



الأثر التفاعلي للروابط السياسية وحوكمة الشركات على قيمة المنشأة: دراسة تطبيقية على الشركات المصرية المقيدة في سوق الأوراق المالية

إعداد

د. حنان حسن علي أبو جاد الله

مدرس المحاسبة – كلية التجارة – جامعة دمياط

hanan128_2006@yahoo.com

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد الثالث - العدد الأول - الجزء الثاني - يناير ٢٠٢٢

التوثيق المقترح وفقا لنظام APA:

جاد الله، حنان حسن (٢٠٢٢). الأثر التفاعلي للروابط السياسية وحوكمة الشركات على قيمة المنشأة: دراسة تطبيقية على الشركات المصرية المقيدة في سوق الأوراق المالية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٢(١) ج ٩٢٣-٩٦٣.

رابط المجلة: <https://cfdj.journals.ekb.eg/>

الأثر التفاعلي للروابط السياسية وحوكمة الشركات على قيمة المنشأة: دراسة تطبيقية على الشركات المصرية المقيدة في سوق الأوراق المالية

د. خنان حسن علي أبو جاد الله

الملخص:

تهدف الدراسة التعرف على الأثر المباشر للروابط السياسية وآليات الحوكمة على قيمة المنشأة، وكذلك الأثر التفاعلي للروابط السياسية وآليات الحوكمة في البيئة المصرية، وذلك باستخدام عينة بلغت ٧٢ شركة من الشركات المقيدة بالبورصة وذلك خلال الفترة من ٢٠١٣ وحتى ٢٠١٨. وتوصلت إلى انتشار الروابط السياسية بنسبة ٥٣,٤% بين الشركات المصرية حيث مثلت الروابط السياسية من خلال أعضاء مجلس الإدارة النصيب الأكبر فبلغت 36.5%، في حين بلغت الروابط من خلال الملكية الحكومية نسبة ٢٦% وأخيراً مثلت الروابط السياسية من خلال كبار المساهمين أقل انتشار بنسبة ٦,٣%.

كما أسفرت النتائج عن وجود أثر إيجابي ومعنوي لكل من الروابط السياسية وآليات الحوكمة على قيمة المنشأة، وتبين اختلاف أثر الروابط السياسية على قيمة المنشأة باختلاف نوع الروابط السياسية، حيث كان إيجابياً معنوياً مع الروابط السياسية من خلال مجلس الإدارة، بينما كان إيجابياً ولكن غير معنوي مع الروابط من خلال الملكية الحكومية، وسلبياً وغير معنوي للروابط من خلال كبار المساهمين، كذلك أوضحت نتائج الدراسة وجود أثر إيجابي معنوي للتفاعل بين آليات الحوكمة والروابط السياسية، وأن آليات الحوكمة تعزز من قيمة المنشآت المرتبطة سياسياً، فقد ارتفعت أثر الروابط السياسية على قيمة المنشأة مع وجود آليات للحوكمة.

الأمر الذي يؤكد على أهمية آليات الحوكمة ودورها في تعزيز قيمة المنشآت بدرجة أكبر من الروابط السياسية، وقد أوصت الدراسة بضرورة إلزام الشركات المقيدة بالبورصة بالإفصاح عن الخلفية السياسية لأعضاء مجلس الإدارة أو كبار المساهمين بها، بالإضافة إلى العمل على تعزيز آليات وممارسات الحوكمة الجيدة وخاصة أنها تعد بديلاً قوياً للروابط السياسية والتي قد تحمل في طياتها العديد من التكاليف والعيوب.

الكلمات المفتاحية: الروابط السياسية، حوكمة الشركات، قيمة المنشأة.

١- المقدمة:

تعد سياسة الحكومة وتنظيمها وإلزامها قوى رئيسية في بيئة الأعمال الخارجية، وعلى الرغم من الاتجاه نحو تخفيض الحواجز التجارية وإلغاء القيود التنظيمية والخصخصة في جميع أنحاء العالم، لا تزال السياسة الحكومية لها تأثير هائل على عمليات الشركات Hillman (2005). ومع عدم التأكد الذي تخلقه السياسات واللوائح الحكومية في بيئة الأعمال الخارجية،

تحتاج منشآت الأعمال إلى القدرة على توقع التغيرات في أمور السياسات الحكومية والتكيف معها بنجاح، لذلك تسعى العديد من الشركات إلى إنشاء روابط بين الشركات والسياسيين.

و غالبًا ما تأتي هذه الروابط أو استيعاب الحكومة في الشركات إما من خلال التوظيف أو انتخاب مجلس إدارة الشركة أو من خلال الملكية، فيمكن أن توصف الشركة على أنها ذات روابط سياسية إذا كان واحد على الأقل من كبار المساهمين فيها (أي شخص يسيطر على 10 بالمائة على الأقل من أسهم التصويت) أو أحد كبار المسؤولين (الرئيس التنفيذي، الرئيس، نائب الرئيس، رئيس مجلس الإدارة) هو عضو في البرلمان أو وزير أو يرتبط ارتباطًا وثيقًا بسياسي أو حزب بارز. كما تصنف الشركات بأنها ذات روابط سياسية إذا كان هيكل الملكية للشركات يتضمن ملكية حكومية (والتي تقل فيها نسبة الملكية عن 50%)، أو ساهمت المنشأة في الحملات الانتخابية لأحد المرشحين التابعين لها. (Faccio, 2006)

ولقد أصبحت الروابط السياسية ظاهرة منتشرة عالمياً، سواء في الدول النامية والمتقدمة على حد سواء، فقد أوضحت دراسة (Boubakri, et al., 2008) باستخدام عينة من 245 شركة تم خصصتها في 41 دولة منها 27 دولة نامية و 14 دولة متقدمة خلال الفترة من 1980 وحتى 2002 أن نسبة 35,5% من تلك الشركات لديها روابط سياسية. كما وجدت دراسة (Faccio, 2006) 541 شركة مرتبطة سياسياً في 35 دولة، والتي تمثل 2,68% من الشركات التي تم تحليلها، كما أظهرت الدراسة أن نسب الشركات المرتبطة تتفاوت بشكل كبير بين الدول، حيث وصلت في بعض الدول مثل روسيا إلى 86,75%.

كما أوضحت نتائج دراسة (Hasan et al., 2014) وباستخدام بيانات المنشآت المقيدة ببورصة بولندا أن أكثر من ثلث (37%) منشآتها مرتبطة سياسياً. بينما بلغت نسبة المنشآت ذات الروابط السياسية وفقاً لدراسة (Qian et al., 2011) والتي أجريت على المنشآت المملوكة ملكية خاصة والمقيدة ببورصة الصين حوالي 85% في الفترة من 2003: 2007.

ولذلك يمكن التوصل إلى أن الروابط السياسية تنتشر على نطاق واسع بين الدول المتقدمة و النامية على حد سواء على اختلاف نظمها السياسية وبيئتها التشريعية والمؤسسية، كما تزداد مع زيادة درجات الفساد وفرض قيود على الاستثمارات الأجنبية على مواطنيها، وفي المقابل تكون الروابط أقل شيوعاً في الدول التي تقل بها مستويات الفساد وتزداد قوة وصرامة مؤسساتها التنظيمية وتتوافر بها الحماية القانونية للمستثمرين، وكذلك تزداد في الدول التي تمر بمرحلة انتقالية حيث تتميز تلك الدول بوضع مؤسسي ضعيف، وهيكل حوكمة غير فعال ومستوى عال من المحسوبية والعلاقات غير الرسمية، فضلاً عن سيطرة الدولة على الموارد الرئيسية وزيادة تدخلها بشكل هائل في الحياة الاقتصادية. (Maaloul, 2018 & Fccio, 2010) . & Li et al., 2008)

أما على المستوى المحلي فقد أوضحت دراسة (عبد الوونيس، 2017) أن بيئة الأعمال المصرية تتضمن منشآت ذات روابط سياسية سواء من خلال المساهمين أو من خلال المسؤولين الداخليين أو من خلال الملكية الحكومية أو من خلال تواجد أكثر من رابط معاً بنسبة 34,6% من مجموع المنشآت المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية ككل. بينما تشير دراسة (حسوبة & عمارة، 2019) إلى ارتفاع

هذه النسبة لتصل إلى ٦٣% من بين الشركات المسجلة ضمن مؤشر البورصة EGX 100 والتي تقويم روابط سياسية من خلال أعضاء مجلس الإدارة. ويرجع هذا الانتشار الواسع والمتزايد للروابط السياسية نظراً للمنافع المتعددة التي تستمدّها المنشآت المرتبطة سياسياً مقارنة بمثيلاتها غير المرتبطة، حيث تتمتع تلك المنشآت بسهولة الوصول الي الانتماء. (Maalol, et al.,2018 & Lashitew, 2014 & Yang, et al., 2014 & Yeh,et al.,2013 & Boubakri, et al., 2012 & Chow, et al.,2012 & Li, et al.,2008) ومعاملة تفضيلية من البنوك التي تسيطر عليها الحكومة (Chen et al.,2014)، ورافعة مالية أعلى مع دفع فائدة أقل مع تقديم ضمانات أقل (Faccio,2006).

كما أظهرت مجموعة من الدراسات أن الروابط السياسية تلعب دوراً مهماً في توزيع عقود المشتريات والمنح الحكومية (Batta et al.,2014 & Wu et al.,2012 & Min, 2011) والحصول علي المزيد من المزايا الضريبية في شكل تخفيضات وخصومات ضريبية (Wu, et al.,2012 & Faccio, 2010 & Li, et al,2008) كما توفر الروابط السياسية تأمياً ضد الأزمات الخارجية (Jackowicz, et al., 2014). فالروابط السياسية قد يمكن الشركات من تلقي المساعدات الحكومية في وقت الشدة المالية (Blau & Faccio,2006 & et al.,2013).

وتنعكس هذه المعاملة التفضيلية للشركات المرتبطة سياسياً في النهاية بشكل إيجابي علي قيمة المنشآت المرتبطة سياسياً وهذا ما وثقته العديد من الدراسات: (Tihanyi, et al., 2019 ; Maalol, et al.,2018 ; Wong&Hooy, 2018 ; Ozcan&Gunduz,214 ; Chen et al., 2014 ; Boubakri, et al.,2012a ; Li et al., 2008 ; Faccio,2006 ; Fisman, 2001).

ولقد وثقت الدراسات التأثير الإيجابي للروابط السياسية علي قيمة المنشأة علي كافة المستويات سواء في الدراسات الدولية (Faccio,2006 , Boubakri et al.,2012, Tihanyi et al.,2019) أو علي مستوى الدولة الواحدة سواء كانت متقدمة مثل أمريكا (Goldman,2016) أو اقتصاديات ناشئة مثل الصين.

(Li, et al., 2008) أو نامية مثل (ماليزيا (Wong&Hooy,2018) وتركيا (Ozcan &Gunduz,214) وتونس (Maalol et al.,2018).

ومن منطلق مفهوم تبادل المصالح يسعى السياسيون الي الاستفادة من الشركات المرتبطة بهم مما يمثل تكاليف علي تلك الشركات الأمر الذي قد يؤدي في النهاية إلى تأثير سلبي و ضار علي قيمة المنشآت بالمقارنة مع مثيلاتها غير المرتبطة سياسياً وهذا ما وثقته أيضاً العديد من الدراسات (Boubakri e al.,2008; Faccio,2010 ; Qian et al.,2011 ; Chaney et al.,2011; Jackowicz, et al., 2014; Kang & Zhang,2017; Hus Chancharat et al., 2019 ; Li , 2020)

وقد أشارت دراسة (Boubakri, et al., 2008) والتي تمت على ٤١ دولة إلى أن الشركات المرتبطة سياسياً تظهر أداء محاسبي ضعيف مقارنة بنظيراتها غير المرتبطة سياسياً. وفي دراسة مماثلة (Faccio, 2010) لتحليل خصائص الشركات المرتبطة سياسياً توصلت إلى أن الشركات المرتبطة سياسياً ضعيفة الأداء مقارنة بغيرها من الشركات غير المرتبطة بشكل عام، وإن هذا الاختلاف يكون أكثر وضوحاً مع زيادة قوة الروابط السياسية واختلاف مستويات الفساد ودرجة النمو الاقتصادي.

أما دراسة (Qian, et al., 2011) تشير إلى أن علي الرغم مما توفره الروابط السياسية من منافع ومزايا إلا أنها لا تضيف قيمة للشركة دائماً ولكنها قد تدمر قيمة الشركة بنفس القدر، وخاصة في الشركات التي تتميز بتركز الملكية وذلك من خلال حماية الآليات تضر بمصالح حقوق الأقلية وذلك لما توفره من سهولة الوصول إلى الائتمان المصرفي وعدم الاكتران بمعاقبة سوق المال لمثل هذه الآليات. وفي هذا السياق، توصلت دراسة (Chaney et al., 2011) إلى أن الشركات المرتبطة سياسياً تحقق أرباح وتقدم معلومات محاسبية أقل جودة من نظيراتها غير المرتبطة وبررت ذلك بأن تلك الشركات أقل استجابة لضغوط السوق لزيادة جودة المعلومات المحاسبية المفصح عنها.

أما دراسة (Faccio & Hus, 2017) تشير إلى زيادة معدلات التوظيف في الشركات المرتبطة سياسياً وخاصة في أثناء فترة الانتخابات وذلك لضمان كسب تأييد عدد كبير من الأصوات اللازمة للفوز في الانتخابات وما يترتب على ذلك من زيادة في الأجور بدرجة كبيرة مما يعكس سلبياً علي أداء تلك الشركات مقارنة بنظيراتها.

من ناحية أخرى تشير دراسة (Kang & Zhang, 2017) إلى أن الشركات التي ترتبط سياسياً من خلال موظفين حكوميين سابقين في مجالس إدارتها تظهر أداء وقيمة أقل عن نظيراتها، وأرجعت ذلك لأسباب عديدة منها قلة الخبرة التي يتمتعوا بها بالإضافة إلى أنهم غالباً ما يشغلوا مناصب في العديد من الشركات كأعضاء في مجالس الإدارة ولذلك فهم في الغالب متغيبون عن حضور اجتماعات مجلس الإدارة.

وأخيراً ومن منظور ما تحمله الروابط السياسية من مخاطر قد تهدد ربحية الشركات المرتبطة أظهرت دراسة (Li, 2020) أن الشركات المرتبطة سياسياً تتعرض لمخاطر سياسية قد تؤدي إلى تدهور ربحية وقيمة الشركات المرتبطة مع زيادة احتمال فقدان المسؤولين لمناصبهم السياسية الأمر الذي يترتب عليه آثار سلبية علي كلاً من ربحية وقيمة الشركات المرتبطة وكذلك علي مستوى سوق المال ككل.

وتتفق الباحثة مع ما ذهب إليه دراسة (Chen, et al., 2017) بأن العلاقة بين الروابط السياسية وقيمة المنشأة أكثر تعقيداً، فالروابط السياسية تحمل معها الآثار الإيجابية والسلبية معاً، بمعنى آخر فالروابط السياسية تحمل كلاً من المنافع والتكاليف معاً، فلا توجد روابط سياسية تنتج منافع فقط أو ينتج عنها تكاليف فقط، فمتى زادت منافع الروابط السياسية عن تكاليفها يكون لها أثر إيجابي علي قيمة المنشأة، ومتى زادت التكاليف عن المنافع يكون الأثر سلبياً علي قيمة المنشأة.

وتتعدد العوامل التي تؤثر في ترجيح كفة المنافع للروابط السياسية على التكاليف أو العكس، ومن هذه العوامل ما هو متعلق ببيئة الأعمال الخارجية لكل دولة والمرتبطة بالنظم السياسية والبيئة التشريعية ومستويات الفساد ودرجة التقدم الاقتصادي، فضلاً عن مستوى تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية ودرجة سيطرتها على الموارد.

ومنها ما هو داخلي مرتبط بالبيئة الداخلية ومن أهمها آليات الحوكمة الفعالة، وذلك لما هو معروف عن دورها المؤثر في تنظيم العلاقات بين الشركات وأصحاب المصالح بهدف زيادة القيمة المضافة لجميع أصحاب المصالح (Muyadi, 2020). فضلاً عن العمل على الحد من مشاكل الوكالة ومراعاة مصالح جميع الأطراف المعنية وحماية حقوق المساهمين، بالإضافة إلى أن وجود بيئة حوكمة جيدة تعزز من وجود استراتيجيات واضحة للشركة وسياسات تنظيمية صارمة، وتحقيق العدالة والمساواة والشفافية، وأخيراً تحسين أداء وتعزيز قيمة الشركات من خلال إدارة أكثر فعالية وتخصيص أفضل للموارد وللأصول.

وتخلص الباحثة إلى أن الدراسات السابقة هدفت الي بيان أثر الروابط السياسية على قيمة الشركات المرتبطة وبيان إلى أي مدى تضيف الروابط السياسية قيمة لهذه الشركات، وأن هذه الدراسات انقسمت إلى اتجاهين: الأول يعكس منافع الروابط السياسية ويؤيد الأثر الإيجابي للروابط السياسية على قيمة المنشأة، والاتجاه الآخر يعكس تكاليف الروابط السياسية وآليات الدراسة عن الربح ومشاكل الوكالة وتضارب المصالح ويوضح الأثر السلبي على قيمة الشركات المرتبطة. وقد أجريت هذه الدراسات في بيئات مختلفة مما يصعب معه تعميم تلك النتائج نظراً لخصوصية تلك النتائج وارتباطها بخصائص البيئة التي أجريت عليها، الأمر الذي يتطلب محاولة استكشاف طبيعة العلاقة بين الروابط السياسية وقيمة تلك الشركات في البيئة المصرية وخاصة مع انتشارها في البيئة المصرية. وبيان دور آليات الحوكمة في الحد من الآثار السلبية والضارة للروابط السياسية، وأثر ذلك على طبيعة العلاقة بين الروابط السياسية وقيمة الشركات في البيئة المصرية.

٢- مشكلة الدراسة:

يسود عالم الأعمال عدم التأكد، وندرة الموارد، والمنافسة الشرسة بين الشركات علي زيادة معدلات النمو وزيادة الأسواق وتحقيق مزايا تنافسية، وتستعين العديد من الشركات في سعيها لتحقيق ذلك بتكوين تحالفات مع رجال السياسة، بما يضمن تقليل عدم التأكد الخارجي، وتأمين الحصول على الموارد الاستراتيجية، وتحقيق مزايا تنافسية فيما يعرف بالروابط السياسية.

وتنتشر الروابط السياسية على مدى واسع من الدول على اختلاف نظمها السياسية ومستوى تقدمها وبيئاتها المؤسسية، وتعد المنافع المتوقع حصول الشركات المتصلة عليها السبب وراء هذا الانتشار الواسع للروابط السياسية. وتتعدد تلك المنافع والفوائد التي تجني ثمارها الشركات المرتبطة من جراء هذه الروابط.

(Yeh et al., 2013 ; Boubakri et al., 2012 ; Chow et al., 2012 ; Li et al., 2008)

الأمر الذي يتوقع معه في نهاية المطاف أن ينعكس إيجابياً على قيمة تلك الشركات المرتبطة بما تحققه لتلك الشركات من مزايا تنافسية لا تتمتع بها نظيراتها غير المرتبطة، وهذا ما أيدته نتائج العديد من الدراسات: (Tihanyi et al., 2019 ; Wong&Hooy,2018 ; Maalol et al.,2018; Chen et al., 2014 ; Ozcan &Gunduz,214 ; Boubakri et al., 2012 ; Li et al., 2008, Faccio, 2006 ; Fisman, 2001)

وعلى الرغم من ذلك تشير نتائج العديد من الدراسات (Boubakri e al.,2008; Faccio,2010 ; Qian et al.,2011 ; Chaney et al.,2011; Jackowicz et al., 2014; Kang&Zhang,2017; Chancharat et al., 2019; Li , 2020) إلى نتائج مغايرة تماماً و أن تأثير الروابط السياسية سلبى على قيمة الشركات المرتبطة سياسياً، كما أن أداء الشركات المرتبطة سياسياً أضعف من نظيراتها غير المتصلة.

وفي هذا السياق قدمت دراسة (Wong & Hooy, 2018) تفسيراً مغايراً للدراسات السابقة حول أثر الروابط السياسية على قيمة الشركات المرتبطة؛ فوفقاً لهذه الدراسة لا ترتبط جميع أنواع الروابط السياسية إيجابياً أو سلبياً مع أداء الشركة، ولكن يختلف الأثر حسب نوع الروابط السياسية، حيث وجدت الدراسة أن كلاً من الروابط السياسية من خلال الملكية الحكومية وأعضاء مجلس الإدارة لها أثر إيجابي على أداء الشركة في حين لا يوجد هذا الأثر في أنواع الروابط الأخرى.

كما قدمت دراسة (Chen, et al., 2017) تفسير آخر بأن أثر الروابط السياسية يختلف من منشأة لأخرى، وأن الروابط السياسية لها كلا الأثرين الإيجابي والسلبي على قيمة المنشأة، فلا توجد روابط سياسية تحمل منافع فقط أو ينتج عنها تكاليف فقط ولكن الروابط السياسية تحمل كلاً من المنافع والتكاليف معاً. فمتى زادت منافع الروابط السياسية عن تكاليفها يكون لها أثر إيجابي على قيمة المنشأة، ومتى زادت التكاليف عن المنافع يكون الأثر سلبى على قيمة المنشأة.

فقد يكون للروابط السياسية آثار ضارة على أداء الشركات وقيمتها، فعندما تبدأ الشركات في رد الجميل ودفع مقابل ما تحصلت عليه من خدمات وينخرط السياسيون في سلوك البحث عن الربح - seeking Rent - تتدفق المنافع والمزايا من الشركات الى السياسيون لتعكس الآثار السلبية والعيوب للروابط السياسية وينشأ عنها مشكلات وكالة .

فوفقاً لنظرية الوكالة، تسعى الشركات إلى تحقيق أهداف السياسيون بدلاً من تعظيم القيمة لصالح المساهمين، ويحدث تعارض في المصالح بين الإدارة والمساهمين من ناحية وبين أعضاء مجالس الإدارة المرتبطين وغير المرتبطين من ناحية أخرى وبين مساهمي الأغلبية ومساهمي الأقلية من ناحية ثالثة. (Cao et al., 2017 Bona-Sanchez et al.,2014) & Ding et al., 2015

ومن أهم الآليات المعروفة بقدرتها على تخفيض مشاكل الوكالة وتعزيز قيمة الشركات والعمل على الحد من تضارب المصالح، وحماية حقوق المساهمين هي آليات الحوكمة الجيدة. وبالتالي فمن المتوقع أن يكون هناك دور لآليات الحوكمة الرشيدة في التأثير على العلاقة بين الروابط السياسية وقيمة المنشأة والحد من آثارها السلبية أو تدعيم آثارها الإيجابية، وبشكل أكثر

تحديداً تحليل دور آليات الحوكمة في التأثير على طبيعة العلاقة بين الروابط السياسية وقيمة المنشأة في البيئة المصرية.

وبهذا يمكن صياغة مشكلة الدراسة من خلال التساؤلات التالية:

- ١- ما هو أثر الروابط السياسية على قيمة الشركات المرتبطة سياسياً؟
- ٢- ما هو أثر آليات الحوكمة الجيدة على قيمة الشركات؟
- ٣- ما هو الأثر التفاعلي لكلاً من الروابط السياسية وآليات الحوكمة على قيمة الشركات المرتبطة سياسياً؟

٣- أهداف الدراسة:

يتمثل الهدف الأساسي لهذا الدراسة في دراسة الأثر المباشر لكلاً من الروابط السياسية والحوكمة على قيمة الشركات وكذلك اختبار الأثر التفاعلي لكليهما على قيمة الشركات المرتبطة سياسياً والمسجلة ببورصة الأوراق المالية. ويتفرع من هذا الهدف مجموعة من الأهداف الفرعية كما يلي:

- قياس أثر الروابط السياسية على قيمة الشركات المرتبطة سياسياً في البيئة المصرية.
- قياس أثر آليات الحوكمة على قيمة الشركات المرتبطة سياسياً في البيئة المصرية.
- تحليل الأثر التفاعلي لكلاً من الروابط السياسية وآليات الحوكمة على قيمة الشركات المرتبطة سياسياً في البيئة المصرية.

٤- أهمية ودوافع الدراسة:

- أهمية علمية:
 - تعددت الأبحاث العلمية التي تناولت تحليل أثر الروابط السياسية على قيمة المنشأة في بيئات مختلفة، كما تضاربت نتائجها بشكل كبير حول طبيعة هذا الأثر وإلى أي حد يمكن اعتبار الروابط السياسية محدد أساسي لقيمة المنشأة.
 - تلقي بمزيد من الأهمية حول دور آليات الحوكمة ودورها في تعزيز قيمة المنشأة وخاصة الشركات المرتبطة سياسياً.

- أهمية عملية:

- تتمثل في تزايد الحاجة في بيئة الأعمال المصرية للتعرف على أثر الروابط السياسية على قيمة الشركات المرتبطة سياسياً وخاصة أن هذا الأثر يتباين مع اختلاف البيئات ونظمها السياسية وتنظيماتها المؤسسية واطرها التشريعية والقانونية ومستويات الفساد.

د. حنان حسن علي أبو جاد الله

- تلقي هذه الدراسة الضوء على أهمية الروابط السياسية وضرورة مراعاة أثر تلك الروابط على قيمة الشركات والمخاطر التي قد تتعرض لها المنشآت المرتبطة سياسياً، وخاصة مع زوال الروابط السياسية بانتهاء النظام السياسي أو انتهاء العلاقات السياسية وذلك عند مقارنتها بالشركات غير المرتبطة.

- دوافع الدراسة:

- كثرة الأبحاث التي أعدت في هذا الشأن في بيئات مختلفة فضلاً عن تضارب نتائجها تمثل أحد دوافع البحث، في محاولة استكشاف طبيعة هذه العلاقة في البيئة المصرية ومقارنتها مع نتائج الدراسات في البيئات المختلفة وتحليل أسباب الاختلاف.

- تعد مصر مجالاً خصباً لظاهرة الروابط السياسية، حيث تسيطر الحكومة المصرية على معظم الموارد النادرة والبنوك كما يزيد تدخلها في النشاط الاقتصادي مما يزيد من تأثيرها على منشآت الأعمال، كما يتميز الوضع المؤسسي بأهمية العلاقات الرسمية وغير الرسمية.

٥- حدود ونطاق الدراسة:

- تقتصر الدراسة للروابط السياسية على العلاقات المباشرة دون العلاقات الوثيقة مع السياسيين وذلك نظراً لعدم موضوعية تعريف العلاقات الوثيقة، فضلاً عن عدم وجود مصادر معلومات موثقة متاحة للجمهور عن طبيعة هذه العلاقات كما أن هذه العلاقات غير ثابتة مع مرور الوقت.

- لن تتعرض الدراسة للتكاليف السياسية والتي قد تتحملها بعض أنواع المنشآت الكبرى في بعض الدول.

- لن تتضمن الدراسة المساهمات في الحملات الانتخابية للسياسيين كأحد أشكال الروابط السياسية، نظراً لعدم توافر الإفصاح الخاص بتلك المبالغ كما في البلاد المتقدمة.

- تقتصر الدراسة على شركات القطاع الخاص غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية مع استبعاد المنشآت المالية نظراً لاختلاف طبيعة نشاطها.

٦- منهج الدراسة:

- تتبع الباحثة في هذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي من خلال المنهج الاستقرائي، حيث تم مسح المصادر العلمية المتعلقة بموضوع البحث، اعتماداً على الدراسة المكتبية، سواء الإصدارات المهنية أو الدراسات الأكاديمية المرتبطة بموضوع الدراسة.

- أما الشق التطبيقي فيتم من خلاله اختبار فروض الدراسة عملياً، أي اختبار العلاقة بين البيانات التاريخية لكل من الروابط السياسية ومؤشرات حوكمة الشركات من ناحية، وقياس الفروق في مستوى قوة هذه العلاقة، وقياس الأثر التفاعلي بين الروابط السياسية ومؤشرات حوكمة الشركات وانعكاس ذلك على قيمة المنشآت مع اختبار أثر حجم المنشأة،

الرافعة المالية، عمر المنشأة، ومعدل العائد على الأصول على هذه العلاقة، وذلك للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، ومقارنة هذه النتائج مع نتائج الدراسات التي أجريت في بيئات أخرى.

٧- خطة الدراسة:

انطلاقاً من مشكلة الدراسة وتحقيقاً لأهدافها وفي ضوء حدودها تستكمل الدراسة وفقاً للخطة التالية:

١/٧ - تحليل طبيعة الروابط السياسية والنظريات المفسرة.

٢/٧ - الإطار النظري واشتقاق فروض البحث.

٣/٧ - الدراسة التطبيقية وقياس المتغيرات ونماذج الدراسة.

٤/٧ - النتائج والتوصيات ومجالات الدراسة المقترحة.

١/٧ - تحليل طبيعة الروابط السياسية والنظريات المفسرة:

ترتبط الشركات سياسياً من خلال وسيلتين مختلفتين وهما إما من خلال كبار المسؤولين الداخليين أو الملكية، وتعتبر الشركة مرتبطة سياسياً من خلال كبار المسؤولين: إذا كان رئيس مجلس الإدارة أو المدير التنفيذي أو العضو المنتدب أو عضو من أعضاء مجلس الإدارة عضو (حالي أو سابق) في البرلمان أو في أحد الأحزاب السياسية أو يشغل منصب سياسي بارز أو يرتبط ارتباطاً وثيقاً بمسؤول كبير من خلال صداقة شخصية أو أسرية.

كما تعتبر الشركة مرتبطة سياسياً من خلال الملكية إذا كان أحد كبار المساهمين في الشركة (أي شخص يسيطر على ١٠ بالمائة على الأقل من أسهم التصويت) عضو في البرلمان أو في أحد الأحزاب السياسية أو يشغل منصب سياسي بارز، أو يرتبط ارتباطاً وثيقاً بمسؤول كبير من خلال صداقة شخصية أو أسرية أو تمتلك الحكومة حصة في ملكية الشركة لا تتجاوز ٥٠% (Faccio, 2006).

ويتمثل غرض الشركة من إقامة اتصال مع سياسي في الحصول على منفعة اقتصادية أو معاملة مواتية لمواصلة النجاح الاقتصادي للشركة وللتغلب على معوقات النمو وتحقيق مزايا تنافسية. ولقد وثقت العديد من الدراسات

(Maalol, et al., 2018; Batta, et al., 2014; Chen, et al., 2014; Yang, et al., 2014; Yeh, et al., 2013; Boubakri, et al., 2012; Chow, et al., 2012; Wu, et al., 2012; Min, 2011; Li et al., 2008; Faccio, 2006)

بأن الشركات التي لديها علاقات وثيقة مع السياسيين تحقق مجموعة متنوعة من الفوائد والمنافع الاقتصادية في المقابل والتي تتمثل في الحصول على معاملة تفضيلية من البنوك (وخاصة البنوك المملوكة للحكومة)، مثل سهولة الوصول للديون طويلة الأجل مع انخفاض أسعار الفائدة، والمعاملة التفضيلية لتلك الشركات في الحصول على عقود المشتريات والدعم والاعانات الحكومية والخضوع لمعاملة ضريبية تفضيلية مثل التمتع بدفع معدلات ضريبية

د. حنان حسن علي أبو جاد الله

منخفضة والحصول علي الإعفاءات والامتيازات الضريبية، بالإضافة إلي الحصول علي العديد من الامتيازات مثل تراخيص الاستيراد والتصدير وتراخيص الدخول الي الصناعات الأكثر قيوداً، فضلاً عن الحماية التي توفرها الروابط السياسية لتلك الشركات ضد المنافسة و الأزمات الخارجية في وقت الشدة، كما قد تخفف الروابط السياسية من العقبات البيروقراطية التي تواجه الشركات المرتبطة .

كما أن الروابط السياسية تمكن الشركات من الحصول علي معلومات فريدة وسرية حول السياسة العامة، والتي غالباً ما تكون مكلفة للغاية أو يصعب الحصول عليها، كما تعد وسيلة للوصول إلي صناعات القرار السياسي من سياسيين حاليين وبيروقراطيين مما قد يؤدي إلي التأثير علي القرارات السياسية لصالح الشركات المتصلة. (Hillman, 2005)

وتعتمد أدبيات الروابط السياسية في تفسيرها لتدفق المنافع والمزايا من الروابط مع السياسيين إلي الشركات علي نظرية الاعتماد علي الموارد Resource dependence theory، وتفسر هذه النظرية الآثار الإيجابية للروابط السياسية لمنشآت الأعمال، فوفقاً لهذه النظرية تعتمد المنشآت في نموها وبقاؤها في دنيا الأعمال علي الموارد الموجودة في البيئة الخارجية وتخلق هذه التبعية نوع من أنواع المخاطر وعدم التأكد، وتعتبر القوى السياسية قوة رئيسة في البيئة الخارجية لذلك تسعى الشركات الي تكوين علاقات معها لتأمين حصولها علي الموارد النادرة وتقليل عدم التأكد البيئي وتحقيق ميزة تنافسية . (Maaloul et al., 2018; Hillman, 2005)

وعلى النقيض من ذلك، قد يكون للروابط السياسية آثار ضارة على أداء الشركات وقيمتها، فعندما تبدأ الشركات في رد الجميل ودفع مقابل ما تحصلت عليه من خدمات وتدفق المنافع والمزايا من الشركات الي السياسيين لتعكس الآثار السلبية والعيوب للروابط السياسية وينشأ عنها مشكلات وكالة. فوفقاً لنظرية الوكالة، تسعى الشركات إلي تحقيق أهداف السياسيين بدلاً من تعظيم القيمة لصالح المساهمين، ويحدث تعارض في المصالح بين الإدارة والمساهمين من ناحية وبين أعضاء مجالس الإدارة المرتبطين وغير المرتبطين من ناحية أخرى وبين مساهمي الأغلبية ومساهمي الأقلية من ناحية ثالثة.

(Cao et al., 2017 & Ding et al., 2015 & Bona-Sanchez et al., 2014)

وفي الواقع، فإنه يمكن أن يشعر المديرين المرتبطين سياسياً بالحماية بواسطة الروابط السياسية الخاصة بهم وبالتالي يمكن استخدام سلطتهم من خلال تحصينهم ومصادرة حقوق مساهمي الأقلية لتحقيق أهداف غير مناسبة لتعظيم قيمة الشركة، وتزايد تلك الآليات نظراً لضعف حماية حقوق مساهمي الأقلية مع ضعف الاجراءات التأديبية التي تواجهها هذه الشركات من الأسواق المالية وخاصة مع تزايد اعتماد الشركات المرتبطة علي التمويل بالمدبونية من البنوك الخاضعة لإشراف الحكومة (Attia et al., 2016)، ومع الحماية التي توفرها الروابط السياسية من ضغوط أسواق المال .

ومن ناحية أخرى، فإن الروابط السياسية تؤدي إلي وجود مجالس إدارة يسيطر عليها بيروقراطيين حكوميين بمهارات وخبرات إدارية متدنية (kang & Cao, et al., 2017) (Zhang , 2017) فضلاً عن تمتع تلك المجالس بالتحصين الإداري وعدم تعرضهم للفصل أو

العقاب القانوني وانخراطهم في أنشطة يمكن أن تلحق الضرر بمصالح المساهمين وبالتالي زيادة ممارساتهم الاحتياطية أو إدارة الأرباح (Ababneh et al.,2019) وبالتالي تؤدي إلي انخفاض جودة المعلومات المحاسبية (Chaney et al.,2011) .

كما يحتاج السياسيون إلي موارد لتدعيم حملاتهم الانتخابية من أجل تثبيت نظمهم السياسية وبقاء استمرارهم بالسلطة، وتقاسم عبء تنفيذ السياسات الحكومية مثل توظيف فائض العمالة (Habib et al., 2018) مما يؤدي الي تراجع ربحية الشركات لارتفاع الأجور، والأسوأ من ذلك أنه في ظل التغييرات السياسية الكبرى، يمكن للشركات التي كانت في السابق تحظى بالاهتمام ان تسقط وتفقد ثروتها بالكامل (Ozcan et al., 2014) بالإضافة الي زيادة مخاطر انهيار الأسهم نتيجة انخفاض جودة التقرير المالي وانخفاض الشفافية للشركات المرتبطة سياسياً (Tee,2018).

وخلاصة القول ترى الباحثة أن الروابط السياسية سلاح ذو حدين، قد يتحقق من ورائها الحصول على منفعة اقتصادية أو معاملة مواتية لمواصلة النجاح الاقتصادي للشركة، كما يترتب عليها تكاليف تتحملها الشركات وتثقل كاهلها، فإلى الحد الذي تزيد فيه المنافع عن التكاليف الحدية ينعكس ذلك ايجابياً علي الأداء والعكس، وبالتالي من الأهمية بمكان التعرف علي أثر الروابط السياسية في البيئة المصرية علي قيمة الشركات المرتبطة سياسياً لما تمثله تلك المعلومات من أهمية لكافة طوائف أصحاب المصالح من مساهمين ومستثمرين ومحللين ماليين فضلاً عن أهمية تلك المعلومات علي المستوى الكلي لما لها من تأثير علي التخصيص الأمثل للموارد النادرة وخاصة في الاقتصاديات النامية .

٢/٧- الاطار النظري واشتقاق فروض البحث.

١/٢/٧- أثر الروابط السياسية علي قيمة المنشأة واشتقاق الفرض الأول

يقصد بقيمة المنشأة السوقية للمنشأة والتي تتوقف على سعر بيع الأسهم في سوق تداول الأسهم، وتعد قيمة المنشأة ترجمة مالية لأداء المنشأة، فأي تحسن في أداء المنشأة يصاحبه زيادة في قيمتها والعكس صحيح. ونظراً لأن معظم الشركات من المفترض أنها تستفيد من إقامة روابط مع السياسيين ؛ لذا فمن المتوقع أن تعمل الروابط السياسية علي تحسين أداء الشركات المرتبطة وقيمتها وذلك من منطلق ما تحققه تلك الروابط من منافع ومزايا لا تتوافر لغيرها من الشركات غير المرتبطة، كما أن المستثمرين يفضلوا الاستثمار في الشركات المرتبطة سياسياً للاستفادة من هذه المنافع والمزايا وهذا ما وثقته العديد من الدراسات (Maaloul et al., 2018 ; Ozcan&Gunduz,2014 ; Chen et al., 2014 ; Boubakri et al., 2012 ; Golman et al.,2009 ; Li et al.,2008 ; Faccio,2006 ; Hillman, 2005)

فقد توصلت دراسة (Hillman ,2005) والتي أجريت في أمريكا علي عينة من الشركات في كلاً من الصناعات الأشد تنظيمياً والأقل تنظيمياً إلي علاقة إيجابية بين مقاييس الأداء علي أساس السوق مع الروابط السياسية وان كانت أكثر وضوحاً في الصناعات الأكثر تنظيمياً، وفي نفس السياق أوضحت دراسة (Goldman, et al ., 2008) الأثر الإيجابي للروابط السياسية علي أداء وقيمة الشركات الأمريكية المرتبطة والمتمثلة في تحقيقها عوائد اسهم إيجابية

غير عادية بعد الاعلان عن انضمام سياسي لمجلس إدارة الشركات وذلك بعد فوز الحزب الجمهوري في الانتخابات الرئاسية .

كما توصلت دراسة (Faccio ,2006) في دراسة دولية شملت ٤٧ دولة وأجريت علي أكثر من ٢٠,٠٠٠ شركة بأن الروابط السياسية لها أثر إيجابي علي قيمة المنشأة وأن هناك زيادة كبيرة في قيمة المنشأة بعد الإعلان عن دخول السياسيين الي مجلس الإدارة أو انضمام كبار المسؤولين أو كبار المساهمين الي السياسية. وأكدت دراسة (Li et al.,2008) ان الروابط السياسية في الصين متمثلة في عضوية الحزب الشيوعي الحاكم لرجال الأعمال لها دور إيجابي ومعنوي علي أداء وقيمة الشركات وخاصة في المناطق ذات البيئات المؤسسية الضعيفة .

كما استغلّت دراسة (Boubakri et al., 2012) عينة من ٢٣٤ شركة مرتبطة سياسياً في الفترة من ١٩٨٩ وحتى عام ٢٠٠٣ تاريخ انشاء الارتباط السياسي وقامت بدراسة أثر انشاء الروابط السياسية علي الأداء خلال الثلاث سنوات التالية لإنشاء الروابط مقارنة بالثلاث سنوات السابقة عليها، وتوصلت الدراسة إلي التأثير الإيجابي للروابط السياسية علي قيمة الشركات المرتبطة مقارنة بالسنوات السابقة علي الارتباط .

كما تشير نتائج دراسة (Ozcan&Gunduz,2014)إلى التأثير الإيجابي للروابط السياسية علي التصنيف الصناعي للشركات ضمن أفضل ١٠٠٠ شركة في التصنيف التجاري لغرفة الصناعة في تركيا في الفترة من ٢٠٠٣ وحتى ٢٠١١، مؤكدة تفوق الشركات المرتبطة في أدائها مقارنة بنظيراتها غير المرتبطة معبراً عنه بزيادة في المبيعات والقيمة المضافة ومعدل الربح.

وأخيراً دراسة (Maaloul et al., 2018) والتي أجريت علي عينة من الشركات المدرجة في بورصة تونس في الفترة من ٢٠١٢ و ٢٠١٤ والتي توصلت إلى أن الروابط السياسية لها تأثير إيجابي وهام علي أداء الشركات وقيمتها مما يؤكد فكرة المزايا التي تحصل عليها الشركات من علاقاتها السياسية .

وفي اتجاه معاكس أشارت مجموعة من الدراسات إلى أن الروابط السياسية قد يكون لها تأثير ضار على أداء الشركات المرتبطة وقيمتها (Li, 2020 ; Chancharat et al.,2019; Kang &Zhang, 2017; Jackowicz et al., 2014 ;Faccio ,2010 ; Chaney et al., 2011; Qian et al.,2011;Boubakri et al., 2008)

وقد ركزت دراسة (Jackowicz et al., 2014) على تحليل أثر الروابط السياسية علي الأداء التشغيلي وقيمة الشركات غير المالية في بولندا في الفترة من ٢٠٠١ وحتى ٢٠١١، وجدت الدراسة أن الروابط السياسية لها تأثير سلبي علي الأداء باستخدام مستوى الدخل من المبيعات كمقياس للأداء كما تقلل من ربحية تلك الشركات وفسرت ذلك بأن الروابط السياسية تستخدم لتحقيق أهداف السياسيين كما تستخدمها الشركات للتأمين ضد الصدمات الخارجية .

ومن وجهة نظر مختلفة تناولت دراسة (Li, 2020) المخاطر السياسية التي قد تلحق بالشركات المرتبطة عندما يتعرض الوضع الوظيفي أو المنصب الذي يشغله السياسي لحالة من عدم التأكد مما ينعكس سلبياً علي عوائد تلك الشركات، وكيف أن حملة مكافحة الفساد في الصين أدت الي تدهور بالغ ومؤثر في عوائد وقيمة ٣,٠٠٠ شركة من الشركات الصينية المرتبطة

سياسياً . وباستخدام بيانات عينة مكونة من ١٠٢ شركة غير مالية خلال الفترة من ٢٠٠٦-٢٠١٧ توصلت دراسة (Chancharat et al., 2019) الي نتائج مشابهة بأن الروابط السياسية ترتبط سلبياً بدرجة معنوية بالأداء وقيمة الشركة في الشركات التايلاندية .

كما تناولت دراسة أجريت في البيئة المصرية (رشا الفقي & رحاب الزكي ، ٢٠١٩) تحليل أثر العلاقة التفاعلية بين الروابط السياسية ومستوى التحفظ المحاسبي علي قيمة المنشأة، وأشارت نتائج الدراسة إلي وجود علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين كلاً من الروابط السياسية ومستوى التحفظ المحاسبي وقيمة المنشأة، كما يوجد أثر إيجابي ومعنوي للعلاقة التفاعلية بين الروابط السياسية ومستوى التحفظ المحاسبي وقيمة المنشأة، ومن المثير للاهتمام أن القوة التفسيرية للنموذج الذي يربط بين الروابط السياسية وقيمة المنشأة بلغ ٩٩,٨ % (بمعنى أن الروابط السياسية والمتغيرات الحاكمة (حجم الشركة، الرافعة المالية، معدل العائد علي الأصول) مسئولة عن تفسير ٩٩,٨ % من التغيرات التي تحدث في قيمة المنشأة مما يؤكد علي أهمية الروابط السياسية في تأثيرها علي قيمة المنشأة، وقد أوصت الدراسة بضرورة توسيع نطاق الدراسة ليشمل قطاعات أخرى حيث اقتصرت الدراسة علي الشركات المدرجة في قطاع التشييد والبناء فقط .

وتخلص الباحثة مما سبق إلي أن الدراسات التي تبحث في أثر الروابط السياسية علي قيمة الشركات انقسمت إلي اتجاهين أحدهما يؤيد الأثر الإيجابي ومن ناحية أخرى دراسات تؤكد الأثر السلبي، وبهذا يمكن صياغة الفرض الأول في الدراسة كما يلي:

الفرض الأول: لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية بين الروابط السياسية في منشآت الأعمال المصرية وقيمة المنشأة.

٢/٢/٧ - تباين العلاقة بين الروابط السياسية وقيمة المنشأة باختلاف نوع الروابط السياسية واشتقاق الفرض الثاني

حاولت العديد من الدراسات تفسير أسباب الاختلاف في النتائج حول أثر الروابط السياسية علي قيمة المنشأة، أرجعت بعض الدراسات هذا الاختلاف لتعدد أنواع الروابط السياسية واختلاف تأثير كل نوع منها عن تأثير الآخر. ففي دراسة (Wong & Hooy, 2018) حول ما إذا كانت الأنواع المختلفة من الروابط السياسية تؤثر بشكل مختلف علي أداء وقيمة المنشأة، حيث قامت الدراسة بتقسيم الروابط السياسية إلي أربعة أنواع وهي روابط من خلال الملكية الحكومية و مجلس الإدارة والعلاقة مع رجال الأعمال وأفراد أسر السياسيين، وتوصلت هذه الدراسة إلي نتيجة مفادها أن بعض أنواع الروابط السياسية لا ترتبط إيجابياً مع أداء وقيمة الشركات، حيث وجدت أن الروابط السياسية من خلال الملكية الحكومية وأعضاء مجلس الإدارة لها تأثير إيجابي علي أداء وقيمة الشركة في حين لا يوجد مثل هذا التأثير الإيجابي في نوعي الارتباط الآخرين.

كذلك أوضحت دراسة (عبد الوونيس، ٢٠١٧) والتي أجريت علي البيئة المصرية اختلاف العلاقة بين الأنواع المختلفة للروابط السياسية وتكلفة رأس المال، فتوصلت الدراسة إلي أن الروابط السياسية لكبار المساهمين أدت الي انخفاض تكلفة رأس المال ولكن علي النقيض

د. حنان حسن علي أبو جاد الله

ترتب على الروابط السياسية من خلال الملكية الحكومية ارتفاع تكلفة رأس المال، بالإضافة إلى عدم وجود تأثير للروابط السياسية من خلال مجلس الإدارة.

وكذلك توصلت دراسة أجريت على البيئة المصرية (حسونة & عمارة، ٢٠١٩) إلى اختلاف أثر الأنواع المختلفة للروابط السياسية مع متغير الدراسة (الاحتفاظ بمستوى النقدية) ففي حين كانت العلاقة موجبة بين الروابط السياسية من خلال الملكية الحكومية، كانت العلاقة سالبة في حالة الروابط السياسية من خلال المسؤولين الداخليين، كذلك لم توجد علاقة معنوية بين الروابط السياسية من خلال كبار المساهمين.

وبناء على ما سبق يمكن صياغة الفرض الثاني:

الفرض الثاني: لا يختلف أثر الروابط السياسية على قيمة المنشأة باختلاف نوع الروابط السياسية.

ويمكن قياس أثر كل نوع من أنواع الروابط السياسية على حدة على قيمة المنشأة، وبالتالي يمكن تقسيم الفرض الثاني إلى الفروض الفرعية التالية:

أ- لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية بين الروابط السياسية لأعضاء مجلس الإدارة في منشآت الأعمال المصرية وقيمة المنشأة.

ب- لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية بين الروابط السياسية لكبار المساهمين في منشآت الأعمال المصرية وقيمة المنشأة.

ج- لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية بين الروابط السياسية للملكية الحكومية في منشآت الأعمال المصرية وقيمة المنشأة.

٣/٢/٧- آليات الحوكمة وأثرها على قيمة المنشأة واشتقاق الفرض الثالث.

يشير مصطلح الحوكمة إلى نظام لرقابة وتنظيم الشركات، يحتوي على مجموعة من القواعد والإجراءات التي تنظم العلاقات بين الشركات وأصحاب المصلحة بهدف زيادة القيمة المضافة لجميع أصحاب المصلحة " (Muyadi, 2020) . وبمعنى آخر هي مجموعة من القواعد والإجراءات التي تضمن قيام مديرو الشركات بتوظيف مبادئ الإدارة على أساس القيمة Value – Based Management لخلق قيمة للمنشأة خدمة لكل أو بعض أصحاب المصلحة. (شوشة، ٢٠٢٠).

وقد أشارت العديد من الدراسات (Mulyadi, et al., 2020 ; Reilly, et al., 2011; Ammann, et al., 2011; Claessens, 2013; Black, et al., 2015 ; 2018 إلى عدد من الآليات التي تؤثر بها حوكمة الشركات على قيمة المنشأة بالإيجاب، وذلك من خلال ما تحدته آليات الحوكمة من تخفيض أو الحد من حالة عدم التأكد ومراعاة مصالح جميع الأطراف المعنية ووضع وتنفيذ الخطط الاستراتيجية ومما يترتب عليه من بناء الثقة بين المساهمين والشركات، وبالتالي ينعكس على توفير المزيد من رأس المال والموارد مما يعود بالفائدة على الشركة ومجلس الإدارة وجميع أصحاب المصلحة .

كما أن وجود بيئة حوكمة جيدة تعزز من وجود استراتيجيات واضحة للشركة وسياسة فعالة لإدارة المخاطر، وسياسات تنظيمية صارمة، فضلاً عن تحقيق العدالة والمساواة والشفافية والمسؤولية الاجتماعية للشركة، بالإضافة الي تقييم عادل للموظفين، ومجلس إدارة قوي ومؤهل وأدوار محددة بوضوح، ونزاهة وسلوك أخلاقي وصدق في التعاملات التجارية مما ينعكس إيجابياً على قيمة المنشأة.

كما أن الحوكمة لها تأثير إيجابي علي القيمة من خلال ما تحققه آليات الحوكمة الجيدة من الحد من العديد من المشاكل مثل الحد من مشكلات سوء الإدارة وتخفيض تكاليف الوكالة (د. أمير شوشة، ٢٠٢٠) كما تقلل من مخاطر الوكالة واحتمال مصادر حقوق الأقلية، هذا بالإضافة الي أنها تقلل من التأثير السلبي للمعاملات الداخلية للأطراف ذات الصلة حيث قدمت دراسة (Black, et al., 2015) الدليل علي أن الحوكمة الجيدة تقلل من تسريب التدفقات النقدية Cash Flow – tunneling من خلال المعاملات العادية مع الأطراف ذات الصلة، مما يترتب عليه تحقيق قيم سوقية أعلى نظراً لأن المستثمرين يتوقعوا أن الحوكمة الجيدة تقلل من الأضرار التي تلحق بحقوق الأقلية نتيجة المعاملات مع الأطراف ذات الصلة .

ولقد تعددت الدراسات التي تحاول تقديم دليل تطبيقي على إيجابية العلاقة بين آليات الحوكمة الجيدة وقيمة المنشأة، وانقسمت هذه الدراسات فمنها من يحاول تقديم الدليل على مستوى الدولة ومنها ما يقدم الدليل عبر عدد من الدول.

- فأما على مستوى الدولة الواحدة من أمثلة تلك الدراسات:

دراسة (Black, et al., 2015) والتي قدمت الدليل على الأثر الإيجابي لآليات الحوكمة علي قيمة المنشآت في كوريا، في دراسة حالة شملت معظم الشركات المسجلة في البورصة من الفترة ١٩٩٨-٢٠٠٤ وتوصلت الدراسة الي دليل على وجود علاقة معنوية قوية بين آليات الحوكمة الجيدة و زيادة القيمة السوقية للمنشأة .

وفي هذا السياق، قامت دراسة (Ararat, et al., 2017) بإجراء دراسة على معظم الشركات المسجلة ببورصة إسطنبول (تركيا) في الفترة من ٢٠٠٦ وحتى ٢٠١٢ لبحث العلاقة بين آليات حوكمة الشركات والقيم السوقية للشركات والربحية وتوصلت الدراسة إلي وجود علاقة قوية بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية وأن زيادة مقدارها واحد انحراف معياري في مؤشر الحوكمة يتنبأ بزيادة تتراوح من ٨-١٠% في (Tobin's Q) القيمة السوقية للشركة .

كما توصلت دراسة (Mulyadi, et al., 2020) والتي أجريت علي عينة من الشركات المسجلة في بورصة اندونيسيا في الفترة من ٢٠٠٩-٢٠١٣ أن الحوكمة الجيدة للشركات (GCG) كان لها أثر إيجابي وعلاقة قوية ومعنوية مع قيمة الشركة .

أما على الصعيد الدولي تعددت الدراسات التي تحاول تقديم دليل على الأثر الإيجابي لآليات الحوكمة الجيدة عبر العديد من الدول ومن تلك الدراسات:

- دراسة (Ammann, et al., 2011) قامت بالتحقق من تأثير حوكمة الشركات علي قيمة الشركة باستخدام قاعدة بيانات مصفوفة الحوكمة الدولية والتي تشمل ٦٤ خاصية من خصائص حوكمة الشركات وشملت الدراسة ٢٣٠٠ شركة من ٢٢ دولة متقدمة خلال ٥

د. حنان حسن علي أبو جاد الله

سنوات تغطي من ٢٠٠٣ وحتى ٢٠٠٧، ولقد وجدت الدراسة علاقة قوية وموجبة بين حوكمة الشركات وتقييم الشركة وتوضح نتائج الدراسة بأن آليات الحوكمة الجيدة تنعكس على قيم سوقية أعلى بشكل معنوي.

- دراسة (Claessens, 2013) والتي ركزت على الكيفية التي تؤثر بها الحوكمة على قيمة المنشأة وخاصة في الأسواق الناشئة، وتوصلت الدراسة إلى أن آليات الحوكمة الجيدة تفيد الشركات وتؤثر إيجابياً على قيمة المنشأة من خلال عدد من القنوات: تسهيل الوصول الي التمويل الخارجي وتخفيض تكلفة رأس المال وتحسين الأداء التشغيلي وتحسين علاقتها بكل اصحاب المصالح، كما أنها تعظم من مساهمة الشركات في الاقتصاد ككل.

- دراسة (Black, et al., 2015) والتي تمت عبر خمس دول تمثل كبرى الدول في الأسواق الناشئة وتشمل كلاً من البرازيل وروسيا والهند وكوريا وتركيا (BRIKT) قامت الدراسة بتقييم ما اذا كانت الاختلافات في آليات الحوكمة بين الشركات يتنبأ أو يفسر الاختلافات في القيمة السوقية لتلك الشركات، ولقد توصلت الدراسة أن مؤشر الحوكمة على مستوى كل دولة والذي تم اعداده وفقاً لقواعدها المحلية لديه قدرة تنبؤية جوهريّة، مما يؤكد على وجود علاقة إيجابية بين آليات الحوكمة والقيمة السوقية للشركات على اختلاف الدول.

كما أن أثر آليات الحوكمة الجيدة على قيمة المنشأة لا يقتصر فقط على المدى القصير ولكن يمتد هذا الأثر في المدى الطويل أيضاً، فقد أثبتت دراسة (Aggarwal, et al., 2019) والتي أجريت على الشركات المسجلة ببورصة أمريكا خلال الفترة من ١٩٩٨-٢٠٠٧ أن الحوكمة لها تأثير إيجابي على القيمة في المدى الطويل وذلك من خلال ما تحدّثه من تحسينات في تصميم هيكل الحوكمة، وذلك من خلال تغيير آليات مجلس الإدارة والحد من الآليات الأقل ملائمة لمصالح المساهمين وتغيير ثقافة حوكمة الشركات.

وعلى الرغم من تعدد وتنوع الدراسات التي تقدم الدليل على الأثر الإيجابي لآليات الحوكمة الجيدة على قيمة الشركات، الا ان هناك القليل من الدراسات (Novia, A., 2019) (Sari & Riduan, 2013) التي أثبتت وجود علاقة سلبية بين آليات الحوكمة وقيمة المنشأة، تشير نتائج هذه الدراسة بأن آليات الحوكمة الجيدة لها تأثير سلبي ومعنوي على قيمة الشركة وفسرت الدراسة ذلك بأن هناك بعض الأسباب نكمن وراء ذلك وهي النقص في الوعي والادراك بضرورة تطبيق آليات الحوكمة الجيدة كشرط أو واجب وليس مجرد امتثال للوائح والتنظيمات، فضلاً عن عدم فهم إدارة الشركة لفوائد ومنافع تنفيذ آليات الحوكمة في المدى الطويل، كما تشير دراسة (Ammann, et al., 2011) الي انه ليس من الواضح بشكل قاطع بأن الحوكمة الجيدة ترتبط بتقييم أعلى للشركات وذلك نظراً للتكاليف المرتبطة بتطبيق آليات الحوكمة الجيدة والتي قد تفوق في بعض الأحيان المنافع المترتبة عليها.

تتفق الباحثة مع ما ذهب اليه دراسة (Reilly, et al., 2018) بأن آليات الحوكمة الجيدة تمتلك القدرة في التأثير على قيمة الشركة أما ايجابياً أو سلبياً اعتماداً على ما اذا كانت القواعد يتم الالتزام بها، وما اذا كانت السياسات مطبقة فعلاً وليس مجرد وجود قواعد وإجراءات جيدة.

وتخلص الباحثة مما سبق إلى أن الدراسات التي تبحث في أثر آليات الحوكمة الجيدة على قيمة الشركات انقسمت إلى اتجاهين: الاتجاه الرئيسي يؤيد التأثير الإيجابي ومن ناحية أخرى القليل من الدراسات تؤكد التأثير السلبي، وبهذا يمكن صياغة الفرض الثالث في الدراسة كما يلي:

الفرض الثالث: لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية بين آليات الحوكمة في منشآت الأعمال المصرية وقيمة المنشأة.

٤/٢/٧ - تحليل الأثر التفاعلي لكلاً من آليات الحوكمة والروابط السياسية على قيمة المنشأة واشتقاق الفرض الرابع.

تشترك كلاً من حوكمة الشركات والروابط السياسية في قواسم مشتركة هامة، حيث من المفترض أن كلاً منهم على حد سواء مصدر لخلق وتعزيز القيمة للشركات، فكلاً منهم يلعب دور الضامن أو المؤمن لتحسين أداء وتعزيز قيمة الشركات. وهذا يتعلق بدور كلاً منهما على حدة على قيمة المنشأة، فمن المتوقع أن الشركات التي تتمتع بآليات حوكمة قوية تتمتع بتعزيز وخلق قيمة للشركة، وكذلك الشركات التي لديها روابط سياسية.

أما فيما يتعلق بالأثر التفاعلي بين كلاً من آليات الحوكمة والروابط السياسية تعددت الاتجاهات، فمنهم من يرى أنها علاقة تكاملية فكلاً منهما يعزز الآخر، ففي دراسة كلاً من (Gao, 2019 & Shen, 2015) ترى أن العلاقة الجيدة مع الحكومة (الروابط السياسية) يمكن أن تجلب الكثير من الدخل الإضافي للشركات مما يمكنها من المنافسة من خلال خفض أسعار منتجاتها وتوسيع حصتها في السوق، وبالتالي تعزيز الفرص لخلق قيمة للمنشأة، وبالتالي تقوم الروابط السياسية هنا بدور مكمل ومعزز لآليات حوكمة الشركات بهدف تعزيز قيمة المنشأة، أي أن الانخراط في كلاً من الروابط السياسية وحوكمة الشركات قد تزيد من فرص نجاح الأعمال. في حين لم تجد دراسة (Saidouk, 2017) علاقة بين الروابط السياسية وجودة حوكمة الشركات الكندية مشيراً إلى أن الروابط السياسية لم تحدث فرق في جودة حوكمة الشركات وبالتالي لم تؤثر على قيمة المنشأة.

وفي المقابل كان هناك اتجاه آخر من الدراسات (Haris, et al., 2019 & Gao, et al., 2019 & Fraizd, et al., 2017 & Shen, et al., 2015) يشير إلى وجود تأثير سلبي للروابط السياسية على آليات الحوكمة الجيدة، حيث تؤثر أن الروابط السياسية سلباً على آليات حوكمة الشركات من خلال التأثير على استقلالية المراجعة ولجان المراجعة والمعلومات المحاسبية، كما قد تزيد الروابط السياسية من مخاطر حدوث مشاكل الوكالة لأن أعضاء مجلس الإدارة المرتبطين سياسياً يفضلوا تحقيق أهداف سياسية قد تضر بمصالح المساهمين. الأمر الذي يشكل عقبة أمام تنمية الشركات وخلق قيمة لصالح المساهمين. كما يمكن للروابط السياسية أيضاً أن تزيد من تضارب المصالح بين أعضاء مجالس الإدارة المرتبطين سياسياً وغير المرتبطين بسبب مصالحهم الخاصة وبالتالي زيادة تكاليف الوكالة وانخفاض الأداء وبالتالي التأثير السلبي على قيمة المنشأة في النهاية.

كما يوجد رأي آخر يجد أن كلاً من الحوكمة والروابط السياسية بدائل والعلاقة بينهم علاقة تبادلية، فالشركات المرتبطة سياسياً لا تحتاج إلى تبني آليات حوكمة جيدة لخلق القيمة

د. حنان حسن علي أبو جاد الله

وذلك لشركات المرتبطة سياسياً تخلق بالفعل قيمة أكبر من نظيراتها غير المرتبطة لأنها أكثر عرضة لتلقي مجموعة من المنافع والمزايا وهذا ما أكدته دراسة (Shen et al., 2015) بأن شركات بورصة تابوان المرتبطة سياسياً أظهرت آليات حوكمة سيئة، في حين أن الشركات ذات الحوكمة القوية تركز بدرجة أقل على بناء روابط سياسية .

وبالتالي لم تحسم الدراسات السابقة طبيعة الأثر التفاعلي بين آليات الحوكمة والروابط السياسية معاً على قيمة المنشأة، فهل يعزز أي منهما دور المتغير الآخر ويقوموا بأدوار مكملة فتزداد قيمة المنشأة المرتبطة سياسياً والتي لديها آليات حوكمة قوية عن تلك التي تمتلك خاصية واحدة فقط (مرتبط سياسياً أو لديها آليات حوكمة قوية)؟ أم أن احداها يقوم بدور البديل أو العلاقة بينهم علاقة إحلال واستبدال وأن احدهما يعد كاف عن وجود المتغير الآخر؟ أو قد يكون تأثيره محايد أو تأثير سلبي؟ أو يتوقف تأثير متغير على مدى قوة المتغير الآخر؟ وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة الفرض الرابع:

" لا يوجد أثر تفاعلي للروابط السياسية وحوكمة الشركات على قيمة المنشأة "

٣/٧- الدراسة التطبيقية وقياس المتغيرات ونماذج الدراسة

منهجية الدراسة:

هدفت الدراسة التطبيقية اختبار فروض البحث، ولتحقيق ذلك تتناول الباحثة كلا من: وصف مجتمع وعينة الدراسة، يلي ذلك نموذج وقياس متغيرات الدراسة، وأخيراً تحليل النتائج واختبار الفروض. وذلك على النحو التالي:

١/٣/٧: مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة المدرجة في البورصة المصرية، والمكونة من ٢٢٥ شركة مقيدة حالياً في بورصة الأوراق المالية المصرية، وتمتد فترة الدراسة على مدى ست سنوات متتالية (من عام ٢٠١٣ وحتى عام ٢٠١٨).

وقد روعي في اختيار هذه الشركات ما يلي:

- شمول عينة الدراسة لغالبية قطاعات الاقتصاد.
- استبعاد الشركات التي لا تتوفر بياناتها بشكل كامل، من خلال بيانات البورصة المصرية.
- الانتظام في نشر القوائم المالية خلال فترة الدراسة.
- استبعاد البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، نظراً لأن لها طبيعة نشاط مختلفة.
- استبعاد الشركات التابعة لقطاع الأعمال العام من الدخول في العينة النهائية للدراسة، وذلك لأن معظم تلك الشركات تنتهي السنة المالية لها في ٦/٣٠ كما أن معظمها مملوك للدولة بالكامل.

- تم استبعاد بعض القطاعات التي تنخفض فيها عدد المشاهدات بشكل كبير عن القطاعات الأخرى لضمان عدم التحيز عند المقارنة بين القطاعات.
وبالتالي أصبحت العينة النهائية (٧٢ شركة) بواقع ٤٣٢ مشاهدة، ويوضح الجدول رقم (١) عينة الدراسة موزعة وفقاً للقطاعات

جدول رقم (١)

توزيع شركات العينة حسب القطاعات

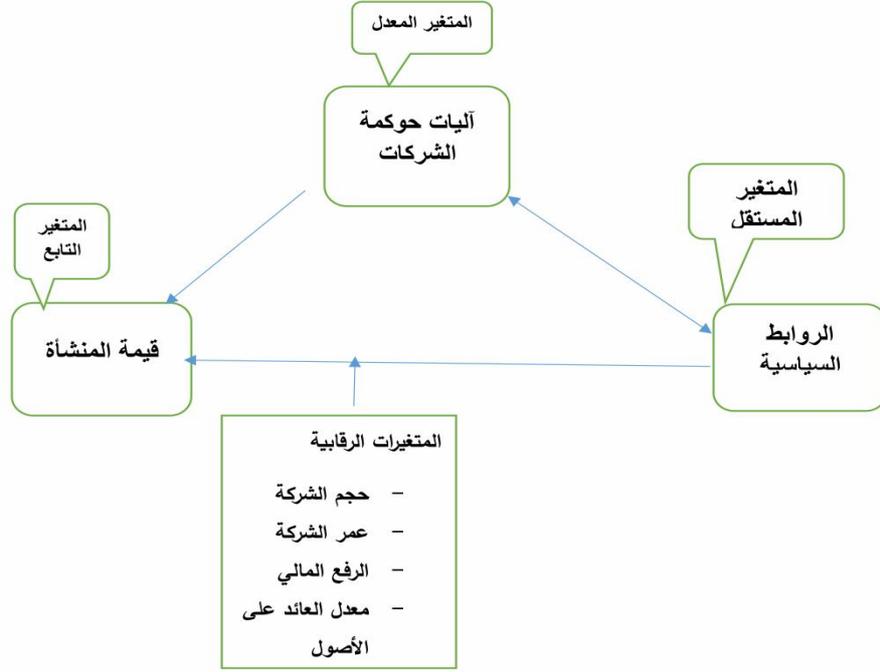
عدد المشاهدات بكل قطاع:

م	اسم القطاع	عدد الشركات	عدد المشاهدات
١	تشديد وبناء	١٤	٨٤
٢	اغذية ومشروبات	١١	٦٦
٣	عقارات	١٦	٩٦
٤	خدمات ومنتجات صناعي	٩	٥٤
٥	رعاية صحية	٥	٣٠
٦	سياحة	٧	٤٢
٧	كيماويات	٥	٣٠
٨	موارد أساسي	٥	٣٠
	الإجمالي	٧٢	٤٣٢ مشاهدة

وقد اعتمدت الباحثة في جمع البيانات الخاصة بالدراسة التطبيقية علي القوائم المالية ونماذج تقارير مجلس الإدارة المعد وفقاً لأحكام المادة ٤٠ من قواعد القيد بالبورصة، والايضاحات المتممة لشركات العينة، وتم الحصول على هذه البيانات بالرجوع إلى المواقع الرسمية للبورصة المصرية وعلي الموقع الالكتروني لموقع مباشر WWW.mubasher.info، وموقع شركة مصر لنشر المعلومات (www.egyidypt.com).

٢/٣/٧: نموذج وقياس متغيرات الدراسة:

في ضوء استعراض وتحليل الدراسات السابقة وأدبيات الدراسة فإن الدراسة الحالية تسعى لاختبار النموذج كما هو موضح في الشكل رقم (١) التالي:



شكل رقم (١) النموذج المفترض للعلاقة بين متغيرات الدراسة

وتم قياس وتوصيف متغيرات الدراسة وفقاً لهذا النموذج كما يلي:

١- **المتغير المستقل:** يتمثل في الروابط السياسية (PC) وسوف يتم قياس الروابط السياسية من خلال تطوير مقياس نوعي من (١) أو (٢) حيث يشير (١) إلى أن الشركة غير مرتبطة سياسياً، بينما تشير (٢) إلى ارتباط الشركة سياسياً، ويتم قياسه من خلال ثلاث متغيرات فرعية وهي:

أ- **الروابط السياسية من خلال مجلس الإدارة (Political Board P Board)**

متغير ثنائي يأخذ القيمة (٢) إذا كان عضو مجلس إدارة واحد على الأقل بالمنشأة مرتبط سياسياً ويأخذ القيمة (١) فيما عدا ذلك.

ب- **الروابط السياسية من خلال كبار المساهمين بالمنشأة (Political Shareholder (PSH)**

متغير ثنائي يأخذ القيمة (٢) إذا كان واحد على الأقل من كبار المساهمين (أي شخص يسيطر على ١٠ بالمائة على الأقل من أسهم) بالمنشأة مرتبط سياسياً ويأخذ القيمة (١) فيما عدا ذلك.

ج- الروابط السياسية من خلال الملكية الحكومية
Political Government Ownership (PGOV)

متغير ثنائي يأخذ القيمة (٢) إذا كان المنشأة لديها ملكية حكومية تقل عن ٥٠% من هيكل رأسمالها ويأخذ القيمة (١) فيما عدا ذلك.

٢- المتغير التابع: قيمة المنشأة T Q

اعتمدت الباحثة على نموذج Tobin's Q لقياس قيمة المنشأة، وتقاس قيمة المنشأة وفقاً لنموذج

Tobin's Q على أساس إجمالي القيمة السوقية لحقوق الملكية بالإضافة الي القيمة الدفترية للديون مقسومة علي إجمالي قيمة الأصول وتحسب كما يلي:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{القيمة السوقية لحقوق الملكية} + \text{القيمة الدفترية للديون}}{\text{اجمالي قيمة الأصول}}$$

٣- المتغير المعدل: آليات الحوكمة (Good Corporate Governance GCG)

تم الاعتماد على المقاييس المستخدمة في دراسة (Al-hadi,2015) لتكوين مؤشر لآليات الحوكمة الجيدة ، مع تعديله وفقاً لتوافر المعلومات و بما يناسب البيئة المصرية، وكانت تلك المقاييس كالتالي:

آلية تشكيل مجلس الادارة Board Composition:

- استقلالية مجلس الإدارة $BIND_{it}$ ويتم قياسه كالتالي:

بنسبة الأعضاء غير التنفيذيين في الشركة الي عدد أعضاء مجلس الإدارة.

$$BIND_{it} = \text{NonEx}_{it} / BNO_{it}$$

حيث:

NonEx_{it} : هم عدد الأعضاء غير التنفيذيين في الشركة i في السنة t

BNO_{it} هو عدد أعضاء مجلس ادارة الشركة i في السنة t .

د. حنان حسن علي أبو جاد الله

- استقلاليه دور المدير التنفيذي CEO:

وهو متغير وهمي؛ يأخذ القيمة ١ في حالة عدم الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب في شخص واحد، بينما يأخذ القيمة ٠ فيما عدا ذلك.

- لجنة المراجعة Audit Committee:

- لدى عضو واحد على الأقل من أعضاء لجنة المراجعة خلفية مالية (Audit Com Qul)

- لجنة المراجعة برئاسة مدير مستقل (AudiInd)، والأغلبية عضو مستقل في لجنة المراجعة.

- المراجعة الخارجية:

- BIG4 = متغير وهمي يأخذ قيمة ١ إذا تم مراجعة الشركة بواسطة مراجع من المكاتب الكبار، وقيمة ٠ خلاف ذلك.

- Tenure: يأخذ ١ إذا كانت مدة ارتباط المراجع بالعمل أكثر من ٣ سنوات، و ٠ في غير ذلك.

٤- المتغيرات الضابطة أو الرقابية (Control Variables (CV)

تقوم الباحثة باستخدام عدد من المتغيرات الرقابية التي تم استخدامها في أدبيات الدراسة والدراسات السابقة،

(Li, et al., 2008 & Maalol, et al., 2018) والتي تتمثل فيما يلي:

اسم المتغير	رمز المتغير	طريقة القياس
حجم الشركة	SIZE	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية السنة
الرفع المالي	LEV	يتم القياس بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول.
معدل العائد على الأصول	ROA	يتم القياس بنسبة صافي الدخل قبل الضرائب على إجمالي الأصول.
عمر الشركة	AGE	ويتم قياسه بعدد السنوات منذ تأسيس الشركة حتى تاريخ القوائم المالية محل التحليل.

٣/٣/٧: النماذج الإحصائية لاختبار فروض الدراسة:

في ضوء مشكلة الدراسة وتحقيقاً لأهدافه، قامت الباحثة بتطوير عدة نماذج انحدار لدراسة تأثير الروابط السياسية وأنواعها وحوكمة الشركات على قيمة المنشأة، وكذلك الأثر التفاعلي لحوكمة الشركات والروابط السياسية على قيمة المنشأة.

ويمكن صياغة نماذج اختبارات فروض الدراسة كما يلي:

١- نموذج اختبار الفرض الأول:

الفرض الأول: لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية بين الروابط السياسية في منشآت الأعمال المصرية وقيمة المنشأة.

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 (PC_{it}) + \beta_2(Size_{it}) + \beta_3 (Lev_{it}) + \beta_4 (ROA_{it}) + \beta_5 (Age_{it}) + E_{it}$$

٢- نموذج اختبار الفرض الثاني:

الفرض الثاني: لا يختلف أثر الروابط السياسية على قيمة المنشأة باختلاف نوع الروابط السياسية.

- نموذج اختبار الفرض الثاني الفرعي (أ)

أ - لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية بين الروابط السياسية لأعضاء مجلس الإدارة في منشآت الأعمال المصرية وقيمة المنشأة.

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 (PBOR_{it}) + \beta_2(Size_{it}) + \beta_3 (Lev_{it}) + \beta_4 (ROA_{it}) + \beta_5 (Age_{it}) + E_{it}$$

- نموذج اختبار الفرض الثاني الفرعي (ب)

ب - لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية بين الروابط السياسية لكبار المساهمين في منشآت الأعمال المصرية وقيمة المنشأة.

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 (PSH_{it}) + \beta_2(Size_{it}) + \beta_3 (Lev_{it}) + \beta_4 (ROA_{it}) + \beta_5 (Age_{it}) + E_{it}$$

- نموذج اختبار الفرض الثاني الفرعي (ج)

ج- لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية بين الروابط السياسية للملكية الحكومية في منشآت الأعمال المصرية وقيمة المنشأة.

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 (PGOV_{it}) + \beta_2(Size_{it}) + \beta_3 (Lev_{it}) + \beta_4 (ROA_{it}) + \beta_5 (Age_{it}) + E_{it}$$

٣- نموذج اختبار الفرض الثالث:

الفرض الثالث: لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية بين آليات الحوكمة في منشآت الأعمال المصرية وقيمة المنشأة.

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 (CG_{it}) + \beta_2(Size_{it}) + \beta_3 (Lev_{it}) + \beta_4 (ROA_{it}) + \beta_5 (Age_{it}) + E_{it}$$

٤- نموذج اختبار الفرض الرابع:

الفرض الرابع: لا يوجد أثر تفاعلي للروابط السياسية وحوكمة الشركات على قيمة المنشأة "

$$TQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 (PC*CG_{it}) + \beta_2(Size_{it}) + \beta_3 (Lev_{it}) + \beta_4 (ROA_{it}) + \beta_5 (Age_{it}) + E_{it}$$

حيث أن:

حجم الشركة	SIZE	الروابط السياسية	PC :
الرافعة المالية	LEV :	الروابط السياسية من خلال كبار المساهمين	PSH :
العائد علي الأصول	ROA :	الروابط السياسية من خلال مجلس الادارة	PBOR :
عمر الشركة	AGE :	الروابط السياسية من خلال الملكية الحكومية	PGOV :
معاملات الانحدار	$\beta 1 - \beta 5$:	قيمة المنشأة	TQ :
الأثر التفاعلي بين الروابط السياسية وحوكمة الشركات	(PC*CG)	حوكمة الشركات	CG :
ثابت	B0 :	الخطأ العشوائي	Eit :

٤/٣/٧ : الأساليب الإحصائية المستخدمة في التحليل:

تعتمد الباحثة علي نموذج تحليل الانحدار المتعدد Multiple Liner Regression بطريقة المربعات الصغرى (OLS) Ordinary Least Square لاختبار فروض الدراسة .

٥/٣/٧ _ اختبارات الفروض:

- نتيجة اختبار الفرض الأول:

الفرض الأول: لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية بين الروابط السياسية في منشآت الأعمال المصرية وقيمة المنشأة.

استهدف الفرض الأول اختبار العلاقة بين الروابط السياسية في منشآت الأعمال المصرية وقيمة المنشأة

ويعرض جدول رقم (٢) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لانحدار المتغير التابع (قيمة المنشأة) على المتغيرات المستقلة، ويتضح من الجدول معنوية معامل الانحدار ($\text{sig}=0.000$)، وبلغت قيمة معامل التحديد 55.4% مما يدل على أن المتغيرات المستقلة تفسر ٥٥,٤ % من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (قيمة المنشأة)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ١% مما يدل علي جودة توفيق نموذج الانحدار.

جدول رقم (٢)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد للفرض الأول

Adjusted R ²	T- Test		β ^{sig} المعلمات	المتغيرات
	مستوى المعنوية	القيمة		
.554 F(sig.) (.000)	.832	.213	.184	الثابت (β ₀)
	.192	1.308-	.103-	SIZE حجم الشركة
	.000***	20.309	1.106	LEV الرافعة المالية
	.000***	4.945-	1.741-	ROA. العائد على الأصول
	.031**	٢,١٦	.606	AGE عمر الشركة
	.014**	2.464	.303	PC الروابط السياسية

*** دالة عند مستوى معنوية ١%، ** دالة عند مستوى معنوية ٥%

يلاحظ من الجدول السابق ما يلي:

١- يؤثر كلاً من الرافعة المالية وعمر الشركة بشكل موجب على قيمة المنشأة وذلك عند مستوى معنوية أقل من ١%، ٥% على التوالي، الأمر الذي يعني زيادة قيمة المنشأة مع زيادة الرافعة المالية وعمر الشركة.

٢- يؤثر كلاً من حجم الشركة والعائد على الأصول بشكل سالب على قيمة المنشأة، ولكن هذا التأثير غير معنوي لحجم الشركة، الأمر الذي يعني أن حجم الشركة لا يؤثر على قيمة المنشأة، ولكن يؤثر العائد على الأصول على قيمة المنشأة تأثيراً معنوياً عند مستوى معنوية أقل من ١%.

٣- كما تؤثر الروابط السياسية بشكل موجب على قيمة المنشأة، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥%، الأمر الذي يعني زيادة قيمة المنشأة مع زيادة الروابط السياسية.

وبناء على ذلك فإن نموذج الانحدار المقدر هو نموذج ذو تأثير معنوي ويمكن استخدامه للتنبؤ، كما أنه له قوة تفسيرية تصل الي ٤٥،٤% من التغيرات التي تحدث في قيمة المنشأة عند مستوى معنوية أقل من ١%

الأمر الذي يمكن معه رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل بأنه:

" يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية بين الروابط السياسية وقيمة المنشأة "

نتيجة اختبار الفرض الثاني:

الفرض الثاني: لا يختلف أثر الروابط السياسية على قيمة المنشأة باختلاف نوع الروابط السياسية.

تم تقسيم الروابط السياسية الي ثلاثة أنواع، الروابط من خلال كبار المساهمين PSH، والروابط من خلال مجلس الإدارة PBOR، واخيراً الروابط من خلال الملكية الحكومية PGOV.

جدول رقم (٣) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للفرض الثاني

(٣)		(٢)		(١)		نماذج الانحدار
(Sig)	β^{sig}	(Sig)	β^{sig}	(Sig)	β^{sig}	المتغيرات
.956	-.048-	.930	-.078-	.891	-.117	الثابت (β_0)
.519	-.049-	.717	-.028-	.262	.084-	حجم الشركة
.000	1.107	.000	1.102	.000	1.107	الرافعة المالية
.000	1.703-	.000	1.636-	.000	1.636-	العائد على الأصول
.028	.649	.014	.706	.014	.680	عمر الشركة
---	----	-----	---	.04	.355	الروابط السياسية لمجلس الادارة
---	----	.721	-.091-			الروابط لكبار المساهمين
.404	.120					روابط الملكية الحكومية
.000	.548	.000	.547	.000	.557	معامل التحديد المعدل R^2 Adjusted

يلاحظ من الجدول السابق:

١- ويتضح من الجدول معنوية معامل التحديد ($sig=0.000$)، وبلغت قيمة معامل التحديد المعدل (R^2 Adjusted) (٥٥,٧، ٥٤,٧، ٥٤,٨) مما يدل على أن المتغيرات المستقلة في حالة الروابط السياسية لمجلس الإدارة، والروابط السياسية لكبار المساهمين، والروابط السياسية من خلال الملكية الحكومية تفسر ٥٥,٧ %، ٥٤,٧ %، ٥٤,٨ % علي التوالي من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (قيمة المنشأة)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ١ % مما يدل علي جودة توفيق نماذج الانحدار.

وبناء على ذلك فإن نماذج الانحدار المقدره هي نماذج ذو تأثير معنوي و يمكن استخدامها للتنبؤ، كما أنه لها قوة تفسيرية تصل الي ٥٥,٧% أي حوالي ٥٦% من التغيرات التي تحدث في قيمة المنشأة عند مستوى معنوية أقل من ١% في حالة الروابط السياسية من خلال مجلس الإدارة والتي تعد أكثر النماذج من حيث القوة التفسيرية .

٢- تظل طبيعة ومعنوية العلاقات بين المتغيرات الرقابية وقيمة المنشأة كما هي في النماذج اختبار الفروض السابقة.

٣- تؤثر الروابط السياسية لمجلس الإدارة على قيمة المنشأة بشكل موجب عند مستوى معنوية أقل من ٥%، مما يعني زيادة قيمة المنشأة مع زيادة الروابط السياسية لمجلس الإدارة.

٤- تؤثر الروابط السياسية من خلال كبار المساهمين تأثيراً سلبياً على قيمة المنشأة، ولكن هذا التأثير غير معنوي، مما يعني أن الروابط السياسية من خلال كبار المساهمين لا تؤثر على قيمة المنشأة وإن كان هناك تأثير يكون بالسلب على قيمة المنشأة.

٥- تؤثر الروابط السياسية من خلال الملكية الحكومية تأثيراً إيجابياً على قيمة المنشأة، ولكن هذا التأثير غير معنوي، مما يعني أن الروابط السياسية من خلال الملكية الحكومية لا تؤثر على قيمة المنشأة، وإن كان هناك تأثير يكون بالإيجاب على قيمة المنشأة.

الأمر الذي يمكن معه رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل بأن:

" يختلف أثر الروابط السياسية على قيمة المنشأة باختلاف نوع الروابط السياسية "

نتيجة اختبار الفرض الثالث:

الفرض الثالث: لا يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية بين آليات الحوكمة في منشآت الأعمال المصرية وقيمة المنشأة.

جدول (٤) نتيجة تحليل الانحدار المتعدد لاختبار الفرض الثالث

Adjusted R ²	T- Test		β^{sig} المعلمات	المتغيرات
	مستوى المعنوية	القيمة		
.577 F(sig.) (.000)	.088	-1.713	-1.489	الثابت (β_0)
	.392	-.857	-.061	SIZE حجم الشركة
	.000	19.579	1.054	LEV الرافعة المالية
	.000	-4.315	-1.476	ROA. العائد على الأصول
	.014	2.462	.662	AGE عمر الشركة
	.000	5.217	.327	CG حوكمة الشركات

يلاحظ من الجدول السابق:

١- ويتضح من الجدول معنوية معامل التحديد ($\text{sig}=0.000$)، وبلغت قيمة معامل التحديد المعدل ($R^2 \text{ Adjusted}$) (.577) مما يدل على أن المتغيرات المستقلة تفسر ما يقرب من ٥٨% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (قيمة المنشأة)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ١% مما يدل على جودة توفيق نموذج الانحدار وهو يمثل أعلى قدرة تفسيرية بين النماذج السابقة مما يشير الي قوة تأثير متغير الحوكمة علي قيمة المنشأة .

٢- تظل طبيعة ومعنوية العلاقات بين المتغيرات الرقابية وقيمة المنشأة كما هي في النماذج اختبار الفروض السابقة.

٣- تؤثر حوكمة الشركات بشكل ايجابياً على قيمة المنشأة وذلك عند مستوى معنوية أقل من ١% مما يعني وجود علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين قيمة المنشأة وآليات حوكمة الشركات.

الأمر الذي يمكن معه رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل بأن:

" يوجد أثر معنوي ذو دلالة إحصائية بين آليات الحوكمة في منشآت الأعمال المصرية وقيمة المنشأة".

نتيجة اختبار الفرض الرابع:

الفرض الرابع: لا يوجد أثر تفاعلي للروابط السياسية وحوكمة الشركات على قيمة المنشأة "

جدول (٥) نتيجة تحليل الانحدار المتعدد لاختبار الفرض الرابع

Adjusted R ²	T- Test		β^{sig} المعاملات	المتغيرات
	مستوى المعنوية	القيمة		
.569 F(sig.) (.000)	.522	.640	.547	الثابت (β_0)
	.050	-.074	-.151	SIZE حجم الشركة
	.000	20.348	1.090	LEV الرافعة المالية
	.000	-5.046	-1.738	ROA. العائد على الأصول
	.071	1.809	.499	AGE عمر الشركة
	.000	4.447	.087	(CG*PC) حوكمة الشركات × الروابط السياسية

يلاحظ من الجدول السابق:

١- ويتضح من الجدول معنوية معامل التحديد ($\text{sig}=0.000$)، وبلغت قيمة معامل التحديد المعدل ($R^2 \text{ Adjusted}$) (0.569). مما يدل على أن المتغيرات المستقلة تفسر ما يقرب من ٥٧% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (قيمة المنشأة)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ١% مما يدل على جودة توفيق نموذج الانحدار.

٢- تظل طبيعة ومعنوية العلاقات بين المتغيرات الرقابية وقيمة المنشأة كما هي في نماذج اختبار الفروض السابقة، ماعدا عمر الشركة أصبحت علاقته غير معنوية بقيمة المنشأة عند مستوى ٥%، كما أن حجم الشركة أصبح علاقته معنوية عند مستوى معنوية ٥%.

٣- يؤثر التفاعل بين حوكمة الشركات والروابط السياسية بشكل إيجابي على قيمة المنشأة، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ١%، مما يعني وجود علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين قيمة المنشأة والتفاعل بين حوكمة الشركات والروابط السياسية.

الأمر الذي يمكن معه رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل الرابع:

"يوجد أثر تفاعلي للروابط السياسية وحوكمة الشركات على قيمة المنشأة"

٦/٣/٧: مناقشة نتائج الدراسة التطبيقية:

هدفت هذه الدراسة الى قياس أثر الروابط السياسية للمنشآت المصرية على قيمة المنشأة، وبيان مدى اختلاف أثر الروابط السياسية على قيمة المنشأة باختلاف نوع تلك الروابط وذلك سواء من خلال مجلس الإدارة أو من كبار المساهمين أو الملكية الحكومية)، وتوضيح دور آليات الحوكمة في التأثير على العلاقة بين الروابط السياسية وقيمة المنشأة، ولتحقيق هدف الدراسة تم اختبار أربعة فروض يمكن مناقشة نتائجها كما يلي:

– أوضحت نتائج اختبار الفرض الأول وجود علاقة طردية معنوية وذات دلالة إحصائية بين الروابط السياسية وقيمة المنشأة، الأمر الذي يعني أن منافع الروابط السياسية في المنشآت المصرية تزيد عن تكاليف تلك الروابط مما يؤثر في النهاية بالإيجاب على قيمة المنشأة، وتتفق تلك النتائج مع نتائج العديد من الدراسات التي وثقت الأثر الإيجابي للروابط السياسية على قيمة المنشأة (Chen et al., 2014 ; Ozcan & Gunduz, 2014 ; Maaloul et al., 2018 ; Boubakri et al., 2012; Golman et al., 2009; Faccio, 2006; Hillaman, 2005)

– أوضحت نتائج اختبار الفرض الثاني وجود علاقة طردية معنوية بين الروابط السياسية من خلال أعضاء مجلس الإدارة وقيمة المنشأة، في حين لا توجد علاقة معنوية بين الروابط السياسية من خلال كبار المساهمين أو الملكية الحكومية وقيمة المنشأة وان كانت العلاقة بين الروابط السياسية من خلال كبار المساهمين وقيمة المنشأة علاقة سلبية وبين الروابط من خلال الملكية الحكومية والروابط السياسية موجبة، الأمر الذي يعني تبين أثر الروابط السياسية على قيمة المنشأة باختلاف نوع تلك الروابط وتتفق تلك النتائج مع نتائج دراسة (Wong & Hooy, 2018). ويمكن تفسير ذلك بأن أعضاء مجالس الإدارة المرتبطين

د. حنان حسن علي أبو جاد الله

سياسياً وخاصة في البيئات المؤسسية الضعيفة حيث سيطرة الدولة علي معظم الموارد الاقتصادية وزيادة أهمية العلاقات غير الرسمية، يساعدوا الشركات في التغلب على القيود السوقية والمؤسسية ويبحثوا في الحصول على معاملات تفضيلية لتلك الشركات مما ينعكس بالزيادة على قيمة المنشأة، في حين أن الروابط السياسية من خلال كبار المساهمين قد تعمل على تحقيق مصالحهم الشخصية بما يضر بأصحاب المصالح من حقوق الأقلية لصغار المساهمين وينعكس بالسلب على قيمة المنشأة.

– أوضحت نتائج اختبار الفرض الثالث وجود علاقة طردية معنوية وذات دلالة إحصائية بين آليات حوكمة الشركات وقيمة المنشأة، الأمر الذي يعني وجود آليات حوكمة جيدة للشركات في البيئة المصرية وأنه كلما زادت جودة آليات حوكمة الشركات انعكس ذلك بالإيجاب على قيمة المنشأة، وتتفق تلك النتائج مع نتائج العديد من الدراسات التي وثقت الأثر الإيجابي لآليات حوكمة الشركات على قيمة المنشأة (Mulyadi, et al., 2020; Reilly, et al., 2018; Black, et al., 2015; Ammann, et al., 2011; Claessens, 2013).

وتختلف مع نتائج دراسة كلاً من (Novia, A., 2019, Sari & Riduan, 2013) والتي تشير إلي وجود علاقة سلبية بين الحوكمة وقيمة المنشأة. ويمكن تفسير العلاقة الموجبة بين آليات الحوكمة وقيمة المنشأة بأن آليات وممارسات الحوكمة فعالة وجيدة وان هناك وعي في البيئة المصرية بأهمية تطبيقها بما يحقق الهدف منها وهو تعزيز قيمة المنشأة وتحقيق مصالح جميع الأطراف.

– أوضحت نتائج اختبار الفرض الرابع وجود علاقة طردية معنوية وذات دلالة إحصائية بين الأثر التفاعلي لحوكمة الشركات والروابط السياسية وقيمة المنشأة، ولكن بالنظر الي الجدول رقم (٦) الملخص لنتائج اختبارات الفروض الأول والثالث والرابع

جدول رقم (٦) ملخص نتائج الدراسة

جدول رقم (٦) ملخص نتائج الدراسة نماذج الانحدار	نموذج (١) الروابط السياسية	نموذج (٣) الحوكمة	نموذج (٤) الأثر التفاعلي (الحوكمة × الروابط السياسية)
β^{sig}	.303 (0.000)	0.303 (0.000)	.087 (0.000)
القدرة التفسيرية (R ²) Adjusted	.554	.577	.569

يتضح بأن القوة التفسيرية للنموذج زادت في حالة الأثر التفاعلي بين الروابط السياسية والحوكمة حيث بلغت حوالي ٥٧% مقارنة بقوة تفسيرية في حالة الروابط السياسية فقط ٥٥,٤%، مما يعني أن آليات الحوكمة تعزز من الأثر الإيجابي للروابط السياسية وان كلاً منهما يعمل على تعزيز قيمة المنشأة، وهذا يتفق مع نتائج

دراسة (Shen, 2015 & Gao, 2019) والتي تؤكد علي قيام كلاً من الروابط السياسية و آليات حوكمة الشركات بدور مكمل ومعزز لقيمة المنشأة .

كما تشير النتائج الي أن أثر آليات الحوكمة فقط (٥٧,٧%) أي حوالي ٥٨ % تمثل بمفردها أعلى قدرة تفسيرية عن أثر الروابط السياسية (٥٥,٤%) أو الأثر التفاعلي بين الروابط السياسية وآليات الحوكمة (56.9%)، الأمر الذي يعني أن آليات الحوكمة لديها أكبر أثر إيجابي علي قيمة المنشأة وهذا يتفق جزئياً مع دراسة (Shen ,et al., 2015) والتي تشير إلي أن الشركات ذات الحوكمة القوية تركز بدرجة أقل على بناء روابط سياسية، كما تشير النتائج الي انخفاض القوة التفسيرية في حالة الأثر التفاعلي بين الروابط السياسية والحوكمة (56.9%) عن أثر الحوكمة بمفردها مما يعني أن الروابط السياسية تضعف من أثر آليات الحوكمة مما يتفق جزئياً مع نتائج دراسة (Hairs ,2019) والتي تشير الي أن الروابط السياسية قد تؤثر سلبياً علي آليات حوكمة الشركات من خلال التأثير علي استقلالية المراجعة ولجان المراجعة والمعلومات المحاسبية، كما قد تزيد الروابط السياسية من مخاطر حدوث مشاكل الوكالة لأن أعضاء مجلس الإدارة المرتبطين سياسياً يفضلوا تحقيق أهداف سياسية قد تضر بمصالح المساهمين.

البيانات الوصفية المتعلقة بمتغير الروابط السياسية وأنواعها:

جدول رقم (٧) نسبة تكرار الروابط السياسية بأنواعها بين شركات العينة

Variable	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent	
PC	2	205	53.4	53.4	100.0
PBOR	2	140	36.5	36.5	100
PSH	2	24	6.3	6.3	100
PGOV	2	100	26.0	26.0	100

يتضح من الجدول رقم (٧) السابق ما يلي:

- انتشار الروابط السياسية (PC) بين شركات العينة بنسبة ٥٣,٤%، وهي نسبة كبيرة حيث تتعدى النصف، الأمر الذي يؤكد علي انتشار الروابط السياسية في البيئة المصرية .
- تبلغ نسبة الارتباط من خلال مجلس الإدارة نسبة ٣٦,٥% مما يشير إلى أن الروابط السياسية من خلال مجلس الإدارة يعد أكثر صور الروابط السياسية شيوعاً في البيئة المصرية.
- تمثل الروابط السياسية من خلال كبار المساهمين أقل نسبة بقيمة بلغت ٦,٣% وذلك نتيجة الاهتمام بالإفصاح عن هيكل الملكية ونسبة المساهمين الذين يمتلكون نسبة أسهم ٥% فأكثر وفقاً لنموذج ٤٠ من قواعد القيد بالبورصة المصرية.

- تمثل الروابط السياسية من خلال الملكية الحكومية نسبة ٢٦ % وهي نسبة كبيرة نسبياً مما يشير الي زيادة تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وفي المشاركة في رؤوس أموال الشركات في مختلف القطاعات لتنفيذ السياسات والخطط الاقتصادية.

٤/٧ - النتائج والتوصيات ومجالات الدراسة المقترحة:

١/٤/٧ - نتائج الدراسة:

يمكن ايجاز أهم نتائج الدراسة فيما يلي:

١- تنتشر الروابط السياسية بين المنشآت المصرية المقيدة بالبورصة المصرية حيث بلغت نسبة ٥٣,٤ % بين مفردات العينة محل الدراسة، كما تؤثر الروابط السياسية ايجابياً على قيمة المنشأة.

٢- يختلف أثر الروابط السياسية على قيمة المنشأة باختلاف أنواع الروابط السياسية، فكان أثر الروابط من خلال أعضاء مجلس الإدارة ايجابياً ومعنوي، في حين كان أثر الروابط من خلال كبار المساهمين سلبي وغير معنوي، وأخيراً كان أثر الروابط من خلال الملكية الحكومية ايجابياً ولكنه غير معنوي.

٣- تؤثر آليات الحوكمة الجيدة ايجابياً على قيمة المنشأة، كما أنها تؤثر على قيمة المنشأة بدرجة أكبر من الأثر الإيجابي لكلاً من الروابط السياسية فقط وكذلك الأثر التفاعلي للروابط السياسية وآليات الحوكمة.

٤- يؤثر التفاعل بين آليات الحوكمة والروابط السياسية بالإيجاب على قيمة المنشأة بدرجة أكبر من أثر الروابط السياسية بمفردها ولكن بدرجة أقل من الأثر الإيجابي لآليات الحوكمة مما يشير الي أن كلاً من آليات الحوكمة والروابط السياسية كلاً منهم معزز لقيمة المنشأة، وان كانت الروابط السياسية تقلل أو تضعف من أثر آليات الحوكمة الجيدة.

٢/٤/٧ - التوصيات

١- الزام الشركات المقيدة بالبورصة بضرورة الإفصاح عن الخلفية السياسية لأعضاء مجلس الإدارة أو لكبار المساهمين أو أي شكل للروابط السياسية وذلك ضمن نماذج تقارير مجلس الإدارة المعد وفقاً لأحكام المادة ٤٠ من قواعد القيد بالبورصة المصرية وذلك لتسهيل الدراسة والتحليل لأثر الروابط السياسية علي العديد من المتغيرات الخاصة بالمنشآت المقيدة بالبورصة.

٢- العمل على تعزيز آليات وممارسات حوكمة جيدة نظراً لأثرها الإيجابي المعنوي على قيمة المنشأة وان ممارسات الحوكمة الجيدة تعد بديلاً قوياً للروابط السياسية والتي قد تحمل في طياتها العديد من التكاليف والعيوب.

٣- ضرورة توعية المستثمرين والمحللين الماليين بخطورة الاستثمار في الشركات المرتبطة سياسياً وذلك عندما تتعرض تلك النظم السياسية التي ترتبط بها للتغيير وخاصة في الدول التي تمر بمرحلة انتقالية أو الدول غير المستقرة سياسياً.

- دراسة أثر الروابط السياسية علي جودة المعلومات المحاسبية وجودة التقارير المالية.
- دراسة العلاقة بين الروابط السياسية ومخاطر انهيار الأسهم.
- أثر الروابط السياسية على التخطيط الضريبي التعسفي.
- مؤشر مقترح لقياس الروابط السياسية في الشركات المصرية.
- أثر الروابط السياسية على الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية.
- دراسة أثر الإفصاح السياسي علي قيمة المنشأة.
- العلاقة بين الروابط السياسية وإدارة الأرباح ودور آليات الحوكمة الداخلية في الحد منها.

أولاً: المراجع العربية:

١. شوشة، أمير، محمد نور الدين سيد، (٢٠٢٠)، "الأثر التفاعلي للروابط السياسية وحوكمة الشركات على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات غير المالية المدرجة في البورصة المصرية"، *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة – جامعة دمياط، المجلد الأول، العدد الأول.
٢. عبد الونيس، ايمان، (٢٠١٧)، "قياس أثر الروابط السياسية على تكلفة رأس المال وعوائد الأسهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية"، (رسالة دكتوراه غير منشورة)، جامعة القاهرة، جمهورية مصر العربية.
٣. رشا، الفقي، رحاب كمال الزكي، (٢٠١٩)، "قياس الأثر التفاعلي بين الروابط السياسية ومستوى التحفظ المحاسبي على قيمة الشركات المدرجة في قطاع التشييد ومواد البناء بالبورصة المصرية"، *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية*، كلية التجارة – جامعة قناة السويس.
٤. حسوبة، كريم، عمارة، محمد رزق عبد الغفار، (٢٠١٩)، "أثر الروابط السياسية لمنشآت الأعمال المصرية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية"، *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة - جامعة طنطا، العدد الثاني.

المراجع الإنجليزية:

Acemoglu, D. T., A. Hassan, and A. Tahoun, (2018). The Power of the Street: Evidence from Egypt's Arab Spring. **The Review of Financial Studies**. 31(1):1-42.

Ababneh, T., and M. Aga, (2019). The Impact of Sustainable Financial Data Governance, Political Connections, and Creative

Accounting Practices on Organizational Outcomes. Available at
doi:10.3390/su11205676 or
www.mdpi.com/journal/sustainability

- Ammann, M., D. Oesch, and M. Schmid, (2011). Corporate Governance and Firm Value: International Evidence. **Journal of Empirical Finance**, 18:36-55.
- Aggarwal, R., G.D. Schloetzer, and R. Williamson, (2019). Do corporate Governance Mandates Impact Long-term Firm Value and Governance Culture? **Journal of Corporate Finance**, 59(December): 202-217.
- Ararate .M., B. S. Black and B. Yutroglu, (2017). The Effect of Corporate Governance on Firm Value and Profitability: Time-Series Evidence from Turkey. **Emerging Markets Review**, 30(March): 113-132.
- Attia, M., N. Lassoued, and A. Attia, (2016). Political Costs and Earnings Management: Evidence from Tunisia. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, 6 (4): 388-407.
- Black, B., W. Kim, H. Jang and K.S. Park, (2015). How Corporate Governance Affect Firm Value? Evidence on A Self- Dealing Channel from a Natural Experiment in Korea. **Journal of Banking & Finance** ,51:131-150.
- Bona-Sanchaze, C., J. Aleman, and D. J. Martin, (2014). Politically Connected Firms and Earnings Informativeness in the Controlling versus Minority Shareholders Context: European Evidence. **Corporate Governance: An International Review**,22(4): 330-346.
- Boubakri, N., J. C. Cosset, and W. Saffar, (2008). Political connections of newly privatized firms. **Journal of Corporate Finance**. 14(5): 654–673.
- Boubakri, N., J. C. Cosset, and W. Saffar, (2012). The impact of political connections on firms’ operating performance and financing decisions. **Journal of Financial Research**. 35 (3): 397–423.

- Berna, G., and U. Gundaz, (2014). Political Connectedness and Business Performance: Evidence from Turkish Industry Ranking. **Business and Politics** ,1:34.
- Blau, B. M., T. J. Brough, and D. W. Thomas, (2013). Corporate Lobbying, Political Connections, and the Bailout of Banks. **Journal of Banking & Finance**, 37(8), 3007-3017.
- Batta, G., R.S. Heredia, and M. Weidenmier, (2014). Political Connections and Accounting Quality Under High Expropriation Risk. **European Accounting Review**, 23 (4): 485-517.
- Cao, X., X. Pan, M. Qian and G. Tian, (2017). Political Capital and CEO Entrenchment: Evidence from CEO Turnover in Chinese non-SOEs. **Journal of Corporate Finance**, 42, (February):1-14.
- Chen, Y., D. Luo, and W. Li, (2014). Political Connections, Entry Barriers, and Firm Performance. **Chinese Management Studies**, 8(3):473-4860.
- 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.
- Chancharat, S., U. Detthamrong, and N. Chancharat, (2019). Board Structure, Political Connection and Firm Performance: Evidence from Thailand. **International Journal of Business and Society**,20(3):1096-1111.
- Chow, C., M. Fung, K. Lam, and H. Sami, (2012). Investment Opportunity Set, Political Connection and Business Policies of Private Enterprises in China. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 38 (3):367-389.
- Diko, S., (2017). Political Connections, Ownership Structure and Quality of Governance. **International Journal of Managerial Finance**, Vol. 13 (4):358-377.
- Ding, S., C. Jia, C. Wilson, and Z. Wu, (2015). Political Connections and Agency Conflicts: The Roles of Owner and Manager Political Influence on Executive Compensation. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 45:407–434.

- Faccio, M., (2006). Politically connected firms. **American Economic Review**, 96 (1): 369–386.
- Faccio, M., (2010). Difference between politically connected and Non connected firms: A cross-country analysis. **Financial Management**, 39 (3): 905–927.
- Faccio, M., and H. C. Hus, (2017). Politically Connected Private Equity and Employment. **The Journal of Finance** ,72(2):539-573.
- Fisman, R., (2001). Estimating the Value of Political Connections. **The American Economic Review**",91(4), 1095-1102.
- Goldman, E., J. Rocholl, and J. So, (2009). Do Politically Connected Boards Affect Firm Value? **The Review of Financial Studies**, 22(6):2331-2360.
- Gao, w., Z. Huang, and P. Yang, (2019). Political connections, corporate governance and M&A performance: Evidence from Chinese family firms. **Research in International Business and Finance**, 50: 38–53.
- Habib, A., D. Ranasinghe, A. H. Muhammadi, and A. Islam, (2018). Political Connections, Financial Reporting and Auditing: Survey of the Empirical Literature. Available at: <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2018.05.002>.
- Hasan, I., K. Jackowicz, O. Kowalewski, & L. Kozlowski, (2014). Politically Connected Firms in Poland and Their Access to Bank Financing. **Working Paper**.
- Hillman, A., (2005). Politicians on the Board of Directors: Do Connections Affect the Bottom Line ?. **Journal of Management** ,31(3):464-481.
- Haris, M., H. Yao, G. Tariq, H. M. Javaid, and Q. UIAin, (2019). Corporate Governance, Political Connections, and Bank Performance. **International Journal of Financial Studies**:7: 62, Available at: <http://dx.doi.org/10.3390/ijfs7040062>.
- Jackowicz, K., L. Kozlowski, &P. Mielcarz, P (2014). Political Connections and Operational Performance of Non-Financial

- Firms: New Evidence from Poland. **Emerging Markets Review**, 20:109-135.
- Kang, J. K., and L. Zhang, (2018). Do Outside Directors with Government Experience Create Value. **Financial Management**, Summer: 209 – 251.
- Kim, C. F., and L. Zhang, (2016). Corporate Political Connections and Tax Aggressiveness. **Contemporary Accounting Research**, 33(1):78-114.
- Kang, J-K., Zhang, L., (2017). Do Outside Directors with Government Experience Create Value?. **Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2115367>**
- Li, H., L. Meng, Q. Wang and L., An Zhou, (2008). Political Connections, Financing and Firm Performance: Evidence from Chines Private Firms. **Journal of Development Economics**, 87(2):283-299.
- Li, Z., (2020). Political Connections as Liabilities: The Effect of Political Risk on Firm –Level Returns. **Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3497962>** or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3497962>.
- Mohammed, N. F., K. Ahmed, and X. Dong, (2017). Accounting conservatism, corporate governance and political connections. **Asian Review of Accounting**, 25(2): 288-318.
- Maaloul, A., R. Chakroun, and S. Yahyaoui, (2018). The Effect of Political Connections on Companies' Performance and Value: Evidence from Tunisian Companies After the Revolution. **Journal of Accounting in Emerging Economics**, 8(2):185-204.
- Min, H. (2011). Former Officials and Subsidies to State-Owned Enterprises. **Journal of Economic Development**, 36 (2): 1-13.
- Mulyadi, D., Sihabudin, O. Sinaga, (2020). Analysis of Current Ratio, Net Profit Margin, and Good Corporate Governance Against Company Value. **Sys Rev Pharm**; 11(1): 588 – 600.
- Novia, A., and P. Anom, (2019). The Role of Profitability in Mediating the Effect of Leverage, Corporate Size, and Good Corporate

- Governance on Company Values in Manufacturing Companies of Indonesia Stock Exchange. **RJOAS**, 5(89):157-168.
- zcan, G.,and U. Gündüz,(2014). Political Connectedness and Business Performance:Evidence from Turkish Industry Ranking. **Business and Politics**, Available at https://www.researchgate.net/profile/Guel_Oezcan/publication/267638269.
- Qian, M., H. Pan, and B., Yeung,(2011). Expropriation of minority shareholders in politically connected firms. Finance and Corporate **Governance Conference Paper**. Available at SSRN:<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1719355>.
- Reilly, B., J. Moreno, K. A. Alshibli, and Z. Ryan,(2018). Corporate Governance: The Value of Corporate Governance on Firm Value. Available at <https://digitalcommons.sacredheart.edu/acadfest/2018/all/12>.
- Shen, C.-H., C. H. 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, available at: <http://dx.doi.org/10.1016/j.iref.2015.06.006>.
- Tihanyi, L., R. Aguilera, P. Heugens, and M. Essen, (2019). State Ownership and Political Connections. **Journal of Management**,45(6):2293-2321.
- Tee, C. M. (2018). Political Connections, Institutional Monitoring and The Cost of Debt: Evidence from Malaysian Firms. **International Journal of Managerial Finance**, 14 (2):210-229.
- Wong, W., and C. W. Hooy, (2018). Do Types of Political Connection Affect Firm Performance Differently? **Pacific-Basin Finance Journal**,51(October): 297-317.
- Wu, W., C. Wu, and O.M. Rui, (2012). Ownership and the Value of Political Connections: Evidence from China. **European Financial Management**, 18 (4):695-729.
- Yilmaz, I., (2018). Politically Connected Firms: A Review. **Journal of Management Economics and Business**, 14 (4):1081-1101.

- Yang, D., Z. Lu, and D. Luo, (2014). Political Connections, Media Monitoring and Long-Term Loans. **China Journal of Accounting Research**, 7 (3): 165-177.
- 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.