (ROA) هو نسبة مالية تشير إلي ربحية الشركة مقارنة
بإجمالي أصولها ، تقيس مدى كفاءة استخدام الشركة لأصولها لتوليد الأرباح، يعتبر
معدل العائد على الأصول بُعدًا هامًا لكفاءة الاستثمار (Sansaloni,2023)، لأنها
توفر رؤى حول مدى جودة تحقيق الشركة للأرباح من استثماراتها (Risman et
al.,2021) ، كما يشير ارتفاع معدل العائد على الأصول إلي استخدام أكثر كفاءة

للأصول ، وقياس ربحية الشركة فيما يتعلق بإجمالي أصولها، وتشير هذه النسبة إلى مدى جودة أداء الشركة من خلال مقارنة الربح الذي تحققه برأس المال الذي تستثمره في الأصول، وكلما ارتفع العائد، زادت كفاءة الإدارة في استغلال الأصول. ويشير (يسين - ٢٠١٩؛) أن معدل العائد على الأصول ROA سيظل مقياسًا أساسيًا لتقييم كفاءة الاستثمار، حيث يكشف عن قدرة الشركة على ترجمة أصولها إلى أرباح ، ما يجعلها أداة قيمة لكل من المستثمرين والمحللين في العالم المالي الحديث. ومع ذلك، فإن النهج الشامل الذي يأخذ في الاعتبار العوامل الإضافية جنبًا إلى جنب مع ROA يوفر فهمًا أكثر دقة للصحة المالية للشركة وإمكاناتها الاستثمارية مواردها الاقتصادية (Yu, Hongxin, et al,2021).

٩-٥-١- أهمية العائد على الأصول:

يعتبر معدل العائد على الأصول ذو أهمية بالغة في تحليل ربحية الشركات ، حيث يتم استخدامه عند مقارنة أداء الشركات بين الفترات ، أو عند مقارنة شركتين مختلفتين لهما نفس الحجم وينتميان لنفس الصناعة ، مع مراعاة حجم الأعمال والعمليات المنفذة عند مقارنة شركتين مختلفتين باستخدام معدل العائد على الأصول ، حيث يكون للصناعات المختلفة عوائد على الأصول مختلفة ، فالصناعات التي تتطلب رأس مال كثيف وتتطلب قيمة عالية من الأصول الثابتة للعمليات سيكون لها بصفة عامة معدل عائد أقل على الأصول ، لأن قاعدة أصولها الكبيرة ستزيد من مقام الصيغة ، وبطبيعة الحال ، يمكن للشركت ذات قاعدة الأصول الكبيرة أن يكون لديها معدل عائد أكبر على الأصول ، إذا كان دخلها مرتفع بما فيه الكفاية (corporatefinanceinstitute.com,2024).

٩-٥-٢ معدل العائد على حقوق الملكية:

يعتبر معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) مقياس مالي لربحية الشركة من خلال قسمة صافي الربح علي حقوق المساهمين ، فهو يشير إلى مدى فعالية الشركة في استخدام حقوق الملكية الخاصة بها لتوليد الأرباح ، و يعكس كفاءة

الاستثمار والأداء التنظيمي للشركات (Chandani & Ahmed, 2021) ، ودليل علي فعالية الهيكل الإداري وأمر حيوي لتقييم جاذبية الاستثمارات (Spyros et al, 2020) ، كما تؤثر عوامل مثل التدفق النقدي الحر وممارسات الحوكمة وحجم الشركة والرافعة المالية بشكل كبير على معدل العائد على حقوق المساهمين ، وتشير الدراسات إلي أن (حوكمة الشركات مثل : حجم مجلس الإدارة ، ومكافأة أعضاء مجلس الإدارة ، وتكوين لجنة المراجعة) ، تؤثر بشكل إيجابي علي العائد على حقوق المساهمين والعائد على الأصول ، في حين تظهر الرافعة المالية علاقة سلبية علي العائد على حقوق الملكية (Simone et al., 2017) ، حيث يقيس ويوفر العائد على حقوق المساهمين ، منظورًا مختلفًا للربحية ، كما تؤثر تعديلات الرافعة المالية المدفوعة بتوزيعات رأس المال على المساهمين ، على تحقيق معدل العائد على حقوق المساهمين ، خاصة في الشركات الكبيرة (Rositsa, 2018) ، حيث يؤثر استخدام القروض على معدل العائد علي حقوق المساهمين ، و تلعب الرافعة المالية دورًا حاسمًا في تعزيز العائد علي حقوق المساهمين.

٦-٩ قياس المتغيرات:

التدفق النقدي الحر = (التدفق النقدي التشغيلي - توزيعات الأرباح - صافي رأس المال العامل) / إجمالي الأصول.

حوكمة الشركات: متغير مستقل يأخذ القيمة (١) عند تطبيق حوكمة الشركات والقيمة (صفر) في حالة عدم التطبيق.

حجم الشركة: يقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول .

الرافعة المالية = إجمالي الخصوم / إجمالي الأصول .

نسبة تغطية الفائدة: يتم حسابها بقسمة أرباح الشركة قبل الفوائد والضرائب (EBIT) على مصروف الفائدة.

استنادا إلي العديد من الدراسات على سبيل المثال دراسة (Maqbool & Zameer, 2018) فإن:

معدل العائد على الأصول = صافي الربح / إجمالي الأصول.

معدل العائد على حقوق الملكية = صافي الربح / حقوق الملكية.

١٠- الدراسة التطبيقية:

١٠-١ العينة ومصادر البيانات:

تمت الدراسة على عينة من الشركات المصرية المدرجة في البورصة المصرية التي تنتمي إلي مؤشر (EGX 100 EWI)، وتم استخدام طريقة أخذ العينات الهادفة لاختيار عينة من ٢٩ شركة، وتم استخراج البيانات الثانوية من القوائم المالية وتقارير المراجعة والتقارير السنوية للشركات، التي تم الحصول عليها لمدة ثمان سنوات خلال الفترة من عام ٢٠١٤ إلي عام ٢٠٢١، بإجمالي ٢٣٢ مشاهدة لكل مؤشر. جدول رقم (١) القطاع محل الدراسة

القطاع	عدد الشركات	عدد المشاهدات	نسبة المشاهدة
العقارات.	١٥	١٢٠	%٥١.٧٢
مقاولات وإنشاءات هندسية.	١٤	١١٢	%٤٨.٢٨
الإجمالي.	٢٩	٢٣٢	%١٠٠

الجدول رقم: من إعداد الباحث .

١٠-٢ الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

١٠-٢-١ الإحصاء الوصفي للمتغير المستقل:

يتضح من الجدول رقم (٢) أن أكبر قيمة للتدفق النقدي الحر بلغت (٠,٦٩) وأقل قيمة بلغت (-٠,٦٨)، إن وجود قيم التدفق النقدي السالبة يشير إلي التحديات المالية التي تواجهها بعض الشركات، والمتوسط الحسابي يساوي (٠,٤٢) بانحراف معياري قدره (٠,١٢٧) منخفض جداً، ما يشير إلي أن معظم قيم التدفق النقدي للشركات قريبة من المتوسط، ما يشير إلي استقرار السوق مع تقلبات محدودة، وأن

القطاع الذي تمثله هذه الشركات، يمر بظروف اقتصادية ثابتة ، ما يسمح بوضع خطط مالية واستراتيجيات استثمارية يمكن التنبؤ بها، و يدل ذلك علي أن القطاع يتمتع بأداء مالي وكفاءة استثمار جيدة إلي حد ما .

يتضح من جدول رقم (٢) أن أكبر قيمة لحوكمة الشركات بلغت (١) وأقل قيمة بلغت (٠,٠٠٠) والمتوسط الحسابي يساوي (٠,٩٥٩) وهذا يشير إلي أن متوسط عدد الشركات التي تتمتع بنظام حوكمة قوي يزيد عن متوسط عدد الشركات التي لا تطبق الحوكمة ، حيث بلغ الانحراف المعياري (٠,٢٠٠) ، ما يدل على أن القيم في العينة قريبة من بعضها البعض ومن المتوسط الحسابي .

١٠-٢-٢ الإحصاء الوصفي للمتغيرات الرقابية:

تبين من جدول رقم (٢) أن أكبر حجم للشركة (١٠٣.٨٨) ، هذا الرقم يشير إلي وجود شركات كبيرة جدًا في القطاع ، والتي قد تمتلك موارد واسعة وقدرة على التأثير في السوق ، وأصغر حجم للشركة (٣١.٠٦) ، يدل علي وجود شركات أصغر في الحجم، والتي قد تكون أكثر مرونة وقدرة على التكيف مع التغيرات السوقية ، وبلغ المتوسط الحسابي (١١.٦) ، حيث يؤكد المتوسط المنخفض نسبيًا أن الغالبية العظمى من الشركات في العينة لديها حجم أقل ، مقارنةً بالشركات الأكبر، وبلغ الانحراف المعياري (١.٩٦) ، يشير الانحراف المعياري المعتدل إلي وجود تباين معقول في أحجام الشركات ، ما يعني أن القطاع يضم تنوعًا في حجم الشركات لكن دون تفاوت شديد ، ولذلك يمكن استنتاج أن القطاع العقاري وشركات المقاولات والإنشاءات الهندسية يتميز بتنوع في حجم الشركات ، ما يعكس وجود فرص مختلفة وتحديات متنوعة. الشركات الكبيرة قد تحقق مزايا في الاستقرار المالي والقدرة على الاستثمار ، بينما الشركات الأصغر قد تتمتع بمرونة أكبر وقدرة على الابتكار .

تبين من جدول رقم (٢) أن أكبر قيمة للرافعة المالية (٣,١٨) ، ما يشير إلي استراتيجية استثمارية تتسم باتخاذ نهج أكثر خطورة في الاستثمار ، واستخدام مُكثف للديون مقارنةً بحقوق الملكية ، وزيادة الاعتماد على الديون لتمويل الأصول

والعمليات ، هذا النهج يمكن أن يؤدي إلي عوائد أعلى إذا كانت الاستثمارات ناجحة ، ولكن يزيد أيضاً من مخاطر التعرض للخسائر في حالة عدم تحقيق النتائج المتوقعة.

جدول رقم (٢) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة.

الانحراف المعياري	المتوسط	أقل قيمة	أكبر قيمة	الترميز	المتغير
المتغير المستقل					
٠,١٢٧	٠,٤٢	٠,٦٨-	٠,٦٩	FCF	التدفق النقدي الحر
المتغيرات الرقابية					
٠,٢٠٠	٠,٩٥٩	٠,٠٠٠	١	Corporate Gav	حوكمة الشركات
١,٩٦	١١,٠٦	٣١,٠٦	١٠٣,٨٨	Size	حجم الشركة
٠,٤٤٩	٠,٤٣٨	٠,٠٠٢	٣,١٨	Lavrag	الرافعة المالية.
المتغير الوسيط.					
٠,١٠٦	٠,٠٥٥	٠,٠٠٠	٠,٦٨٥	ICR	نسبة تغطية الفائدة
المتغيرات التابعة.					
٠,٠٨٥	٠,٠٥٧	٠,٢٣-	٠,٣٤	ROA	معدل العائد على الاصول.
٠,١٥٥	٠,١٠٩	٠,٥٧-	٠,٤٧	ROE	معدل العائد على حقوق الملكية.
٢٣٢					حجم العينة.

المصدر: من إعداد الباحث من مخرجات التحليل الإحصاء باستخدام برنامج SPSS.v.28.

بلغت أقل قيمة (٠,٠٠٢) ما يدل على نهج متحفظ أو قدرة محدودة على الاقتراض ، وبلغ المتوسط الحسابي (٠,٤٣٨) ، يمكن اعتباره معتدلاً، حيث لا يشير إلي اعتماد مرتفع جداً أو منخفض جداً على الديون ، ويُمكن للشركات ذات الرافعة المالية القريبة من هذا المتوسط أن تكون قد أحدثت توازناً بين تمويل الأصول عن طريق الديون وحقوق الملكية ، ما يُمكن أن يُعد مؤشراً على إدارة مالية متوازنة وبلغ الانحراف المعياري (٠,٤٤٩) ، ويدل على وجود تباين استخدام الرافعة المالية بين الشركات ، ما يشير إلى وجود استراتيجيات مختلفة في التمويل وإدارة المخاطر، إن القطاع محل الدراسة يظهر تنوعاً في استراتيجيات الرافعة المالية ، مع وجود بعض الشركات تتبع نهجاً متحفظاً وأخرى تسعى للنمو عبر الاقتراض.

١٠-٢-٣ الإحصاء الوصفي للمتغير الوسيط:

يتضح من جدول رقم (٢) أن أكبر قيمة لنسبة تغطية الفائدة بلغت (٠,٦٨٥) وأقل قيمة بلغت (٠,٠٠٠) والمتوسط الحسابي يساوي (٠,٠٥٥)، ما يعني ان الغالبية العظمى من الشركات لديها قدرة محدودة على تغطية التزامات الفائدة وبلغ الانحراف المعياري (٠,١٠٦)، يدل على وجود تباين معتدل في القدرة على تغطية الفائدة بين الشركات. هذا يعني أن هناك تفاوتاً في الأداء المالي بين الشركات، لكنه ليس شاسعاً. ويمكن أن يكون هذا التفاوت نتيجة لعدة عوامل مثل السياسات المالية للشركات، حجم الديون، وكفاءة الإدارة.

١٠-٢-٤ الإحصاء الوصفي للمتغيرات التابعة:

تُشير النتائج إلي أن معدل العائد على الأصول في الشركات محل الدراسة يُظهر تباين في الأداء ، حيث ظهرت القيمة الأعلى (٠,٣٤) والقيمة الأدنى (-٠,٢٣) و

المتوسط يساوي (٠.٠٥٧)، ما يدل على الربحية المستقرة ، وبلغ الانحراف المعياري (٠,٠٨٥) ، حيث أن الانحراف المعياري المعتدل يشير إلي تباين معقول في أداء الشركات من حيث العائد على الأصول ، ما يدل علي أن هناك تفاوتاً في كفاءة استخدام الأصول بين الشركات ، مع وجود بعض الشركات التي تحقق أداء جيد وأخرى تكافح لتحقيق الربحية في عينة الدراسة ، حيث تبين أن القيمة الأعلى (٠,٤٧) تُشير إلي قوة الأداء المالي للشركات ، حيث تمكنت الشركات من تحقيق عوائد مرتفعة علي حقوق الملكية وهذه الشركات تتمتع بكفاءة عالية ، وأن القيمة الأدنى (-٠,٥٧) تُعبر عن خسائر كبيرة لبعض الشركات قد تكون ناتجة عن تحديات السوق ، أو قرارات استثمارية غير موفقة ، أو ظروف اقتصادية صعبة ، المتوسط يساوي (٠.١٠٩) يُعطي إشارة إلي أن الشركات ، على الرغم من تقلبات السوق، استطاعت أن تحافظ على مستوى معين من الربحية ، و بلغ الانحراف المعياري (٠.١٥٥) ، حيث يُوضح الانحراف المعتدل لتباين معقول في الأداء المالي والاستثماري بين الشركات ما يدل ذلك علي أن معدل العائد على حقوق الملكية يعتبر مؤشراً هاماً لقياس قوة كفاءة الاستثمار في قطاع العقارات والمقاولات التي تتميز بـكبر حجم الاستثمارات وارتفاع نسبة المخاطر.

١٠-٥ اختبار فروض الدراسة:

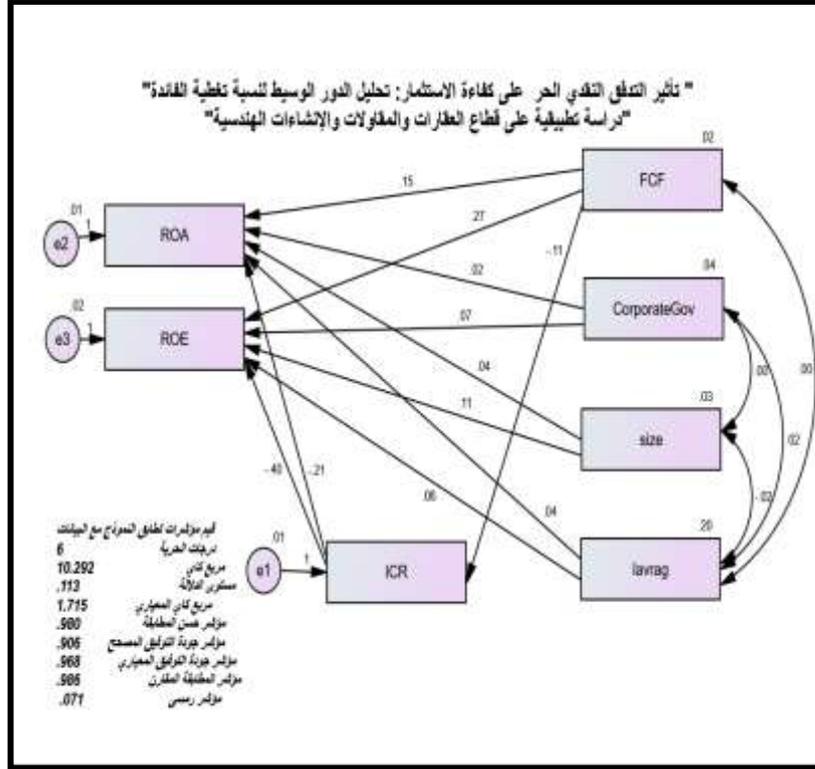
١٠-٥-١ اختبار جودة المطابقة:

بالنظر لقيم مؤشرات جودة المطابقة (GOODNESS of Fit Test) كما هو موضح بالجدول رقم (٣) نستنتج: أن مستوى الدلالة لنموذج الدراسة أكبر من ٠,٠٥ وهذا يؤكد أن النموذج مثالي بكل مؤشرات ، ومطابق تماماً للبيانات ، كما أن جميع مؤشرات المطابقة أكبر من ٠,٩ ما يدل ذلك على أن النموذج المقترح ملائم تماماً لبيانات الدراسة.

جدول رقم (٣) نتائج اختبار جودة المطابقة.

المؤشر	رمز المؤشر	القيمة الدالة على جودة المطابقة	قيمة المؤشر
مربع كاي $\chi^2 = 10,292$ إلي $6 = DF$	CMIN/DF	$CMIN/DF > 0$ $0 >$	١.٧١٥
مؤشر حسن المطابقة	GFI	$0,90 < GFI$	٠,٩٨٠
مؤشر حسن المطابقة المصحح	AGFI	$0,90 < AGFI$	٠,٩٠٦
مؤشر جودة التوفيق المعياري	NFI	$0,90 < NFI$	٠,٩٦٨
مؤشر الملاءمة النسبية	RFI	$0,90 < RFI$	٠,٩٠٣
مؤشر المطابقة المقارن	CFI	$0,90 < CFI$	٠,٩٨٧
مؤشر المطابقة المتزايد	IFI	$0,90 < IFI$	١,٠٠٠
مؤشر توكر - لويس	TLI	$0,90 < TLI$	٠,٩٥١
الجزر التربيعي لمتوسط الخطأ التقريبي	RMSEA A	$0,08 > RMSEA$	٠,٧١

level.P = 0.113 (Amos الجدول من اعداد الباحث من مخرجات برنامج (٢٦))
 وأن القيمة الدالة على جودة المطابقة (RMSEA): الجذر التربيعي لمتوسط الخطأ التقريبي يساوي (٠,٧١) > (٠,٠٨) ، ما يؤكد على أن النموذج ملائم تماما لبيانات الدراسة ، كما يتضح من نتيجة مؤشرات حسن المطابقة (Goodness of fit) أنه يشتمل على قيم عالية لكل المؤشرات ، كما يتضح أن قيمة مربع كاي المعياري (١.٧١٥) كان أصغر من ٥ وهو مؤشر جيد للنموذج.



شكل رقم (٤) تحليل المسار بالاعتماد على مخرجات برنامج (AMOS.V.26).
 ١٠-٥-٢ النموذج الأول للدراسة: لفحص تأثير التدفق النقدي الحر على معدل العائد على الأصول:

أولاً: اختبار تأثير التدفق النقدي الحر على معدل العائد على الأصول في وجود (الحكومة - حجم الشركة - الرافعة المالية) كمتغيرات رقابية ونسبة تغطية الفائدة كمتغير وسيط للفروض (H1,H2,H3):

جدول رقم رقم (٤) تأثير التدفق النقدي الحر على معدل العائد على الاصول

المتغير المستقل	التأثير	المتغير التابع	معاملات الانحدار (β)	الخطأ المعياري	قيمة اختبار "ت"	P. value	الفرض
التدفق النقدي الحر	←	معدل العائد على الاصول	.152	.052	2.936	.003	H1
الحوكمة	←	معدل العائد على الاصول	.020	.033	.610	.542	
حجم الشركة	←	معدل العائد على الاصول	.042	.028	1.505	.132	
الرافعة المالية	←	معدل العائد على الاصول	.041	.015	2.742	.006	
التدفق النقدي الحر	←	نسبة تغطية الفائدة	-.112	.031	3.613	***	H2
نسبة تغطية الفائدة	←	معدل العائد على الاصول	-.205	.063	-3.265	.001	H3

المصدر: من إعداد الباحث من مخرجات برنامج: AMOS ***معنوي

عند (الفا > ٠,٠٠١)

١٠-٥-٢-١ اختبار الفرض الأول:

يوجد تأثير دال احصائيا للتدفق النقدي الحر على معدل العائد على الاصول (H1).

يتضح من جدول رقم (٤) وجود تأثير طردي للتدفق النقدي الحر على معدل العائد على الاصول بمقدار (١,١٥٢) وقيمة اختبار "ت" (٢.٩٣٦) عند (P.value) تساوى (٠,٠٠٣)، نستنتج قبول الفرض (H1).

"اختبار تأثير المتغيرات الرقابية على معدل العائد على الأصول"

يتضح من جدول رقم (٤) وجود تأثير لحوكمة الشركات على معدل العائد على الاصول بمقدار (٠,٠٢) ولكنة غير دال إحصائيا ، حيث كانت قيمة اختبار "ت" تساوى (٠,٦١٠)، عند (P.value) تساوى (٠,٥٤٢) < (٠,٠٥)، نستنتج أنه لا يوجد تأثير دال احصائيا لحوكمة الشركات على معدل العائد على الأصول.

يتضح من جدول رقم (٤) وجود تأثير لحجم الشركة على معدل العائد على الاصول يساوى (٠,٠٤٢) ولكنة غير دال إحصائيا حيث كانت قيمة اختبار "ت" تساوى (١,٥٠٥)، عند (P.value) تساوى (٠,١٣٢) < (٠,٠٥)، نستنتج أنه لا يوجد تأثير دال احصائيا لحجم الشركة على معدل العائد على الأصول.

يتضح من جدول رقم (٤) وجود تأثير طردي للرافعة المالية على معدل العائد على الاصول بمقدار (٠,٠٤١) وقيمة اختبار "ت" (٢.٧٤٢) عند (P.value) يساوى (٠,٠٠٦)، نستنتج وجود تأثير دال احصائيا للرافعة المالية على معدل العائد على الأصول.

١٠-٥-٢-٢ اختبار الفرض الثاني:

يوجد تأثير دال احصائيا للتدفق النقدي الحر على نسبة تغطية الفائدة (H2).

يتضح من جدول رقم (٤) وجود تأثير عكسي للتدفق النقدي الحر على نسبة تغطية الفائدة بمقدار (-٠,١١٢) وقيمة اختبار "ت" (٣.٦١٣) عند (P.value) يساوى (٠,٠٠٠)، نستنتج قبول الفرض (H2).

١٠-٥-٢-٣ اختبار الفرض الثالث:

يوجد تأثير دال احصائيا لنسبة تغطية الفائدة على معدل العائد على الاصول (H3).

يتضح من جدول رقم (٤) وجود تأثير عكسي لنسبة تغطية الفائدة على معدل العائد على الاصول بمقدار (-٠.٢٠٥) وقيمة اختبار "ت" (-٣.٢٦٥) عند (P.value) يساوي (٠,٠٠١)، نستنتج قبول الفرض (H3).

تشير نتائج اختبار الفروض (H1,H2,H3) إلي وجود تأثير طردي غير مباشر ومعنوي للتدفق النقدي الحر على معدل العائد على الأصول ، وتم تعزيز هذا التأثير من خلال الدور الوسيط لنسبة تغطية الفائدة ، على الرغم من أن لها تأثير مباشر سلبي على العائد على الأصول عند النظر إليها كمتغير مستقل، إلا أنها عندما استخدمت كوسيط ، أظهرت النتائج وجود تأثير ايجابي غير مباشر على العائد على الأصول ، وأظهر الدور الوسيط لنسبة تغطيه الفائدة وجود وساطة جزئية، حيث أظهرت النتائج وجود تأثير مباشر معنوي بالإضافة إلي التأثير غير المباشر " ما يؤكد أنه عندما يكون التدفق النقدي الحر جيدا يساعد على سداد الفائدة والالتزامات، ويؤثر تأثير ايجابي على معدل العائد على الأصول ما يؤكد على قدرة الشركات على استغلال التدفق النقدي الحر بكفاءة واستغلال التدفق النقدي الحر من خلال الاستثمار في الأصول ما يُعزز من كفاءة الاستثمار.

نستنتج من اختبارات الفروض (H1,H3) أنه: يوجد تأثير طردي مباشر دال احصائيا للتدفق النقدي الحر على معدل العائد على الاصول .

وكان النموذج الأول للدراسة كما يلي:

$$\beta 0 + \beta 1 (\text{Free cash flow}) + \beta 2 = \text{Rate of return on assets}$$

$$\beta 5 (\text{Interest +Gov}) + \beta 3 (\text{size}) + \beta 4 (\text{lavrag Corporate Coverage Ratio}) + \varepsilon (2)$$

وبالتعويض وفقاً لاختبارات فروض الدراسة

$$\beta 0 + \beta 1 (\text{Free cash flow}) + \beta 2 + \beta 3 = \text{Rate of return on assets}$$

$$. \beta 5 (\text{Interest Coverage Ratio}) + \varepsilon (2) + (\text{size}) + \beta 4 (\text{lavrag})$$

يكون النموذج الأول كما يلي:

$$\text{ROA} = 0.021 + 0.152 (\text{Free cash flow}) + 0.041 (\text{lavrag}) - 0.112 (\text{Interest Coverage Ratio}) + (0.006).$$

اما في وجود المتغير الوسيط (نسبة تغطية الفائدة) كان النموذج الثاني للدراسة كما يلي:

$$\begin{aligned} \beta_0 + \beta_1 (\text{Free cash flow}) + \beta_2 \text{Corporate} &= \text{Return on Assets} \\ \beta_M + (\beta_5 * \beta_5) (\text{Interest +Gov}) + \beta_3 (\text{size}) + \beta_4 (\text{lavrag}) \\ &+ \beta_6 (\text{Coverage Ratio}) + \varepsilon (1) + \varepsilon (2) \\ \beta_0 + \beta_1 (\text{Free cash flow}) + \beta_4 (\text{lavrag}) + &= \text{Return on Assets} \\ \varepsilon (2). + \beta_M + (\beta_5 * \beta_6) (\text{Interest Coverage Ratio}) &+ \varepsilon (1) \end{aligned}$$

حيث:

$$BM = 0.06 \text{ ثابت معادلة الوسيط}$$

$$\varepsilon (1), (\beta_5 * \beta_6) = (-0.112 * -0.205) = 0.23 \text{ الخطأ المعياري}$$

$$\text{Return on Assets} = 0.021 + 0.152 (\text{Free cash flow}) + 0.04 (\text{lavrag}) - 0.112 (\text{Interest Coverage Ratio}) + 0.06 + (0.23) \text{Interest Coverage Ratio} + (0.011) + (0.006).$$

١٠-٥-٣ النموذج الثالث والرابع للدراسة: لفحص تأثير التدفق النقدي الحر على معدل العائد على حقوق الملكية.

اختبار تأثير التدفق النقدي الحر على معدل العائد على حقوق الملكية في وجود (الحوكمة - حجم الشركة - الرافعة المالية) كمتغيرات رقابية ونسبة تغطية الفايد كمتغير وسيط من خلال الفروض (H4,H5,H2):

١٠-٥-٣-١ اختبار الفرض الرابع:

يوجد تأثير دال احصائيا للتدفق النقدي الحر على معدل العائد على حقوق الملكية (H7).

يتضح من جدول رقم (٥) وجود تأثير طردي التدفق النقدي الحر على معدل العائد على حقوق الملكية بمقدار (٠,٢٦٨) وقيمة اختبار "ت" (٢.٨٢٩) ما يؤكد وجود تأثير عند (P.value) تساوى (٠,٠٠٥)، نستنتج قبول الفرض (H4).
 "اختبار تأثير المتغيرات الرقابية على معدل العائد على حقوق الملكية"
 يوجد تأثير لحوكمة الشركات على معدل العائد على حقوق الملكية بمقدار (٠,٠٦٦) ولكنه غير دال احصائيا حيث كانت قيمة اختبار "ت" تساوى (١.٠٩٥) عند (P.value) يساوى (٠,٢٧٤) < (٠,٠٥)، نستنتج أنه لا يوجد تأثير دال احصائيا لحوكمة الشركات على معدل العائد على حقوق الملكية.

جدول رقم رقم (٥) تأثير التدفق النقدي الحر على معدل العائد على حقوق الملكية.

المتغير المستقل	التأثير	المتغير التابع	معاملات الانحدار (β)	الخطأ المعياري	قيمة اختبار "ت"	P.value	H
التدفق النقدي الحر	←	معدل العائد على	.268	.095	2.829	.005	4

					حقوق الملكية		
	.274	1.095	.061	.066	معدل العائد على حقوق الملكية	←	الحوكمة
	.001	3.247	.033	.108	معدل العائد على حقوق الملكية	←	حجم الشركة
	.025	2.239	.028	.062	معدل العائد على حقوق الملكية	←	الرافعة المالية
5	***	-3.518	.115	-.404	معدل العائد على حقوق الملكية	←	نسبة تغطية الفائدة

المصدر: من إعداد الباحث من مخرجات برنامج: AMOS ***معنوي

عند (الفا > ٠,٠٠١)

يتضح من جدول رقم (٥) وجود تأثير لحجم الشركة على معدل العائد على حقوق الملكية بمقدار (٠,١٠٨)، وقيمة اختبار "ت" (٣.٢٤٧) عند (P.value) يساوي (٠,٠٠١)، نستنتج أنه يوجد تأثير دال احصائيا لحجم الشركة على معدل العائد على حقوق الملكية.

يتضح من جدول رقم (٥) وجود تأثير طردي للرافعة المالية على معدل العائد على حقوق الملكية بمقدار (٠,٠٦٢)، وقيمة اختبار "ت" (٢.٢٣٩) عند (P.value) يساوي

(٠,٢٥) > (٠,٠٥)، نستنتج أنه يوجد تأثير دال احصائيا للرافعة المالية على معدل العائد على حقوق الملكية.

١٠-٥-٣-٢ اختبار الفرض الخامس:

يتضح من جدول رقم (٥) وجود تأثير عكسي لنسبة تغطية الفائدة على معدل العائد على حقوق الملكية بمقدار (-٠.٤٠٤) وقيمة اختبار "ت" (-٣.٥١٨) عند (P.value) > (٠.٠٠١)، نستنتج قبول الفرض (H5) الذي ينص على :
يوجد تأثير دال احصائيا لنسبة تغطية الفائدة على معدل العائد على حقوق الملكية (H5).

نستنتج من اختبارات الفروض (H4,H5, H2) ما يلي:

أوضحت نتائج اختبارات الفروض وجود تأثير طردي غير مباشر ومعنوي للتدفق النقدي الحر على معدل العائد على حقوق الملكية ، وتم تعزيز هذا التأثير من خلال الدور الوسيط لنسبة تغطية الفائدة، على الرغم من أن لها تأثير مباشر سلبي على معدل العائد على حقوق الملكية عند النظر إليها كمتغير مستقل ، إلا أنها عندما استخدمت كوسيط ، أظهرت النتائج وجود تأثير ايجابي غير مباشر على معدل العائد على حقوق الملكية ، وأظهر الدور الوسيط لنسبة تغطيه الفائدة وجود وساطة جزئية ، حيث أظهرت النتائج وجود تأثير مباشر معنوي بالإضافة إلي التأثير غير المباشر" ، ما يؤكد أنه عندما يكون التدفق النقدي الحر جيد يساعد على سداد الفائدة والالتزامات ، ويؤثر تأثير ايجابي على معدل العائد على حقوق الملكية ما يُعزز من كفاءة الاستثمار .

نستنتج من اختبارات الفروض (H4,H5) أنه: يوجد تأثير طردي مباشر دال احصائيا للتدفق النقدي الحر على معدل العائد على حقوق الملكية.
وكان النموذج الثالث للدراسة كما يلي:

$$\beta 0 + \beta 1 (\text{Free cash flow}) + \beta 2 \text{Corporate} = \text{Return on equity} \\ \beta 5 (\text{Interest Coverage Ratio}) + \beta 3 (\text{size}) + \beta 4 (\text{lavrag}) \\ + \varepsilon (3)$$

وبالتعويض في المعادلة وفقاً للفروض السابقة يتضح ان التأثير المباشر للتدفق النقدي الحر على معدل العائد على حقوق الملكية يكون كما يلي:

$$+\beta 0 + \beta 1 (\text{Free cash flow}) + \beta 3 (\text{size}) + \beta 4 (\text{lavrag}) = \text{ROE} \\ -\beta 5 (\text{Interest Coverage Ratio}) + \varepsilon (3)$$

$$\text{ROE} = 0.19 + 0.268 (\text{Free cash flow}) + 0.108 (\text{size}) + 0.062 (\text{lavrag}) \\ - 0.404 (\text{Interest Coverage Ratio}) + (.02).$$

اما في وجود الدور الوسيط لنسبة تغطية الفائدة كان النموذج الرابع للدراسة كما يلي:

$$(\beta 0 + \beta 1 (\text{Free cash flow}) + \beta 3 (\text{size}) + \beta 4 (\text{lavrag}) + \beta 5 (\text{Interest Coverage Ratio}) + \varepsilon (1) \\ + \text{BM} + (\beta 5 * \beta 11) (\text{Interest Coverage Ratio}) + \varepsilon (3)$$

حيث:

$$\text{BM} = 0.06 \text{ ثابت معادلة الوسيط} \\ (\beta 5 * \beta 11) = (-0.112 * -0.404)$$

$$\text{ROE} = 0.19 + .268 (\text{Free cash flow}) + 0.108 (\text{size}) + (0.02) + 0.062 \\ (\text{lavrag}) - 0.404 (\text{Interest Coverage Ratio}) + 0.060 + 0.0453 \\ (\text{Interest Coverage Ratio}) + (.011).$$

١١- نتائج الدراسة:

١. أظهرت نتائج الدراسة أن زيادة التدفق النقدي الحر تؤدي إلي زيادة معدل العائد على الأصول ، ويشير ذلك إلي أن الشركات التي لديها تدفق نقدي

- حر مرتفع تكون أكثر قدرة على الاستثمار في المشاريع ذات العائد المرتفع ، ما يؤدي إلي زيادة الربحية ، وهذه النتيجة تتفق مع دراسة (Efthymios,2023; Sedhai ,2022 ;Seoktae,2022) (Rajapaksha & Weerawickrama,2020).
٢. لا يوجد تأثير لحوكمة الشركات على معدل العائد على الأصول ، وهذه النتيجة لا تتفق مع دراسة (Arifia et al ,2022;Seoktae, 2022) ولا تتفق مع دراسة (Bimo et al.,2022).
٣. لا يوجد تأثير لحجم الشركة على معدل العائد على الأصول ، وهذه النتيجة لا تتفق مع دراسة (Rajapaksha & ;Sedhai ,2022) (Weerawickrama,2020).
٤. يوجد تأثير طردي دال إحصائياً للرافعة المالية على معدل العائد على الأصول وهذه النتيجة تتفق مع دراسة (Sedhai ,2022).
٥. يوجد تأثير طردي غير مباشر دال إحصائياً للتدفق النقدي الحر على معدل العائد على الأصول عند استخدام نسبة تغطية الفائدة كمتغير وسيط، وهذه النتيجة تتفق مع دراسة (Efthymios,2023; Risman et al.,2021).
٦. يوجد تأثير طردي دال إحصائياً للتدفق النقدي الحر على معدل العائد على حقوق الملكية وهذه النتيجة تتفق مع دراسة (Sedhai ,2022).
٧. لا يوجد تأثير لحوكمة الشركات على العائد على حقوق الملكية وهذه النتيجة تتفق مع دراسة (Arifia et al ,2022; Rajapaksha & Weerawickrama,2020) (Bimo et al.,2022).
٨. يوجد تأثير طردي دال إحصائياً لحجم الشركة على معدل العائد على حقوق الملكية، وهذه النتيجة تتفق مع دراسة

(Rajapaksha & Weerawickrama,2020 ;Sedhai ,2022).

٩. يوجد تأثير طردي دال إحصائياً للرافعة المالية على العائد على حقوق الملكية حيث تؤدي نسبة تغطية الفائدة المرتفعة إلي خفض التدفق النقدي الحر، ما يؤثر سلباً على العائد على حقوق الملكية، وهذه النتيجة تتفق مع دراسة (Sedhai ,2022) في وجود التأثير لكن تختلف معها في اتجاه التأثير.
١٠. يوجد تأثير عكسي دال إحصائياً لنسبة تغطية الفائدة على العائد على حقوق الملكية التأثير المباشر ترتفع نسبة تغطية الفائدة مع زيادة استخدام الدين لتمويل الاستثمارات ، ما يؤدي إلي خفض العائد على حقوق الملكية، وهذه النتيجة تتفق مع دراسة (Suranta et al., 2023; Sedhai ,2022)
١١. يوجد تأثير للتدفق النقدي الحر على العائد على حقوق الملكية من خلال الدور الوسيط لنسبة تغطية الفائدة، وهذه النتيجة تتفق مع دراسة (Risman et al.,2021).

١٢- توصيات الدراسة:

بناءً على نتائج الدراسة، يمكن تقديم بعض التوصيات لتعزيز كفاءة الاستثمار في القطاع العقاري والمقاولات والإنشاءات الهندسية كما يلي:

١. أهمية تركيز الشركات محل الدراسة على تحسين التدفق النقدي الحر كأولوية لتعزيز كفاءة الاستثمار.
٢. ضرورة تعزيز الشركات لممارسات الحوكمة لضمان الشفافية والمسائلة وتحديد نقاط الضعف وتحسينها، وربط الحوكمة بأداء الشركات وربطها، والكشف عن المعلومات المالية بكل شفافية ، ما يؤدي إلي تحسين الثقة في أداء الشركات وزيادة الاستثمارات.

٣. أهمية تطوير استراتيجيات تسويقية تتناسب مع أحجام الشركات وعملائها المستهدفين ، والتركيز على زيادة الكفاءة التشغيلية بغض النظر عن حجم الشركة.
٤. الاستثمار في التقنيات الحديثة التي تُحسّن من كفاءة تشغيل العمليات.
٥. أهمية تركيز الشركات على استخدام الرافعة المالية بشكل حذر لتحقيق التوازن بين المخاطرة والعائد ، مع تحسين التدفق النقدي الحر عن طريق: زيادة الإيرادات من خلال استراتيجيات تسويقية فعالة، وخفض النفقات التشغيلية وتحسين كفاءة العمليات، وإدارة رأس المال العامل بفعالية.
٦. أهمية تعزيز نسبة تغطية الفائدة لما لها تأثير إيجابي غير مباشر على كفاءة الاستثمار، يُنصح بتحسين هذه النسبة من خلال الإدارة الجيدة للديون والتدفقات النقدية بشكل فعال.
٧. أهمية تركيز الشركات على الاستثمار في المشاريع ذات العائد المرتفع ، وتقييم المشاريع بدقة قبل الإستثمار ، واستخدام أدوات تحليل المخاطر لتحديد المخاطر المحتملة ، ومراقبة أداء المشاريع بشكل دوري.
٨. أهمية زيادة أحجام الشركات بالاستثمار في مشاريع جديدة ذات عائد مرتفع، وتوسيع نطاق العمليات، والاستحواذ على شركات أخرى والاندماج مع شركات كبيرة.
٩. أهمية الحفاظ على مستوى متوازن من الرافعة المالية لتجنب المخاطر المرتبطة بالديون الزائدة ولتحقيق الاستقرار المالي.
١٠. أهمية استخدام الرافعة المالية بشكل حذر من خلال تقييم مخاطر الرافعة المالية بشكل دوري، والتأكد من مناسبة هيكل رأس المال للشركة وطبيعة أعمالها، واستخدام الرافعة المالية لتمويل مشاريع ذات العائد المرتفع.

١١. أهمية استخدام نمذجة المعادلات الهيكلية بشكل استراتيجي لاختبار الفروض وتحليل العلاقات بين المتغيرات بشكل مستمر لتحسين القرارات الاستثمارية.

١٣- دراسات مستقبلية:

١. هناك حاجة إلى مزيد من البحوث للحصول على فهم أعمق لتأثير التدفق النقدي الحر ونسبة تغطية الفائدة، والرافعة المالية، والحوكمة في قطاعات أخرى على كفاءة الاستثمار وربحية السهم.
٢. هناك حاجة إلى مزيد من البحوث لدراسة تأثير التدفق النقدي الحر ونسبة تغطية الفائدة، والرافعة المالية، على القيمة السوقية للشركات.
٣. هناك حاجة إلى بحوث مستقبلية حول تطبيق النيات الحوكمة البيئية وأثرها على كفاءة الاستثمار لتحقيق أهداف التنمية المستدامة في الشركات.
٤. الاستمرار الباحثين في البحث والتحليل لفهم العوامل الأخرى التي قد تؤثر على كفاءة الاستثمار وتطوير استراتيجيات جديدة تتناسب مع التغيرات في السوق والبيئة الاقتصادية.

١٤- المراجع

- عبد الرزاق، أ. ي & أحمد يسين. (٢٠١٩). أثر معايير بازل على كفاءة الاستثمار بالبنوك التجارية المقيدة بالبورصة المصرية (دراسة تطبيقية)، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، ٦٢٥ - ٦٥١ (٧) -٥
- غروب كامل محمد، & حسين عاشور العتايي. (٢٠١٢). تقويم كفاءة أداء الاستثمارات بحث تطبيقي في شركتي التأمين الوطنية والتأمين العراقية، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية، (١٩)، ٧.

فيصل محمود الشواور، & محمد عبد الرحيم الدحيات. (٢٠٠٨). الإفصاح المحاسبي في القوائم المالية الموحدة ومدى الاعتماد عليه لتقييم كفاءة الاستثمار في الشركات القابضة الأردنية، جامعة تشرين ، مجلة سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية العدد (٣٠) ، الإصدار (٣).

15-References:

Books.

- Tirole, J. (2010). The theory of corporate finance. *Princeton university press*.
- Papadopoulos, E. (2023). Free cash flow (FCF) and the correlation with firms' performance.
- Hillier, D., Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., & Jordan, B. (2019). *Corporate Finance, 4e*. McGraw Hill.
- Jun, Kyung, Auh. (2013). Real Effect of Cost of Financing.
- Rositsa, Ivanova. (2018). the effect of financial leverage and its effect on the enterprise's equity rate of return. doi: 10.31410/LIMEN.2018.120.

Journals.

- Adame, K. W., Koski, J. L., Lem, K. W., & McVay, S. E. (2023). Free cash flow disclosure in earnings announcements. *Journal of Financial Reporting*, 8(2), 1-23
- Agustia, D. (2013). Pengaruh faktor good corporate governance, free cash flow, dan leverage terhadap manajemen laba. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 15(1), 27-42.
- Arifia, H., Purbady, F. H., & Purwasih, D. (2022). Pengaruh kualitas pelaporan keuangan, debt maturity, dan free cash flow terhadap efisiensi investasi dengan good corporate governance sebagai variabel moderating. *Scientific Journal of Reflection: Economic, Accounting, Management and Business*, 5(4), 1150-1160.
- Berk, J., DeMarzo, P., Harford, J., Ford, G., Mollica, V., & Finch, N. (2013). *Fundamentals of corporate finance*. Pearson Higher Education AU.

- Bimo, I. D., Silalahi, E. E., & Kusumadewi, N. L. G. L. (2022). Corporate governance and investment efficiency in Indonesia: The moderating role of industry competition. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 20(2), 371-384.
- Bin Khidmat, W., Wang, M., & Awan, S. (2019). The value relevance of R&D and free cash flow in an efficient investment setup: Evidence from Chinese A-listed firms. *Asian Journal of Accounting Research*, 4(1), 95-111.
- Chandani, S., & Ahmed, N. (2021). The effect of corporate governance and financial leverage on efficiency of Pakistan textile sector. *Independent Journal of Management & Production*, 12(1), 201-218.
- Cully, J. (2017). Free Cash Flow as a Reliable Proxy for Predicting Stock Returns. Available at SSRN 2956671.
- Fibriyanti, Y. V., Syafik, M., & Laili, F. K. (2022). The influence of corporate governance, leverage, and company size on financial performance. *JHSS (Journal of Humanities and Social Studies)*, 6(3), 345-348.
- Gokalp, O.N., Lee, S.H. and Peng, M.W. (2017), "Competition and corporate tax evasion: an institution-based view", *Journal of World Business*, Vol. 52 No. 2, pp. 258-269
- Ji, H. (2017). The effect of cash based interest coverage ratio on the value relevance of accounting information. *Global Business & Finance Review (GBFR)*, 22(4), 92-100.
- Kashani, S. M., & Mousavi Shiri, M. (2022). The role of corporate governance in investment efficiency and financial information disclosure risk in companies listed on the Tehran stock exchange. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(12), 577
- Lovesey, Stephen, (2023). Free Cash Flow Models. *Springer texts in business and economics*, 289-325. doi: 10.1007/978-3-658-41021-6_9
- brar, M. (2019). Impact of debt financing on corporate financial performance: Evidence from Pakistan textile firms (Doctoral

- dissertation, Istanbul Aydın University Institute of Social Sciences).
- Perdana, D. (2019). Investigasi Empiris Interaksi Free Cash Flow, Earning Management dan Inefisiensi Investasi. *Jurnal Reviu Akuntansi dan Keuangan*, 9(3), 343-359.
- Putri, R. A., Rokhmawati, A., & Fitri, F. (2022). The effect of firm size and leverage on financial performance with good corporate governance as a moderating variable (Study on infrastructure, utilities, and transportation sector service companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2018-2020). *IJEBA (International Journal of Economic, Business and Applications)*, 7(2), 37-52.
- Rajapaksha, R. A., & Weerawickrama, V. L. (2020, November). The Impact of Free Cash Flow on Profitability of Listed Diversified Holding Companies in the Colombo Stock Exchange. In *Proceedings of the International Conference on Business & Information (ICBI)*.
- Risman, A., Parwoto, & Sulaeman, A. S. (2021). The mediating role of firm's performance on the relationship between free cash flow and capital structure. *Psychology and Education*, 58(1), 1209-1216.
- Sana, Tauseef. Heman, D., Lohano. Sara, Ashfaq, Khan. (2015). Effect of debt financing on corporate financial performance: evidence from textile firms in pakistan.
- Sansaloni, Butar, Butar. (2023). the Effect of Business Strategy, Managerial Ability, Multiple Large Shareholders, and Earnings Management on Investment Efficiency. *Jurnal Akuntansi Bisnis*, 21(1):1-13. doi: 10.24167/jab.v21i1.10190.
- Sedhai, S. (2022). Effect of free cash flow on the profitability of Nepalese commercial banks. *The Lumbini Journal of Business and Economics*, 10(1-2), 216-230.
- Seoktae, Ha. Eun-sil, Kim. Seong, Cho. (2022). the value relevance of R&D expenditures according to the age of the replaced CEO. *The Korea Society for Innovation Management & Economics*, 30(3):1-34. doi: 10.14386/sime.2022.30.3.1

- Setiany, E. (2021). The effect of investment, free cash flow, earnings management, and interest coverage ratio on financial distress. *Journal of Social Science*, 2(1), 64-69.
- Shalchi, A., Fathi, Z., & Shafii, H. (2021). The Impact of behavioral Financial and Political Connections on Investment Efficiency with the Mediating Role of Growth Opportunities. *International Journal of Finance & Managerial Accounting*, 6(23), 217-227.
- , Simone, Farinelli. Christos, E., Kountzakis. Luisa, Tibiletti. Mariacristina, Uberti. (2017). Financial leverage for multi-period levered investments. *Applied mathematical sciences*, doi: 10.12988/AMS.2017.73111
- Spyros, P., Eleni, K., & Helen, L. (2020). Are banks using leverage to target return on equity? Evidence from the US and the EU. *Oxford Economic Papers*. <https://doi.org/10.1093/OEP/GPZ049>
- Suranta, E., Satrio, M. A. B., & Midiastuty, P. P. (2023). Effect of Investment, Free Cash Flow, Earnings Management, Interest Coverage Ratio, Liquidity, and Leverage on Financial Distress. *Ilomata International Journal of Tax and Accounting*, 4(2), 283-295.
- Tee, C. M. (2023). Executive directors' pay-performance link and board diversity: evidence from high free cash flow and low-growth firms. *International Journal of Emerging Markets*, 18(9), 2477-2500.
- Tulcanaza-Prieto, A. B., & Lee, Y. (2022). Real earnings management, firm value, and corporate governance: Evidence from the Korean market. *International Journal of Financial Studies*, 10(1), 19.
- Wang, Z., Chu, E., & Hao, Y. (2024). Towards sustainable development: How does ESG performance promote corporate green transformation. *International Review of Financial Analysis*, 91, 102982.

- Yu, H., Zhao, Y., Liu, W., & GAO, L. (2021). Research on the investment efficiency based on grey correlation-DEA model. *Annals of operations research*, 1-20.
- Zhang, Yan. "The Impact of Free Cash Flow on Performance in Microfinance Institutions and Its Moderators." *Doctoral dissertations at University of Agder* (2024).
- Zhu, L., Yan, M., & Bai, L. (2022). Prediction of enterprise free cash flow based on a backpropagation neural network model of the improved genetic algorithm. *Information*, 13(4), 172.
- Zill, e, Humma, Komal., Sadia, Saeed., Iram, Iqbal, Qazi. (2022). Impact of free cash flow on the financial performance: evidence from commercial banks of pakistan. *Pakistan journal of social research*, 04(02):545-551. doi: 10.52567/pjsr.v4i2.505

:Web

[Rate of Return on Investment -, Calculation, Formula \(wallstreetmojo.com\).](https://wallstreetmojo.com/rate-of-return-on-investment-calculation-formula/)

<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/accounting/return-on-assets-roa-formula-com>, 4-2- (2024)