



الأثر التفاعلي للروابط السياسية وحوكمة الشركات على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات غير المالية المدرجة في البورصة المصرية

إعداد

د. محمد نورالدين سيد

أستاذ مساعد - قسم إدارة الأعمال
كلية الدراسات التطبيقية وخدمة المجتمع
جامعة الإمام عبد الرحمن بن فيصل
MnSayed@iou.edu.sa

د. أمير علي المرسي شوشة

أستاذ مساعد - قسم إدارة الأعمال
كلية التجارة - جامعة دمياط
Dr.amir.shusha@gmail.com

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة - جامعة دمياط

المجلد الأول - العدد الأول - يناير ٢٠٢٠

**الأثر التفاعلي للروابط السياسية وحوكمة الشركات
على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات غير المالية
المدرجة في البورصة المصرية**

د. / محمد نور الدين سيد
أستاذ مساعد - قسم إدارة الأعمال
كلية الدراسات التطبيقية وخدمة المجتمع
جامعة الإمام عبد الرحمن بن فيصل
MnSayed@iou.edu.sa

د. / أمير على المرسي شوشة
أستاذ مساعد - قسم إدارة الأعمال
كلية التجارة - جامعة دمياط
Dr.amir.shusha@gmail.com

الملخص

سعت هذه الدراسة إلى استقصاء الأثر المباشر للروابط السياسية وحوكمة الشركات على الاحتفاظ بالنقدية، وكذلك اختبار الأثر التفاعلي لكليهما على الاحتفاظ بالنقدية. ولقد اعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة وذلك باستخدام بيانات 143 شركة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية عن الفترة من 2010 وحتى 2018. ولقد أسفرت نتائج الدراسة عن وجود أثر إيجابي معنوي للروابط السياسية، وأثر سلبي معنوي لحوكمة الشركات على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل. كذلك أوضحت نتائج الدراسة وجود أثر تفاعلي للروابط السياسية وحوكمة الشركات على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل؛ أي أن تأثير الروابط السياسية على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل يعتمد على مستوى حوكمة الشركة. فقد انخفض أثر الروابط السياسية على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل في الشركات قوية الحوكمة. ولقد انتهت الدراسة بمحاولة لتفسير تلك النتائج في ضوء الأدبيات المالية، وتقديم مجموعة من التوصيات لصانعي السياسات والمهتمين بقطاع الشركات.

كلمات دالة: الروابط السياسية، حوكمة الشركات، الاحتفاظ بالنقدية، البورصة المصرية.

مقدمة

إن النقدية أحد الأصول المهمة بالشركات والتي إذا أحسنت الإدارة استغلالها فسوف يؤدي ذلك إلى تحسن قيمة الشركة، كما أن إساءة استغلالها قد يؤدي لتدمير قيمة الشركة. فقد أوضحت أدبيات الاحتفاظ بالنقدية أن الاحتفاظ بمستوى أمثل من النقدية يحسن مؤشرات الأداء ويعظم قيمة الشركة، كما تؤثر الانحرافات عن ذلك الرصيد سواء كانت إيجابية أو سلبية سلبيًا على قيمة الشركة (e.g. Martínez-Sola, García, 2013; Iftikhar, 2017). وأكدت دراسات أخرى أن العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة معنوية إلا أنها أكثر قوة في الدول التي يتمتع فيها المستثمرون بمستويات مرتفعة من الحماية القانونية مقارنة الدول الأخرى (e.g. Pinkowitz, Stulz & Williamson, 2006).

ويُعد قرار الاحتفاظ بالنقدية قرارًا تقديريًا للإدارة، أي أن إدارة الشركة تقدر نسبة الأصول النقدية المُحتفظ بها في ضوء رؤيتها الخاصة وما تراه مناسبًا لظروف الشركة. علاوة على ذلك، تستطيع إدارة الشركة الوصول بسهولة الوصول إلى الأصول النقدية وتستطيع تخصيصها أو التحكم فيها (Dittmar & Mahrt-Smith, 2007). ولهذا يحمل قرار الاحتفاظ بالنقدية الشركة تكاليف مثل تكلفة الفرصة البديلة نتيجة تحول الأموال المُحتفظ بها إلى رأس مال عاطل. كما ينطوي ذلك القرار على مخاطر بسبب ما قد ينجم عنه من مشكلات وكالة (Jensen, 1986). وتتعاظم تلك المسألة بصفة خاصة عندما يعتبر المديرون أن قرارات تخصيص تلك الأموال حق خالص لهم، وهو ما قد يضر بقيمة الشركة وبحقوق المساهمين. ولهذا يُعد قرار احتفاظ الشركات بالنقدية وآليات تخصيص تلك الأموال مصدرًا للصراع بين الفريق الإداري من جانب والمساهمون من جانب آخر. ومن الصعب تصور آلية مفاضلة المديرين الانتهازيين بين الاحتفاظ بالتدفقات النقدية الحرة وتمييرها للمساهمين (Harford, Mansi & Maxwell, 2008).

والاحتفاظ بالنقدية (Cash Holding) هو جملة ما تحتفظ به الشركة من نقد حاضر ومُكافئات نقدية؛ ومُكافئات النقدية هي أصول تتسم بسرعة تحويلها إلى نقدية

بقيمة معلومة (شوشة، ٢٠١٥). وتحتفظ الشركات بالنقدية بدافع المعاملات، والاحتياط، والاستثمار. ويُقصد بدافع المعاملات استعداد الشركة لمواجهة متطلبات التشغيل. واحتفاظ الشركات بالنقدية بدافع الاحتياط يستهدف حماية الشركة من أية ظروف طارئة كحدوث عجز نقدي مفاجئ، أو نتيجة حدوث كساد، أو اضطرابات اقتصادية، أو بسبب حالة عدم التأكد فيما يتعلق بقدرة الشركة على الحصول على تمويل. واحتفاظ الشركات بالنقدية بدافع الاستثمار يعني الاستعداد لاقتناص فرص استثمارية قد تظهر أمام الشركة، ويزاد ذلك الدافع أهمية في الشركات التي يصعب حصولها على تمويل خارجي (Martínez-Sola et al., 2013).

ومن جانب آخر، أشارت أدبيات الروابط السياسية إلى أن ظاهرة التحالفات بين رجال السياسة ورجال الأعمال أصبحت أكثر انتشاراً وعلى وجه الخصوص في الدول ذات مؤشر الفساد المرتفع، والدول التي تضع المزيد من القيود القانونية والإجرائية على الاستثمار. وذلك مقارنة بالدول ذات مؤشر الفساد المنخفض، وتلك التي تتمتع بنظم قانونية قوية فيما يتعلق بحماية المستثمرين. كذلك تزداد الروابط السياسية في الدول التي تمر بمرحلة انتقالية ويكون غرض الشركات في تلك الحالة تحقيق ميزة تنافسية من خلال الوصول لموارد استراتيجية والاستفادة من نقاط الضعف في الجهاز الإداري للدولة (e.g. Faccio, 2010; Muttakin, Monem, Khan & Subramaniam, 2015).

وفي مصر، بينت إيمان عبد الونيس (٢٠١٧) أن الروابط السياسية ظاهرة موجودة في بيئة الأعمال المصرية، ورصدت من خلال دراستها المؤشرات التالية: الشركات المرتبطة سياسياً تصل إلى ما يقرب من ٣٥% من إجمالي الشركات المقيدة بالسوق المالية المصرية، وأن ٤٥% من الشركات المرتبطة سياسياً مرتبط من خلال ملكية الدولة، في حين أن ٥٥% من تلك الشركات مرتبطة من خلال شغل رئيس أو أحد أعضاء مجلس الإدارة أو العضو المنتدب أو أحد كبار التنفيذيين أو أحد كبار المساهمين وظيفة سياسية أو على علاقة قوية بسياسي بارز.

والشركة المرتبطة سياسياً (Political Connections) هي كل شركة تتوافر فيها خاصية على الأقل من الخصائص التالية: (١) أحد كبار المساهمين (يمتلك أو يسيطر على الأقل على ١٠% من أسهم الشركة) يشغل منصب سياسي بارز أو عضواً بالبرلمان أو أحد الأحزاب السياسية البارزة أو تربطه علاقة أسرية أو علاقة صداقة بأحد السياسيين البارزين؛ (٢) إذا كان رئيس مجلس الإدارة أو أحد أعضاء المجلس أو المدير التنفيذي أو أحد كبار التنفيذيين بالشركة يشغل منصب سياسي بارز أو عضواً بالبرلمان أو أحد الأحزاب السياسية البارزة أو تربطه علاقة أسرية أو علاقة صداقة بأحد السياسيين البارزين؛ (٣) تمتلك الدولة حصة في رأس مال الشركة لا تتجاوز ٥٠% من رأس المال (Faccio, 2006).

وقد يميل المديرون إلى الاحتفاظ بالنقدية نظراً لإمكانية حصولهم على المزيد من المزايا الخاصة في حال احتفاظ الشركات بمزيد من الأصول النقدية، كما أنهم يفضلون السيطرة على التدفقات النقدية الحرة عوضاً عن توزيع الأرباح على المساهمين (Papaioannou, Strock & Travlos, 1992; Bertrand, Kramarz, Schoar & Thesmar, 2018). وتُعتبر آليات حوكمة الشركات من أبرز الآليات التي يمكن أن تسهم في علاج تلك المسألة. حيث أن توافر وتنفيذ الشركات لحوكمة جيدة يؤدي إلى الحد من مشكلات سوء الإدارة ويخفض تكاليف الوكالة ويؤدي ذلك إلى تحسين أداء الشركات وتعظيم قيمتها؛ نظراً لاستخدام موارد الشركة وأموالها بطريقة مناسبة (Lee & Yeh, 2004; Melo, 2014).

وحوكمة الشركات (Corporate Governance) هي مجموعة من القواعد والإجراءات التي تضمن قيام مديرو الشركات بتوظيف مبادئ الإدارة على أساس القيمة (Brigham & Ehrhardt, 2005).

وفي هذا السياق، استهدفت الدراسة الحالية اختبار أثر كل من الروابط السياسية وحوكمة الشركات على احتفاظ الشركات بالنقدية، وكذلك اختبار الأثر التفاعلي للروابط السياسية وحوكمة الشركات على الاحتفاظ بالنقدية. ولقد أسهمت الدراسة الحالية في إحداث نوع من الاتساق بين أدبيات الروابط السياسية حيث بينت نتائج الدراسة أنه لا

مجال للحديث عن تضارب أدبيات الروابط السياسية للشركات، كما بينت نتائج الدراسة أن تأثير الروابط السياسية على الاحتفاظ بالنقدية يعتمد على مدى قوة حوكمة الشركة.

تتناول الأجزاء التالية من الدراسة استعراض الدراسات السابقة والنظريات العلمية المتعلقة بالمتغيرات محل الدراسة والمُستخدمة في صياغة العلاقات بين تلك المتغيرات وتفسيرها. وكذلك عرض عينة الدراسة من حيث الحجم والمواصفات وبيانات الدراسة. كما تتناول منهجية الدراسة من حيث ترميز متغيرات الدراسة وتصميم نماذج الانحدار اللازمة لاختبار فروض الدراسة، ووصف متغيرات الدراسة من حيث الوسط الحسابي والانحراف المعياري ومصنوفة الارتباط بين المتغيرات، وقد حللت البيانات من خلال تطبيق نماذج الانحدار المتعدد؛ لاختبار الأثر المباشر لكل من الروابط السياسية وحوكمة الشركات على الاحتفاظ بالنقدية، وكذلك اختبار الأثر التفاعلي لكليهما على الاحتفاظ بالنقدية. كذلك نوقشت نتائج الدراسة في ضوء أدبيات الاحتفاظ بالنقدية وذلك بمراعاة محددات الدراسة. واختتمت الدراسة بمجموعة من التوصيات لصانعي القرار ومقترحات بدراسات مستقبلية.

أدبيات وفرضيات الدراسة

سوف يتم استعراض أدبيات الدراسة في الفقرات التالية، وذلك من خلال التركيز على العلاقة بين الروابط السياسية للشركات والاحتفاظ بالنقدية، العلاقة بين حوكمة الشركة والاحتفاظ بالنقدية، والأثر التفاعلي لحوكمة الشركات والروابط السياسية على احتفاظ الشركات بالنقدية. وفيما يلي نستعرض تلك العلاقات في إطار مراجعة الأدبيات المالية وذلك بمسح الدراسات السابقة والنظريات ذات الصلة.

الروابط السياسية والاحتفاظ بالنقدية

تتبع أهمية الروابط السياسية من كونها مصدرًا للميزة التنافسية للشركات وأداة للسياسيين لتعزيز مواقفهم السياسية. حيث تسعى الشركات لتكوين تلك الروابط بغرض الاستفادة من نفوذ رجال السياسة. وفي المقابل يحتاج رجال السياسة لدعم قطاع الأعمال

من خلال دعم حملاتهم الانتخابية ونظمهم وإبقائهم في السلطة (Habib & Muhammadi, 2018). كذلك فإنه من المرجح أن تزيد الروابط السياسية القوية من فعالية معالجة القضايا الاجتماعية مثل الالتزام بالمسؤولية الاجتماعية والتي يمكن استخدامها لتلبية الغايات التي يسعى السياسيون إلى تحقيقها. كما أن تحسين سياسة الشركات بشأن المسؤولية الاجتماعية يؤدي إلى زيادة اهتمامها بالقضايا التي تهتم المجتمع مما ينعكس على أدائها المالي (Hu, Karim, Lin, & Tan, 2019). وفي المقابل فإن هذه الشركات تحصل على إعانات من الحكومة والتي تعتبر بمثابة أداة تستخدمها الحكومة لإنقاذ هذه الشركات (Lin, Tan, Zhao & Karim, 2015).

ولقد استندت أدبيات الروابط السياسية إلى نظرية الاعتماد على الموارد، وهي نظرية اهتمت بتفسير ظاهرة الروابط السياسية في البلدان الناشئة (Shirodkar & Mohr, 2015). ووفقاً لتلك النظرية تساعد الروابط السياسية الشركات في الحصول على موارد استراتيجية يمكن استغلالها لتحقيق ميزة تنافسية مستدامة. فكي تستطيع الشركات البقاء والاستمرار يجب أن تحصل على تلك الموارد قبل المنافسين وتستوعب القيود المرتبطة بالحصول عليها والتمثلة في دعم ومساندة السياسيين (Newbert, 2007). وفي المقابل تحصل الشركة من السياسيين على التسهيلات والموارد اللازمة بما يضمن للشركة البقاء في سوق العمل مثل المزيد من القروض المصرفية، تخفيض الضرائب، تراجع مستوى التدقيق الحكومي، وتمويل ديون الشركة طويلة الأجل (Faccio, 2006; Fraser et al., 2006).

وقد تكون الموارد التي تحصل عليها الشركات موارد مالية مثل تيسير الطرح العام أو الحصول على مناقصات أو توريد مشتريات حكومية (Li, Qiao & Zhao, 2019). وقد تكون موارد معرفية من خلال تعريف الشركة باحتياجات المجتمع بغرض قيامها بالمسؤولية الاجتماعية (Hu et al., 2019). كذلك تدعم الروابط السياسية الشركات في حال حدوث أزمات، وتمكنها من الوصول لمصادر تمويل بتكاليف منخفضة وبشروط ميسرة، ويؤدي ذلك بدوره إلى انخفاض احتمالات تعرض الشركات المرتبطة سياسياً لأزمات سيولة، ولهذا لا تميل تلك الشركات إلى الاحتفاظ بمبالغ نقدية كبيرة بدافع

المعاملات أو بدافع الاحتياط. وبناء على ذلك، تميل الشركات المرتبطة سياسياً إلى الاحتفاظ بنقدية أقل من نظرائها (Hill, Fuller, Kelly & Washam, 2014).

وعلى الجانب الآخر، قد تدمر الروابط السياسية قيمة المنظمة، فقد تؤدي الروابط السياسية إلى مشكلات وكالة حيث أن تلك الروابط ربما يكون لها العديد من الآثار السلبية على مصالح المساهمين (Newton & Uysal, 2019). فالروابط السياسية تؤدي إلى تدني جودة التقارير المالية، وتدني الإفصاح عن المعلومات غير المالية، وتخفيض من استقلال مجالس إدارة الشركات، وتزيد من ممارسات إدارة الأرباح، ويؤدي ذلك لارتفاع أسعار الفائدة في حالة لجوء تلك الشركات للتمويل بالرافعة المالية (Liedong, Ghobadian, Rajwani & O'Regan, 2015; Al-dhamari & Ku Ismail, 2016; Sun, Hu & Hillman, 2015). وقد تؤدي الروابط السياسية إلى زيادة معدلات التوظيف للعمالة للحرص على فوز السياسيين بالانتخابات، وفي فرنسا توصلت نتائج أحد الدراسات إلى أن زيادة معدلات التوظيف لا يقابلها زيادة في المبيعات أو القيمة المضافة وهو ما أثر سلباً على هامش الربح (Bertrand et al., 2018). ولعل التضاربات في نتائج تلك الدراسات ترجع إلى مستويات الحماية القانونية التي توفرها الدول المختلفة للمستثمرين أو الخصائص الديموغرافية للشركات، وقد يعزو ذلك لاعتماد تلك الدراسات على قياس الأصول النقدية دون مراعاة المستوى المثالي للاحتفاظ بالنقدية. وفي ضوء ما سبق يُمكن صياغة الفرض التالي:

الفرض الأول: تؤثر الروابط السياسية تأثيراً طردنياً على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل.

حوكمة الشركات والاحتفاظ بالنقدية

إن انفصال الملكية عن الإدارة بالشركات المساهمة، وما ينشأ عن ذلك من علاقات وكالة قد ينجم عنها صراعات. فقد تميل إدارة الشركة إلى ما يعظم مصالحها الشخصية على حساب مصالح الملاك أو المستثمرين (Jensen and Macklin, 1976). ونظراً لكون المديرين لديهم أهدافهم والشركات لديها أهدافها، فعند حدوث تعارض فإن المديرين قد يفضلوا الاتجاه لتحقيق ما يعظم مصالحهم الشخصية دون النظر

إلى ما يعظم قيمة الشركة، وقد تؤثر تلك الظروف على قرارات المديرين فيما يتعلق بالاحتفاظ بالنقدية (Brigham & Ehrhardt, 2005). وتُعد نظرية الوكالة من أبرز النظريات التي حاولت تفسير ظاهرة احتفاظ الشركات بالنقدية. وتصف تلك النظرية طبيعة العلاقة بين مديري الشركات والأطراف المعنية بها وعلى وجه الخصوص المستثمرين، وما قد ينجم عن تلك العلاقات من مشكلات وكالة مثل مشكلة الخطر الأخلاقي، ومشكلة عدم تماثل المعلومات (شوشة، ٢٠٠٩).

ويمكن الحد من صراعات الوكالة عن طريق فرضية التدفق النقدي الحر، وطبقاً لتلك الفرضية يُفضل المساهمون تقييد وصول المديرين إلى التدفقات النقدية الحرة. وتقوم تلك الفرضية على أهمية احتفاظ الشركات بنقدية تكفي لقيام المديرين بتمويل المشروعات الجيدة، وفي ذات الوقت ينبغي عدم الاحتفاظ بنقدية زائدة، قد تسمح للمديرين بتمويل مشروعات غير مجدية أو القيام بعمليات استحواذ؛ فيما يُعرف بظاهرة الاستثمارات الزائدة (وهي تلك الاستثمارات التي تهدد قيمة الشركة)، أو استهلاك تلك الأموال كدخول إضافية أو علاوات يستفيدون منها على حساب المساهمين. وفي حال غياب آلية للرقابة قد يصعب إقناع المديرين الانتهازيين بتمرير الحيازات النقدية للمساهمين (Larcker & Richardson, 2003).

ويمكن تفسير ظاهرة الاحتفاظ بالنقدية بالاعتماد على نظرية قوة حقوق المساهمين. وتشير تلك النظرية إلى أن حقوق المساهمين تتفاوت بين القوة والضعف. ووفقاً لهذه النظرية من المحتمل أن يقوم المديرين الانتهازيون بالاحتفاظ بالأموال داخل الشركة لاستهلاكها في المزيد من العلاوات والاستثمار في مشروعات ربما تحسن سمعتهم الشخصية ولا تكون مفيدة للمساهمين. وتضيف تلك النظرية أن الشركات التي تتسم حقوق المساهمين بها بالضعف أكثر عرضه للانتهازية الإدارية. حيث يتمتع المديرين الانتهازيون بقدر كبير من الصلاحيات تمكنهم من الاحتفاظ بالتدفقات النقدية الحرة داخل الشركة بدلاً من تمريرها للمساهمين في شكل توزيعات. وحيث أن مستوى قوة حقوق المساهمين يُقاس بحوكمة الشركات؛ فوفقاً لتلك النظرية، تميل إدارة الشركات

ضعيفة الحوكمة إلى الاحتفاظ بالمزيد من النقدية (Chae, Kim & Lee, 2009; Jiraporn, Kim & Kim, 2011).

كذلك حاولت الأدبيات المالية تفسير ظاهرة الاحتفاظ بالنقدية في ضوء نظرية أولويات التمويل (Picking Order Theory). ومضمون تلك النظرية أن الشركات تعتمد على تدرج هرمي عند الحاجة للتمويل، ووفقاً لهذا التدرج تعتمد الشركات على التمويل الداخلي ثم التمويل بالرافعة المالية وتلجأ الشركة لإصدار رأسمال جديد كلما أذخِر للتمويل. ويبرر مؤيدو تلك النظرية ذلك التدرج في التمويل بارتفاع تكلفة التمويل وارتفاع مخاطره. فالتمويل الداخلي لا يحمل الشركة تكاليف إصدار كما أنه لا يُوجب عليها مشاركة معلوماتها، وفي حال عدم كفاية التمويل الداخلي تعتمد الشركة على التمويل بالرافعة المالية، وهكذا (Myers & Majluf, 1984). وفي هذا السياق، يمكن تبرير الاحتفاظ بالنقدية بحاجة الشركات لتمويل استثماراتها (Mikkelson & Partch, 2003).

وتؤثر حوكمة الشركات (بما لها من تأثيرات على قرارات الإدارة) على قرارات الاحتفاظ بالنقدية. وذلك من خلال المفاضلة بين مزايا الاحتفاظ بالنقدية والتمتع بالمرونة اللازمة للتوسع واستغلال فرص الاستثمار المتاحة من جانب والحد من مشكلات الوكالة الناجمة عن الاحتفاظ بالنقدية ووصول المديرين الانتهازيون لتلك الأموال من جانب آخر (Harford et al., 2008).

ولقد أشارت نتائج بعض الدراسات (Al-Najjar, 2013; Al-Najjar & Clark, 2017) إلى أن الحوكمة القوية تؤدي إلى الحد من احتفاظ الشركات بالنقدية، وفي الدول التي يخضع فيها المستثمرون لمستوى أقل من الحماية القانونية تحتفظ الشركات بالمزيد من النقدية. في حين أشارت نتائج دراسات أخرى (Mikkelson & Partch, 2003; Isshaq, Bokpin & Mensah Onumah, 2009) إلى أن احتفاظ الشركات بحيازات نقدية كبيرة لا يؤدي إلى أداء ضعيف ولا يُعبر عن تضارب في المصالح بين المديرين والمساهمين وأن الاحتفاظ بالمزيد من النقدية يعزز قيمة الشركة.

وتضارب نتائج الدراسات السابقة في مجال احتفاظ الشركات بالنقدية يعزز أهمية الدراسة الحالية ويبررها.

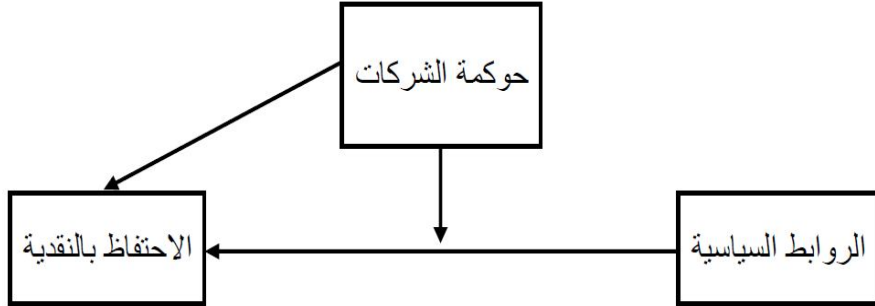
ولعل الاختلافات في نتائج تلك الدراسات ترجع إلى مستويات الحماية القانونية التي توفرها الدول المختلفة للمستثمرين أو الخصائص الديموغرافية للشركات وقد يعزو ذلك لاعتماد تلك الدراسات على قياس الأصول النقدية دون مراعاة المستوى المثالي للاحتفاظ بالنقدية. وهكذا لا يُعتبر الاحتفاظ بالنقدية ميزة وكذلك لا يعتبر مشكلة بالنسبة للشركة. ولكن ما يجعله ميزة أو مشكلة مدى انحراف النقدية المحتفظ بها عن المستوى المثالي للاحتفاظ بالنقدية، وآليات تخصيص أو إنفاق تلك الأموال. وفي ضوء ذلك يمكن صياغة الفرض التالي:

الفرض الثاني: تؤثر حوكمة الشركات تأثيراً عكسياً على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل.

وقد يكون ارتباط الشركات سياسياً مؤشراً على ضعف حوكمتها، وضعف الحوكمة سوف يؤدي إلى احتفاظ الشركة بالمزيد من النقدية. حيث أن المديرين المرتبطين سياسياً عادة ما يطبعون الأهداف السياسية التي قد تتعارض مع غاية تعظيم ثروة المساهمين. وقد يدفع ذلك هؤلاء المديرين إلى الاحتفاظ بالمزيد من النقدية وإهدارها أو إنفاقها على ما يحقق مصالحهم الشخصية، على سبيل المثال؛ تحقيق أهداف سياسية، تمويل حملات انتخابية، دفع رشاوي، اتخاذ قرارات استثمار غير مجدية لتأمين أصوات الناخبين للسياسيين. وهكذا قد تحتفظ الشركات المرتبطة سياسياً بالمزيد من النقدية مقارنة بالشركات غير المرتبطة (Boubakri, El Ghouli & Saffar, 2013). وفي هذا السياق، يمكن صياغة الفرض التالي:

الفرض الثالث: يوجد أثر تفاعلي للروابط السياسية وحوكمة الشركات على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل.

في ضوء استعراض الدراسات السابقة وأدبيات الدراسة فإن الدراسة الحالية تسعى لاختبار النموذج (1) كما هو موضح في الشكل التالي:



الشكل (1): نموذج الدراسة

منهجية الدراسة

يتناول هذا الجزء منهجية الدراسة، ويبدأ بوصف لمجتمع وعينة الدراسة، يلي ذلك وصف لمقاييس متغيرات الدراسة سواء المتغير التابع والمتغيرات المستقلة والضابطة. وتصميم نماذج الانحدار المتعدد اللازمة لاختبار فروض الدراسة.

مجتمع وعينة الدراسة

يوضح جدول (١) مجتمع البحث والمكون من ٢٢٣ شركة مدرجة حالياً على قائمة البورصة المصرية (The Egyptian Exchange Website). ونظراً للطبيعة الخاصة للصناعة المالية فقد تم استبعاد قطاع البنوك وقطاع خدمات مالية (باستثناء البنوك) بإجمالي ٥١ شركة، وحيث أن الفترة محل الدراسة تتعلق ببيانات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية من عام ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٨، ونظراً لعدم استكمال سلسلة البيانات لتلك الشركات فقد تم استبعاد الشركات المقيدة بعد سنة ٢٠١٠ وعدددهم ٢٦ شركة تنتمي لقطاعات مختلفة ليصبح المتبقي من الشركات ١٤٦ شركة، ونظراً لغياب القدرة على حساب مستوى الاحتفاظ بالنقدية بالقطاعات التي تبقى بها شركة واحدة؛ فقد تم حذف ثلاث شركات لتصبح العينة محل الدراسة ١٤٣ شركة.

جدول (١) مجتمع وعينة الدراسة

عدد الشركات			القطاع
المقيدة	المستبعدة	بعينة الدراسة	
١٥	القطاع بالكامل	-	البنوك
٩	-	٩	موارد أساسية
٨	١	٧	كيماويات
٢٣	١	٢٢	تشديد وبناء
٣٦	القطاع بالكامل	-	خدمات مالية (باستثناء البنوك)
٢٨	٤	٢٤	أغذية ومشروبات
١٧	٥	١٢	رعاية صحية وأدوية
١٥	-	١٥	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
٣	-	٣	غاز وبتترول
١٠	-	١٠	منتجات منزلية وشخصية
٢٩	٧	٢٢	العقارات
٥	١	٤	موزعون وتجارة تجزئة
١	-	١	اعلام
٥	٢	٣	تكنولوجيا
٢	١	١	اتصالات
١٦	٤	١٢	سياحة وترفيه
١	-	١	مرافق
٢٢٣	٢٦	١٤٦	إجمالي الشركات

المصدر: الموقع الالكتروني للبورصة المصرية

(<http://www.egx.com.eg/english/ListedStocks.aspx>)

ويوضح الجدول (٢) مواصفات عينة الدراسة، حيث بلغت مشاهدات الدراسة ١,٢٨٧ مشاهدة عبارة عن بيانات عينة الدراسة على مدار تسع سنوات. وشمل الجدول الوسط الحسابي والانحراف المعياري لعينة الدراسة بالكامل، كذلك شمل الجدول عدد

المشاهدات والوسط الحسابي فيما يتعلق بالشركات غير المرتبطة سياسياً والمرتبطة سياسياً، ونتائج اختبار (T Test) الفروق بين المتوسطات. وبينت نتائج ذلك الاختبار معنوية الفروق بين متغيرات الدراسة فيما يتعلق بالاحتفاظ بالنقدية، والرافعة المالية، ومعدل النمو، وحوكمة الشركات. في حين كانت الفروق بين المجموعتين غير معنوية فيما يتعلق بعمر الشركة والتدفقات النقدية.

جدول (٢): وصف عينة الدراسة

المتغيرات	المشاهدات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الشركات غير المرتبطة		الشركات المرتبطة		الفروق ومعنوياتها
				المشاهدات	الوسط	المشاهدات	الوسط	
الاحتفاظ بالنقدية	1287	0.171	0.045	756	0.191	531	0.145	0.046**
عمر الشركة	1287	34.2	3.9	756	34.8	531	33.3	0.9
حجم الشركة (بالمليون)	1287	957.9	57.7	756	1285.1	531	859.8	452.3**
الرافعة المالية	1287	0.256	0.058	756	0.313	531	0.192	0.121**
التدفقات النقدية	1287	0.127	0.019	756	0.124	531	0.131	0.007
معدل النمو	1287	0.037	0.051	756	0.041	531	0.029	0.012*
حوكمة الشركات	1287	89.3	18.8	756	121	531	57	64**

المصدر: نتائج الإحصاء الوصفي لعينة الدراسة لاحظ أن: **، * تشير إلى مستوى معنوية ٠,٠١، ٠,٠٥ على التوالي

مقاييس متغيرات الدراسة

تشمل متغيرات الدراسة المتغير التابع وهو الاحتفاظ بالنقدية، والمتغيرات الضابطة وهي عمر الشركة، وحجم الشركة، والرافعة المالية، التدفقات النقدية، ومعدل النمو. وفيما يلي وصف لكيفية قياس كل متغير من تلك المتغيرات.

الاحتفاظ بالنقدية: تم قياس الاحتفاظ بالنقدية (Cash Holding) بنسبة الاحتفاظ بالنقدية. ونسبة الاحتفاظ بالنقدية هي ناتج قسمة جملة النقدية ومكافئاتها على إجمالي الأصول مطروحاً منه النقدية ومكافئاتها. حيث أن النقدية هي النقد الحاضر ومكافئات النقدية، ومكافئات النقدية هي الأصول سريعة التحول إلى نقدية بقيمة معلومة. وفي الدراسة الحالية تم حساب نسبة الاحتفاظ بالنقدية بالشركة وذات النسبة على مستوى

القطاع وذلك بافتراض أن مستوى احتفاظ القطاع بالنقدية مؤشراً للرصيد النقدي الأمثل، ثم تم حساب الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل، وذلك بطرح نسبة احتفاظ القطاع بالنقدية من نسبة احتفاظ الشركة بالنقدية.

المتغيرات الضابطة: في ضوء مراجعة أدبيات الاحتفاظ بالنقدية (e.g. AI- Najjar, 2013; Hu et al., 2019) استخدمت الدراسة الحالية المتغيرات الضابطة التالية: عمر الشركة وتم قياسه بعدد السنوات منذ تأسيس الشركة حتى تاريخ القوائم المالية محل التحليل، وحجم الشركة وتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة، والرافعة المالية وتم قياسها بنسبة إجمالي الديون لإجمالي أصول الشركة، والتدفقات النقدية وتم قياسها بنسبة الإيرادات قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستنفاد لصافي الأصول، ومعدل النمو وتم قياسه بمعدل التغير في إجمالي أصول الشركة.

حوكمة الشركات: لقياس حوكمة الشركات اعتمدت الدراسة على المقياس المطور والمطبق بمعرفة البورصة المصرية والمعروف بالدرجة المرجحة للحوكمة (Weighted Governance Score). حيث طورت البورصة المصرية نموذجاً لتقييم أكثر جودة لحوكمة الشركات. ويركز هذا النموذج على هيكل حوكمة الشركات وعملياتها. وشمل هذا المقياس هيكل الملكية وحقوق المساهمين، الشفافية والإفصاح والمراجعة، تركيبة مجلس الإدارة وفعاليته، هيكل الإدارة التنفيذية وفعاليتها، أخلاقيات الأعمال ومسؤولية الشركة. والدرجة القصوى للحوكمة على ذلك المقياس ١٨١ درجة.

الروابط السياسية: لقياس الروابط السياسية، تم تطوير مقياس نوعي من واحد أو اثنين. حيث تُشير واحد لعدم ارتباط الشركة سياسياً، واثنين تشير إلى ارتباط الشركة سياسياً. وتحصل الشركة على اثنين في أي من الحالات التالية: رئيس مجلس الإدارة أو أحد أعضاء المجلس أو العضو المنتدب أو أحد أعضاء الإدارة التنفيذية ذو رابطة سياسية، أو تمتلك الحكومة حصة أقل من ٥٠% في هيكل رأسمال الشركة.

نماذج الدراسة

تعتمد الدراسة على تطوير عدة نماذج انحدار لدراسة تأثير المتغيرات الديموغرافية للشركات محل الدراسة على احتفاظها بالنقدية، وكذلك اختبار أثر كل من حوكمة الشركات والروابط السياسية على الاحتفاظ بالنقدية، والأثر التفاعلي للروابط

السياسية وحوكمة الشركات على الاحتفاظ بالنقدية. وبغرض إدراج البيانات في ملف المدخلات، وتصميم نماذج الانحدار فقد تم ترميز متغيرات الدراسة الحالية على النحو الموضح في الجدول (3).

جدول (3): ترميز متغيرات الدراسة

رمز المتغير	اصطلاح المتغير بالإنجليزية	اصطلاح المتغير بالعربية
DOCH	Deviation from Optimal Cash Holding	الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل
FA	Firm Age	عمر الشركة
FS	Firm Size	حجم الشركة
FL	Financial Leverage	الرافعة المالية
CF	Cash Flow	التدفقات النقدية
GR	Growth Rate	معدل النمو
PC	Political Connections	الروابط السياسية
CG	Corporate Governance	حوكمة الشركات

ولاختبار فروض الدراسة، وباستخدام الرموز الموضحة، تم تصميم مجموعة من نماذج الانحدار المتعدد. نموذج مبدئي لقياس أثر المتغيرات الضابطة على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل (النموذج (1)). وتم تصميم نموذج لقياس أثر الروابط السياسية على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل (النموذج (2)). وتم تصميم نموذج لقياس أثر حوكمة الشركات على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل (النموذج (3)). وتم تصميم نموذج لقياس الأثر التفاعلي للروابط السياسية وحوكمة الشركات على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل (النموذج (4)). وتوضح المعادلات التالية تلك النماذج:

$$DOCH = \alpha + \beta_1 FA + \beta_2 FS + \beta_3 FL + \beta_4 CF + \beta_5 GR + e \quad (1)$$

$$DOCH = \alpha + \beta_1 FA + \beta_2 FS + \beta_3 FL + \beta_4 CF + \beta_5 GR + \beta_6 PC + e \quad (2)$$

$$DOCH = \alpha + \beta_1 FA + \beta_2 FS + \beta_3 FL + \beta_4 CF + \beta_5 GR + \beta_6 PC + \beta_7 CG + e \quad (3)$$

$$DOCH = \alpha + \beta_1 FA + \beta_2 FS + \beta_3 FL + \beta_4 CF + \beta_5 GR + \beta_6 PC + \beta_7 CG + \beta_8 (PC \times CG) + e \quad (4)$$

وحيث أن البيانات عبارة عن 1,287 مشاهدة تمثل بيانات 143 شركة مقيدة بالبورصة المصرية على مدار سلسلة زمنية من عام ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٨، فقد اعتمدت الدراسة الحالية على أسلوب تحليل انحدار البيانات الطولية والمعروف بـ Panel Data Regression Analysis.

النتائج

يعرض جدول (4) معاملات ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة. وكانت جميع معاملات الارتباط تتراوح بين +0.27 و-0.29. ومعنى ذلك أن نماذج الانحدار لن تعاني من الظاهرة المعروفة بـ Multicollinearity ويشير ذلك لاعتمادية نماذج الانحدار. ولعل أبرز نتائج معامل ارتباط بيرسون (وذلك عند مستوى معنوية 0.01) هي وجود ارتباط إيجابي معنوي بين الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل والروابط السياسية، ووجود ارتباط سلبي معنوي بين الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل وحوكمة الشركات. كذلك أوضحت معاملات الارتباط وجود ارتباط سلبي معنوي بين الروابط السياسية وحوكمة الشركات. وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة كانت أقوى الارتباطات بالانحراف عن المستوى النقدي الأمثل هي: ارتباط سلبي معنوي مع الرافعة المالية، وارتباط إيجابي معنوي مع التدفقات النقدية.

جدول (٤): معاملات ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة

(٧)	(٦)	(٥)	(٤)	(٣)	(٢)	(١)	المتغيرات
							الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل
						1.00	
						0.01	(١) عمر الشركة
					1.00	0.01	(٢) حجم الشركة
				1.00	0.10**	0.02	(٣) الرافعة المالية
			1.00	0.07*	0.09**	0.06*	(٤) التدفقات النقدية
		1.00	0.07*	0.12**	-0.05*	-0.04*	(٥) معدل النمو
	1.00	0.22**	-0.15**	0.11**	0.11**	0.06*	(٦) الروابط السياسية
1.00	-0.29**	0.19**	0.13**	-0.10**	0.01	0.01	(٧) حوكمة الشركات

المصدر: نتائج تطبيق معامل ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة

لاحظ أن: **، * تشير إلى مستوى معنوية ٠,٠١، ٠,٠٥ على التوالي.

يعرض جدول (5) نتائج تحليل الانحدار المتعدد، ويعرض ذلك الجدول نتائج أربعة نماذج انحدار متعدد متدرجة حسب فرضيات وهدف الدراسة. النموذج (1) يوضح أثر المتغيرات الضابطة على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل، النموذج (2) وفيه تم إدراج الروابط السياسية مع المتغيرات بالنموذج الأول بغرض التعرف على أثر الروابط السياسية على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل، النموذج (3) وفيه تم إدراج حوكمة الشركات مع المتغيرات بالنموذج الثاني بغرض توضيح أثر الحوكمة على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل، النموذج (4) وفيه تم إدراج التفاعل بين الروابط السياسية والحوكمة بغرض التعرف على الأثر التفاعلي للروابط السياسية والحوكمة على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل.

جدول (٥): محددات الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل

نماذج الانحدار	النموذج (١)	النموذج (٢)	النموذج (٣)	النموذج (٤)
المتغيرات	β^{sig}	β^{sig}	β^{sig}	β^{sig}
الثابت (α)	1.37**	1.07**	1.16**	0.87**
عمر الشركة	0.02	0.00	0.01	0.00
حجم الشركة	0.51*	0.02	0.09*	0.02
الرافعة المالية	-0.23**	-0.17**	-0.18**	-0.15**
التدفقات النقدية	-0.09**	-0.06*	-0.08**	-0.05*
معدل النمو	0.11**	0.06*	0.09**	0.03
الروابط السياسية	---	0.81**	0.56**	0.47**
الحوكمة	---	---	-0.67**	-0.38**
الروابط السياسية × الحوكمة	---	---	---	-0.22**
معنوية النموذج (F^{sig})	26.79**	48.90**	34.07**	56.51**
القدرة التفسيرية (R^2)	0.18	0.29	0.34	0.41
التغير في القدرة التفسيرية (ΔR^2)	0.18	0.11	0.05	0.07

المصدر: نتائج تطبيق الانحدار المتعدد على نماذج الدراسة
لاحظ أن: **، * تشير إلى مستوى معنوية ٠,٠١، ٠,٠٥ على التوالي.

النموذج (1) يعرض نتائج انحدار المتغيرات الضابطة على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل. وأوضحت النتائج معنوية النموذج، وفسرت تلك المتغيرات 0.18 من التباين في الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل. وكانت محددات الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل على الترتيب من حيث قوة التأثير هي: الرافعة المالية، ثم التدفقات النقدية. ومن حيث الشكل أثرت الرافعة المالية والتدفقات النقدية سلبياً على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل، في حين كان أثر معدل النمو إيجابياً وذلك عند مستوى معنوية 0.01، وكان لحجم الشركة أثر إيجابي معنوي على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل ولكن عند مستوى معنوية 0.05.

النموذج (2) يعرض نتائج انحدار الروابط السياسية على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل. وأوضحت النتائج معنوية النموذج، ووجود أثر إيجابي معنوي للروابط السياسية على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل، وذلك عند مستوى معنوية 0.01. وفسرت المتغيرات المُدرجة في ذلك النموذج 0.29 من التغير في الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل. وحيث أن ذلك النموذج هو ذات النموذج الأول مع اختلاف وحيد وهو إدراج متغير الروابط السياسية فإن الروابط السياسية مسؤولة عن التغير في القدرة التفسيرية. وهكذا تكون الروابط السياسية مسؤولة عن تفسير 0.11 من التباين في الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل.

النموذج (3) يعرض نتائج انحدار حوكمة الشركات على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل. وأوضحت النتائج معنوية النموذج، ووجود أثر سلبي معنوي لحوكمة الشركات على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل، وذلك عند مستوى معنوية 0.01. وفسرت المتغيرات المُدرجة في ذلك النموذج 0.34 من التغير في الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل. وحيث أن ذلك النموذج هو ذات النموذج الثاني مع اختلاف وحيد وهو إدراج متغير حوكمة الشركات فإن حوكمة الشركات مسؤولة عن التغير في القدرة التفسيرية. وهكذا تكون حوكمة الشركات مسؤولة عن تفسير 0.05 من التباين في الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل، واتفقت تلك النتيجة مع نتائج بعض الدراسات

السابقة (Al-Najjar, 2013; Al-Najjar & Clark, 2017). حيث أن مصر مصنفة من الدول التي يتمتع فيها المستثمرون بمستويات أقل من الحماية القانونية.

النموذج (4) يعرض نتائج انحدار تفاعل الروابط السياسية وحوكمة الشركات على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل. وأوضحت النتائج معنوية النموذج، ووجود أثر سلبي معنوي لتفاعل الروابط السياسية وحوكمة الشركات على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل، وذلك عند مستوى معنوية 0.01. وفسرت المتغيرات المُدرجة في ذلك النموذج 0.41 من التغير في الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل. ونظراً لأن معامل متغير تفاعل الروابط السياسية والحوكمة ذو أثر سلبي معنوي وكذلك زادت القدرة التفسيرية للنموذج بمقدار 0.07 فإن نتائج ذلك النموذج تدعم فرضية الدراسة بوجود أثر تفاعلي للروابط السياسية وحوكمة الشركات على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل. وتعني تلك النتيجة أن تأثير الروابط السياسية على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل يعتمد على مستوى الحوكمة بالشركة.

مناقشة النتائج

أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر إيجابي معنوي للروابط السياسية على انحراف الأرصدة النقدية بالشركة عن الرصيد الأمثل. ويشير ذلك إلى ابتعاد الشركات المرتبطة سياسياً عن الاحتفاظ برصيد أمثل من الأصول النقدية. وينبغي التنويه إلى أن ذلك الانحراف قد يكون انحراف موجب وقد يكون انحراف سالب.

بالنسبة للانحراف الموجب، فإن ذلك يعني أن الشركة المرتبطة سياسياً تحتفظ بمزيد من الأصول النقدية. وفي ضوء أدبيات الروابط السياسية (Boubakri et al., 2013; Lin et al., 2019) يحتفظ مديرو تلك الشركات بالمزيد من النقدية إلى خدمة مصالحهم الشخصية أو تمويل التزاماتهم السياسية ولذا من المحتمل أن تعاني تلك الشركات من مشكلات وكالة بسبب سعي مديروها لتنفيذ مخططاتهم السياسية وخدمة مصالحهم. ويؤدي ذلك إلى استهلاك النقد المحتفظ به في أنشطة غير موجهة بتعظيم قيمة الشركة مما يضر بمصالح الملاك أو المساهمين.

وبالنسبة للانحراف السالب، فإن ذلك يعني أن الشركة المرتبطة سياسياً تحتفظ بأصول نقدية أقل من الرصيد الأمثل. ويمكن تفسير ذلك في ضوء استفادة الشركة من الروابط السياسية؛ حيث أن الشركات المرتبطة سياسياً تستطيع الوصول بسهولة للقروض المصرفية. ويمكن تبرير ذلك في ضوء أدبيات الروابط السياسية للشركات، حيث أن هناك اتجاه من تلك الأدبيات توصل لوجود أثر سلبي للروابط السياسية على الاحتفاظ بالنقدية (Hill et al., 2014; Liedong et al., 2015; Al-dhamari & Ku Ismail, 2015; Sun et al., 2016). ويرر ذلك الاتجاه عدم احتفاظ الشركات المرتبطة سياسياً بالمزيد من الأصول النقدية بأنه من غير المرجح أن تعاني تلك الشركات من مشكلات سيولة وحتى في حالة حدوث أزمة فسوف يتم إنقاذها نظراً لسهولة وصولها للتمويل وبشروط تفضيلية.

كما أظهرت النتائج وجود أثر سلبي معنوي لحوكمة الشركات على انحراف الأرصدة النقدية بالشركة عن الرصيد الأمثل. ويعكس ذلك اقتراب النقدية المحتفظ بها من الرصيد الأمثل كلما مارست الشركة حوكمة قوية. ويمكن تفسير ذلك بدور آليات حوكمة الشركات في الحد من صراعات الوكالة. ولذلك تتمتع الشركات قوية الحوكمة بسمعة طيبة في الأوساط المالية ويمكنها الحصول على تمويل من مصادر خارجية بتكلفة مناسبة ولهذا لا توجد حاجة لدى تلك الشركات للاحتفاظ بمزيد من الأرصدة النقدية (Lee & Yeh, 2004; Melo, 2014; Bertrand et al., 2018).

كذلك أوضحت النتائج وجود أثر تفاعلي للعلاقات السياسية وحوكمة الشركات على انحراف النقدية المحتفظ بها عن الرصيد الأمثل. ويشير ذلك إلى أن أثر الروابط السياسية على الانحراف بالنقدية المحتفظ بها عن الرصيد الأمثل يتوقف على حوكمة الشركات. حيث تقلل الحوكمة القوية من أثر الروابط السياسية للشركات على الانحراف بالنقدية المحتفظ بها عن الرصيد الأمثل. ولذا يمكن تحذير المستثمرين والمحللين الماليين وهم بصدد تقييم أداء الشركات المقيدة بالبورصة المصرية من أن الشركات ضعيفة الحوكمة ذات الروابط السياسية سوف تحتفظ غالباً بمستويات مرتفعة من النقدية بدون تحقيق منافع مرجوة.

ومن محددات الدراسة طريقة جمع البيانات، وهنا تنبغي الإشارة إلى جمع بيانات الدراسة الحالية عن الشركات المقيدة في البورصة المصرية لمدة تسع سنوات من عام ٢٠١٠ إلى عام ٢٠١٨. ونظراً لمواجهة صعوبات في الحصول على بيانات فيما يتعلق بالروابط السياسية للشركات محل الدراسة فقد تم التعامل مع ذلك المتغير كمتغير اسمي ولم تميز الدراسة بين الشركات المرتبطة نتيجة قيام رئيس أو أحد أعضاء المجلس أو أحد المديرين التنفيذيين بشغل وظيفة سياسية أو أن يكون على علاقة سياسي بارز أو نتيجة ملكية حكومي. ولهذا يُعد التعامل مع الروابط السياسية كمتغير نوعي من محددات الدراسة، ولذا نوصي بدراسات تعتمد على مقياس رتبي للروابط السياسية يحدد مدى قوة الرابطة السياسية، حيث تتوقع تلك الدراسة أن يكون لقوة الرابطة السياسية تأثير على نتائج الدراسة.

كذلك من المحتمل أن تكون النتائج التي تم التوصل إليها قد تأثرت بكثرة القطاعات التي تنتمي إليها تلك الشركات وانخفاض عدد الشركات المنتمية لكل قطاع. وفي هذا السياق نوصي صانعي القرار في إعادة النظر فيما يتعلق بآليات تصنيف الشركات المقيدة بالبورصة المصرية إلى قطاعات، كذلك نوصي بإلزام الشركات المقيدة بالبورصة المصرية بضرورة الإفصاح عن روابطها السياسية سواء مع الحكومة أو الأحزاب السياسية أو السياسيين.

وتوصى الدراسة الحالية مجتمع الباحثين بدراسة محددات استخدام النقدية الزائدة في الشركات المرتبطة وغير المرتبطة سياسياً، وكذلك دراسة الدور الوسيط للاحتفاظ بالنقدية في العلاقة بين الحوكمة وقيمة الشركة، ودراسة الدور الوسيط للاحتفاظ بالنقدية في العلاقة بين الروابط السياسية وقيمة الشركة، ودراسة أثر الإفصاح عن الروابط السياسية على قيمة الشركة وكذلك على جودة الأرباح.

الخاتمة

سعت الدراسة الحالية إلى تحسين فهم العلاقة بين الروابط السياسية واحتفاظ الشركات بالنقدية. وذلك من خلال دراسة الأثر التفاعلي للروابط السياسية وحوكمة الشركات على الاحتفاظ بالنقدية. ولعل اعتماد الدراسة على مقياس الانحراف عن الرصيد النقدي الأمثل أسهم بشكل جوهري في تحسين فهم أدبيات الروابط السياسية وإحداث نوع من الاتساق فيما يتعلق بتلك الأدبيات.

ولقد اعتمدت الدراسة على بيانات عينة مكونة من ١٤٣ شركة مقيدة بالبورصة المصرية وذلك عن الفترة من ٢٠١٠ وحتى ٢٠١٨. واستخدمت الدراسة أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة. ولقد وفرت نتائج الدراسة الحالية دليلاً على الأثر الإيجابي للروابط السياسية على الانحراف عن الرصيد النقدي الأمثل. كذلك أظهرت النتائج أن الأثر الإيجابي للروابط السياسية يعتمد على مستوى قوة حوكمة الشركة، حيثُ انخفض الأثر الإيجابي للروابط السياسية على الانحراف عن المستوى النقدي الأمثل في الشركات قوية الحوكمة. ويؤكد ذلك على أهمية ممارسة الشركة لآليات الحوكمة لما لها من دور جوهري في الحد من صراعات الوكالة وخاصة أن مصر مصنفة من الدول التي ينخفض فيها مستوى الحماية القانونية للمستثمرين. وفي هذا السياق، ينبغي التأكيد على الإفصاح عن الروابط السياسية للشركات المقيدة في البورصة المصرية وعلى صانعي القرار أن يضمنوا مقياس حوكمة الشركات بُعد جديد وهو الإفصاح عن الروابط السياسية للشركات.

المراجع باللغة العربية

- شوشة، أمير (2009). تأثير حوكمة الشركات على أدائها المالي: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية. (رسالة دكتوراه غير منشورة)، جامعة المنصورة، جمهورية مصر العربية.
- شوشة، أمير (٢٠١٦). مبادئ الإدارة المالية: النظريات العلمية والممارسات التطبيقية، الطبعة الرابعة. الدمام، المملكة العربية السعودية: مكتبة المتنبي.
- عبد الونيس، إيمان (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.

المراجع باللغة الإنجليزية

- 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.

- Bertrand, M., Kramarz, F., Schoar, A., & Thesmar, D. (2018). The cost of political connections. *Review of Finance*, 22(3), 849-876.
- Boubakri, N., El Ghouli, S., & Saffar, W. (2013). Cash holdings of politically connected firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(4), 338-355.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. (2005). *Financial Management: Theory and Practice*, 11e. Thomson South Western.
- Chae, J., Kim, S., & Lee, E. J. (2009). How corporate governance affects payout policy under agency problems and external financing constraints. *Journal of Banking & Finance*, 33(11), 2093-2101.
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of financial economics*, 83(3), 599-634.
- Faccio, M. (2006). Politically connected firms. *American economic review*, 96(1), 369-386.
- Faccio, M. (2010). Differences between politically connected and non-connected firms: A cross-country analysis. *Financial management*, 39(3), 905-928.
- Fraser, D. R., Zhang, H., & Derashid, C. (2006). Capital structure and political patronage: The case of Malaysia. *Journal of Banking & Finance*, 30(4), 1291-1308.

- Habib, A., & Muhammadi, A. H. (2018). Political connections and audit report lag: Indonesian evidence. *International Journal of Accounting & Information Management*, 26(1), 59-80.
- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of financial economics*, 87(3), 535-555.
- 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.
- Hu, R., Karim, K., Lin, K. J., & Tan, J. (2019). Do investors want politically connected independent directors? Evidence from their forced resignations in China. *Journal of Corporate Finance*.
- Iftikhar, R. M. (2017). Impact of cash holding on firm performance: A case study of non-financial listed firms of KSE. *University of Haripur Journal of Management (UOHJM)*, 2(1), 189-199.
- Isshaq, Z., Bokpin, G. A., & Mensah Onumah, J. (2009). Corporate governance, ownership structure, cash holdings, and firm value on the Ghana Stock Exchange. *The Journal of Risk Finance*, 10(5), 488-499.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jiraporn, P., Kim, J. C., & Kim, Y. S. (2011). Dividend payouts and corporate governance quality: An empirical investigation. *Financial Review*, 46(2), 251-279.
- Larcker, D. F., & Richardson, S. A. (2003). Corporate governance, fees for non-audit services and accrual choices. *Fees for Non-Audit Services and Accrual Choices* (April 2003).
- Lee, T. S., & Yeh, Y. H. (2004). Corporate governance and financial distress: Evidence from Taiwan. *Corporate Governance: An International Review*, 12(3), 378-388.
- Li, X., Qiao, P., & Zhao, L. (2019). CEO media exposure, political connection and Chinese firms' stock price synchronicity. *International Review of Economics & Finance*, 63, 61-75.
- Liedong, T. A., Ghobadian, A., Rajwani, T., & O'Regan, N. (2015). Toward a view of complementarity: trust and policy influence effects of corporate social responsibility and corporate political activity. *Group & Organization Management*, 40(3), 405-427.
- Lin, K. J., Tan, J., Zhao, L., & Karim, K. (2015). In the name of charity: Political connections and strategic corporate social

- responsibility in a transition economy. *Journal of Corporate Finance*, 32, 327-346.
- Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161-170.
- Melo, T. (2014). The association between firm-level corporate governance and corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets (Doctoral dissertation, Gordon Institute of Business Science).
- Mikkelson, W. H., & Partch, M. M. (2003). Do persistent large cash reserves hinder performance? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2), 275-294.
- Muttakin, M. B., Monem, R. M., Khan, A., & Subramaniam, N. (2015). Family firms, firm performance and political connections: Evidence from Bangladesh. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(3), 215-230.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Newbert, S. L. (2007). Empirical research on the resource-based view of the firm: an assessment and suggestions for future research. *Strategic management journal*, 28(2), 121-146.

- Newton, A. N., & Uysal, V. B. (2019). A closer look at politically connected corporations: evidence from Citizens United. *Managerial Finance*, 45(5), 637-653.
- Papaioannou, G. J., Strock, E., & Travlos, N. G. (1992). Ownership structure and corporate liquidity policy. *Managerial and Decision Economics*, 13(4), 315-322.
- 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.
- Shirodkar, V., & Mohr, A. T. (2015). Resource tangibility and foreign firms' corporate political strategies in emerging economies: Evidence from India. *Management International Review*, 55(6), 801-825.
- Sun, P., Hu, H. W., & Hillman, A. J. (2016). The dark side of board political capital: Enabling blockholder rent appropriation. *Academy of Management Journal*, 59(5), 1801-1822.

**The Interactive Effect of Political Connections and Corporate
Governance on Cash Holding in Non-Financial Companies
Listed on the Egyptian Exchange**

Dr. Amir Ali AL Morsi Shusha^(*)

*Assistant Professor of Business Administration
Business Administration Department
Faculty of Commerce – Damietta University*

Dr. Mohamed Noreldin Sayed^()**

*Assistant Professor of Business
Administration - College of Applied Studies
and Community Service
Imam Abdul Rahman bin Faisal University*

Abstract

This study sought to investigate the direct effect of both political connections and corporate governance on cash holding, as well as, testing the interactive effect of them on cash holding. The study relied on the multiple regression to test the study hypotheses, using data of 143 non-financial companies listed on the Egyptian Exchange for the period from 2010 to 2018. The results showed a positive effect of political connections and a negative effect of corporate governance on the deviation from the optimal cash holding. Moreover, the results showed an interactive effect of both political connections and corporate governance on the deviation from the optimal cash holding; that means the impact of political connections on the deviation from the optimal cash holding depends on the level of corporate governance. The effect of political connections on deviations from the optimal cash holding of company with strong governance has decreased. The study concluded with an attempt to explain these results in the light of financial literature and to provide a set of recommendations for policy-makers and those interested in the corporate sector.

Key words:

Political Connections, Corporate Governance, Cash Holding,
Egyptian Exchange.

(*) أمير علي المرسي شوشة، دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال (٢٠٠٩) ، جامعة المنصورة، يعمل حالياً أستاذاً مساعداً بقسم إدارة الأعمال، كلية التجارة – جامعة دمياط. نُشرت له العديد من الأبحاث في مجلات علمية دولية محكمة، وله اهتمامات بحثية تتناول أهم الاتجاهات الحديثة في التمويل السلوكي والتمويل الشخصي، وأهم العوامل المؤثرة في الأداء المالي وتعثُر الشركات.

(**) محمد نور الدين سيد، دكتوراه الفلسفة في إدارة الأعمال (٢٠١٥) ، جامعة عين شمس، وحاصل على دبلومة التمويل الدولي من جامعة أسلسكا – فرنسا (٢٠٠٩). يعمل حالياً أستاذاً مساعداً بكلية العلوم التطبيقية وخدمة المجتمع، جامعة الإمام عبد الرحمن بن فيصل، المملكة العربية السعودية. تتمثل أهم اهتماماته البحثية في الاقتصاد المالي، التمويل والإدارة المالية، وحوكمة الشركات.