

# أثر الروابط السياسية لمنشآت الأعمال المصرية على مستوى الإحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية

د. محمد رزق عبد الغفار عمارة

مدرس المحاسبة

كلية التجارة – جامعة القاهرة

د.كريم منصور على حسوبة

مدرس المحاسبة

كلية التجارة – جامعة القاهرة

## المستخلص

هدف هذا البحث إلى دراسة أثر أنماط الروابط السياسية لمنشآت الأعمال المصرية على مستوى الإحتفاظ بالنقدية كأحد أهم موارد المنشأة. حيث يؤثر ذلك المستوى بشكل كبير على فرص نمو المنشآت ودرجة تعرضها للمخاطر، وقد تم إجراء هذا البحث على عينة مكونة من ٧٨ منشأة مصرية مسجلة في البورصة خلال الفترة من عام ٢٠١٤ وحتى ٢٠١٧ بإجمالى عدد مشاهدات بلغ ٣١٢ مشاهدة، وتوصلت نتائج هذا البحث إلى أن الروابط السياسية لأعضاء مجلس الإدارة تؤثر بشكل سلبي على مستوى الإحتفاظ بالنقدية، ويمكن تفسير ذلك بأن أعضاء مجلس الإدارة المرتبطين سياسياً قد يسعوا لحماية سمعتهم وتخفيض تحريفات القوائم المالية، وعدم اساءة استغلال النقدية، ومن ثم الإحتفاظ بنقدية أقل، وعلى العكس من ذلك فهناك علاقة موجبة بين الروابط السياسية من خلال الملكية الحكومية ومستوى الإحتفاظ بالنقدية، وقد يرجع ذلك أن زيادة الملكية الحكومية قد تمنح تلك المنشآت الدعم والحماية الكافية من قِبل الحكومة، بالإضافة إلى سهولة الحصول على قروض ميسرة الشروط، كما أنها أقل عرضة للعقوبات المفروضة من سوق المال. كما توصلت نتائج البحث إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الروابط السياسية من خلال كبار المساهمين ومستوى الإحتفاظ بالنقدية.

## ١- الإطار العام للبحث:

### ١-١ طبيعة المشكلة:

تتعرض منشآت الأعمال في الوقت الراهن للعديد من الضغوط كنتيجة للتطورات السياسية والتكنولوجية والإقتصادية، وقد اتجهت العديد من المنشآت في مختلف دول العالم لإقامة علاقات وروابط سياسية، للحصول على عدد من المزايا والمنافع التي تضمن بقائها في مجتمع الأعمال والمنافسة، بل سعياً نحو تحسين أدائها، وتأكيداً على ذلك أشارت العديد من الدراسات إلى أن ارتباط المنشآت سياسياً يتيح لها الحصول على منافع ومزايا عديدة مثل الإقتراض بشروط ميسرة من البنوك وبمزايا ائتمانية كثيرة، بالإضافة إلى الحصول على مزايا من الحكومة مثل دفع ضرائب أقل، وانخفاض التعرض للعقوبات المفروضة من قبل أسواق المال وذلك مقارنة بالمنشآت الأخرى الغير مرتبطة سياسياً (Johnson and Mitton, 2003, Cull and Xu, 2005, Dinc, 2005, Bai et al., 2006, Charumilind et al, 2006, Leuz and Oberholzer, 2006, Li et al., 2008, Claessens et al., 2008, Wu et al., 2012, Xu et al., 2013, Yeu et al., 2013, Houston et al., 2014).

أشارت بعض الدراسات إلى أن وجود روابط سياسية بمنشآت الأعمال عادةً ما يصاحبه تأثيرات سلبية مثل انخفاض قيمة المنشأة وجودة الأرباح ( Chaney et al., 2011; AL-damari and Ismail, 2015) وزيادة مستوى التعسف الضريبي (Abdul Wahab et al., 2017). كما أن هناك عدد من المزايا التي تحصل عليها المنشآت المرتبطة سياسياً، مثل الحصول على التمويل المناسب والكافي بشروط مميزة أو دفع ضرائب أقل أو المزايا الخاصة بأسواق المال، وتحقق تلك المزايا في الدول التي يرتفع فيها معدل الفساد وتكون حماية حقوق الملكية بها أقل، وأن هذه الدول تعاني من التدخل الحكومي المتزايد والغير مبرر (Faccio, 2006).

هذا، وكما هو معلوم فإنه نظراً لأن النقدية من أهم موارد المنشأة فإنها تؤثر بشكل كبير على فرص نموها ودرجة تعرضها للمخاطر، وتجدر الإشارة إلى أن زيادة مستويات النقدية المحتفظ بها قد يؤدي إلى إساءة استخدامها بإعتبارها أسهل الأصول التي يمكن استغلالها، كما أن تراكم النقدية بالمنشأة قد يترتب عليه استثمارها في مشاريع لا تكون في مصلحة المنشأة وتؤدي إلى انخفاض قيمتها خاصة عندما تكون الحوكمة ضعيفة، ومن جانب آخر فإن انخفاض مقدار النقدية عن المستوى المناسب قد يؤدي إلى عدم استغلال الفرص الاستثمارية المربحة والتي قد تتاح للمنشأة في وقت تفتقر فيه المنشأة للمستوى الكاف من النقدية، وفي ضوء نظرية الوكالة فإن عدم الإحتفاظ بالمستوى المناسب من النقدية وراء العديد صراعات ومشاكل الوكالة.

تأسيساً على ما تقدم، فإن قرار تحديد المستوى المناسب من النقدية المحتفظ بها لدى المنشأة يعد من القرارات التي لها تكلفة فرصة بديلة ويحدد الصحة المالية للمنشأة، وفي سبيل تحديد ذلك المستوى تناولت العديد من الدراسات حول العالم محددات مستوى الاحتفاظ بالنقدية سواء المحددات المالية التي من أهمها حجم المنشأة والرافعة المالية والأرباح الموزعة وفرص النمو المتاحة ( Arfan et al., 2018; Fernandes et al., 2017; Naumoski, 2018)، أو المحددات المتمثلة في آليات وخصائص الحوكمة وكان أهمها حجم مجلس الإدارة واستقلاليته وازدواجية دور المدير التنفيذي (Kusnadi, 2003؛ عيفى، ٢٠١٥). وقد تبين وجود إختلاف في نتائج بعض تلك الدراسات ويفسر ذلك إختلاف البيئة القانونية والاقتصادية والمؤسسية للدولة محل التطبيق ونظم حماية المستثمرين بها.

كما تناولت عددٌ من الدراسات الحديثة بحث واختبار محددات أخرى لمستوى الإحتفاظ بالنقدية ومن أهمها الروابط السياسية؛ حيث إن ارتباط المنشأة سياسياً يؤثر بشكل كبير على قراراتها وتوجيه مواردها ومستوى أدائها، لذلك فمن المتوقع أن يكون هناك تأثير للروابط السياسية على مستوى النقدية المحتفظ بها. بينما استهدف عدد قليل من الدراسات قياس تأثير الروابط السياسية على مستوى الإحتفاظ بالنقدية، كأحد أهم موارد المنشأة، وتوصلت بعض هذه الدراسات إلى أن المنشآت ذات الروابط السياسية تحتفظ بمستوى مرتفع من النقدية، وقد تم تفسير ذلك بأن ذلك المستوى قد يستخدم في أداء أنشطة سياسية لتحقيق منافع شخصية، وتتمثل هذه الأنشطة في الإنفاق على الحملات الإنتخابية، ودفع رشوي، والإفراط في الإستثمار الغير مريح في بعض المشروعات لضمان الأصوات الإنتخابية لصالح السياسيين ذوي الصلة، ويساعد على ذلك انخفاض جودة الحوكمة المطبقة بتلك المنشآت؛ حيث إن المنشآت المرتبطة سياسياً تحصل على الدعم والحماية الكافية من الحكومة، بالإضافة إلى سهولة الحصول على قروض ميسرة الشروط، كما أنها أقل تعرضاً للعقوبات المفروضة من سوق المال، وقد يتزامن ذلك مع ممارسات الحوكمة غير الجيدة والتي تتمثل في: قيام المديرين بإخفاء المعلومات عن المساهمين والتي تتعلق بإتفاق النقدية المتراكمة لتحقيق الأهداف السياسية، كما قد يرجع السبب في انخفاض جودة الحوكمة بالمنشآت المرتبطة سياسياً إلى افتقار السياسيين في مجلس الإدارة للقدرات اللازمة لإكتشاف القرارات الغير ملائمة والتي يتخذها المديرين، ويرجع السبب في ذلك إلى الإنشغال الدائم لهؤلاء الأعضاء وعدم قدراتهم على توفير الوقت والجهد اللازمين لتجميع البيانات اللازمة لأداء الدور الرقابي بفعالية (Boubakari et al, 2013، Saeed et al., 2014، AL- dhamari and Ismail, 2015، Belghitar, 2016).

وعلى النقيض من ذلك أشارت بعض الدراسات أن المنشآت ذات الروابط السياسية قد تسعى لإتباع وتطبيق ممارسات جيدة للحوكمة لحماية سمعتها، وتخفيض تعريفات القوائم المالية والمبالغة في التقرير عن الأرباح، كما أن هذه المنشآت ترغب في الحصول على اعتراف من أصحاب المصالح بأن قوائمها المالية ذات مصداقية عالية، وأن أدائها ليس متأثر بالدعم والمساعدات الحكومية، لذلك فالروابط السياسية قد تكون بمثابة مكمل ومدعم للممارسات الجيدة للحوكمة، وبالتالي سيؤدي ذلك لعدم اساءة استغلال النقدية، ومن ثم الإحتفاظ بنقدية أقل (Ullah and kamal, 2017, Hill et al., 2014).

ويتضح جلياً أن هناك عدد قليل من الدراسات التي تناولت قياس تأثير الروابط السياسية على مستوى الإحتفاظ بالنقدية، كما أنها توصلت إلى نتائج مختلفة، بالإضافة لذلك لا توجد دراسات اختبرت هذه العلاقة في مصر على حد علم الباحثان، وبالتالي تتمثل مشكلة البحث في اختبار اثر الروابط السياسية في المنشآت المصرية على مستوى الإحتفاظ بالنقدية كأحد أهم موارد المنشأة، حيث يترتب على ارتفاعها أو انخفاضها عن المستوى المناسب أضرار كبيرة قد تلحق بالمنشأة سواء في الأجل القصير أو الطويل، مثل اساءة استخدام النقدية في مشروعات غير مربحة أو ضياع الفرص الإستثمارية أو استخدامها في تحقيق مصالح شخصية للمديرين أو استخدامها لأغراض سياسية.

وعلى هذا يتمثل التساؤل البحثي فيما يلي:

**هل تؤثر الروابط السياسية لمنشآت الأعمال المصرية على مستوى الإحتفاظ بالنقدية؟**

## ٢-١ هدف البحث:

يتمثل الهدف الرئيس لهذا البحث فيما يلي:

قياس أثر الروابط السياسية لمنشآت الأعمال المصرية على مستوى الإحتفاظ بالنقدية.

ويتفرع من هذا الهدف الرئيس الأهداف الفرعية التالية:

١ - قياس أثر الروابط السياسية لأعضاء مجلس الإدارة بمنشآت الأعمال المصرية على مستوى الإحتفاظ بالنقدية.

٢- قياس أثر الروابط السياسية لكبار المساهمين بمنشآت الأعمال المصرية على مستوى الإحتفاظ بالنقدية.

٣- قياس أثر الروابط السياسية من خلال الملكية الحكومية بمنشآت الأعمال المصرية على مستوى الإحتفاظ بالنقدية.

## ٣-١ فرض البحث:

يتمثل الفرض الرئيس لهذا البحث فيما يلي :

توجد علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين الروابط السياسية لمنشآت الأعمال المصرية ومستوى الإحتفاظ بالنقدية.

ويتفرع من هذا الفرض الفروض الفرعية التالية :

١ - توجد علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين الروابط السياسية لأعضاء مجلس الإدارة بمنشآت الأعمال المصرية ومستوى الإحتفاظ بالنقدية.

٢ - توجد علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين الروابط السياسية لكبار المساهمين بمنشآت الأعمال المصرية ومستوى الإحتفاظ بالنقدية.

٣-توجد علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين الروابط السياسية من خلال الملكية الحكومية بمنشآت الأعمال المصرية ومستوى الإحتفاظ بالنقدية.

#### ٤-١ منهج البحث:

من أجل تحقيق الهدف الرئيس المنشود لهذا البحث سوف يعتمد الباحثان على التحليل النظري للدراسات السابقة بهدف التعرف على أثر الروابط السياسية لمنشآت الأعمال على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، واشتقاق فروض البحث، ثم إجراء الدراسة التطبيقية لإختبار مدى صحة تلك الفروض على عينة من المنشآت المصرية المسجلة على مؤشر EGX100 خلال الفترة من عام ٢٠١٤ وحتى ٢٠١٧.

#### ٥-١ نطاق البحث:

اقتصر نطاق هذا البحث على المنشآت المصرية غير المالية المسجلة على مؤشر EGX100 ، وكذلك اختبار أثر الروابط السياسية المباشرة فقط المتعلقة بأعضاء مجلس الإدارة وكبار المساهمين والملكية الحكومية وإستبعاد الروابط السياسية التي يتم إنشاؤها من خلال التبرعات التي تقدمها المنشآت للحملات الإنتخابية لمساندة رجال السياسة، وذلك لعدم إفصاح المنشآت عن مثل هذا النوع من المعلومات.

#### ٦-١ خطة البحث:

سعيًا نحو تحقيق هدف البحث الرئيس، تم تقسيم هذا البحث إلى العناصر التالية:

- ١- الإطار العام للبحث.
- ٢- الإطار النظري والدراسات السابقة لمتغيرات البحث.
- ٣- الدراسة التطبيقية.
- ٤- الخلاصة والنتائج.
- ٥- التوصيات والأبحاث المستقبلية.
- ٦- المراجع.

## ٢- الإطار النظري والدراسات السابقة لمتغيرات البحث

### ٢-١ الروابط السياسية وتأثيراتها المختلفة على منشآت الأعمال:

تتعرض منشآت الأعمال في الوقت الراهن للعديد من الضغوط كنتيجة للتطورات السياسية والتكنولوجية والإقتصادية، لذلك اتجهت العديد من المنشآت في مختلف دول العالم لإقامة علاقات وروابط سياسية، للحصول على مزايا ومنافع للبقاء في مجتمع الأعمال والمنافسة، بل وتحسين أدائها، وقد تقوم منشآت الأعمال بإقامة روابط سياسية سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، حيث تصنف المنشآت على أنها ذات روابط سياسية مباشرة إذا كان أحد كبار الموظفين في هذه المنشأة (المدير التنفيذي أو رئيس مجلس الإدارة أو نائبه) أو أحد كبار المساهمين (الذي يمتلك ١٠% على الأقل من حقوق التصويت) من كبار المسؤولين في الدولة كأن يكون عضواً في البرلمان أو في حزب من الأحزاب أو وزيراً. كما تصنف المنشآت على أنها ذات روابط سياسية غير مباشرة إذا كان أحد أقارب كبار الموظفين في المنشأة وزيراً أو عضواً في البرلمان أو من كبار المسؤولين في الدولة، أو أن يكون لدى كبار الموظفين في المنشأة علاقة صداقة مع أحد كبار المسؤولين في الدولة (Faccio, 2006)، كما قد تنشأ تلك الروابط غير المباشرة من خلال ما تقدمه المنشآت من تبرعات للحكومة أو الحملات الانتخابية.

هذا، ويوجد تأثير كبير للروابط السياسية على منشآت الأعمال (Fisman, 2006, Faccio, 2006, Chaney et al., 2011, 2001)، وقد يكون ذلك التأثير موجباً نظراً لحصول المنشآت المرتبطة سياسياً على العديد من المنافع والمزايا من أهمها الحصول على قروض بشروط ميسرة من البنوك وبمزايا ائتمانية كثيرة، بالإضافة إلى دفع ضرائب أقل (Johnson and Mitton, 2003, Cull and Xu, 2005, Dinc, 2005, Bai et al., 2006, Charumilind et al., 2006, Leuz and Oberholzer, 2006, Li et al., 2008, Claessens et al., 2008, Wu et al., 2012, Houston et al., 2014, Yeu et al., 2013, Xu et al., 2013).

في ذات السياق، أكدت العديد من الدراسات على أن رغبة المنشآت في الحصول على تمويل محلي بشروط مميزة (فائدة أقل ومدة سداد أطول) يعد من أهم الأسباب التي تدفعها لبناء روابط سياسية، فعلى سبيل المثال، أشارت دراسة (Khawaga and mian, 2005) والتي اختبرت تأثير الروابط السياسية للمنشآت الباكستانية على الحصول على قروض بشروط مرضية Preferential Treatment إلى أن المنشآت ذات الروابط السياسية استطاعت الحصول على ضعف القروض التي حصلت عليها

المنشآت الغير مرتبطة سياسياً، كما أن هذه المنشآت كان لديها تخلف عن سداد القروض بمعدل ٥٠ % أعلى من المنشآت الأخرى.

وقد توصلت دراسة (Chen et al., 2014) إلى أن المنشآت ذات الروابط السياسية استطاعت الحصول على قروض بنكية بشروط مميزة سواء تعلقت هذه الشروط بمعدل الفائدة أو بشروط أخرى، كما أن القروض التي حصلت عليها المنشآت المرتبطة سياسياً كانت من البنوك الحكومية بشكل يفوق ما حصلت عليه من البنوك الأخرى. كما أظهرت نتائج دراسة (Houston et al., 2014) إلى أن المنشآت المرتبطة سياسياً استطاعت الحصول على قروض مصرفية ذات تكلفة منخفضة؛ وتم تفسير ذلك بأن الروابط السياسية أدت لتخفيض المخاطر الائتمانية وذلك على العكس من المنشآت الغير مرتبطة سياسياً.

يعد تسهيل الحصول على التمويل من المصادر الرسمية (عادة البنوك) من أهم المزايا التي تحصل عليها المنشآت ذات الروابط السياسية. أما فيما يتعلق بالتمويل غير الرسمي (الإئتمان التجاري) فإن عدد قليل من الدراسات اختبرت أثر الروابط السياسية للمنشآت على مدى اعتمادها على التمويل غير الرسمي (الإئتمان التجاري). حيث ينشأ الإئتمان التجاري من قيام الموردون بتوريد سلع للعملاء بدون تحصيل قيمتها في الحال، وبالمقارنة مع التمويل الرسمي عن طريق البنوك يعد الإئتمان التجاري بمثابة عقد ضمني بين الموردون والعملاء، ولا يتضمن هذا العقد عادة أي ضمان من طرف ثالث، ولضمان دفع هذا الإئتمان، يلجأ الموردون عادةً لتقييم الجدارة الائتمانية للعملاء Creditworthiness والقابلية القانونية لتنفيذ العقود Legal enforceability of the contract؛ حيث أن المنشآت التي لديها جدارة إئتمانية عالية وتعمل في بيئة أكثر فعالية في تطبيق القوانين (بشأن عدم الوفاء بالسداد) تكون أكثر حظوظاً في الحصول على إئتمان تجاري أعلى (Guiso et al., 2004).

وفي هذا الشأن أشارت دراسة (Xu et al., 2017) إلى أن المنشآت الصينية ذات الروابط السياسية أقل حصولاً على الإئتمان التجاري بالمقارنة مع المنشآت الأخرى، كما أن المنشآت المرتبطة سياسياً والتي تحصل على إئتمان تجاري، تعاني من ارتفاع تكلفة هذا الإئتمان والذي يتمثل في أوراق دفع بمعدلات فائدة بدلاً من أن يكون هذا الإئتمان في شكل حسابات دائنون بدون فائدة، ويمكن تفسير هذه النتائج بأن تفعيل القوانين الخاصة بعدم الوفاء بالعقود يكون أقل على المنشآت ذات الروابط السياسية (حيث تحصل هذه المنشآت على مزايا تتمثل في عقوبات أقل وتسهيلات في تطبيق قواعد القيد والإستمرار في البورصة)، ويترتب على ذلك انخفاض ثقة الموردين بهذه المنشآت نظراً لصعوبة استرداد الإئتمان الممنوح.

كما توصلت نتائج بعض الدراسات إلى أن المنشآت المرتبطة سياسياً استطاعت الحصول على مزايا حكومية بشكل أكبر من المنشآت الأخرى الغير مرتبطة سياسياً، وفي هذا الشأن توصلت دراسة ( Dicko 2016) إلى أن المنشآت ذات الروابط السياسية تحصل على العقود الحكومية بشكل يفوق غيرها من المنشآت الغير مرتبطة سياسياً، كما تبين أن الروابط السياسية تعتبر بالنسبة للمنشآت بمثابة استراتيجيات طويلة الأجل (غير مرتبطة باليات السوق) لمساعدتها على كسب مزايا تنافسية وتحسين آدائها. كما اختبرت دراسة (Faccio 2006) العلاقة بين عمليات الإنقاذ الحكومية Governmental bailouts والمنشآت ذات الروابط السياسية في عدد من الدول، وتوصلت إلى أن المنشآت ذات الروابط السياسية عادة ما يتم انقاذها من التعثر المالي من جانب الحكومات بشكل يفوق المنشآت الأخرى الغير مرتبطة سياسياً، بالإضافة لذلك فإن الروابط السياسية في بعض الدول تؤثر على توزيع رؤوس الأموال من خلال المساعدات المالية التي تُقدم للمنشآت وقت التعثر الإقتصادي.

ويؤكد (Faccio 2006) على أن المزايا التي تحصل عليها المنشآت المرتبطة سياسياً باختلاف أنواعها، تتحقق في الدول التي يرتفع فيها معدل الفساد وتكون حماية حقوق الملكية بها أقل، كما أن هذه الدول تعاني من التدخل الحكومي المتزايد والغير مبرر، بالإضافة إلى عدم ممارسة الديمقراطية بشكل سليم.

هذا وبالإضافة إلى المنافع الإقتصادية التي تحصل عليها المنشآت ذات الروابط السياسية، فهناك بعض المنشآت تستعين بالمديرين ذوي الروابط السياسية نظراً لخبراتهم ومعارفهم الواسعة بالإجراءات الحكومية، وقدرتهم المميزة على اقتناص (الحصول على) منافع من الحكومة على حساب باقي المنافسين، أو لقدرتهم على الحد من الأضرار التي قد تلحق بالمنشأة نتيجة القرارات الحكومية (Agrawal and Knoeber, 2001)، وقد أكد (Goldman and Rocholl 2009) على أن المنشآت ذات الروابط السياسية مع الحزب الجمهوري الأمريكي زادت قيمتها بعد فوز هذا الحزب في الإنتخابات الرئاسية، بينما المنشآت التي كانت لها روابط سياسية مع الحزب الديمقراطي إنخفضت قيمتها.

وقد أوضح (Lin et al., 2016) أن المنشآت التايوانية ذات الروابط السياسية بالحزب الفائز في الإنتخابات الرئاسية عام ٢٠٠٨ أعلنت عن عوائد ايجابية غير عادية بالمقارنة بالمنشآت الأخرى، كما أوضح (Andg and ding 2006) أن المنشآت في سنغافورة تستعين بمديرين لديهم روابط سياسية كإشارة على قوة وجودة الحوكمة، وقد أشارت النتائج بالفعل إلى أن تلك المنشآت التي لديها روابط سياسية مع الحكومة لديها حوكمة قوية ذات جودة مرتفعة، وقد زادت قيمة هذه المنشآت نتيجة لذلك. كما أكدت

عدة دراسات على أن المنافع التي تعود على المنشآت من ارتباطها سياسياً تتمثل في تحسين قيمتها (Mian and khwaja, 2005، Frye and shleifer, 1997، Shlefer and vishny, 1994)، (Ang et al, 2013، Boubakri et al, 2008، Faccio, 2006).

كما أشار Sang et al., (2011) إلى أنه في بعض الصناعات تكون للروابط السياسية دور هام وفعال في إضافة قيمة للشركات في سنغافورة وذلك بالمقارنة بصناعات أخرى، حيث تتسم هذه الصناعات بخضوعها لمزيد من التشريعات الحكومية الصارمة مثل الصناعات الكهربائية، وصناعة المعدات الإلكترونية، وكل من قطاعات البناء والأغذية والمطاط والبلاستيك. كما تبين أن المنشآت التي تمارس أعمالاً وأنشطة ترتبط بهذه الصناعات غالباً ما تستعين بمديرين لديهم روابط سياسية وذلك لإضافة قيمة لهم، خاصةً إذا كان الارتباط السياسي من خلال رئيس مجلس الإدارة أو المدير التنفيذي.

هذا، وأوضحت دراسة Deng et al., (2017) أن زيادة مستوى ارتباط المنشآت سياسياً يؤدي إلى تخفيض أوالحد من التأثير السلبي للقيود المالية Financial Constraints التي قد تتعرض لها هذه المنشآت، خاصة عندما تواجه مشكلة عدم تماثل المعلومات Information Asymmetry ومشكلة عدم سيولة تداول الأوراق المالية Stock Trading illiquidity، والجدير بالذكر أن المشكلتين السابقتين يعدا أهم مصدرين لما يعرف بـ Market Frictions أي عدم فعالية أو صعوبة تداول الأوراق المالية، والذي يؤثر بدوره على عرض أو توفير رؤوس الأموال، كما اعتبره Deng et al., (2017) المحدد الأول والأكثر أهمية للقيود المالية، وذلك فقط للشركات الغير مرتبطة سياسياً أو لديها مستوى منخفض من الإرتباط السياسي.

وفي ذات السياق، أشار البعض إلى أن الروابط السياسية تخفض من القيود المالية، حيث أوضح Firth et al., (2009) أن الروابط السياسية تلعب دور هام ومؤثر في تخصيص القروض الحكومية على المنشآت الصينية ذات الروابط السياسية، كما أشار (Chan et al., 2012) إلى أن المنشآت الصينية المرتبطة سياسياً لا تعاني من مشاكل القيود المالية مقارنة بالمنشآت الغير مرتبطة سياسياً، وأكد Poncet et al., (2010) على أن المنشآت الصينية ذات الروابط السياسية أقل تعرضاً للقيود المالية مقارنة بالمنشآت الأخرى، نظراً للمنافع التي تحصل عليها تلك المنشآت.

وعلى العكس مما توصلت إليه الدراسات السابق عرضها، فقد أوضحت نتائج دراسات أخرى وجود عدة تأثيرات سلبية للروابط السياسية على منشآت الأعمال، حيث توصلت دراسة Shi et al., (2018) إلى أن أعضاء مجلس الإدارة السياسيين في المنشآت الصينية أقل فعالية في أداء الدور الرقابي على

المديرين من نظرائهم الغير سياسيين، وكذلك فعالية أعضاء مجلس الإدارة السياسيين في توفير الموارد المالية اللازمة المنشأة، وخلصت الدراسة بشكل عام إلى أن الروابط السياسية تؤدي إلى تخفيض قيمة المنشآت الصينية، كما أشارت إلى أن توافر آليات حوكمة خارجية فعالة يحد من الأثر السلبي للروابط السياسية على قيمة المنشآت.

كما اظهرت نتائج دراسة (Chaney et al., (2011) انخفاض جودة الأرباح في المنشآت ذات الروابط السياسية، وعلى الرغم من ذلك فإن المنشآت ذات الروابط السياسية لم تتأثر بشكل سلبي حيث لم ترتفع تكلفة الإقتراض بتلك المنشآت. حيث أشار (Kang and Zhang (2011) إلى أن المنشآت الأمريكية التي لديها مديرين حكوميين ترتبط بأداء تشغيلي ضعيف وعوائد أقل، لذلك فإن اعلان المنشآت عن تعيينها مديرين حكوميين له تأثير سلبي على المستثمرين بالمقارنة بالمديرين غير الحكوميين ، كما أوضح (Boubakri et al, (2008) أن المنشآت ذات الروابط السياسية ترتبط بأداء محاسبي ضعيف.

بالإضافة لذلك، توصلت بعض الدراسات إلى عدم وجود تأثير موجب للروابط السياسية على دعم وزيادة جودة الحوكمة، حيث توصلت دراسة (Shen et al.,(2015) إلى أن المنشآت التايوانية ذات الروابط السياسية لا تعزز تطبيق آليات الحوكمة لديها، وعلى جانب آخر، تناولت دراسة ( Abdul (wahab et al., 2017 أحد التأثيرات السلبية للروابط السياسية على منشآت الأعمال، حيث اختبرت تلك الدراسة العلاقة بين الروابط السياسية للمنشآت الماليزية والتعسف الضريبي، وتوصلت إلى أن المنشآت المرتبطة سياسياً لديها مستويات مرتفعة من التعسف الضريبي وذلك بالمقارنة مع المنشآت الأخرى الغير مرتبطة سياسياً

ويرى البعض أنه من الصعب عملياً تحديد علاقة سببية بين الروابط السياسية وأداء المنشآت؛ فمن جانب أول، قد يختار السياسيين الإرتباط مع المنشآت التي لديها إمكانيات تجارية عالية، ومن جانب آخر، فقد تسعى المنشآت الأقل قدرة تنافسية إلى بناء روابط سياسية مع الحكومة أو مع سياسيين من أجل تحسين ادائها والمنافسة في مجالها (Hermalin and weisbach, 2003;Dang et al, (2017).

وفيما يتعلق بتأثير الروابط السياسية في مصر، فقد أشار (Dang et al., (2017) إلى أن المنشآت ذات الروابط السياسية قبل ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١ قد زادت قيمتها بما يقارب ٢٢,٤%؛ حيث إن هذه المنشآت كانت تعاني من قيود مالية منخفضة، وكانت تحصل على قدر كبير من التمويل المبني

على الديون في ذروة الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨، كما أن العوائد التراكمية الغير العادية للمنشآت المصرية ذات الروابط السياسية قد انخفضت بما يعادل ٢٦,٥% خلال الخمسة عشرة يوماً التالية للثورة، وذلك مقارنة بالمنشآت الغير مرتبطة سياسياً. كما تبين من دراسة (Acemoglu et al., 2015) والتي اختبرت أثر إحتجاجات ثورة ٢٥ يناير على أداء المنشآت ذات الروابط السياسية، أنها توصلت إلى عدة نتائج من أهمها انخفاض عوائد المنشآت المرتبطة سياسياً (بنظام مبارك) بالإضافة إلى انخفاض أرباحها.

يستنتج الباحثان من العرض السابق للدراسات التي تناولت التأثيرات المختلفة للروابط السياسية على منشآت الأعمال وجود اتفاق على أن المنشآت ذات الروابط السياسية تستطيع الحصول على التمويل اللازم بتكلفة منخفضة وبشروط ميسرة وذلك على العكس من المنشآت الأخرى الغير مرتبطة سياسياً، ومن جانب آخر اتضح للباحثان أن هناك اختلاف حول نوعية تأثير الروابط السياسية على منشآت الأعمال، حيث توصلت نتائج بعض الدراسات إلى وجود تأثير ايجابي مثل حصول المنشآت المرتبطة سياسياً على مزايا من الحكومة بالإضافة إلى زيادة جودة الحوكمة، وعلى العكس من ذلك توصلت نتائج دراسات أخرى إلى أن وجود روابط سياسية بمنشآت الأعمال عادةً ما يصاحبها تأثيرات سلبية مثل انخفاض قيمة المنشأة وجودة الأرباح وزيادة مستوى التعسف الضريبي.

## ٢-٢ سياسية الإحتفاظ بالنقدية: الدوافع والمحددات المختلفة.

تعد النقدية أحد أهم الأصول المتداولة داخل ميزانية منشآت الأعمال وأكثرها سيولة، ومحاسبياً ينظر للنقدية باعتبارها الحساب الأكثر خطورة، حيث أن عدد كبير من المعاملات المالية تتم بالنقدية، ومن ثم يولى عدداً من أصحاب المصالح - خاصة المساهمين والمراجعين- أهمية إضافية لهذا الحساب (Bick et al., 2017).

نظرياً فى ظل فرضية سوق المال الكفاء The Perfect Capital Market لا يوجد دافع لدى المنشآت للإحتفاظ بمستوى كبير من النقدية، حيث يُمكنها عند الحاجة إلى النقدية تحويل الأصول إلى نقدية أو الحصول على التمويل بتكلفة عادلة من السوق مباشرةً. كما تنطوي فرضية السوق الكفاء على استثمار المنشآت أموالها فى كل المشروعات التي تحقق صافى قيمة حالية موجبة Positive NPV. ثم تقوم بتوزيع ما زاد من نقدية على المساهمين كأرباح (Pinkowitz et al., 2006)، وهذا غير موجود فى الواقع العملى، فالنقدية بأى منشأة تخضع لرقابة وسيطرة مديريها، حيث أشار ( Jensen 1986) أن الإنتهازية الإدارية قد تؤدي إلى تراكم النقدية على حساب رفاهية حملة الأسهم.

وتأسيساً على ذلك، يرى (Boubakri et al., 2012) أن السيولة المرتفعة للمنشآت Excess Liquidity وراء صراعات ومشاكل الوكالة بتلك المنشآت بين المديرين المسيطرون والمساهمين الخارجيين، حيث يفضل المديرين الإحتفاظ بمستويات مرتفعة من النقدية والتي قد تستخدم بشكل يحقق مصالحهم على حساب مصلحة المساهمين، لذلك يحاول المساهمون الحد من قدرة المديرين في الحصول على تدفقات نقدية حرة من أجل الحد من صراعات الوكالة.

فالمستوى المرتفع من الأرصدة النقدية المحتفظ بها يوفر للمديرين حرية تصرف أكبر (عفيفي، ٢٠١٥)، وتؤكد دراسة (Al-dhamari and Ku Ismail 2015) على أن تراكم النقدية بالمنشأة قد يستثمرها المديرين في مشاريع قد لا تكون في مصلحة المنشأة دون التعرض لمزيد من الرقابة المرتبطة بالتمويل الخارجي، وهذا يؤدي إلى انخفاض قيمة المنشأة خاصةً عندما تكون الحوكمة ضعيفة، كما أن انخفاض مقدار النقدية عن المستوى المناسب قد يؤدي إلى عدم استغلال الفرص الاستثمارية المربحة والتي قد تتاح للمنشأة في وقت تفتقر فيه المنشأة للمستوى الكاف من النقدية.

ونظراً لما تتمتع به النقدية من أهمية، فقد استهدفت العديد من الدراسات استكشاف دوافع الإحتفاظ بالنقدية، حيث أجمعت معظم الدراسات السابقة على أن أهم الدوافع وراء إحتفاظ المنشآت بالنقدية، دافع المعاملة Transaction Motive ويعنى أن المنشآت تحتفظ بالنقدية من أجل تخفيض تكاليف معاملات التمويل أو تجنب التخلص من الأصول نتيجة الحاجة إلى النقدية، وكذلك دافع الوقاية أو الحماية Precautionary Motive ويعنى ضمان استغلال الفرص الاستثمارية المربحة للمنشأة بدلاً من فقدانها بسبب نقص السيولة (Kusnadi, 2003؛ عفيفي، ٢٠١٥؛ Ullah and Kamal, 2017). لذلك تلعب سياسة النقدية المحتفظ بها دوراً هاماً في السياسة المالية للمنشآت (Kuan et al., 2012).

وبالإضافة لما تقدم، تتضاءل بل قد تتلاشى دوافع الإحتفاظ بالنقدية أثناء وجود الروابط السياسية للمنشأة، فالروابط السياسية للمنشأة تؤدي إلى الوصول المميز والتفضيلي للتمويل الخارجي، وغالباً ما تحصل على قروض بشروط تفضيلية (وذلك كما أكدت عليه العديد من الدراسات)، وتؤدي الروابط السياسية إلى استقرار التدفقات النقدية المستقبلية، ولكن عند انتهاء أو تعطل علاقة هذه المنشآت

<sup>1</sup> فسر الباحثان في هذا الصدد السيولة المرتفعة في سياق: أن التدفق النقدى الحر يتجاوز تمويل كل المشروعات ذات القيمة الحالية الموجبة.

بالسياسيين لأي سبب، يؤدي إلى اضطرابات في المقدرة التمويلية للمنشأة، وهذا الموقف يمثل إختبار لأثر المرونة المالية<sup>٢</sup> على السياسة النقدية للمنشآت (Zhao and Ren, 2016).

إن مستوى الاحتفاظ بالنقدية من أهم القرارات الأساسية للمنشأة وكذلك ما يجب فعله بما لديها من نقدية، وعليه يتم تحديد الصحة المالية للمنشأة، بالإضافة إلى أن قرار الاحتفاظ بالنقدية له تكلفة فرصة بديلة (Al-Najjar, 2013)، لذلك توجد العديد من الدراسات السابقة التي اهتمت بالعوامل المؤثرة وبمحددات الإحتفاظ بالنقدية. وقد تبين من مراجعة تلك الدراسات السابقة أنها تنقسم إلى مجموعتين؛ تناولت دراسات المجموعة الأولى محددات شائعة البحث والإختبار والتي تتمثل في كل من المحددات المالية ومحددات الحوكمة، أما المجموعة الأخرى فقد تناولت محددات حديثة البحث والاختبار والتي من بينها الروابط السياسية للمنشآت.

وفيما يخص المجموعة الأولى والتي شملت المحددات المالية للاحتفاظ بالنقدية، توصلت دراسة (Opler et al., 1999) إلى أن المنشآت الأمريكية ذات فرص النمو القوية والتي ترتبط تدفقاتها النقدية بنسبة مخاطرة عالية تحتفظ بمستوى مرتفع من النقدية. بينما المنشآت كبيرة الحجم التي تتمتع بتصنيفات ائتمانية عالية تحتفظ بنسبة أقل من النقدية، وتبين أن الدافع الإحترازي يعد السبب وراء قيام إدارة المنشآت بالإحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية كلما اتاحت الفرصة لذلك.

هذا، وأظهرت نتائج دراسة (Al-Najjar (2013 أن هيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح وحجم المنشأة تؤثر على النقدية المحتفظ بها وتعد محددات ذات أهمية، كما أن هناك أوجه تشابه في العوامل المحددة لمستوى النقدية المحتفظ بها بين الدول المتقدمة والناشئة وتتمثل تلك المحددات في الرافعة المالية والأرباح الموزعة المدفوعة والربحية والسيولة وحجم المنشأة. إلا أن المنشآت في الدول الناشئة والتي يضعف بها نظم حماية المستثمر تحتفظ بنقدية أكبر لأن تلك الدول لديها أسواق رأس مال ضعيفة تؤثر سلباً على قدرة المنشآت التي تحتاج للتمويل.

وفي ذات السياق اختبرت دراسة (Arfan et al., 2017) تأثير توزيعات الأرباح المدفوعة والسيولة وحجم المنشأة على مستوى النقدية المحتفظ به. وقد توصلت إلى أن تلك المتغيرات سواء مجتمعة أو منفردة تعد محددات للنقدية المحتفظ بها في المنشآت الإندونيسية، حيث تبين أن التوزيعات المدفوعة والسيولة وحجم المنشأة محددات لها تأثير بشكل موجب على النقدية المحتفظ بها.

<sup>٢</sup> فسر الباحثان في هذا الصدد المرونة المالية في سياق: أنها تعنى قدرة المنشأة على تعديل حجم وتوقيت التدفقات النقدية بما يمكنها من الاستجابة للإحتياجات والفرص غير المتوقعة.

وفي هذا الصدد، توصلت دراسة (Farinha and Borges (2017) إلى أن فرص نمو المنشأة والرافعة المالية وتوزيعات الأرباح المدفوعة تمثل محددات لها تأثير موجب على النقدية المحتفظ بها لدى المنشآت البرتغالية، في حين يؤثر استحقاق الديون وسدادها سلباً على مستوى النقدية المحتفظ بها، كما تبين من دراسة (Naumoski, (2018 أن النقدية المحتفظ بها تزداد بشكل ملحوظ مع حجم المنشأة والتدفقات النقدية واستحقاق الديون. في حين ينخفض مستوى الاحتفاظ بالنقدية بشكل كبير مع كل من الرافعة المالية ونفوذ المنشأة.

وقد أظهرت دراسة (Fernandes et al., (2017 أن المنشآت البرتغالية تحتفظ بنقدية أقل عن المنشآت المماثلة في البلدان التي يكون فيها حماية أكبر لحقوق المساهمين والدائنين وهو ما يؤكد على أهمية البيئة القانونية والمؤسسية والاقتصادية للدولة عند تفسير قرارات احتفاظ المنشأة بالنقدية. حيث توصلت الدراسة إلى أن فرص نمو المنشأة ترتبط سلباً مع النقدية المحتفظ بها، في حين أن الديون طويلة الأجل والعسر المالي يرتبطان ارتباطاً موجباً مع الإحتفاظ بالنقدية.

هذا، وهدفت دراسة (Maheshwari and Rao (2017 إلى اختبار مجموعة أخرى لمحددات الاحتفاظ بالنقدية، وأظهرت نتائج تلك الدراسة وجود علاقة موجبة قوية بين الاحتفاظ بالنقدية والتدفقات النقدية والأرباح المدفوعة ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وصافي اصدار السندات وصدار حقوق الملكية وفرص الاستثمار. بينما تتأثر النقدية المحتفظ بها سلباً بالرافعة المالية ومصروفات البحوث والتطوير والمصروفات الرأسمالية.

وفي نفس الصدد، توصلت دراسة (Guizani (2017 إلى أن الرافعة المالية وحجم المنشأة والمصروفات الرأسمالية وتقلبات التدفقات النقدية محددات ذات أهمية لمستوى النقدية المحتفظ بها لدى المنشآت السعودية. كما تم اختبار خصائص المنشآت عالية السيولة (المنشآت الأكثر تحفظاً)، كما أن تلك المنشآت أقل قدرة على الإستدانة وأنها أكبر حجماً ولديها إنفاق استثماري منخفض وتقلبات ضعيفة في تدفقاتها النقدية.

وقد أظهرت نتائج دراسة (Gill (2012 أن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والتدفقات النقدية والرافعة المالية وحجم المنشأة وحجم مجلس الإدارة وإزدواجية وظيفة رئيس المجلس والعضو المنتدب تؤثر على النقدية المحتفظ بها لدى المنشآت الكندية. حيث أظهرت النتائج أن السيولة تسمح للمديرين بالاستثمار في المشاريع التي تناسب مصالحهم الشخصية، كما أن هناك علاقة موجبة بين إزدواجية دور المدير التنفيذي والعضو المنتدب والنقدية المحتفظ بها لدى منشآت الأعمال.

يتضح مما سبق أن أغلب الدراسات التطبيقية لمحددات الاحتفاظ بالنقدية قد أجريت بالتطبيق على الدول المتقدمة. كما يلاحظ أن أكثر المحددات المالية تناولاً بالبحث الراجعة المالية وفرص النمو المتوقعة وتوزيعات الأرباح وحجم المنشأة.

أما فيما يخص الدراسات السابقة التي تناولت خصائص وآليات الحوكمة كمحدد لمستوى النقدية المحتفظ بها، فقد توصلت دراسة (Kusnadi 2003) إلى أن صغر حجم مجلس الإدارة وانخفاض الملكية الإدارية يؤدي إلى زيادة جودة الحوكمة لدى المنشآت في سنغافورة، بما ينعكس ذلك على انخفاض مستوى النقدية المحتفظ بها، كما توصلت دراسة عفيفي (٢٠١٥) أن قوة حوكمة مجلس الإدارة للمنشآت المصرية وتحديداً استقلالية مجلس الإدارة ورئيس مجلس الإدارة لها علاقة سالبة بمستوى النقدية المحتفظ بها.

وبالتطبيق على بيئة أعمال أوسع، فقد اختبرت دراسة (Al-Najjar and Clark 2017) تأثير ممارسات الحوكمة الداخلية والخارجية على قرار الاحتفاظ بالنقدية في دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا. حيث توجد علاقة موجبة بين الملكية المؤسسية والاحتفاظ بالنقدية. وبالإضافة لذلك فإن أنشطة الحوكمة الخارجية مهمة في إتخاذ القرارات النقدية، حيث تحتفظ المنشآت بأموال نقدية أقل إذا كانت الدول لديها معايير دولية لقانون الأوراق المالية والاشراف المصرفي.

هذا، وبخلاف المحددات المالية ومحددات الحوكمة السابق الإشارة إليها فهناك محددات أخرى للإحتفاظ بالنقدية تم اختبارها حديثاً ومن أهمها الروابط السياسية للمنشآت، حيث تناولت مجموعة أخرى من الدراسات تأثير الروابط السياسية لمنشآت الأعمال على مستوى الإحتفاظ بالنقدية، حيث تعد الروابط السياسية للمنشأة محدداً لما تتخذه تلك المنشأة من قرارات وقد تنامت أهمية ذلك المحدد في السنوات السابقة (Zhao and Ren, 2017)، ومن أهم تلك القرارات التي تؤثر فيها الروابط السياسية لمنشآت الأعمال سياستها النقدية Cash Policy، والتي تُحدد مستوى السيولة المطلوبة من خلال النقدية المحتفظ بها cash holdings (Al dharmari and Ku Ismail, 2015). ومن هذا المنطلق استهدف هذا البحث دراسة أثر الروابط السياسية لمنشآت الأعمال على مستوى الإحتفاظ بالنقدية، وهو ما يتناوله الباحثان في الأجزاء التالية من البحث.

## ٢- ٣ الروابط السياسية وتأثيرها على مستوى الإحتفاظ بالنقدية.

تبين من دراسة وتحليل الدراسات السابقة أن هناك اتجاهين لتحديد وتفسير أثر الروابط السياسية كأحد المحددات الهامة والحديثة للإحتفاظ بالنقدية؛ فالإتجاه الأول يوضح أن للروابط السياسية تأثيراً موجباً على مستوى الإحتفاظ بالنقدية. حيث أشار (2015) AL- dhamari and Ismail إلى أن المنشآت ذات الروابط السياسية تحتفظ بمستوى مرتفع من النقدية، ويساعدها في ذلك انخفاض جودة ممارسات الحوكمة الناتجة من ضعف آلياتها؛ حيث يوجد ارتباط عكسي بين الروابط السياسية وحالة الحوكمة؛ فالمنشآت ذات الروابط السياسية تعاني من انخفاض جودة الحوكمة، ومن ثم تحتفظ بنقدية كبيرة يستخدمها المديرين في أداء أنشطة سياسية لتحقيق منافع شخصية، وتتمثل هذه الأنشطة في الإنفاق على الحملات الانتخابية، ودفع رشاي، والإفراط في الإستثمار الغير مريح في بعض المشروعات لضمان الأصوات الانتخابية لصالح السياسيين ذوي الصلة، وتؤدي هذه الأنشطة للإضرار بمصالح الملاك، كما أكد على ذلك دراسة (2017) Ullah and Kamal حيث تبين أن الضغط والتدخل السياسي يؤدي لإنخفاض جودة الحوكمة بسبب ضعف الدور الرقابي والإشرافي للإدارة، وقد يؤدي ذلك لسعي المديرين للإحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية لتحقيق منافع شخصية، على اعتبار أن النقدية من أسهل الأصول التي يمكن استغلالها أو إساءة استخدامها.

ويرجع سبب الإرتباط السلبي بين الروابط السياسية وحالة الحوكمة إلى أن المنشآت ذات الروابط السياسية تتميز بالحصول على الدعم والحماية الكافية من الحكومة، وسهولة الحصول على قروض ميسرة الشروط، بالإضافة إلى أنها أقل تعرضاً للعقوبات المفروضة من سوق المال، وقد تؤدي الخصائص السابقة للمنشآت ذات الروابط السياسية إلى ممارسات حوكمة غير جيدة تتمثل في: قيام المديرين بإخفاء المعلومات عن المساهمين والتي تتعلق بإنفاق الزيادة في النقدية لتحقيق الأهداف السياسية، ويؤدي ذلك بالفعل لإنخفاض جودة المعلومات.

كما يرى (2018) Shi et al., أن أعضاء مجلس الإدارة السياسيين أقل كفاءة من الأعضاء الغير سياسيين في رقابة المنشأة؛ حيث أن أداء الدور الرقابي الفعال لأعضاء مجلس الإدارة يتطلب من هؤلاء الأعضاء بعض القدرات مثل توفير وقت وجهد ومعرفة مأللة وقانونية كبيرة، ويفتقر أعضاء مجلس الإدارة السياسيين لمثل هذه القدرات. وأكدت على ذلك دراسة (2007) Fan et al., حيث توصلت إلى أن أعضاء مجلس الإدارة السياسيين لهم تأثير سلبي على الأداء المحاسبي و أداء أسعار الأسهم؛ لأنهم يفتقرون للقدرات اللازمة لإكتشاف القرارات الغير ملائمة والتي يتخذها المديرين، ويرجع

السبب في ذلك إلى الإشغال الدائم لهؤلاء الأعضاء وعدم قدراتهم على توفير الوقت والجهد اللازمين لتجميع وتشغيل البيانات اللازمة لأداء الدور الرقابي بفعالية.

وفي هذا السياق، أوضح (Gul (2006) أن المنشآت ذات الروابط السياسية أكثر احتمالاً أن تعاني من مخاطر الفشل المالي، ومن المتوقع أن تكون قوائمها المالية محرفة وأن تبالغ في التقرير عن أرباحها، وذلك حتى تتجنب انتهاك شروط التعاقد (مثل اتفاقيات الدين). كما توصلت نتائج عدة دراسات إلى أن الروابط السياسية تؤدي لإنخفاض جودة الأرباح (Channey et al., 2011, bushman et al., 2004, Al-damari and Ismail, 2015) وأشارت دراسات أخرى إلى أن الروابط السياسية ذات صلة بتحريف القوائم والتقارير المالية، والتقرير عن أرباح أقل جودة (Ball et al., 2000, ) كما (Belkaoui, 2004, Bushman and Piotroski, 2006, Mohammed et al., 2011, Bliss et al., (2011) على أن المنشآت ذات الروابط السياسية لديها مستوى مرتفع للرافعة المالية، وهذه المنشآت أكثر احتمالاً أن تحقق خسائر، وبالتالي تصنف هذه المنشآت على أنها عالية المخاطر سواء من قبل أسواق المال أو مراجعي الحسابات.

وقد أشار (Boubakari et al., (2013) أن الروابط السياسية للمنشآت تتسبب في زيادة حدة صراعات ومشاكل الوكالة، حيث يمكن النظر للروابط السياسية على أنها انعكاس لمشاكل الوكالة وجودة الحوكمة، فالمنشآت ذات الروابط السياسية التي تتخفف فيها جودة الحوكمة غالباً ما تحتفظ بمستوى مرتفع من النقدية، وما يساعد على ذلك أن تلك المنشآت في وضع أفضل فيما يتعلق بالحصول على أرصدة كبيرة من الأموال بأفضل الشروط، إلى جانب الميزة المتعلقة بدفع ضرائب أقل، وغالباً ما يستجيب مديري هذه المنشآت لتحقيق أهداف الأجندة السياسية للسياسيين ذوي الصلة، على اعتبار أن تلك المنشآت تمثل وحدات مدرة للأموال للسياسيين (Cash Caws)، والجدير بالذكر أن تلك الممارسات تتعارض بشدة مع تحقيق الأهداف الخاصة بأصحاب المصالح وتعظيم ثروة المساهمين، وفي مثل هذه الحالات غالباً ما تفشل الآليات الرقابية للحوكمة مثل مجلس الإدارة ولجنة المراجعة في أداء دورها، وبالإضافة إلى ما سبق فإن إدارة هذه المنشآت قد تستغل زيادة النقدية في تحقيق مصالحها الشخصية على حساب حملة الأسهم، مثل استغلال هذه الأموال في استثمارات مبالغ فيها Over- investment.

وفي هذا السياق أظهرت نتائج دراسة (Belghitar (2016) أن المنشآت الباكستانية ذات الروابط السياسية لديها مستوى مرتفع من الرافعة المالية، كما أن قروضها تستحق في الأجل الطويل ولديها استحقاقات مرتفعة، وبالإضافة لذلك فإن المنشآت المرتبطة سياسياً تحتفظ بمستوى مرتفع من النقدية، وقد توصلت الدراسة نظرياً إلى أن الروابط السياسية تمكن المنشآت من الحصول على الموارد

الخارجية اللازمة، كما أن وجود تلك الروابط يضعف من جودة الحوكمة ويسبب العديد من مشاكل الوكالة، بما ينعكس على الإحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية، بالإضافة إلى زيادة الإستحقاقات.

كما توصلت دراسة (Boubakri 2013) إلى أن المنشآت المرتبطة سياسياً تحتفظ بمستوى مرتفع من النقدية مقارنة بالمنشآت الغير مرتبطة سياسياً، وتعتبر هذه النتيجة أكثر وضوحاً في حالة ضعف جودة الحوكمة، وقد تم تفسير هذه النتائج بأن ارتفاع مستوى النقدية في المنشآت المرتبطة سياسياً قد يحدث نتيجة تعامل السياسيين مع المنشآت كوحدة مدرة للأموال Cash Caws. كما استهدفت دراسة (Saeed et al., 2014) اختبار تأثير الروابط السياسية على مستوى الإحتفاظ بالنقدية للمنشآت الباكستانية ، وتوصلت الدراسة إلى أن المنشآت المرتبطة سياسياً تمتلك احتياطات نقدية أكبر من غيرها.

كما توصلت دراسة (Feng and Johansson 2014) إلى أن المشاركة السياسية لملاك المنشآت الصينية Private entrepreneurs تؤدي إلى ارتفاع النقدية المحتفظ بها في تلك المنشآت، وتم تفسير ذلك بأن المشاركة السياسية تسهل من حصول المنشآت على النقدية، والإحتفاظ بالأصول السائلة. علاوة على انخفاض خطر الإستحواذ على النقدية من قبل السياسيين Political Extraction.

وعلى النقيض من ذلك، يوضح الإتجاه الآخر أن الروابط السياسية تعد بمثابة مكمل ومدعم للممارسات الجيدة للحوكمة، وبالتالي سيؤدي ذلك لعدم اساءة استغلال النقدية، ومن ثم الإحتفاظ بنقدية أقل (Ullah and Kamal, 2017)، وفي هذا السياق يرى (Wahab et al., 2012) أن المنشآت ذات الروابط السياسية قد تسعى لإتباع وتطبيق ممارسات جيدة للحوكمة لحماية سمعتها، وتخفيض تحريفات القوائم المالية والمبالغة في التقرير عن الأرباح، كما أن هذه المنشآت ترغب في الحصول علي اعتراف من أصحاب المصالح بأن قوائمها المالية ذات مصداقية عالية، وأن أدائها ليس متأثر بالدعم والمساعدات الحكومية. ويتفق (Shi et al., 2018) مع ذلك حيث يرى أن أعضاء مجلس الإدارة السياسيين قد يكونوا أكثر استقلالاً عن غيرهم وذلك حفاظاً على سمعتهم، كما أكد (Lin et al., 2012) على أن أعضاء مجلس الإدارة المستقلين السياسيين يغادرون المنشآت اختياريّاً قبل الإفصاح عن الأخبار السيئة وذلك حفاظاً على سمعتهم.

هذا، وتساعد الروابط السياسية للشركات على توفير الدعم اللازم وقت حدوث الأزمات، حيث أنها تلعب دور المنفذ Bailed – out لتلك المنشآت، من خلال تسهيل حصول هذه المنشآت على القروض بمعدلات وبشروط تفضيلية، ومن ثم التغلب بسهولة ويسر على القيود المالية التي تفرضها الموازنة Soft Budget Constraints ، كما أن هذه المنشآت لا تعاني غالباً من القيود المتعلقة

بالسيولة المالية، وبالتالي فهي ليست بحاجة إلى الإحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية سواء كانت دوافع الإحتفاظ بالنقدية دوافع متعلقة بالعمليات أو دوافع وقاية وحماية ( Boubakari et al., 2013 - Channey et al., 2011).

وارتباطاً بهذا السياق، توصلت دراسة (Ullah and kamal 2017) إلى أن الروابط السياسية لها تأثير تكميلي Complementary Effect على جودة الحوكمة في المنشآت الباكستانية؛ بمعنى أن الروابط السياسية تكمل وتدعم الممارسات الجيدة للحوكمة، وبالتالي سيؤدي ذلك لعدم اساءة استغلال النقدية، ومن ثم الإحتفاظ بنقدية أقل. كما تناولت دراسة (Hill et al., 2014) اختبار العلاقة بين الإحتفاظ بالنقدية والروابط السياسية للمنشآت الأمريكية، إلا أن تلك الدراسة إختلفت عن غيرها في قياس الروابط السياسية من خلال النفقات السياسية Lobbying Expenditure، ولقد أشارت النتائج إلى أن الروابط السياسية تشكل السياسة المالية للشركة، حيث تبين وجود علاقة عكسية بين مستويات الإحتفاظ بالنقدية والروابط السياسية للمنشآت فالفوائد التي تحققها الروابط السياسية للمنشآت تتمثل في الإحتفاظ بنقدية أقل.

كما أشار (Zhao and Ren 2016) إلى منظور آخر للعلاقة بين الروابط السياسية والإحتفاظ بالنقدية، وينطوي هذا المنظور على العلاقة التمويلية خاصة في الأسواق الناشئة؛ حيث أن المنشآت ترى أن اجتذاب السياسيين يؤدي لحصولها على مزايا تتمثل في سهولة الوصول للتمويل الخارجي بتكاليف أقل، والحصول على شهرة واسعة في مجال الأعمال ومن ثم تحتفظ هذه المنشآت بنقدية أقل، إلا أنه عند انتهاء علاقة هذه المنشآت بالسياسيين لأي سبب، تلجأ تلك المنشآت للإحتفاظ بنقدية أكبر وذلك كإحتياطي Buffer يساعد على مواجهة الأزمات المستقبلية.

تأسيساً على كل ما سبق، وبالرغم من وضوح أهمية دراسة محددات مستوى الإحتفاظ بالنقدية لمنشآت الأعمال في الأسواق الناشئة، إلا أن هناك عدد قليل من الدراسات تناولت تلك المحددات وخاصة المحددات الغير المالية والتي من أهمها الروابط السياسية. هذا، ولم يتبين للباحثان توافر أية دراسات لاختبار أثر الروابط السياسية على مستوى الإحتفاظ بالنقدية في البيئة المصرية. لذلك تأتي الدراسة الحالية محاولة من الباحثان لإختبار تلك العلاقة وذلك في ضوء ما توافر من بيانات لإجراء الدراسة التطبيقية في البيئة المصرية، واختبار فرض البحث الرئيس والذي يتمثل فيما يلي :

توجد علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين الروابط السياسية لمنشآت الأعمال المصرية ومستوى الإحتفاظ بالنقدية.

## ٥- الدراسة التطبيقية

يقوم الباحثان بتصميم واختبار نموذج البحث المقترح، حتى يتحقق للبحث أهدافه المنشودة، وذلك من خلال جزئين:

### ٥ - ١ : منهجية ونموذج البحث.

يشتمل هذا الجزء على إجراءات المعاينة؛ سواء تحديد مجتمع الدراسة واختيار العينة نوعاً وحجماً، وكذلك فترة العينة ومصادر جمع البيانات، ثم تصميم نموذج البحث المقترح، متضمناً توصيف وقياس المتغيرات، وأساليب التحليل الإحصائي المستخدمة. ويرى الباحثان أن أهم ما فى هذا الجزء هو معايير عملية اختيار كل ما سبق وتبرير (Justification) استخدام كل بند منها بشكل يدعم نتائج البحث، ومن ثم يتحقق للبحث أهدافه المنشودة وبموضوعية.

### ٥-١-١ منهجية البحث.

#### ٥-١-١-١ مجتمع الدراسة.

يتمثل مجتمع الدراسة فى جميع المنشآت المقيدة فى بورصة الأوراق المالية المصرية، والجدول التالى رقم (١) يوضح عددها وفقاً للتقرير السنوى للبورصة المصرية على موقعها خلال أربعة سنوات فترة الدراسة التطبيقية من عام ٢٠١٤ وحتى عام ٢٠١٧، كما يلى:

السنة	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧
المنشآت المقيدة	٢١٤	٢٢١	٢٢٢	٢٢٢

جدول رقم (١): عدد المنشآت المقيدة فى البورصة المصرية خلال سنوات الدراسة.

\*المصدر: تقرير البورصة المصرية عام ٢٠١٧.

#### ٥-١-١-٢ عينة الدراسة.

اعتمد الباحثان على عينة تحكمية عمدية (Purposive Sample) (يتم اختيارها للغرض المستهدف تحقيقه من البحث) ويتم اختيارها من البيانات الثانوية المنشورة فى القوائم والتقارير المالية، وتتمثل تلك العينة فى أنشط ١٠٠ منشأة مسجلة وهى المدرجة بمؤشر EGX100، على أن يتم استبعاد قطاع البنوك وقطاع الخدمات المالية نظراً لطبيعتها الخاصة، حيث يرتفع حجم الاستثمارات فى تلك القطاعات، وكذلك لاختلاف الحوكمة المطبقة بتلك القطاعات والتي تخضع لقواعد حوكمة أكثر، وتختلف من حيث نوعيتها، وتُستمد من السياسة النقدية التي يضعها البنك المركزى بالنسبة للبنوك والمعايير

الدولية، وأهمها مقررات وقواعد بازل، وكذلك القواعد التي تضعها هيئة الرقابة على التأمين بالنسبة لشركات التأمين.

ووفقاً لما تقدم، يصبح عدد القطاعات التي تتشكل منها عينة الدراسة (١٦) قطاعاً، وقد تم استبعاد المنشآت التي لم يتوافر عنها بيانات داخل تلك القطاعات خلال فترة الدراسة، ويمكن تبويب تلك العينة إلى قطاعات كما يوضحها الجدول التالي رقم (٢).

رقم	القطاع	عدد المشاهدات	النسبة%
١	تكنولوجيا المعلومات	٤	١,٣%
٢	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٢٨	٩%
٣	الإسكان والعقارات	٥٢	١٦,٧%
٤	التشييد ومواد البناء	٣٦	١١,٥%
٥	منتجات منزلية وشخصية	٢٤	٧,٧%
٦	الاتصالات	١٢	٣,٨%
٧	الإعلام	٤	١,٣%
٨	الأغذية والمشروبات	٥٢	١٦,٧%
٩	الموارد الأساسية	٢٤	٧,٧%
١٠	الكيمويات	٢٨	٩%
١١	سياحة وترفيه	٢٠	٦,٤%
١٤	الغاز والبترو	٨	٢,٦%
١٥	التجزئة	٤	١,٣%
١٦	الصحة	١٦	٥%
	<b>الإجمالي</b>	<b>٣١٢</b>	<b>١٠٠%</b>

جدول رقم (٢): تبويب عينة الدراسة حسب القطاعات.

## ٥-١-١-٣ مصادر البيانات.

يعتمد البحث على البيانات الثانوية - وتعد أكثر دقة كما أنها متاحة للجميع- وتم تجميع البيانات المطلوبة من خلال التقارير والقوائم المالية المنشورة، وكذلك الإيضاحات المتممة لها، سواء كانت متاحة في كل من كتاب الإفصاح السنوي ونماذج الإفصاح المنشورة لدى البورصة المصرية على موقعها ([www.egx.com.eg](http://www.egx.com.eg))، وكذلك من خلال إدارة خدمات النشر والمعلومات داخل مقر البورصة المصرية (EGX Electronic Information Services)، وأيضاً المتاحة منها على موقع معلومات مباشر ([www.mubasher.info](http://www.mubasher.info))، وأخيراً من خلال مواقع المنشآت الممثلة لعينة الدراسة على شبكة الإنترنت.

هذا، وتم جمع تلك البيانات وفقاً لأسلوب البيانات القطاعية الزمنية ( Panel Data Analysis) الذي يجمع بين كلٍ من أسلوب بيانات السلاسل الزمنية (Time Series) مع أسلوب بيانات المقاطع العرضية (Cross Sectional) للتحديد بالعلاقات الاقتصادية بين المتغيرات الخاضعة للدراسة، وبالتالي فهو يستفيد من البيانات عبر البعد الزمني والمقطع العرضي، مما يؤدي إلى زيادة عدد المشاهدات، والتي تؤدي إلى زيادة دقة النتائج.

## ٥-١-٢ نموذج البحث.

### ٥-١-٢-١ نموذج البحث المقترح:

يتبين من خلال هدف البحث الصورة العامة للمتغيرات البحثية التي تتضمنها الدراسة، وكذلك العلاقات التي تربط هذه المتغيرات معاً والمنشئة للفرض الرئيس للبحث:

$$CASH = \beta_0 + \beta_1 PBOR + \beta_2 PSH + \beta_3 PGOV + \beta_4 BINDB + \beta_5 DUAL + \beta_6 Dividend + \beta_7 Growth + \beta_8 LEV + \beta_9 FSIZE + \varepsilon$$

### ٥-٢-١-٢ تعريف وقياس متغيرات الدراسة.

في ضوء الهدف الرئيس للبحث، واعتماداً على الدراسات السابقة يمكن تناول متغيرات البحث المعبرة عن طبيعة المشكلة البحثية، ويمكن من خلال الجدول رقم (٣) التالي بيان المتغيرات الأكثر استخداماً في الدراسات السابقة، والتي أمكن قياسها في البيئة المصرية:

المتغير	رمز المتغير	وصف المتغير	المصدر
<b>المتغير التابع: الاحتفاظ بالنقدية</b>			
مستوى الاحتفاظ بالنقدية	Cash Holding (CASH)	نسبة النقدية وما في حكم النقدية إلى إجمالي الأصول مخصوماً منه النقدية وما في حكم النقدية.	قائمة المركز المالي
<b>المتغيرات المستقلة: أنماط الروابط السياسية</b>			
الروابط السياسية لأعضاء مجلس الإدارة	Political Board (PBOR)	متغير وهمي يأخذ واحد إذا كان هناك عضو مجلس إدارة واحد على الأقل مرتبط سياسياً ويأخذ صفر خلاف ذلك.	تقرير مجلس الإدارة وبحث يدوي
الروابط السياسية لكبار المساهمين	Political Shareholders (PSH)	متغير وهمي يأخذ واحد إذا كان هناك أحد كبار المساهمين مرتبط سياسياً ويأخذ صفر خلاف ذلك.	تقرير هيكل الملكية وبحث يدوي
الروابط السياسية من خلال الملكية الحكومية	Political Governmental Ownership (GOV)	متغير وهمي يأخذ واحد إذا كانت ملكية المنشأة ملكية حكومية ويأخذ صفر خلاف ذلك.	تقرير هيكل الملكية
<b>المتغيرات الرقابية</b>			
تشمل المتغيرات الرقابية أو الضابطة أو الحاكمة (Control Variables) بعض العوامل أو المحددات المؤثرة على المتغير التابع، ولكن لا تضمنها مشكلة البحث، وتم اختيار الأكثر انتشاراً منها في الدراسات السابقة:			
الاستقلالية	Board Independence (BINDEB)	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين والمستقلين داخل مجلس الإدارة.	تقرير مجلس الإدارة
الازدواجية	Board Duality (BDUL)	متغير وهمي يأخذ واحد في حالة قيام نفس الشخص بأداء وظيفتي رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب ويأخذ صفر خلاف ذلك.	تقرير مجلس الإدارة
توزيعات الأرباح	Dividend (Dividend)	متغير وهمي يأخذ واحد للشركات التي قامت بتوزيعات أرباح مدفوعة خلال العام وصفر خلاف ذلك.	قائمة التدفقات النقدية

فرص النمو	Growth Opportunities (Growth)	نسبة التغير في المبيعات السنوية (مبيعات العام الحالي- مبيعات العام الماضي/ مبيعات العام الماضي)	قائمة الدخل
الرافعة المالية	Financial Leverage (LEV)	قسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول، وتعد أحد المتغيرات الهامة التي يمكن أن تؤثر على أداء الشركة، حيث يمكن أن تؤدي إلى زيادة عائد المساهمين.	قائمة المركز المالي
حجم الشركة	Firm Size (FSIZE)	اللوغاريتم الطبيعي للقيمة الدفترية لإجمالي الأصول	قائمة المركز المالي

جدول رقم (٣): متغيرات الدراسة التطبيقية وقياساتها ومصدرها.

## ٢-٥ اختبار وتحليل الفروض

### ١-٢-٥ اختبار التداخل الخطي (الارتباطات المشتركة) Multicollinearity.

تظهر مشكلة الارتباط (التداخل) أو (الازدواج) الخطي بين المتغيرات المستقلة في نموذج الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression)، وتعني أن المتغيرات المستقلة تشترك في تفسير نفس الجزء من التباين في المتغير التابع، وهذا التكرار والازدواج في التفسير هو ما يطلق عليه التداخل الخطي (الارتباطات المشتركة) بين المتغيرات المستقلة Multicollinearity، والقاعدة العامة التي يُحكم من خلالها على جودة نموذج البحث، أن يتم اختيار المتغيرات المستقلة التي ترتبط فيما بينها بارتباط ضعيف وترتبط بالمتغير التابع ارتباطاً قوياً.

وبناءً على ما تقدم، تم فحص وجود مشكلة التداخل الخطي من خلال احتساب معامل قيمة التحمل (Tolerance) لكل متغير من المتغيرات المستقلة والمتغيرات الرقابية، وكذلك إيجاد معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor-VIF)، ويوضح ذلك الجدول رقم (٤) التالي:

VIF	Tolerance	المتغيرات المستقلة والرقابية
١,٢٧١	٠,٧٨٧	روابط أعضاء مجلس الإدارة السياسية PBOR
١,٢٣٨	٠,٨٠٨	روابط المساهمين السياسية PSH
١,٢٨٨	٠,٧٧٦	الروابط السياسية التي تمثلها الملكية الحكومية PGOV
١,١٢٨	٠,٨٨٦	استقلالية المجلس BINDB
١,١٧٧	٠,٨٥٠	ازدواجية دور الرئيس التنفيذي DUAL
١,٢٢٤	٠,٨١٧	التوزيعات النقدية Dividend
١,٠٥٥	٠,٩٤٨	فرص النمو Growth
١,٣٥٠	٠,٧٤١	الرافعة المالية LEV
١,٣٧٩	٠,٧٢٥	حجم الشركة FSize

جدول رقم (٤): اختبارات التداخل الخطي بين المتغيرات المستقلة.

يتضح من الجدول السابق رقم (٤) أن قيمة (Tolerance) أعلى من ٠,١ ، كما أن قيمة (VIF) لم تتجاوز ١٠ لكافة متغيرات الدراسة سواء المستقلة أو الرقابية، ولذلك فإن نموذج البحث المقترح لا يعاني من مشكلة التداخل الخطي، حيث إن الارتباط بين المتغيرات المستقلة ليس له دلالة إحصائية ومنخفض، وهذا يدل على قوة تفسير المتغير التابع، وجودة نموذج البحث المقترح (Sakaran, 2001, P.316؛ Pallant, 2010, P150).

#### ٢-٢-٥ الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة Descriptive Statistics.

يهتم الإحصاء الوصفي بجمع بيانات الدراسة التطبيقية وتنظيمها وتلخيصها وعرضها بطريقة واضحة وبسيطة، وتم ذلك باستخدام مقاييس مختلفة أهمها مقاييس النزعة المركزية والتشتت والتكرارات، ويمكن تقسيم وصف بيانات الدراسة إلى ما يلي:

#### ١-٢-٢-٥ الإحصاء الوصفي للمتغيرات المتصلة Continuous Variables.

يوضح الجدول رقم (٥) التالي بعض مقاييس النزعة المركزية Measures of Central Tendency (كالوسط الحسابي Mean) وبعض مقاييس التشتت Measures of Dispersion (كالانحراف المعياري Standard Deviation)، بالإضافة إلى الحد الأعلى Maximum والحد الأدنى Minimum لكل متغيرات الدراسة المتصلة سواء الاحتفاظ بالنقدية كمتغير تابع، والمتغيرات المستقلة أنماط الروابط السياسية للمنشآت (روابط أعضاء مجلس الإدارة السياسية PBOR- روابط المساهمين السياسية PSH- الروابط السياسية التي تمثلها الملكية الحكومية PGOV)، ثم المتغيرات الرقابية (استقلالية مجلس الإدارة BINDB - ازدواجية دور الرئيس التنفيذي DUAL- التوزيعات النقدية Dividend- فرص النمو Growth-الرافعة المالية LEV - حجم الشركة FSIZE).

تبين فيما يتعلق بالمتغير التابع أن الوسط الحسابي للاحتفاظ بالنقدية ٠,١٢، وذلك يشير إلى انخفاض مستويات الاحتفاظ بالنقدية لعينة الدراسة، كما يلاحظ أن الحد الأدنى و(الحد الأعلى) للمعدلين كما يلي؛ ١,٣٩ (-٥,٣٢).

أما ما يتعلق بالمتغيرات المستقلة المتصلة فيلاحظ أن كلها متغيرات منفصلة، وفيما يخص المتغيرات الرقابية، تبين أن الوسط الحسابي لاستقلالية مجلس الإدارة ٠,٧٠ قريبا ويشير ذلك إلى ارتفاع نسبة الأعضاء غير التنفيذيين لمعظم المنشآت المدرجة في العينة، مما يدل على استقلالية مجلس الإدارة، وأن الوسط الحسابي لفرص النمو ٠,٢ بما يشير إلى انخفاضها لعينة الدراسة.

الانحراف المعياري Std. Dev.	الحد الأدنى Min.	الحد الأعلى Max.	الوسط الحسابي Mean	عدد المشاهدات Obs.	المتغيرات المتصلة Continuous Variables
٠,١٨٧	٥,٣٢-	١,٣٩	٠,١٢٤	٣١٢	الاحتفاظ بالنقدية CASH
٠,١٦٧	٠,٠٦	٠,٩٣	٠,٦٩٧	٣١٢	استقلالية المجلس BINDB
٠,٣٠٤	٠,٠١-	٢,٧٣	٠,٢١٤	٣١٢	فرص النمو Growth
٤,٥٧٨	٢,٨٩-	٤,١٦	٨,٧٨٦	٣١٢	الرافعة المالية LEV
٠,٩٦٥	٤,٧٢	١,٠٥	٨,٨٣٩	٣١٢	حجم الشركة FSize

جدول رقم (٥): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المتصلة.

#### ٥-٢-٢-٢-٢-٥ الإحصاء الوصفي للمتغيرات المنفصلة Discrete Variables.

يوضح الجدول رقم (٦) التالي الإحصاء الوصفي للمتغيرات المنفصلة وهي المتغيرات الوهمية (Dummy Variables) سواء المتغيرات المستقلة (روابط أعضاء مجلس الإدارة السياسية PBOR - روابط المساهمين السياسية PSH - الروابط السياسية التي تمثلها الملكية الحكومية PGOV) والمتغيرات الرقابية (ازدواجية دور الرئيس التنفيذي DUAL - التوزيعات النقدية Dividend)، وذلك باستخدام التكرارات (Frequencies) كما يلي:

مشاهدات غير محققة (صفر)		مشاهدات محققة (١)		Discrete Variables المتغيرات المنفصلة
النسبة %	العدد	النسبة %	العدد	
٣٥,٩	١١٢	٦٣,١	١٩٧	روابط أعضاء مجلس الإدارة السياسية PBOR
٨٥,٣	٢٦٦	١٤,٧	٤٦	روابط المساهمين السياسية PSH
٥٨,٣	١٨٢	٤١,٧	١٣٠	الروابط السياسية التي تمثلها الملكية الحكومية PGOV
٢٨,٥	٨٩	٦٩,٦	٢١٧	ازدواجية دور الرئيس التنفيذي DUAL
٣٨,١	١١٩	٥٨	١٨١	التوزيعات النقدية Dividend

الجدول رقم (٦): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المنفصلة.

أظهر الجدول رقم (٦) السابق أن نسبة ٦٣% تقريباً من شركات العينة ذات روابط سياسية من خلال أعضاء مجلس الإدارة، بما يشير إلى ارتفاع تلك النسبة في مصر مقارنة بباقي أنماط الروابط السياسية الأخرى، كما يتضح أن ٦٩% من شركات العينة يوجد بها ازدواجية في دور رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب، وبدل ذلك على ضعف الالتزام بقوانين حوكمة الشركات في المنشآت المصرية بشكل عام، والمنشآت الممثلة للعينة بشكل خاص، بما ينبئ بتعاظم صراعات الوكالة. كما بلغت نسبة المنشآت ذات التوزيعات النقدية المدفوعة ٥٨%.

### ٣-٢-٥ مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة Correlation Analysis.

يوضح الجدول رقم (٧) التالي مدى الارتباط بين كل متغيرات الدراسة المستقلة وبعضها البعض والمتمثلة في أنماط الروابط السياسية للمنشآت (روابط أعضاء مجلس الإدارة السياسية PBOR- روابط المساهمين السياسية PSH- الروابط السياسية التي تمثلها الملكية الحكومية PGOV)، والارتباط بينها وبين المتغير التابع الاحتفاظ بالنقدية، وكذلك المتغيرات الرقابية المستخدمة (استقلالية مجلس الإدارة BINDB - ازدواجية دور الرئيس التنفيذي DUAL- التوزيعات النقدية Dividend- فرص النمو Growth- الرافعة المالية LEV - حجم الشركة FSIZE).

حجم الشركة FSize	الرافعة المالية LEV	فرص النمو Growth	التوزيعات النقدية Dividend	ازدواجية دور الرئيس التنفيذي DUAL	استقلالية المجلس BINDB	الروابط السياسية التي تمتلكها الملكية الحكومية PGOV	روابط المساهمين السياسية PSH	روابط أعضاء مجلس الإدارة السياسية PBOR	الاحتفاظ بالنقدية Cash	
									١	الاحتفاظ بالنقدية Cash
								١	*** - ٠,١٩٢ ٠,٠٠٠	روابط أعضاء مجلس الإدارة السياسية PBOR
							١	*** ٠,٣١٦ ٠,٠٠٠	** ٠,١١٥ - ٠,٠٢١	روابط المساهمين السياسية PSH
						١	*** ٠,٣٥١ - ٠,٠٠٠	*** ٠,٢٠٠ ٠,٠٠٠	*** ٠,٣٤٠ ٠,٠٠٠	الروابط السياسية التي تمتلكها الملكية الحكومية PGOV
					١	*** ٠,١٥٨ ٠,٠٠٣	٠,٠٠٨ - ٠,٤٤٦	** ٠,٠٩٥ ٠,٠٤٧	*** - ٠,١٣٧ ٠,٠٠٨	استقلالية المجلس BINDB
				١	*** ٠,٢٣٣ - ٠,٠٠٠	*** ٠,١٧٨ ٠,٠٠١	* ٠,٠٨٩ - ٠,٠٥٩	*** ٠,٢٣٥ - ٠,٠٠٠	*** ٠,١٥٤ ٠,٠٠٣	ازدواجية دور الرئيس التنفيذي DUAL
			١	* ٠,٠٨٦ ٠,٠٦٥	٠,٠٤٧ - ٠,٢٠٣	*** ٠,١٦٣ ٠,٠٠٢	** ٠,١٠٥ - ٠,٠٣٢	*** ٠,١٧٤ - ٠,٠٠١	** ٠,١٣٠ ٠,٠١١	التوزيعات النقدية Dividend
		١	*** ٠,١٥٧ - ٠,٠٠٣	*** ٠,١٤٣ - ٠,٠٠٦	٠,٠١٨ - ٠,٣٧٨	** ٠,١٢٥ - ٠,٠١٣	٠,٠١١ ٠,٤٢١	٠,٠٦٩ ٠,١١١	٠,٠١٠ - ٠,٤٣١	فرص النمو Growth
	١	*** ٠,٠١٠ - ٠,٠٠٠	** ٠,٢١٥ - ٠,٠٤٥	* ٠,٠٩٦ ٠,٠٥٥	*** ٠,٠٩١ ٠,٠٠٦	*** ٠,١٤٣ ٠,٠٠٦	* ٠,٠٧٥ - ٠,٠٩٣	*** ٠,١٨٠ - ٠,٠٠١	٠,٠٧٠ - ٠,١٠٩	الرافعة المالية LEV
١	*** ٠,٤٥٨ - ٠,٠٠٠	٠,٠٠٨ - ٠,٤٤٦	*** ٠,٢٨٠ ٠,٠٠٠	* ٠,٠٨٥ - ٠,٠٨٦	٠,٠٢٦ - ٠,٣٢٢	٠,٠٠٦ ٠,٤٦١	* ٠,٠٨١ ٠,٠٧٧	*** ٠,١٨٩ ٠,٠٠٠	** ٠,١٠٠ ٠,٠٣٨	حجم الشركة FSize

جدول رقم (٧): مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة.

حيث إن: \*\*\* دالة عند مستوى معنوية ١% - \*\* دالة عند مستوى معنوية ٥% - \* دالة عند مستوى معنوية ١٠%

يلاحظ من خلال مصفوفة ارتباط بيرسون، كما يوضحها الجدول رقم (٧) السابق أن الارتباط بين أنماط الروابط السياسية للشركات (متغيرات مستقلة) ومتغير الاحتفاظ بالنقدية (المتغير التابع)؛ أن روابط أعضاء مجلس الإدارة السياسية ترتبط ارتباطاً سالباً وبشكل معنوي مع الاحتفاظ بالنقدية، وترتبط أيضاً روابط المساهمين السياسية بشكل سالب معنوي مع الاحتفاظ بالنقدية، بينما ترتبط الروابط السياسية التي تمثلها الملكية الحكومية بشكل موجب معنوي مع الاحتفاظ بالنقدية، حيث تبلغ القيمة الاحتمالية على التوالي (٠,٠٠٠، ٠,٠٢١، ٠,٠٠٠) ويعد ارتباطاً معنوياً عند مستوى معنوية على التوالي ١%، ٥%، ١%.

وفيما يخص الارتباط بين بعض خصائص الشركة (المتغيرات الرقابية) ومتغير الاحتفاظ بالنقدية (المتغير التابع)؛ تبين ارتباط نسبة الأعضاء غير التنفيذيين بشكل سالب معنوي مع الاحتفاظ بالنقدية حيث بلغت القيمة الاحتمالية (٠,٠٠٨)، بينما ترتبط ازدواجية دور رئيس المجلس والمدير التنفيذي بشكل موجب مع الاحتفاظ بالنقدية وتبلغ القيمة الاحتمالية (٠,٠٠٣)، كما ترتبط التوزيعات النقدية المدفوعة مع الاحتفاظ بالنقدية ارتباطاً موجباً ومعنوياً حيث تبلغ القيمة الاحتمالية (٠,٠١١)، وفيما يخص ارتباط فرص النمو فإنها ترتبط ارتباطاً سالباً مع الاحتفاظ بالنقدية ولكنه غير معنوي حيث تبلغ القيمة الاحتمالية لذلك (٠,٤٣١)، كما ترتبط الرافعة المالية بشكل سالب وغير معنوي أيضاً مع الاحتفاظ بالنقدية حيث بلغ القيمة الاحتمالية (٠,١٠٩)، وأخير يرتبط حجم الشركة بشكل موجب ومعنوي مع الاحتفاظ بالنقدية.

بالإضافة لما سبق، يمكن التحقق من مدى وجود مشكلة التداخل الخطي بين المتغيرات المستقلة من خلال مصفوفة الارتباط، حيث تشير نتائج معامل ارتباط بيرسون هي الأخرى إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي بين المتغيرات المستقلة، حيث يتضح من خلال مصفوفة الارتباط كما في الجدول رقم (٧) السابق أن قيم معامل الارتباط لكل متغيرات الروابط السياسية، والتي تمثل المتغيرات المستقلة لهذه الدراسة (روابط أعضاء مجلس الإدارة السياسية PBOR - روابط المساهمين السياسية PSH - الروابط السياسية التي تمثلها الملكية الحكومية PGOV) لم تتجاوز ٠,٣٢ (ارتباط طرد ضعيف) ولم تتجاوز ٠,٣٥ (ارتباط عكسي ضعيف)، وبالتالي يتبين من كل سبق أن المتغيرات المستقلة للدراسة لا تعاني من مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة (Multicollinearity).

## ٥-٢-٤ نتائج تحليل الانحدار.

انطلاقاً من مشكلة وهدف البحث، يتمثل الفرض الرئيس لهذا البحث فيما يلي:

يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية بين الروابط السياسية بمنشآت الأعمال المصرية ومستوى الإحتفاظ بالنقدية.

ويتفرع من هذا الفرض الفروض الفرعية التالية:

**الفرض الأول (H1):** يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية بين الروابط السياسية لأعضاء مجلس الإدارة بمنشآت الأعمال المصرية ومستوى الإحتفاظ بالنقدية.

**الفرض الثاني (H2):** يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية بين الروابط السياسية لكبار المساهمين بمنشآت الأعمال المصرية ومستوى الإحتفاظ بالنقدية.

**الفرض الثالث (H3):** يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية بين الروابط السياسية من خلال الملكية الحكومية بمنشآت الأعمال المصرية ومستوى الإحتفاظ بالنقدية.

يعتمد الباحث على نموذج تحليل الانحدار المتعدد Multiple Linear Regression بطريقة المربعات الصغرى (OLS) Ordinary Least Squares لاختبار فروض البحث، لتحديد تأثير المتغيرات المستقلة المتمثلة في أنماط الروابط السياسية على الإحتفاظ بالنقدية، كما يلي:

**الفرض الرئيس للبحث:** يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية بين الروابط السياسية بمنشآت الأعمال المصرية ومستوى الإحتفاظ بالنقدية.

أ- اختبار معنوية جودة توفيق نموذج الانحدار.

AdjustedR <sup>2</sup>	R <sup>2</sup>	F-test		نموذج الانحدار
		مستوى المعنوية	القيمة	
٠,١٦٥	٠,١٨٩	٠,٠٠٠	٧,٨١	

جدول رقم (٨): جودة توفيق نموذج الانحدار الفرض الأول.

يوضح الجدول رقم (٨) السابق معامل التحديد المعدل لنموذج الانحدار، ويعنى نسبة التغير في مستوى الإحتفاظ بالنقدية (المتغير التابع) التي تفسرها أنماط الروابط السياسية مجتمعة (المتغير المستقل)، وبلغ معامل التحديد (R<sup>2</sup>) للنموذج (٠,١٦٥)، بما يعنى أن المتغير المستقل محل الدراسة يفسر حوالى

١٧% من التغير في مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ١%، مما يدل على جودة توفيق نماذج الانحدار.

### ب- تقدير معاملات النموذج.

يوضح الجدول رقم (٩) التالي معاملات نموذج الانحدار بهدف قياس الروابط السياسية بمنشآت الأعمال المصرية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

$$CASH = \beta_0 + \beta_1 PBOR + \beta_2 PSH + \beta_3 PGOV + \beta_4 BINDB + \beta_5 DUAL + \beta_6 Dividend + \beta_7 Growth + \beta_8 LEV + \beta_9 FSIZE + \varepsilon$$

T-Test		المعاملات $\beta$	المتغيرات المستقلة
مستوى المعنوية	القيمة		
٠,٥٠٦	٠,٦٦٧	٠,٠٧٦	الثابت Constant
**٠,٠١٥	٢,٤٥٢-	٠,٠٥٦-	روابط أعضاء مجلس الإدارة السياسية PBOR
٠,٤١٣	٠,٨٢٠	٠,٠٢٥	روابط المساهمين السياسية PSH
***٠,٠٠٠	٦,١٨٨	٠,١٣٨	الروابط السياسية التي تمثلها الملكية الحكومية PGOV
***٠,٠٠٤	٢,٨٧٦-	٠,١٧٨-	استقلالية المجلس BINDB
٠,٤٢٣	٠,٨٠٣	٠,٠١٩	ازدواجية دور الرئيس التنفيذي DUAL
٠,٩٣٧	٠,٠٧٩	٠,٠٠٢	التوزيعات النقدية Dividend
٠,٣٥٨	٠,٩٢٠	٠,٠٣٠	فرص النمو Growth
٠,١٠٤	١,٦٣٠-	٠,٠٠٠	الرافعة المالية LEV
٠,٢١٦	١,٢٤٠	٠,٠١٥	حجم الشركة FSize

جدول رقم (٩): نتائج تحليل الانحدار المتعدد للفرض الأول.

حيث إن:

\*\*\* دالة عند مستوى معنوية ١%

\*\* دالة عند مستوى معنوية ٥%

\* دالة عند مستوى معنوية ١٠%

يلاحظ من الجدول رقم (٩) السابق ما يلي:

- ١- تؤثر الروابط السياسية لأعضاء مجلس الإدارة بمنشآت الأعمال المصرية بشكل سالب على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥%، الأمر الذى يعنى زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية مع انخفاض الروابط السياسية لأعضاء مجلس الإدارة.
- ٢- تؤثر الروابط السياسية لكبار المساهمين بمنشآت الأعمال المصرية بشكل موجب على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، إلا أن هذا التأثير غير معنوى، الأمر الذى يعنى أن الروابط السياسية لكبار المساهمين ليس لها تأثير على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
- ٣- تؤثر الروابط السياسية من خلال الملكية الحكومية بمنشآت الأعمال المصرية بشكل موجب على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ١%، الأمر الذى يعنى زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية مع زيادة الروابط السياسية من خلال الملكية الحكومية.
- ٤- تؤثر نسبة استقلالية مجلس الإدارة بشكل سالب على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ١%، الأمر الذى يعنى زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية مع انخفاض نسبة استقلالية مجلس الإدارة.
- ٥- تؤثر توزيعات الأرباح المدفوعة بشكل موجب على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، إلا أن هذا التأثير غير معنوى، الأمر الذى يعنى أن توزيعات الأرباح المدفوعة ليس لها تأثير على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
- ٦- تؤثر فرص النمو المتاحة لمنشآت الأعمال المصرية بشكل موجب على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، إلا أن هذا التأثير غير معنوى، الأمر الذى يعنى أن فرص النمو المتاحة ليس لها تأثير على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
- ٧- تؤثر الرافعة المالية بشكل موجب على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، إلا أن هذا التأثير غير معنوى، الأمر الذى يعنى أن الرافعة المالية ليس لها تأثير على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
- ٨- يؤثر حجم الشركة بشكل موجب على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، إلا أن هذا التأثير غير معنوى، الأمر الذى يعنى أن حجم الشركة ليس له تأثير على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

## ٥-٢-٥ مناقشة نتائج الدراسة التطبيقية.

هدف هذا البحث إلى دراسة أثر الروابط السياسية للمنشآت المصرية (سواء من خلال أعضاء مجلس الإدارة، كبار المساهمين أو الملكية الحكومية) على مستوى الإحتفاظ بالنقدية كأحد أهم موارد المنشأة والتي تؤثر بشكل كبير على فرص نموها ودرجة تعرضها للمخاطر، ولتحقيق هدف البحث تم اختبار ثلاثة فروض يمكن مناقشة نتائجها كما يلي :

اختبر الفرض الأول العلاقة بين الروابط السياسية للمنشآت المصرية من خلال أعضاء مجلس الإدارة ومستوى الإحتفاظ بالنقدية، وقد توصلت نتائج هذا الفرض إلى أن الروابط السياسية لأعضاء مجلس الإدارة بمنشآت الأعمال المصرية تؤثر بشكل سلبي على مستوى الإحتفاظ بالنقدية، الأمر الذي يعنى أن المنشآت المصرية التي يوجد لدى أعضاء مجلس إدارتها روابط سياسية تحتفظ بمستوى أقل من النقدية.

ويمكن تفسير ذلك بأن أعضاء مجلس الإدارة المرتبطين سياسياً قد يسعوا لحماية سمعتهم وتخفيض تحريفات القوائم المالية، وعدم اساءة استغلال النقدية، ومن ثم الإحتفاظ بنقدية أقل. ويتفق ذلك مع نتائج دراسة (Ullah and Kamal, 2017) والتي توصلت إلى أن الروابط السياسية لها تأثير تكميلي (Complementary effect) على جودة الحوكمة؛ والذي ينعكس بدوره على الإحتفاظ بمستوى منخفض من النقدية. ومن جانب آخر تختلف نتائج هذا الفرض مع نتائج دراسة (Belghitar, 2016) والتي توصلت إلى أن الروابط السياسية لأعضاء مجلس الإدارة في المنشآت الباكستانية ترتبط بالإحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية، وقد يرجع ذلك لإختلاف بيئة التطبيق أوإختلاف حجم العينة. كما تختلف مع نتائج دراسة (Feng, 2014, Boubakri et al, 2013) وقد يرجع ذلك بجانب إختلاف العينة وبيئة التطبيق إلى إختلاف الطريقة التي استخدمت في قياس الروابط السياسية حيث تم قياس الروابط السياسية في دراسة (Boubakri et al, 2013) من خلال كبار المساهمين وكبار المسؤولين الداخليين مثل المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة وذلك بالتطبيق على عينة من المنشآت في دول مختلفة، كما تم قياس الروابط السياسية في دراسة (Feng, 2014) من خلال المشاركة السياسية لملاك المنشآت الخاصة الصينية Private Entrepreneurs.

اختبر الفرض الثاني العلاقة بين الروابط السياسية للمنشآت المصرية من خلال كبار المساهمين ومستوى الإحتفاظ بالنقدية، وقد توصلت نتائج الدراسة إلى عدم وجود تأثير معنوي، ويعني ذلك أن وجود مساهمين كبار لديهم روابط سياسية في المنشآت المصرية ليس له تأثير على مستوى الإحتفاظ بالنقدية. وتختلف نتائج هذا الفرض مع نتائج دراسة (Boubakri et al, 2013) وقد يرجع ذلك إلى أن هذه

الدراسة لم تستخدم مقياس منفصل لقياس الروابط السياسية من خلال كبار المساهمين فقط، كما تناولته الدراسة الحالية.

اختبر الفرض الثالث العلاقة بين الروابط السياسية للمنشآت المصرية من خلال الملكية الحكومية و مستوى الإحتفاظ بالنقدية، وقد توصلت نتائج هذا الفرض إلى وجود علاقة ايجابية بين الروابط السياسية ومستوى الإحتفاظ بالنقدية، بمعنى أن زيادة الملكية الحكومية يؤدي للإحتفاظ بمستوى مرتفع من النقدية، والعلاقة الإيجابية بين الروابط السياسية ومستوى الإحتفاظ بالنقدية كما تم تفسيرها في الدراسات السابقة قد تنشأ لعدة اسباب من بينها: أن المنشآت المرتبطة سياسياً تحصل على الدعم والحماية الكافية من الحكومة، بالإضافة إلى سهولة الحصول على قروض ميسرة الشروط، إلا أنها أقل تعرضاً للعقوبات المفروضة من سوق المال. وبشكل عام تتفق نتائج هذا الفرض مع نتائج كل من (Belghitar, 2016، Boubakri et al, 2013) كما أنها تختلف مع دراسة ( Ullah and Kamal, 2017)، مع ضرورة الأخذ في الإعتبار أن هذه الدراسات لم تستخدم الملكية الحكومية في قياس الروابط السياسية.

#### ٤ - الخلاصة والنتائج

هدف هذا البحث إلى دراسة أثر الروابط السياسية للمنشآت المصرية (سواء من خلال أعضاء مجلس الإدارة، كبار المساهمين أو الملكية الحكومية) على مستوى الإحتفاظ بالنقدية كأحد أهم موارد المنشأة، وقد تضمن البحث مبحثين بخلاف المقدمة والخلاصة، تناول المبحث الأول الإطار النظري والدراسات السابقة لمتغيرات البحث، أما المبحث الثاني فقد تم من خلاله إجراء دراسة تطبيقية لإختبار فروض الدراسة، وقد استنتج الباحثان أن هناك اختلاف حول نوعية تأثير الروابط السياسية على منشآت الأعمال، حيث توصلت نتائج بعض الدراسات إلى وجود تأثير ايجابي مثل حصول الشركات المرتبطة سياسياً على مزايا من الحكومة بالإضافة إلى زيادة جودة الحوكمة وزيادة جودة المراجعة الخارجية، وعلى العكس من ذلك توصلت نتائج دراسات أخرى إلى أن وجود روابط سياسية بمنشآت الأعمال عادة ما يصاحبه تأثيرات سلبية مثل انخفاض قيمة المنشأة وجودة الأرباح وانخفاض جودة المراجعة وزيادة مستوى التعسف الضريبي، كما استنتج الباحثان أن هناك عدد قليل من الدراسات التي تناولت قياس تأثير الروابط السياسية على مستوى الإحتفاظ بالنقدية، كما أنها توصلت إلى نتائج مختلفة، بالإضافة لذلك فلا توجد دراسات اختبرت هذه العلاقة في مصر.

وقد توصلت نتائج الدراسة التطبيقية إلى أن الروابط السياسية لأعضاء مجلس الإدارة بمنشآت الأعمال المصرية تؤثر بشكل سلبي على مستوى الإحتفاظ بالنقدية، وعلى العكس من ذلك فهناك علاقة ايجابية بين الروابط السياسية من خلال الملكية الحكومية ومستوى الإحتفاظ بالنقدية، كما لم تتوصل

نتائج البحث إلي وجود علاقة معنوية بين الروابط السياسية من خلال كبار المساهمين ومستوى الإحتفاظ بالنقدية، ومن جانب آخر فقد توصلت النتائج إلي أن زيادة استقلالية أعضاء مجلس الإدارة يؤدي للإحتفاظ بمستوى منخفض من النقدية، كما أنه لا يوجد تأثير لكل من حجم المنشأة والرافعة المالية والتوزيعات ومعدل النمو وازدواجية دور المدير التنفيذي على مستوى الإحتفاظ بالنقدية في المنشآت المصرية .

#### ٥ - التوصيات والأبحاث المستقبلية

يوصي الباحثان بضرورة إحكام الرقابة على أسواق المال خاصة فى الأسواق الناشئة بما لديها من فساد مالى وإدارى وسياسى. حيث يتم زيادة جودة الإفصاح من خلال تقارير الإستدامة. هذا، ويوصى الباحثان بإجراء أبحاث مستقبلية تتناول التأثيرات المختلفة للروابط السياسية على جوانب الأداء المختلفة لمنشآت الأعمال المصرية مثل المسؤولية الإجتماعية والتحفظ المحاسبي وجودة التقارير المالية والتخطيط الضريبي، وعلى الجانب الآخر يوصي الباحثان بإجراء أبحاث مستقبلية تتناول المحددات غير المالية للنقدية المحتفظ بها بإعتبارها من أهم موارد المنشأة وذلك على غرار البحث الحالي.

٦ - المراجع:

### المراجع العربية :

عفيفى، هلال عبد الفتاح السيد، ٢٠١٥، أثر حوكمة مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية فى الاحتفاظ بالنقدية: دراسة اختبارية، المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة المنصورة، ص ص ١١٨-٥١.

### المراجع الأجنبية

Abdul Wahab, E. A., Ariff, A. M., Madah Marzuki, M., & Mohd Sanusi, Z. (2017). Political connections, corporate governance, and tax aggressiveness in Malaysia. *Asian Review of Accounting*, 25(3), 424-451.

Acemoglu, D. T., A. Hassan, and A. Tahoun. 2015. The Power of the Street: Evidence from Egypt's Arab Spring. *NBER Working Paper* No. 20665. Available at: [www.nber.org/papers/w20665](http://www.nber.org/papers/w20665).

Agawal, A., and C. R. Knoeber. 2001. Do Some Outside Directors Play a Political Role?. *Journal of law and economics*. 44(1): 179-198.

Al-dhamari, R., & Ku Ismail, K. N. I. (2015). Cash holdings, political connections, and earnings quality: Some evidence from Malaysia. *International Journal of Managerial Finance*, 11(2), 215-231.

Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International business review*, 22(1), 77-88.

Al-Najjar, B., & Clark, E. (2017). Corporate governance and cash holdings in MENA: evidence from internal and external governance practices. *Research in International Business and Finance*, 39, 1-12.

Ang, J. S., D. K. Ding, and T. Y. Thong, 2013. political connection and firm value, *Asian Development Review*. 30(2): 131-166.

Ang, J. S., D. K. Ding, and T. Y. Thong. 2013, political connection and firm value, *Asian Development Review*. 30(2): 131-166.

Arfan, M., & Fahlevi, H. (2017). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from Indonesian manufacturing companies. *Journal of Academic Research in Economics*, 9(1).

Aswadi, E, 2015, Political connections: a threat to auditor independence?., *Journal of accounting in emerging economics*, VOL, 5, ISS, 2.

Aswadi, E, M, Mat, K, James, 2011, Political connections, corporate governance and audit fees in Malaysia, *Managerial Auditing Journal* 26(May):393-418

- Bai, C., J. Lu, and Z. Tao. 2006. Property Rights Protection and Access to bank loans: evidence from private enterprises in China, *economics of transition*. 14(4): 611-628.
- Ball, R., Kothari, S.P. and Robin, A. 2000, “The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings”, *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 29 No. 1, pp. 1-52.
- Belghitar et al, 2016, political connection and corporate financial decision making, *working paper* available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Belkaoui, A.R. (2004), “Politically-connected firms: are they connected to earnings opacity?”, *Research in Accounting Regulation*, Vol. 17 No. 1, pp. 25-38.
- Bick, P., Orlova, S., & Sun, L. (2018). Fair value accounting and corporate cash holdings. *Advances in Accounting*, 40, 98-110.
- Bliss, A.M. and Gul, F.A. 2012, “Political connection and cost of debt: some Malaysian evidence”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36 No. 5, pp. 1520-1527.
- Boubakri, N., El Ghouli, S., & Saffar, W. (2013). Cash holdings of politically connected firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(4), 338-355.
- Boubakri, N., J. C Cosset, and W. Saffar. 2008, political connections of newly privatized firms, *Journal of Corporate Finance*. 14(5): 654-673.
- Bushman, R. and Piotroski, J. (2006), “Financial reporting incentives for conservative accounting: the influence of legal and political institutions”, *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 42 Nos 1/2, pp. 107-148.
- Bushman, R., Piotroski, J. and Smith, A. (2004), “What determines corporate transparency?,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 42 No. 2, pp. 207-252.
- Chan, K. S., V. Q. Dang, and I. K. Yan, 2012, Chinese firms’ political connection, ownership, and financing constraints, *Economics Letters* 115, 164–167.
- Chaney, P. K., M. Faccio, and D. Parsley, 2011, The Quality of Accounting Information in Politically Connected Firms, *Journal of Accounting and Economics*. 51(1-2): 58-76.
- Chaney, P. K., M. Faccio, and D. Parsley. 2011, The Quality of Accounting Information in Politically Connected Firms. *Journal of Accounting and Economics*. 51(1-2): 58-76.
- Charumilind, C., R. Kali, and Y. Wiwattanakantang. 2006. Connected Lending: Thailand before the Financial Crisis, *Journal of Business*. 79(1):181-218.
- Chen, Y. J., D. Luo, and W. Li. 2014, Political Connections, Entry Barriers, and Firm Performance, *Chinese management studies*. 8(3): 473-486.

- Cheng, C, 2015, Political connections, managerial incentives and auditor choice: evidence from China, *Pacific accounting review*, VOL 27, ISS, 4.
- Choi, D. L. A., Chua, E. C., Sy, S. R. T., & Teng, P. L. T. (2016). Assessing the Effects of Uncertainty and Corporate Governance on Cash Holdings, *working paper* available at [http://www.academia.edu/29338473/Assessing\\_the\\_Effects\\_of\\_Uncertainty\\_and\\_Corporate\\_Governance\\_on\\_Cash\\_Holdings](http://www.academia.edu/29338473/Assessing_the_Effects_of_Uncertainty_and_Corporate_Governance_on_Cash_Holdings)
- Claessens, S., E. Feijen, and L. Laeven. 2008. political connections and preferential access to finance: the role of campaign contributions, *Journal of Financial Economics*. 88(3): 554-580.
- Cull, R., and L. C. Xu. 2005, Institutions, ownership and finance: The determinants of profit reinvestment among chinese firms. *Journal of financial Economics*, 77(1): 117-146.
- Dang, V, E, So, I, Yan, 2017, The value of political connection: Evidence from the 2011 Egyptian revolution, *International Review of Economics & Finance*, Vol, October.
- Deng, K, H, Zeng, Y, Zhu, 2017, Political connection, market frictions and financial constraints: evidence from China, *Accounting and Finance*, Vol2, Iss, 1
- Dicko, S, 2016, firms political connection and winning government contracts, *international journal of economic and finance*. Vol. 8, No,2.
- Dinc, I. S. 2005. Politicians and Banks: Political Influences on Government-Owned Banks in Emerging Markets. *Journal of Financial Economics*. 77(2): 453-479.
- Faccio, M, 2006, politically connected firms, *The American Economic Review*, 96, 369–386.
- Fan, J. P. H., Wong, T. J., & Zhang, T. 2007, Politically connected CEOs, corporate governance, and post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics*, 84, 330–357.
- Feng, X, A, Johansson, 2014, Escaping political extraction: Political participation, institutions, and cash holdings in China, *China economic review*, Vol. 30.
- Fernandes, F., Coelho, L., & Peixinho, R. M. (2017). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from Portuguese publicly traded firms. *Dos Algarves: A Multidisciplinary e-Journal*, 29(unknown), 102-118.
- Firth, M., C. Lin, P. Liu, and S. M. Wong, 2009, inside the black box: bank credit allocation in China's private sector, *Journal of Banking & Finance* 33, 1144–1155.
- Fisman, R. 2001, Estimating the Value of Political Connections, *The American Economic Review*. 91(4): 1095-1102.

- Frye, T., Shleifer, A., 1997. The invisible hand and the grabbing hand. *American Economic Review* 87, 354-358.
- Gill, A. and Shah, Ch., 2012, Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada, *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), 70-79.
- Goldman, E., J. Rocholl, and J. So, 2009, do politically connected boards affect firm value?, *The review of financial studies*. 22(6): 2331-2360.
- Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L., 2004, the role of social capital in financial development. *Am.Econ.Rev.* 94, 526-556.
- Gul, F. A. 2006. Auditors' Response to Political Connections and Cronyism in Malaysia, *Journal of Accounting Research*. 44(5): 931- 963.
- Hanlon, M., Maydew, E. L., & Saavedra, D. (2017). The taxman cometh: Does tax uncertainty affect corporate cash holdings?. *Review of Accounting Studies*, 22(3), 1198-1228.
- Hermalin, B, M, weisbach, 2003, Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature, *Economic Policy Review*, 2003, issue Apr, 7-26
- Hill, M. D., Fuller, K. P., Kelly, G. W., & Washam, J. O. (2014). Corporate cash holdings and political connections. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 42(1), 123-142.
- Houston, J. F., L. Jiang, C. Lin, and Y. Ma. 2014. Political Connections and the Cost of Bank Loans. *Journal of Accounting Research*. 52(1): 193-243.
- Huang, H, Z, Zhao, 2016, The influence of political connection on corporate social responsibility evidence from Listed private companies in China, *International Journal of Corporate Social Responsibility*, Vol 1:9.
- Jensen, M.C. (1986), 'Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers', *American Economic Review*, 76, pp. 323-329.
- Johnson, S., and T. Mitten. 2003. Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia, *Journal of Financial Economics*. 67(2): 351-382.
- Kang, J. K., and L. Zhang. 2013. from backroom to boardroom: role of government directors in U.S. public firms and their impact on performance, available at SSRN.
- Khwaja, A. I., and A. Mian. 2011. Rent Seeking and Corruption in Financial Markets, *the annual review of economics*. 3(1): 579- 600.
- Kusnadi, Y. (2003). Corporate cash holdings and corporate governance mechanisms.

Leuz, C., and F. Oberholzer-Gee. 2006. Political relationships, global financing and Corporate Transparency: Evidence from Indonesia, *Journal of Financial Economics*. 81(3): 411-439.

Li, H., L. Meng, Q. Wang, and L. An Zhou. 2008, Political Connections, Financing and Firm Performance: Evidence from Chinese Private Firms, *Journal of development economics*. 87(2): 283-299.

Lin, C. Y., P. H. Ho, C. H. Shen, and Y. C. Wang. 2016, political connection, government Policy, and investor trading: evidence from an emerging market, *International Review of Economics and Finance*. 42: 153-166.

Lin, K. J., Piotroski, J. D., Yang, Y. G., & Tan, J. 2012, Voice or exit? Independent director decisions in an emerging economy. Working paper. University of Massachusetts Lowell, Stanford Graduate School of Business, The Chinese University of Hong Kong, Sun Yat- Sen University. Retrieved from papers.ssrn.com/abstract\_id=2166876.

Mian, A, and Khwaja, A, 2005, Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market, *the quarterly journal of economics*, Vol, 120, issue 4.

Mohammed, N.F., Ahmed, K. and Ji, X. (2011), “Accounting conservatism, corporate governance and political influence: evidence from Malaysia”, *American Accounting Association Annual Meeting*, Denver, CO, 6-10 August, pp. 1-49.

Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, 52(1), 3-46.

Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *The Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751.

Poncet, S., W. Steingress, and H. Vandenbussche, 2010, Financial constraints in China: firm-level evidence, *China Economic Review* 21, 411–422.

Powell, G. E. (2018). The Financialdetermentsofcorporatcashholdingsfor Indonecianfirms. *Academy of Accounting & Financial Studies Journal*, 22(1).

Sang, J, D, Ding, T, Thong, 2011, political connection and firm value, *working paper*, Singapore management university.

Shen, C. H., C. Y. Lin, and Y. C. Wang. 2015, do strong corporate governance firms still require political connection, and vice versa? *International review of economics and finance*. 39: 107-120.

Shi, H, H, Xu, X, Zhang, 2018, Do politically connected independent directors create or destroy value? *Journal of Business Research* 83, 82–96.

Shleifer, A., and R. W. Vishny.1994, politicians and firms.the quarterly journal of economics. 109(4): 995-1025.

Tee, C, F, Gul, Y, Foo, C, Teh, 2017, Institutional Monitoring, Political Connections and Audit Fees: Evidence from Malaysian Firms, *International journal of auditing*, Vol, 21, Iss 2.

Ullah, S., & Kamal, Y. (2017). Board characteristics, political connections, and corporate cash holdings: The role of firm size and political regime. *Business & Economic Review*, 9(1), 157-179.

Wu, W., C. Wu, C. Zhou, and J. Wu. 2012b, political connections, tax benefits and firm performance: evidence from China, *Journal of Accounting and Public Policy*. 31(3): 277-300.

Xu, N, c, Jing, G, Nan, and G, Tian, 2017, the dark side of political connections in access to finance: evidence from the use of trade credit of entrepreneurial firms in China, *working paper* available at SSRN.

Xu, N., X. Xu, and Q. Yuan. 2013, political connections, financing friction, and corporate investment: evidence from Chinese listed family firms, *European financial management*. 19(4): 675-702.

Yeh, Y. H., P. G. Shu, and S. B. Chiu.2013, political connections, corporate governance and preferential bank loans, *pacific-basin finance journal*. 21(1): 1079-1101.

Zhao and Ren, 2016, political connections disruption, Financial Flexibility and Cash Policy.