

**أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين الروابط السياسية
للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم
في ضوء تكاليف الوكالة
دراسة اختبارية**

أ.م.د/ السيد أحمد محمود فودة *

(* أ.م.د/ السيد أحمد محمود فودة : أستاذ مساعد بقسم المحاسبة – كلية التجارة – جامعة الزقازيق.
وتتمثل الاهتمامات البحثية في مجال المحاسبة المالية والاستثمار في سوق الأوراق المالية.

Email: Foda80us@yahoo.com

ملخص البحث

استهدف البحث اختبار أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. بالإضافة إلى اختبار مدى توقف الدور الوسيط لتكاليف الوكالة في تفسير العلاقة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم على الملكية المؤسسية (كمُتغير مُنظم). وتم تطبيق البحث على عينة حُكْمِيَّة مكونة من (١٣٤) شركة مدرجة ببورصة الأوراق المالية المصرية، وبإجمالي عدد مشاهدات قدره (٩٢١) مشاهدة، وذلك خلال السلسلة الزمنية الممتدة من عام ٢٠١٤م حتى عام ٢٠٢٠م.

واعتمد الباحث على استخدام نموذج الوساطة الشرطية تطبيقاً لمنهجية تحليل المسار. وأشارت نتائج البحث، إلى وجود أثر مُنظَّم سالب ومعنوى للملكية المؤسسية على العلاقة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، بما يعكس أهمية الدور الرقابي للملكية المؤسسية خاصة في الشركات ذات الروابط السياسية، وذلك للحد من سلوكيات اكتناز الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية عن الملاك (أو المساهمين)، أو غموض التقارير المالية. ومن ثمَّ تأييد فرضية زيادة المعلومات نتيجة تفاعل الروابط السياسية للشركات مع ارتفاع الملكية المؤسسية، بما يترتب عليه انخفاض التقييم المُفرط لأسعار أسهم الشركات، وانخفاض مخاطر انهيارها في المستقبل.

كما أشارت نتائج البحث، إلى توقف العلاقة غير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم عبر توسيط تكاليف الوكالة على الملكية المؤسسية (كمُتغير مُنظم)، وذلك بسبب ثبوت معنويتها، بما يعكس دور تكاليف الوكالة (كمُتغير وسيط) باعتبارها أحد القنوات التي يمكن أن ينتقل من خلالها أثر الروابط السياسية للشركات إلى مخاطر انهيار أسعار الأسهم. ولكن يتوقف التأثير الوسيط لتكاليف الوكالة على الملكية المؤسسية؛ نظراً لتفاعل الملكية المؤسسية مع الروابط السياسية للشركات لتخفيض تكاليف الوكالة، بما ينعكس إيجابياً على تخفيض مخاطر انهيار أسعار أسهمها.

الكلمات الدالة: الملكية المؤسسية، الروابط السياسية، مخاطر انهيار أسعار الأسهم، تكاليف الوكالة.

Abstract:

This research aimed to investigate the effect of institutional ownership on the relationship between political connections of firms and stock prices crash risk. In addition to, investigate the conditionality of the mediating role of agency costs in explaining the relationship between the political connections of firms and stock prices crash risk on institutional ownership; (as a moderator variable). Using a series of balanced data, the research was applied on a purposive sample of (134) firms listed in the Egyptian Stock Exchange, with a total of (921) observations, during the period from 2014 to 2020.

The researcher depended on moderated mediation model in application of the Path Analysis methodology. The results indicated that, there was a significant and negative effect of institutional ownership on the relationship between political connections of firms and stock prices crash risk, which reflected the importance of the monitoring role of institutional ownership, especially in firms with political connections. In order to reduce behavior of hoarding bad news and negative accounting information about owners or shareholders, and then reducing the opacity of financial reports, which support the information-increasing hypothesis as a result of the interaction of the political connections of firms with the increase in institutional ownership. Reflected in a future decrease in both, excessive evaluation of firms' stock prices and stock prices crash risk.

However, the results indicated the significance of the indirect relationship between the political connections of firms and stock prices crash risk, through mediating agency costs; depended on institutional ownership (as a moderator variable). This reflected the role of agency costs (as a mediating variable) as one of the channels that could be transmitted the effect of the political connections of firms on stock prices crash risk through it. The mediating effect of agency costs depended on institutional ownership; because the interaction between institutional ownership and political connections of firms reduced agency costs, which reflected positively on reducing stock prices crash risk.

Keywords: Institutional Ownership, Political Connections, Stock Prices Crash Risk, Agency Costs.

أولاً: المقدمة

تزايد اهتمام الباحثين والأكاديميين في الآونة الأخيرة بظاهرة انهيار أسعار الأسهم (Stock Crash Risk) خاصة بعد الانهيارات التي لحقت بكبرى الشركات العالمية في أوائل العقد الأول من القرن العشرين، ومنها على سبيل المثال؛ شركة (Enron) للطاقة في عام ٢٠٠١م، وشركة (Worldcom) للاتصالات في عام ٢٠٠٢م. بالإضافة إلى ما أثارته الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨م من أهمية لإجراء المزيد من البحوث بشأن ظاهرة انهيار أسعار الأسهم وما يرتبط بها من مخاطر (Bhagat and Bolton, 2019). وجدير بالذكر أن هذا النوع من الظواهر، وما قد ينشأ عنها من تقلبات أو قفزات في أسعار الأسهم سيؤدي إلى عدم استقرار أسواق المال، وتدمير ثقة المستثمرين في الأسواق المالية، وكذلك هروب رؤوس الأموال النادرة، بالشكل الذي قد ينعكس سلباً على الاستقرار المالي للدولة ككل. وفي النهاية قد تتسبب ظاهرة انهيار أسعار الأسهم في ارتفاع مخاطر التشغيل للاقتصاد ككل، بما قد يُندر عن تزايد احتمالية وقوع أزمات اقتصادية (Chen et al. 2021).

لذا، فإن كيفية الحد من مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات أصبح محل اهتمام مشترك بين المستثمرين والشركات والعديد من الهيئات الرقابية، وذلك نظراً للدور الذي قد تلعبه مخاطر انهيار أسعار الأسهم في التأثير على اتخاذ القرارات بالنسبة للمستثمرين. بالإضافة إلى دور إدارة الشركات في إدارة تلك المخاطر، وكذلك دور الهيئات الرقابية والتنظيمية في تحقيق الرقابة الفعالة على ذلك النوع من المخاطر (Dang et al. 2018b).

وعرفت الأدبيات المحاسبية والتمويلية، مخاطر انهيار أسعار الأسهم على أنها تلك المخاطر المرتبطة باحتمالية حدوث انخفاض أو هبوط مفاجيء في أسعار أسهم بعض الشركات، ولكن بدرجة كبيرة وبشكل غير متكرر، بما قد يلحق انخفاضاً حاداً في ثروة المساهمين (Zhu, 2016; Dang et al. 2018b)، وأشارت دراسة كل من (Chen et al. 2001; Kim and Zhang, 2014; Callen and Fang, 2015) إلى أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم مرتبطة بالانحراف أو الإلتواء السلبي في توزيع العوائد على أسهم بعض الشركات. وذلك بشكل متكرر خلال فترة زمنية قصيرة نسبياً، بما قد يزيد من احتمالية الانهيار المفاجيء لأسعار أسهم تلك الشركات نتيجة انفجار الفقاعات السعيرية، والتي قد تنشأ عن التعامل على أسهم بعض الشركات بأسعار تفوق قيمتها الحقيقية (العادلة) (Luo et al. 2016).

واستكمالاً للجهود البحثية بشأن مخاطر انهيار أسعار الأسهم، أشارت بعض الدراسات (Kim et al. 2011(b); Xu et al. 2014; Kothari et al. 2009; Jin and Myers, 2006)، إلى أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم، قد تفسر في ضوء ميل المدراء نحو حجب (تخزين) الأخبار السيئة، أو إخفاء المعلومات المحاسبية السلبية الخاصة بالشركات لفترات طويلة، بما قد

يؤدي إلى المبالغة في تقدير أسعار أسهمها. ولكن عندما تتراكم الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية، وتصل لمستوى معين، يصبح عندئذ حجب الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية أكثر تكلفة، بحيث يصعب على المدراء الاستمرار في إخفاؤها. ومن ثم، يتم إطلاقها فجأة ومرة واحدة في سوق الأوراق المالية، بما قد يؤدي إلى انهيار أسعار الأسهم.

لذا، ركزت العديد من الدراسات على تحديد أهم العوامل التي قد تسهل أو تعيق حوافز المدراء لحجب الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية الخاصة بالشركات، وذلك باعتبارها من أهم محددات مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ومن هذه العوامل: غموض التقارير المالية (Financial Reporting Opacity) (An et al. 2015; Hutton et al. 2009)، عقود المكافآت (Kim et al. 2011b)، التجنب الضريبي (Benmelech et al. 2010; Kim et al. 2011a)، التقديرات المتقابلة لتنبؤات المحللين الماليين (Xu et al. 2013)، تغطية المحللين الماليين (Callen and Fang, 2015)، الثقافة (An et al. 2018)، التغطية الإعلامية (Aman, 2013)، وآليات حوكمة الشركات (Andreou et al. 2016; Robin and Zhang, 2015). كما أوضحت، دراسة (Habib et al. 2018)، العديد من العوامل التي قد تحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بخلاف ما سبق، أهمها: التنبؤ الإلزامي لمعايير التقارير المالية الدولية، جودة المراجعة، التحفظ المحاسبي، المسؤولية الاجتماعية للشركات، ودقة التنبؤات الإدارية.

وعلى الرغم من الاهتمام الواضح من قبل الأدبيات المحاسبية السابقة بشأن الوقوف على محددات انهيار أسعار الأسهم، إلا أن دور الضغوط الخاصة بالاستحواذ على الموارد نتيجة الروابط السياسية (Political Connections)، ودورها في تحفيز المدراء لحجب الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية، بما قد يؤثر سلباً على ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، لا يزال غير واضح. وهو ما سيكون محور اهتمام البحث الحالي.

ثانياً: مشكلة البحث

حظيت ظاهرة الروابط السياسية للشركات* على اهتمام العديد من الأدبيات المحاسبية على مستوى العالم، لاسيما فيما يتعلق بآثارها الاقتصادية (Tee et al. 2021)؛ حيث درست معظم الدراسات

* تعرف الشركات على أنها مرتبطة سياسياً إذا كان أحد كبار المساهمين (ممن يسيطر على نسبة ١٠% من إجمالي الأسهم المتداولة) أو أحد قادتها (المدير التنفيذي، رئيس مجلس الإدارة، أعضاء مجلس الإدارة) جزءاً لا يتجزأ من الساحة السياسية سواء من خلال العمل في مؤسسة خاضعة لسيطرة الحكومة أو الارتباط بعلاقات أسرية واجتماعية مع السياسيين، أو ممن هم معروفون بماضيهم السياسي (Faccio, 2006; Su and Fang, 2013; Bao et al. 2016).

السابقة آثار الروابط السياسية على اقتناء موارد الشركات وأدائها، وعلى سبيل المثال (e.g., Faccio, 2006; Fan et al. 2007; Boubakri et al. 2008). وفي الأونة الأخيرة أشارت دراسة (Piotroski et al. 2015) إلى أن الشركات المرتبطة سياسياً تشهد ارتفاعاً في مخاطر انهيار أسعار الأسهم خاصةً في ظل فترات عدم الاستقرار السياسي، وذلك انطلاقاً من قيام مدراء الشركات بحجب الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية مؤقتاً من أجل تلبية أجداتهم السياسية، والإبقاء على روابطهم مع المسؤولين السياسيين، والحفاظ على علاقاتهم بالحكومة، وذلك لتلقى الحماية السياسية من الحكومة والهيئات الرقابية والتنظيمية، وتأمين الحماية من الملاحقة القضائية، والحصول على التمويل اللازم لهم بمعدلات تفضيلية (تمييزية) من الممولين، والحصول على الدعم والإنقاذ الحكومي، إلى جانب الإعانات الحكومية خاصة في أوقات الأزمات المالية.

ومن ثمّ، فإن نشر أية أخبار سيئة أو معلومات محاسبية سلبية عن الشركات المرتبطة سياسياً قد تنعكس بشكل سىء على سمعتها وأدائها، بما يمكن أن ينتقص من مكانة السياسيين المرتبطين بها، ويضر بحياتهم المهنية. وبهذا الشكل فإن الشركات المرتبطة سياسياً لديها العديد من الحوافز التي قد تدفعها نحو تجنب إصدار أية أخبار سيئة أو معلومات محاسبية سلبية حتى في ظل الأوقات العادية، وذلك للحد من مخاطر انهيار أسعار أسهم تلك الشركات في المستقبل القريب.

وعلى الرغم مما سبق، أشارت دراسة كلٍ من (Hu and Xu, 2017; Luo et al. 2016) إلى أن الروابط السياسية قد تُحثُّ الشركات على الإفراج عن الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية وليس إخفاؤها، نظراً لأن الشركات ذات الأداء الضعيف، سيكون لها شرعية أفضل للاستفادة من روابطها السياسية، من خلال الوصول إلى الموارد القيمة، وتطويع السياسات لخدمتها، ومن ثمّ تخفيض تكاليف الوكالة نتيجة الحد من حالة عدم تماثل المعلومات بين المدراء والمساهمين، أو بين المساهمين المسيطرين وحملة الأسهم من الأقلية. وعلى هذا النحو، قد تميل كل من الشركات المرتبطة سياسياً والسياسيين المرتبطين بها إلى الإفصاح عن المزيد من الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية، بما قد يؤدي إلى تخفيض المخاطر المستقبلية لانهيار أسعار الأسهم.

كما توصلت دراسة (Liu et al. 2010) إلى أن المدراء يميلون نحو المبالغة في الأرباح وإخفاء الأخبار والمعلومات المحاسبية السلبية في الفترات المحيطة بمعاملات سوق رأس المال مثل: إصدار الأوراق المالية وعمليات الاستحواذ الممولة من الأسهم. ومع ذلك، إذا كان من الممكن تخفيف ضغط البحث عن الموارد المستتدة إلى السوق من خلال القنوات الأخرى للحصول على

الموارد؛ أى من خلال الاستفادة من الروابط السياسية للشركات، فلن يخاطر المدراء بزيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم فى المستقبل، من خلال إخفاء الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية. بما قد يسهم فى تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

ومما سبق، يتضح تناقض الأدلة البحثية حول الدور الذى يمكن أن تلعبه الروابط السياسية للشركات فى تعظيم أو الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث لا يوجد استنتاج واضح يمكن استخلاصه حول العلاقة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. لذا يتوقع الباحث أن هذا التناقض قد يُبنى عن وجود مُتغيرات قد تنظم هذه العلاقة. وفى إطار آليات الرقابة الخارجية لحوكمة الشركات ودورها فى تحقيق الرقابة الفعالة على كافة الممارسات التى قد تفيد (أو تضر) بأصحاب المصالح، ومن بينها الروابط السياسية للشركات. يقترح الباحث أن الملكية المؤسسية قد تلعب هذا الدور المُنظّم للعلاقة المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك خاصة بعد ثبوت ضعف آليات الرقابة الداخلية الخاصة بالحوكمة خاصة فى الشركات ذات الروابط السياسية (Tee et al. 2021) وذلك استناداً على ما يلى:

أوضحت دراسة (Goldman et al. 2009) أن تمثيل المستثمرين المؤسسيين فى مجلس إدارة الشركات ذات الروابط السياسية مرتبط بتدفق أعلى للمعلومات، وانخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك نتيجة خفض قدرة المدراء على قمع (إخفاء) المعلومات المحاسبية السلبية أو الأخبار السيئة عن المساهمين؛ حيث يمكن إجبار المدراء على الكشف عن كل ما لديهم من معلومات مالية أكثر تفصيلاً فى التوقيت المناسب للمساهمين، ومن ثمّ قد يعمل ارتفاع مستوى الإفصاح والشفافية فى الشركات ذات الروابط السياسية على تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات بين المدراء (أو المساهمين المسيطرين)، إلى جانب تخفيض تكاليف الوكالة، للوصول فى النهاية إلى تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Guedhami et al. 2014).

كذلك أشارت دراسة (Callen and Fang, 2013) إلى قدرة المستثمرين المؤسسيين على تخفيض مخاطر الانهيار من خلال مراقبة السلوك الانتهازي للمدراء، أى من خلال تخفيض تكاليف الوكالة، وضمان شفافية التقارير المالية. ووفقاً لما جاء بدراسة (Habib et al. 2018) قد تسهم الرقابة الفعالة من قبل المستثمرين المؤسسيين فى تقييد قدرة المدير على إدارة الاستحقاقات غير العادية بشكل انتهازي، وبالتالي تحسين جودة الأرباح (Mitra and Cready, 2005; Velury and Jenkins, 2006)، بما قد ينعكس إيجابياً على تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما توصلت دراسة (An and Zhang, 2013; Callen and Fang, 2013) إلى أن الملكية

المؤسسية من قبل مستثمرين مؤسسيين محليين (عابرين) يخفض (يزيد) من مخاطر الانهيار. وبالتالي فإن استقرار المستثمر المؤسسي يرتبط سلباً بمخاطر الانهيار. وبهذا الشكل، قد تحقق العلاقة التفاعلية بين الملكية المؤسسية والروابط السياسية للشركات قيمة أعلى للشركات، ومخاطر أقل، وشفافية أكبر، وذلك بشكل يفوق تكاليف الترحيح السياسى. ومن ثم، يتوقع أن تزداد العلاقة المباشرة السالبة بين الروابط السياسية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم بزيادة نسبة الملكية المؤسسية لتأييد فرضية زيادة المعلومات (Information-Increasing Hypothesis). وعلى العكس عند انخفاض نسبة الملكية المؤسسية قد تزداد العلاقة المباشرة الموجبة بين الروابط السياسية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك نتيجة تفوق الآثار السلبية للترحيح السياسى عن المزايا الناشئة عن الروابط السياسية للشركات، بما قد يضطر الشركات ذات الروابط السياسية إلى حماية الترحيح السياسى والمسئولين السياسيين المرتبطين بها، وذلك من خلال أن تكون تقاريرها المالية أقل شفافية (أكثر غموضاً) بشأن الخدمات السياسية المقدمة، والانخراط فى السلوكيات المالية الانتهازية، بالشكل الذى تزداد معه مخاطر انهيار أسعار الأسهم، لتأييد فرضية تناقص المعلومات (Information-Decreasing Hypothesis) (Kusnadi and Sirmidhi, 2020).

ومن هذا المنطلق يمكن إثارة التساؤل البحثى الأول على النحو التالى: هل يوجد أثر للملكية المؤسسية على العلاقة المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم بالتطبيق على بيئة الأعمال المصرية؟.

وتأسيساً على ما قامت به الأدبيات المحاسبية الحالية - فى حدود علم الباحث - من تحليل للعلاقة المباشرة بين الروابط السياسية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم دون التعمق فى تحديد الآلية (أو القناة) التى يمكن للروابط السياسية للشركات أن تؤثر من خلالها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم وذلك بشكل غير مباشر. لذا يقترح الباحث استخدام تكاليف الوكالة كمتغير وسيط يُمكن من خلاله نقل أثر الروابط السياسية للشركات إلى مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بما قد يعكس وجود تأثير للروابط السياسية على تكاليف الوكالة، بالإضافة إلى تأثير تكاليف الوكالة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وفى هذا الإطار، قدم تياراً من الأبحاث المهمة بالروابط السياسية دليلاً دامغاً على أن الشركات المرتبطة سياسياً تعاني من ارتفاع مشاكل الوكالة وما قد يرتبط بها من تكاليف، بالإضافة إلى ضعف تطبيق آليات حوكمة الشركات؛ وعلى سبيل المثال، وثقت دراسة (Chaney et al. 2011)، أن الشركات ذات الروابط السياسية تشجع على التقرير عن أرباح ذات جودة منخفضة، حتى لا يتم معاقبتهم بارتفاع تكلفة الديون. كما قد يستغل المساهمون المسيطرون سلطتهم خاصة

فى ظل ارتباطهم بروابط سياسية للإبلاغ عن المعلومات المحاسبية الاحتمالية لسرقة موارد الشركة (Boubakri et al. 2012a; Guedhami et al. 2014). أيضاً قد يساعد السياسيون الشركات ذات الروابط السياسية على إخفاء المعلومات المحاسبية السلبية أو الأخبار السيئة التى قد تنعكس بشكل سىء على سمعتهم، نظراً لافتقار الشركات ذات الروابط السياسية إلى التنظيم فى سياسة الإفصاح، بما قد يؤدى إلى حماية مصالح كبار المساهمين على حساب حقوق ومصالح مساهمى الأقلية، ويتسبب فى ارتفاع تكاليف الوكالة (Piotroski et al. 2015).

ولكن فى المقابل، ووفقاً لنظرية الاعتماد على الموارد (The Resource Dependency Theory) تُعدّ الروابط السياسية أحد الموارد غير الملموسة باهظة الثمن بالنسبة للشركة، ويمكن استخدامها من قبل الشركات فى الحصول على الدعم من الحكومة لتخفيف حالة عدم التأكد الناجمة عن البيئة الخارجية المتعلقة بالسياسات واللوائح الحكومية، التى غالباً ما توفر بيئة يشوبها حالة من عدم التأكد وارتفاع تكاليف المعاملات لمُنظمات الأعمال. لذا يمكن استخدام الروابط السياسية من قبل الشركات للحصول على العقود الحكومية، تأمين الوصول النقضلى للتمويل الخارجى اللازم وفى التوقيت المناسب، خفض الضرائب والرسوم، الحصول على الدعم والإعانات الحكومية فى أوقات الأزمات المالية (Claessens et al. 2008; Bliss and Gul, 2012; Boubakri et al. 2012 b).

وبهذا الشكل، تُعدّ عملية بناء الروابط السياسية بمثابة مشروعاً محفوفاً بالمخاطر، إلا أنه قد يفيد الشركات المرتبطة سياسياً، طالما لم تبلغ ممارسات الترشح السياسى مداها الأقصى بالنسبة للسياسيين المرتبطين بالشركات التى يديرونها، بحيث يتمكن المساهمون من تحقيق مكاسب من تلك الروابط السياسية. لذا قد تتفوق المزايا المحققة من الروابط السياسية على التكاليف المرتبطة بها، ومن ثمّ لا يوجد حافز لإخفاء الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية، بالإضافة إلى الحد من ممارسة أنشطة حفر الأنفاق* لتغطية التكاليف المرتبطة بالروابط السياسية والحفاظ على مزاياها. بما قد يؤدى فى النهاية إلى انخفاض حالة عدم تماثل المعلومات التى قد يترتب عليها انخفاض تكاليف الوكالة، وانخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Chae et al. 2020).

وانطلاقاً من أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم قد تنتج عن تعمد المدراء التأخير فى الكشف عن الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية أو اكتنازها، وذلك لتقديم أفضل صورة عن ظروف الشركة، والاحتفاظ بتوقعات المستثمرين والحفاظ على مستوى سعر السهم، فإن ارتفاع مخاطر

* هى الأنشطة المسؤولة عن تحويل الموارد من الشركة إلى كبار المساهمين المسيطرين ممن لديهم حصة كبيرة فى ملكية أسهم الشركة.

انهيار أسعار الأسهم قد يُنبئ عن ارتفاع تكاليف الوكالة. بالشكل الذي قد يجعل تكليف الوكالة محدداً لمخاطر انهيار أسعار الأسهم (Hu and Xu, 2017).

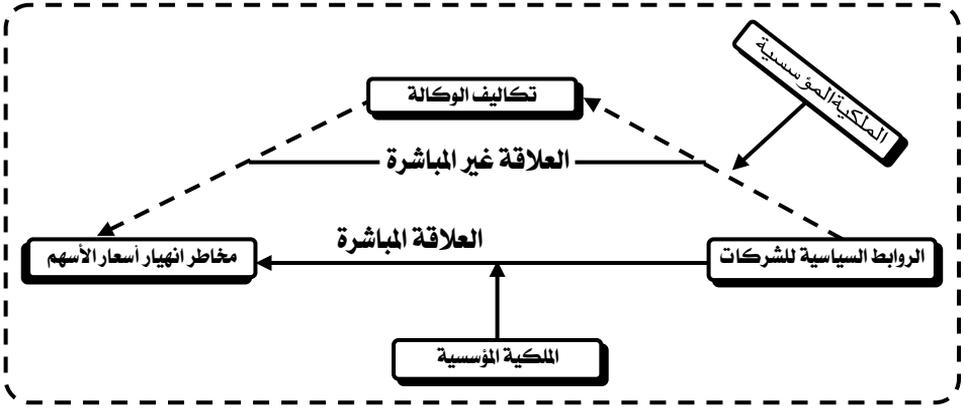
وفي ضوء ما تقدم يتضح للباحث، تناقض الأدلة البحثية حول العلاقة بين الروابط السياسية للشركات وتكاليف الوكالة، بينما وثقت الأدلة البحثية أن تكاليف الوكالة تصلح لأن تكون محدداً لمخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات. وبهذا الشكل، يقترح الباحث أنه من الممكن أن تتوقف العلاقة غير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال تكاليف الوكالة على الملكية المؤسسية كمتغير مُنظم، وذلك استناداً على ما وثقته دراسة كلٍ من الخارجية من قبل المستثمرين المؤسسيين تُضعف الارتباط الإيجابي بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال الحد من مشاكل الوكالة (وما يرتبط بها من تكاليف) التي قد تعاني منها الشركات ذات الروابط السياسية.

كما أشارت دراسة (An and Zhang, 2013) إلى أن المستثمرين المؤسسيين يعملون على الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال الحد من سلوكيات المدراء نحو اكتناز (إخفاء) الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية المدفوعة بدوافع الوكالة مثل: الحصول على المكافآت والأمان الوظيفي، ومن ثمّ قد يسهم ذلك في تخفيض تكاليف الوكالة، وذلك نتيجة لتخفيض حالة عدم تماثل المعلومات بين المدراء والمساهمين. كذلك بينت دراسة (Guedhami et al. 2014) أن الملكية المؤسسية كمؤشر لقوة البيئة المؤسسية يمكن أن تتفاعل مع الروابط السياسية للشركات، بحيث تظهر الجانب الإيجابي منها، من خلال توفير معرفة أكبر باللوائح والسياسيات الحكومية، وتخفيض تكاليف المعاملات بالنسبة لمُنظمات الأعمال، بالإضافة إلى الاهتمام بتحسين جودة المراجعة الخارجية، للإشارة إلى ميل الشركات ذات الروابط السياسية إلى أن تكون أكثر شفافية مع وجود المستثمرين المؤسسيين، بما قد يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة. بالشكل الذي قد ينعكس على تخفيض مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات.

وفي نفس السياق دعمت نتائج دراسة (Khan et al. 2016) نتائج كلٍ من دراسة (Choy et al. 2012a; Boubakri et al. 2011) حول أن العلاقة بين الروابط السياسية وتكاليف الوكالة مشروطة بجودة البيئة المؤسسية للشركات؛ وبالتالي فإن انتشار نُخبَة من رجال الأعمال ذوى الروابط السياسية إلى جانب ضعف سيادة القانون، وانتشار الفساد، وضعف حماية المستثمرين، سيدعم الارتباط الإيجابي بين الروابط السياسية وتكاليف الوكالة. إلا أن هذه الدراسة لم تأخذ في اعتبارها الملكية المؤسسية للإشارة إلى جودة البيئة المؤسسية للشركات (معبراً عنها بجودة المراجعة)، وهو ما سوف يهتم به البحث الحالي. لذا

يمكن إثارة التساؤل البحثى الثانى كما يلى: هل تتوقف العلاقة غير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال تكاليف الوكالة على الملكية المؤسسية (كمتغير مُنظم) وذلك بالتطبيق على بيئة الأعمال المصرية؟.

ويُلخص الشكل التالى التساؤلات البحثية للبحث الحالى، وذلك كما يلى:



شكل رقم (١): التصور العام لمشكلة البحث

ثالثاً: أهداف البحث

فى ضوء تساؤلى مشكلة البحث، تتمثل أهداف البحث فى هدفين رئيسيين هما:

- اختبار أثر الملكية المؤسسية على العلاقة المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- اختبار ما إذا كانت العلاقة غير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم عبر تسيط تكاليف الوكالة تتوقف على الملكية المؤسسية كمتغير مُنظم.

رابعاً: أهمية البحث

يَستمد البحث أهميته من الناحية الأكاديمية كونه امتداداً للأدبيات المحاسبية التى تناولت الجدل القائم، حول ما إذا كانت الروابط السياسية للشركات ترتبط بارتفاع (أو انخفاض) مخاطر انهيار أسعار الأسهم وذلك من منظور تكاليف الوكالة، بالإضافة إلى الكشف عن دور آليات الرقابة الخارجية لحكومة الشركات (ومن أهمها: الملكية المؤسسية) فى ضبط هذه العلاقة، وكذلك تحديد ما إذا كانت العلاقة غير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال تكاليف الوكالة تتوقف على الملكية المؤسسية. كما قد يستمد البحث أهميته من الناحية العملية من خلال الأبعاد التالية:

- تُعدُّ مخاطر انهيار أسعار الأسهم من الموضوعات الحديثة التي جذبت انتباه المستثمرين والشركات والهيئات التنظيمية والرقابية معاً، لتحديد مسببات انهيار أسعار الأسهم مع إلقاء الضوء على الروابط السياسية وما يمكن أن تتسبب به من تشويه لتطور أسواق رأس المال. وذلك إنطلاقاً مما قد يترتب عليها من تزايد رغبة مدراء الشركات نحو إخفاء (اكتناز) الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية من أجل الحفاظ على المزايا التي قد تحققها الروابط السياسية للشركات، ومن ثمَّ التأثير على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. لذا يوسع البحث الحالي، من نطاق اهتمام الأدبيات المحاسبية السابقة، من خلال البحث حول الآثار الاقتصادية للروابط السياسية من منظور مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات، والتحقق مما إذا كانت الروابط السياسية للشركات تعمل كعامل محدد جديد لمخاطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية.
- تعزيز مهارات إنقضاء الأسهم لدى المستثمرين وغيرهم من صانعي قرار الاستثمار، بالإضافة إلى الوقوف على مدى إدراكهم لمخاطر انهيار أسعار الأسهم مقارنة بالأنواع الأخرى للمخاطر، خاصةً في الشركات ذات الروابط السياسية. وذلك لمعرفة ما إذا كانت الروابط السياسية للشركات تُؤلِّد قيمةً للمساهمين أم لا، بالشكل الذي قد ينعكس على جاذبية الاستثمار من عدمه في الشركات ذات الروابط السياسية. وبالتالي اتخاذ قرارات استثمارية أفضل.
- تقديم دليل علمي للمستثمرين وغيرهم من صانعي قرار الاستثمار حول دور تكاليف الوكالة باعتبارها أحد القنوات التي يمكن أن ينتقل من خلالها أثر الروابط السياسية للشركات إلى مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- زيادة وعى الجهات التنظيمية والرقابية بشأن التأثير السلبي (أو الإيجابي) المتوقع للروابط السياسية على سلوكيات الإدارة استناداً إلى تكاليف الوكالة، بالإضافة إلى استكشاف تأثير ذلك على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- توعية المستثمرين وغيرهم من صانعي قرار الاستثمار، بالإضافة إلى الهيئات الرقابية والتنظيمية بأهمية الدور الرقابي للملكية المؤسسية (كأحد أهم آليات الرقابة الخارجية لحوكمة الشركات) خاصةً في الشركات ذات الروابط السياسية، وذلك للحد من سلوكيات اكتناز الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية عن الملاك (أو المساهمين)، أو غموض التقارير المالية. بما قد يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة، وينعكس إيجابياً على تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- نُدره الدراسات المحاسبية (في حدود علم الباحث) العربية خاصةً في بيئة الأعمال المصرية، التي اهتمت باختبار العلاقة المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وكذلك اختبار العلاقة غير المباشرة بينهما عبر توسيط تكاليف الوكالة. بالإضافة إلى

اختبار الأثر المُنظَّم للملكية المؤسسية لهذه العلاقة سواء المباشرة أو غير المباشرة. وهو ما قد يشكل الفجوة البحثية التي سيسعى البحث الحالي إلى تغطيتها في بيئة الأعمال المصرية.

خامساً: تحليل ومناقشة بعض الدراسات السابقة واشتقاق فرضى البحث

يستعرض الباحث بعض الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع البحث تمهيداً لاشتقاق فرضى البحث واستخلاص الفجوة البحثية، وذلك من خلال التركيز على ما تناولته الأدبيات المحاسبية من أدلة بحثية عند فحص العلاقة السببية بين الروابط السياسية للشركات (المتغير المستقل) ومخاطر انهيار أسعار الأسهم (المتغير التابع) وذلك بشكل متكامل، أو فحص العلاقات الجزئية التي قد يستدل من خلالها على العلاقة المتكاملة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وما قد تتضمنه من مُتغيرات وسيطة ومُنظمة، وذلك وفقاً لنموذج الوساطة الشريطية. لذا، سيقوم الباحث بتقسيم الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع البحث إلى مجموعتين رئيسيتين كما يلي:

(١) المجموعة الأولى: الدراسات الدالة على توقع وجود أثر للملكية المؤسسية على العلاقة المباشرة بين الروابط السياسية لشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم

يتناول الباحث في هذه المجموعة المبررات التي استند إليها للتفكير في دخول الملكية المؤسسية كمتغير يُنظَّم العلاقة المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتتلخص تلك المبررات في الآتى:

١/١ تناقض الأدلة البحثية حول العلاقة المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم:

تناقضت الأدلة البحثية حول العلاقة المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث اهتمت دراسة (Luo et al. 2016) باختبار أثر الروابط السياسية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم بالتطبيق على عينة من الشركات الصينية المدرجة في بورصتي (Shanghai and Shenzhen)، خلال فترة الدراسة الممتدة من عام ٢٠٠٦م حتى عام ٢٠١١م. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات ذات الروابط السياسية تتعرض أسهمها لمخاطر انهيار أقل من مثيلتها. ومن ثمَّ قد تشجع الشركات المرتبطة سياسياً المدراء على الإفراج عن الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية وليس تخزينها (إخفاؤها) في الأوقات العادية للاستفادة من روابطها الحكومية للوصول إلى الموارد القيمة، وتطوير السياسات لخدمتها. بما يؤدي إلى تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية للشركات المرتبطة سياسياً، لأن أحداث انهيار أسعار أسهم تلك الشركات غالباً ما ستؤدي إلى تدقيق تنظيمى انتقائى من قبل الدولة. ومن ثمَّ، سيكون هذا الوضع مكلفاً لكلاً من الشركات المرتبطة سياسياً والسياسيين المرتبطين بها.

كما توصلت نتائج دراسة (Luo et al. 2016) إلى اختلاف تأثير الروابط السياسية حسب قوتها وأنواعها، حيث يرتبط تأثير التخفيض في مخاطر انهيار أسعار الأسهم بشكل إيجابي مع قوة الروابط السياسية، وفي نفس الإطار أشارت نتائج دراستي (Hu and Xu, 2017; Hu and Wang, 2018) إلى أن الروابط السياسية للشركات يمكن أن تخفض من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الصينية خلال فترات زمنية مختلفة، وتتوافق نتائجها مع وجهة النظر القائلة بأن: الروابط السياسية تساعد الشركات على تخفيف قيود التمويل، والحد من أنشطة اكتناز (إخفاء) الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية، وخاصةً الروابط مع المسؤولين الحكوميين. ومن ثم، قد يسهم الحفاظ على علاقات جيدة مع الحكومة من خلال المسؤولين الحكوميين في تجنب التقلبات الهائلة في التنمية الاقتصادية، وفي نفس الوقت الحصول على المزيد من الإعفاءات والخصومات الضريبية، والإعانات الحكومية، وتجنب مخاطر التحقيق القضائي بسبب انخفاض أسعار الأسهم بشكل حاد.

كما أوضحت نتائج دراسة كلٍ من (Zhang et al. 2017; Yu and Mai, 2020) أن تعطيل (إضطراب) الروابط السياسية - بعد إصدار دولة الصين اللوائح التنظيمية التي تحظر فيها على المسؤولين السياسيين الجمع بين شغل أحد المناصب السياسية مع الجلوس كعضو مستقل في مجالس إدارة الشركات سواء في الشركات المملوكة للدولة أو غير ذلك - نتيجة الاستقلالات القسرية للمدراء المستقلين (ممن يعملون في مناصب سياسية) يزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ نظراً لأن تعطيل الروابط السياسية، قد يتسبب في تعطيل المزايا التي تحققها تلك الروابط. ومنها على سبيل المثال، تعزيز قدرة الشركات على اكتساب الموارد عن طريق تخفيض تكاليف رأس المال (Sapienza, 2006; Houston et al. 2014)، والتخفيف من ردود الفعل السلبية المرتبطة بتخفيض التصنيف الائتماني للشركات، بما يعكس قدرة الروابط السياسية على حماية الشركات على الأقل من قوى السوق، والصددمات الاقتصادية السلبية (Jackowicz et al. 2020).

وفي سياق مشابه، أوضحت نتائج دراسة (Jackowicz et al. 2020) أن الروابط السياسية تحمي الشركات من النتائج السلبية لتخفيض التصنيف الائتماني لها، وأثبتت نتائج الدراسة، أن الشركات المملوكة للدولة لا تستفيد من الحفاظ على الروابط السياسية، وحاولت الدراسة تفسير ذلك من خلال حقيقة أن الروابط السياسية للشركات المملوكة للدولة على عكس الشركات التي يسيطر عليها القطاع الخاص، لا تعمل بشكل أساسي كوسيلة لتسهيل الوصول إلى الموارد النادرة والقيمة، ولكنها قد تستخدم كأداة إضافية لسيطرة الدولة على قرارات الشركة.

وأظهرت الاختبارات الإضافية لدراسة (Yu and Mai, 2020) أنه من المرجح أن تشهد الشركات التي تتسم قوائمها المالية بالغموض (Opaque) ارتفاعاً في مخاطر انهيار أسعار

أسهمها، وذلك عندما يزداد معدل الدوران السياسي (Political Turnover). كما قدمت الدراسة أدلة بحثية على أن تأثير معدل الدوران السياسي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم لا يكون بشكل مباشر، وإنما قد يكون بشكل غير مباشر من خلال توسط التغطية الإعلامية (Media Coverage) للشركات المتأثرة بوجود دوران سياسي، وبالتالي إضطراب روابطها السياسية.

وفي ضوء الأدلة البحثية السابقة، يتضح أن الروابط السياسية للشركات قد تتسبب في تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم. ولكن على النقيض، أشارت دراسة (Chaney et al. 2011) إلى أن تعيين المدراء المرتبطين سياسياً قد يُمكن الشركات من أن تكون معزولة جزئياً على الأقل من العواقب السلبية المرتبطة بغموض التقارير المالية، وبيع قدرة الهيئات التنظيمية والرقابية على فرض غرامات أو أحكام بالسجن على السلوكيات الانتهازية التي قد تمارسها تلك الشركات، بما قد يدفعها نحو الإفصاح عن معلومات محاسبية منخفضة الجودة، وفي نفس الوقت يسهل من سلوكيات المدراء أو المساهمين المسيطرين نحو حفر الأنفاق لمصادرة حقوق الملكية الخاصة بمساهمي الأقلية. إلى جانب إخفاء الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية والعمل على تراكمها، بما يعرض تلك الشركات لارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم الخاصة بها.

كما بينت دراسة (Piotroski et al. 2015) أن الشركات ذات الروابط السياسية قد تعمل على تشجيع المدراء خاصة في الشركات المملوكة للدولة على حجب أي معلومات سلبية من شأنها أن تنعكس بشكل سيء على سمعتهم، لاسيما خلال الأحداث السياسية الكبرى، وذلك من خلال انخفاض حماية حقوق المساهمين أو إلغاء محاولات مساهمي الأقلية التماس اللجوء القانوني للقضاء عند مصادرة حقوقهم وثوراتهم من قبل المساهمين المسيطرين ذوى الروابط السياسية. بما قد يؤدي إلى ارتفاع مشاكل الوكالة في الشركات ذات الروابط السياسية، خاصة في الدول ذات الهياكل المؤسسية الضعيفة التي يغلب عليها تركيز الملكية، والهياكل الهرمية المعقدة بين المساهمين. بالشكل الذي قد تزداد معه جهود المدراء نحو إخفاء الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية عن أسواق رأس المال، وزيادة مخاطر الانهيارات المستقبلية في أسعار الأسهم.

بينما، وتقت دراسة (Lee and Wang, 2017) أدلة بحثية مختلطة حول العلاقة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الصينية خلال الفترة من عام ٢٠٠٣م حتى عام ٢٠١٢م؛ حيث توصلت إلى وجود علاقة موجبة بين المدراء المرتبطين سياسياً ومخاطر الانهيار في أسعار أسهم الشركات خاصة المملوكة للدولة والمهتمة بتعيين مسئولين حكوميين محليين كمدراء (Local-Government-Connected Directors). في حين كانت العلاقة سالبة في الشركات التي يسيطر عليها القطاع الخاص والمهتمة بتعيين مسئولين بالحكومة المركزية (Central-Government-Connected Directors) أو أعضاء بمجلس الشعب الصيني (the

(Chinese People's Congress "CPC" أو أعضاء بالمؤتمر الاستشارى السياسى للشعب الصينى (Members of the Chinese People's Political Consultative Conference (CPPCC)).

أما دراسة (Tee, 2018)، فقد أظهرت نتائجها ارتباط الشركات ذات الروابط السياسية إيجابياً بمخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الماليزية خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام ٢٠٠٢م حتى عام ٢٠١٢م. واستندت الدراسة فى تفسير نتائجها، على نظرية المحسوبية السياسية (The Political Cronyism Theory) التى ترى أن المساهمين المسيطرين (أو المدراء) سيحاولون مصادرة ثروة الشركة. ولضمان بقاء الجهود الخاصة بتحويل الثروة الناتجة عن المحسوبية السياسية والفساد مخفية، قد يتلاعب مدراء الشركات ذات الروابط السياسية بالبيانات المالية، للاستمرار فى استنزاف موارد الشركة وتحقيق مصالحهم الذاتية، عن طريق حجب المعلومات أو الإبلاغ عن أرباح احتيالية (Chen et al. 2011; Guedhami, 2014) أو ذات جودة منخفضة (Chaney et al. 2011)، بما قد يؤدي إلى ارتفاع غموض (عدم شفافية) التقارير المالية فى الشركات ذات الروابط السياسية.

نظراً لأن الحماية السياسية من الحكومة والهيئات الرقابية والتنظيمية تجعلهم فى مأمن من أن تعاقبهم أسواق رأس المال عند الحصول على التمويل اللازم لهم، وذلك من خلال زيادة تكلفة التمويل الخارجى، خاصة وأن الحكومة يمكنها توجيه مؤسسات الإقراض نحو تقديم تمويل أرخص ويشروط مسيرة لتلك الشركات، استناداً إلى الضمانات المالية الضمنية التى يوفرها الارتباط السياسى بالحكومة. وبالتالي التهرب من انضباط السوق والمساءلة والشفافية، بما قد يعكس على ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

كما وثقت دراسة (Harymawan et al. 2019) العلاقة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، مع استغلال الاستقالة المفاجئة لرئيس أندونيسيا (سوهارتو) باعتبارها حدث خارجى للإشارة إلى تعطل الروابط السياسية للشركات فى تلك الفترة (فترة الحدث)، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأندونيسية خلال الفترة الممتدة من عام ١٩٩٥م حتى عام ٢٠٠١م. وتوصلت الدراسة إلى ارتباط الشركات ذات الروابط السياسية بانخفاض مخاطر انهيار أسعار أسهمها فى الفترة السابقة لاستقالة سوهارتو. بينما تزايدت مخاطر انهيار أسعار أسهمها فى الفترة اللاحقة لاستقالة سوهارتو، للإشارة إلى أهمية الروابط السياسية بالنسبة للشركات. حيث تسببت استقالة سوهارتو والتغيير اللاحق فى النظام السياسى فى تعرض الشركات المرتبطة سياسياً بسوهارتو - مقارنة بمثيلاتها ممن لا ترتبط بروابط سياسية - إلى العديد من الصدمات المالية والتشغيلية، التى إضطرتهم إلى مواجهة جميع أنواع ضغوط السوق بأنفسهم، لتلبية متطلبات التمويل، وذلك من خلال تبنى مدراء الشركات سلوكيات إخفاء الأخبار السيئة (المعلومات المحاسبية السلبية). بما قد يؤدي إلى تزايد حالة عدم تماثل

المعلومات، وارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وبالتالي، فإن تكلفة وجود روابط سياسية قد لا تظهر إلا بعد أن تفقد هذه الروابط قوتها.

وفي نفس السياق وبالتطبيق على عينة مكونة من (٦٥٠) شركة تايبانية خلال الفترة من عام ٢٠٠٩م حتى عام ٢٠١٦م، أوضحت نتائج دراسة (Fang et al. 2020) أن الشركات المرتبطة سياسياً ستكون أكثر عرضة لمخاطر انهيار أسعار أسهمها، نظراً لأنها في الغالب تعاني من ارتفاع حدة مشاكل الوكالة، نتيجة تزايد حالة عدم تماثل المعلومات، وحياسة المستثمرين قدر أقل من المعلومات حول التوقعات الخاصة بمستقبل الشركات مقارنة بمدرائها. الأمر الذي قد يدفع المدراء نحو إخفاء الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية، بالشكل الذي قد يؤدي إلى المبالغة في تقييم أداء الشركات، ليعقب ذلك انخفاضاً كبيراً في أسعار أسهم تلك الشركات، بما يعرضها لمخاطر الانهيار.

كما توصلت أيضاً، دراسة (Fang et al. 2020) إلى أن الشركات ذات الروابط السياسية غالباً ما تعاني من انخفاض جودة التقارير المالية، نظراً لأن هذه الشركات قد تعمل في بيئة لا تتسم بالشفافية، بما يؤدي إلى تزايد مخاطر انهيار أسعار أسهمها، وتأكيداً على أن زيادة جودة التقارير المالية قد تعمل على الحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات التي قد تعاني منها الشركات ذات الروابط السياسية، أشارت نتائج الدراسة، إلى أن جودة التقارير المالية قد تلعب دوراً مُنظماً للعلاقة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. نظراً لأن ارتفاع جودة التقارير المالية، قد تشير إلى تحقيق رقابة أكثر صرامة على السلوكيات الانتهازية للمدراء، مما يؤدي إلى إضعاف العلاقة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وبالإضافة إلى ما سبق، أظهرت دراسة (Tee et al. 2021)، أن الشركات المرتبطة سياسياً تعاني من ارتفاع مخاطر انهيار أسعار أسهمها، وذلك مع اختلاف الروابط السياسية المكونة سواء من خلال الارتباط بالحكومة، أو من خلال ارتباط أحد المساهمين المسيطرين بسلطة ونفوذ سياسي أو بعلاقة شخصية (أو أسرية) مع أحد السياسيين البارزين، وذلك حتى بالنسبة للشركات قديمة العهد ببناء روابطها السياسية.

ومما سبق، واستناداً إلى نظرية المحسوبية السياسية تُعدُّ الروابط السياسية بمثابة ظاهرة عالمية تعاني منها كلُّ من اقتصاديات الدول المتقدمة (مثل: فرنسا، ألمانيا، اليابان، والولايات المتحدة الأمريكية)، وكذلك الدول النامية اقتصادياً (مثل: البرازيل، ماليزيا، تاوان، أندونيسيا، روسيا، وكوريا الجنوبية) (Tee et al. 2021)، كما يتضح في الأوقات العادية أن الروابط السياسية للشركات تُعدُّ سلاحاً ذو حدين، وذلك من حيث تأثيرها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. لذا، إذا تفوقت المزايا المحققة من الروابط السياسية على التكاليف المرتبطة بها، فإن ذلك قد يؤدي إلى

تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم، والعكس صحيح. ومن ثمّ، فإن هناك نوعان من العلاقات المحتملة بين الشركات المرتبطة سياسياً ومخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات:

الاحتمال الأول، يعكس تأثير المساعدة المالية (Financial-Helping Effect)؛ ويركز هذا التأثير على أن الشركات التي لديها روابط سياسية قد تكون أقل عرضة لمخاطر انهيار أسعار أسهمها، وذلك لما قد توفره الروابط السياسية من فوائد (مزايا) من حيث التمويل. حيث تُعدّ الروابط السياسية بالنسبة للشركات بمثابة تأميناً إضافياً لمقدمي رأس المال الخارجي، ممن يعتمدون على المعلومات المالية للشركات لاتخاذ قرارات الاستثمار المختلفة (Khwaja and Mian, 2005). ومن ثمّ، قد تخفض الروابط السياسية من مخاطر مقدمي رأس المال، لأنها يمكن أن تسهل وصول الشركات إلى المزيد من القنوتات المالية، كما أنها قد تتلقى المزيد من الدعم المالي الحكومي (Faccio, 2006)، ويكون التأثير أكثر وضوحاً إذا واجهت الشركات المرتبطة ضائقة (أو أزمات) مالية في المستقبل (Claessens et al. 2008; Duchin and Sosyura, 2012)، بالإضافة إلى تخفيف الأعباء الضريبية، وتسهيل المتطلبات التنظيمية والرقابية (Faccio, 2006). وتوقعاً لفوائد الروابط السياسية، لن يعتمد مقدموا رأس المال الخارجي على المعلومات المالية فحسب، بل سيستخدمون أيضاً على القيمة المحتملة للروابط السياسية التي قد تلعب دوراً في توضيح الوضع المالي الجيد، وإظهار مصداقية الشركات.

لذا، يمكن أن تعمل الروابط السياسية للشركات على تحرير مدرائها من الاضطرار إلى الانخراط في تطبيق الممارسات الانتهازية لمصادرة موارد الشركة وحقوق مساهمي الأقلية، لاسيما في الدول التي تعمل فيها الحكومة دوراً مهماً في تخصيص الموارد. وبالتالي، من غير المرجح أن تقوم الشركات المرتبطة سياسياً بأنشطة إخفاء الأخبار السيئة للحصول على الموارد من خلال قنوات السوق، بما قد يؤدي إلى انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم. ولكن على العكس، عندما يتعذر بناء الروابط السياسية أو تتعطل بشكل إلزامي، تضطر الشركات إلى إرضاء السوق، لتخفيف قيود اكتساب الموارد. ومن ثمّ، تكثيف حوافز المدراء لحجب الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية، بما قد يجعل تلك الشركات أكثر عرضة لانهيارات أسعار الأسهم.

وعلى النقيض مما سبق، يركز **الاحتمال الثاني**، على أن الشركات التي لديها روابط سياسية قد تكون أكثر عرضة لمخاطر انهيار أسعار أسهمها، وذلك انطلاقاً من بعض الآثار السلبية التي قد تنتسب بها الروابط السياسية للشركات، ومن أهمها: انخفاض جودة المعلومات المحاسبية نتيجة تأمين الشركات المرتبطة سياسياً من العواقب السلبية المرتبطة بغموض التقارير المالية، وعدم قدرة الهيئات التنظيمية والرقابية على فرض غرامات أو أحكام بالسجن على السلوكيات الانتهازية التي قد تمارسها تلك الشركات،

بما قد يدفعها نحو الإفصاح عن معلومات محاسبية منخفضة الجودة. وفي نفس الوقت يسهل من سلوكيات المدراء نحو تشويه الأداء الحقيقي (العادل) للشركات من خلال الانخراط في تطبيق المزيد من أنشطة إدارة الأرباح (Chen et al. 2013).

لذا، يتوقع أن تزداد حوافز مدراء الشركات المرتبطة سياسياً نحو إخفاء الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية، نظراً لأنها قد تنعكس بشكل سيء على سمعة السياسيين المرتبطين بها. بالإضافة إلى إخفاء المعلومات المحاسبية المتعلقة بالترشح السياسي عن باقي المساهمين، وذلك نتيجة استغلال كبار المدراء أو المساهمين المسيطرين لعلاقاتهم السياسية لمصادرة موارد الشركة وثروة حقوق الأقلية من المساهمين لتمويل حملاتهم الانتخابية (Lee and Wang, 2017; Guedhami et al. 2014; Chaney et al. 2011). كما قد تضطر الشركات غير المرتبطة سياسياً إلى إخفاء الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية لتخفيف قيود التمويل. ومن ثم، تزايد حدة فجوة عدم تماثل المعلومات، وارتفاع تكاليف الوكالة. بما قد ينعكس على ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً (Pan et al. 2008).

وفي ضوء ما سبق، يصعب على الباحث الوصول إلى استنتاج واضح يمكن استخلاصه في مختلف البيئات حول العلاقة المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، نظراً لتباين الأدلة البحثية بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، بالشكل الذي قد ينبئ عن وجود مُتغيرات مُنظمة قد يتوقف عليها اتجاه هذه العلاقة.

٢/١ الملكية المؤسسية كأحد آليات الرقابة الخارجية لحوكمة الشركات:

استناداً إلى الدور المتوقع للملكية المؤسسية باعتبارها أحد أهم آليات حوكمة الشركات الخارجية التي يمكن أن تتفاعل مع الروابط السياسية لضمان رُشد الإدارة، والحد من ظاهرة إخفاء (حجب) المعلومات المحاسبية السلبية أو الأخبار السيئة، باعتبارها المسبب الرئيسي لانخفاض أسعار الأسهم، بما قد ينعكس على تخفيض مخاطر الانهيار المستقبلية لأسعار أسهم الشركات.

وفي هذا الإطار، أوضحت العديد من الدراسات السابقة (Balsam et al. 2002; Cornett et al. 2008; Burns et al. 2010; Lin and Manowan, 2012) حقيقة اعتماد المستثمرون المؤسسيون على المعلومات المحاسبية لتقييم أداء محافظهم الاستثمارية، بما يجعل من موثوقية ومصداقية الأرقام المحاسبية الواردة في التقرير المالي، أمراً بالغ الأهمية للمستثمرين المؤسسيين خاصة في الشركات ذات الروابط السياسية، نظراً لتوقع تزايد السلوكيات الانتهازية للإدارة، والإبلاغ الاحتيالي أو إدارة الأرباح (Ayers et al. 2011). الأمر الذي يزداد معه قدرة المستثمرون المؤسسيون على تحقيق الرقابة الفعالة لاكتشاف تلك الممارسات والحد منها، لضمان رُشد الإدارة ومصداقية التقارير المالية للشركات. كذلك تشير نظرية التصويت (The Voice

(Exit Theory) (Chowdhury and Wang, 2009)، والتهديد بالانسحاب أو الخروج (Exit Theory) إلى قدرة المستثمرون المؤسسيون في التأثير على صنع واتخاذ القرارات من قبل الإدارة العليا وضمان رشد الإدارة، وذلك استغلالاً لوفورات الحجم وشبكة العلاقات والخبرة (Lin and Manowan, 2012; Shin and Seo, 2011)

كما اهتمت دراسة (Tee et al. 2018)، باختبار ما إذا كان هناك ارتباط بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، بالإضافة إلى اختبار ما إذا كانت الملكية المؤسسية تنظم هذه العلاقة، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من (٧٠٧) شركة ماليزية خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام ٢٠٠٢م حتى عام ٢٠١٢م، وأظهرت نتائج الدراسة أن الارتباط الإيجابي بين الروابط السياسية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم يمكن إضعافه من خلال زيادة الملكية المؤسسية. بما يعنى ضمناً دور الملكية المؤسسية في تحقيق الرقابة الفعالة على أداء وتصرفات الإدارة. كما توصلت الدراسة إلى أن المستثمرين المؤسسيين المحليين هم فقط من يمكنهم الحد بشكل معنوي من الارتباط الإيجابي بين الشركات ذات الروابط السياسية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. ويعكس ذلك وجود أنواع مختلفة من المستثمرين المؤسسيين بشكل يمكن أن يعمل على إنتاج مراقبة مختلفة في الشركات ذات الروابط السياسية.

وفي نفس السياق، أوضحت العديد من الأدبيات المحاسبية أن المراقبة من قبل المستثمرين المؤسسيين مرتبط بالتطبيق الفعال والكفاء لحوكمة الشركات (Aggarwal et al. 2011; Chung and Zhang, 2011)، وارتفاع أداء الشركة (Ting, 2013)، وحساسية أقوى لسداد مكافآت وحوافز المدراء التنفيذيين مقابل تحسن الأداء (Hartzell and Starks, 2003; Shin and Seo, 2011)، وارتفاع جودة إعداد التقارير المالية (Cornett et al. 2008; Lin and Manowan, 2012)، وميل أقل من قبل المدراء للإبلاغ المالي الخاطيء (Burns et al. 2010). علاوة على ذلك، تظهر النتائج المبلغ عنها ارتباطاً معنوياً بين موطن إقامة المستثمر المؤسسي وأداء الشركة وحوكمتها. وتوصلت العديد من الدراسات عبر الدول إلى أن المستثمرين المؤسسيين الأجانب مرتبطون بارتفاع أداء الشركات (Ferreira and Matos, 2008)، بما قد يخفض من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

أما دراسة (Tee and Rasiah, 2020)، فقد أشارت إلى الجدل الذي أثارته نظرية كبار المساهمين (The Theory of Large Shareholder)، بشأن إمكانية الحد جزئياً من مشاكل الوكالة، وضعف حوكمة الشركات من خلال مراقبة المستثمرين المؤسسيين. علاوة على ذلك، تجادل نظرية السمعة (The Reputational Theory) بأن المستثمرين المؤسسيين يولون أهمية كبيرة للكيفية التي ينظر بها المساهمون والمحللون الماليون إلى سمعتهم كمراقبين فعالين. وذلك لأن العديد

من الدراسات تشير إلى أن المستثمرين المؤسسيين يخضعون للمساءلة من قبل مستثمريهم بشأن قراراتهم الاستثمارية (Hartzell et al. 2014)، لذا فمن المتوقع أن يزداد الدور الرقابي للمستثمرين المؤسسيين لتجنب الدعاوى القانونية من قبل مستثمريهم خاصة في الشركات المرتبطة سياسياً، وذلك بحكم أنها قد تعاني من حدة مشاكل الوكالة. كما أظهرت دراسة (Hartzell et al. 2014)، أن المستثمرين المؤسسيين من ذوي السمعة السيئة في مراقبة أداء الشركات، من المرجح، أن يواجهوا تدفقات مالية خارجية من مستثمريهم، نظراً لأن الشركات المرتبطة سياسياً تخضع للتدقيق والمتابعة الشديدة من قبل وسائل الإعلام، والمُنظِّمين، والمشرعين.

وبالتالي، يرى الباحث أن العلاقة التفاعلية المتوقعة بين الملكية المؤسسية والروابط السياسية للشركات قد تسهم في ضمان رُشد الإدارة، والحد من السلوكيات الانتهازية الخاصة بها. بالإضافة إلى ضمان تحقيق الروابط السياسية للشركات فوائد (مزايًا) تفوق التكاليف المرتبطة بها. ومن ثم، الحد من سلوكيات إخفاء (حجب) الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية عن المساهمين، بالشكل الذي قد يترتب عليه انخفاض التقييم المُفْرط لأسعار أسهم الشركات، وتخفيض مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات في المستقبل. وذلك استناداً على ما يلي:

– تمثيل المستثمرين المؤسسيين في مجالس إدارة الشركات ذات الروابط السياسية يمكنهم من المشاركة بنشاط وكفاءة وفعالية في تطبيق آليات حوكمة الشركات، وذلك من خلال تعزيز تعيين كل من المدراء المستقلين المختصين بأعباء لجنة المراجعة (Goldman et al. 2009). لذا، قد تسهم الرقابة الفعالة والنشطة للمستثمرين المؤسسيين من تدفق المعلومات وتخفيض قدرة المدراء على إخفاء المعلومات السلبية عن المساهمين الآخرين في الشركات ذات الروابط السياسية (Guedhami et al. 2014; Piotroski et al. 2015). وعلى سبيل المثال، يمكن إجبار المدراء في الشركات ذات الروابط السياسية من قبل المستثمرين المؤسسيين على الكشف عن معلومات مالية أكثر تفصيلاً في الوقت المناسب للمساهمين. بالشكل الذي قد يعمل على ارتفاع مستوى الإفصاح والشفافية، ويسهم في تحسين صناعة واتخاذ القرارات في مجلس الإدارة، وتخفيض حالة عدم تماثل المعلومات بين المدراء (أو المساهمين المسيطرين) والمساهمين الآخرين لا سيما في الشركات ذات الروابط السياسية. وتوصلت دراسة (Piotroski and Roulstone, 2004) إلى أن وجود المستثمرون المؤسسيون مرتبط بتدفق أعلى للمعلومات (Tee, 2017)، بما قد يؤدي إلى انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

– يمكن للمستثمرين المؤسسيين المحليين الحصول على معلومات تفصيلية حول العمليات التجارية للشركات ذات الروابط السياسية، والتقارير المالية والعوامل غير الملموسة الأخرى، مثل: ثقافة

- الإدارة (Gaspar and Massa, 2007; Kang and Kim, 2010)، بما قد يضمن زُشد الإدارة، وتخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- توفر وسائل الإعلام المحلية تغطية كاملة عن الشركات ذات الروابط السياسية لزيادة الوعي بين المستثمرين المؤسسيين المحليين (Gurun et al. 2012; Kwak et al. 2009)، نظراً لمعرفتهم الوثيقة بالشركات ذات الروابط السياسية وقربهم منها. لذا من المرجح أن يحضر المستثمرون المؤسسيون المحليون اجتماعات الجمعية العمومية للمساهمين، ويقترحون تطبيق أقوى وفعال للآليات الداخلية لحوكمة الشركات، بما يجعلهم يؤثرن على اختيار المدراء الأكفاء، ويسيطرون على سلوكياتهم الانتهازية، ومن ثمّ المساهمة في تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- يتكبد المستثمرون المؤسسيون المحليون تكاليف أقل للاتصال وجمع المعلومات في الشركات ذات الروابط السياسية مقارنة بالمستثمرين الأجانب الذين يتخذون مقارهم في الخارج (Kwak et al. 2009). وبالتالي يكون للمستثمرين المؤسسيين المحليين دورٌ فعالٌ مقارنة بالأجانب في تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

لذا يمكن صياغة الفرض الأول للبحث في صيغة الفرض العدم كما يلي:

"لا يوجد أثر للملكية المؤسسية على العلاقة المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية".

(٢) المجموعة الثانية: الدراسات الدالة على توقع وجود أثر للملكية المؤسسية على العلاقة غير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم عبر توسيط تكاليف الوكالة

يستهدف الباحث من المجموعة الثانية من الدراسات السابقة البحث عن الكيفية التي ينتقل بها أثر الروابط السياسية للشركات إلى مخاطر انهيار أسعار الأسهم عبر توسيط تكاليف الوكالة، بالإضافة إلى اختبار مدى توقف هذه العلاقة غير المباشرة على الملكية المؤسسية كمتغير مُنظّم. لذا سيستعرض الباحث دوافعه لإجراء ذلك في النقاط التالية:

١/٢ استدلالات الدراسات السابقة الخاصة بتوقع وجود علاقة غير مباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم عبر توسيط تكاليف الوكالة:

يمكن الاستدلال على وجود علاقة غير مباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء توسيط تكاليف الوكالة، وذلك من خلال تحديد قيمة حاصل ضرب معامل الاتحاد المتعلقين بتأثير الروابط السياسية على تكاليف الوكالة (المسار الأول)، ثم تأثير تكاليف الوكالة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم (المسار الثاني) على التوالي، ولكن بعد ثبوت معنوية كلاً من المسارين.

لذا سوف يستعرض الباحث نتائج بعض الدراسات السابقة المتعلقة بـكلاً من المسارين السابقين، التي قد تؤيد على المستوى النظرى والاختبارى وساطة تكاليف الوكالة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك كما يلي:

١/١/٢ نتائج الدراسات السابقة التى تناولت المسار الأول بين الروابط السياسية للشركات وتكاليف الوكالة:

اهتمت دراسة (Khan et al. 2016) باختبار العلاقة بين الروابط السياسية للشركات وتكاليف الوكالة، بالإضافة إلى اختبار ما إذا كانت جودة المراجعة تنظم هذه العلاقة، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المنتمية لدولة بنجلاديش خلال الفترة الممتدة من عام ٢٠٠٥م حتى عام ٢٠١٣م، وأظهرت نتائج الدراسة أن الشركات المرتبطة سياسياً تظهر تكاليف وكالة أعلى مقارنة بمثيلاتها ممن لا ترتبط بروابط سياسية، كما أن جودة المراجعة تعمل على تنظيم العلاقة بين الروابط السياسية وتكاليف الوكالة، وذلك يعكس أهمية جودة المراجعة فى الحد من مشاكل الوكالة التى تعانى منها فى الغالب معظم الشركات ذات الروابط السياسية خاصة فى بيئة الأسواق المالية والاقتصاديات الناشئة التى تتسم فى الغالب بضعف البيئة القانونية الخاصة بها، ومن ثمَّ ضعف حماية حقوق المساهمين.

وتتفق النتائج السابقة، مع ما أشارت إليه دراسة (Faccio, 2006) بشأن معاناة أغلب الشركات ذات الروابط السياسية من ارتفاع مشاكل الوكالة خاصة فى الأسواق المالية الناشئة ذات البيئات القانونية الضعيفة، بالشكل الذى يُمكن مدراء الشركات ذات الروابط السياسية من الانخراط فى السلوكيات الانتهازية لخدمة مصالحهم الذاتية ومصادرة حقوق مساهمى الأقلية، بما يودى إلى تحمل المزيد من التكاليف التى يمكن أن تفوق الفوائد المحتملة من الروابط السياسية، بالشكل الذى تزداد معه تكاليف الوكالة.

وعلى الرغم من المزايا والفوائد المحتملة للروابط السياسية الموثقة فى الأدبيات السابقة، إلا أن الروابط السياسية للشركات قد تُعدُّ أحد الأساليب التى يمكن من خلالها أن يمارس السياسيين تأثيرهم على الشركات من خلال الدعم والإعانات الحكومية، وفى المقابل تقوم الشركات بالتأثير على السياسيين من خلال المشاركة بالتبرعات فى حملاتهم الانتخابية. ومن ثمَّ، قد تخفى الشركات ذات الروابط السياسية أى ممارسات قد تقوم بها لاكتساب الروابط السياسية للشركات (Leuz and Oberholzer-Gee, 2003)، وبهذا الشكل يصبح أصحاب الأسهم من الأقلية ضحية للسيطرة الداخلية من قبل هؤلاء المدراء المرتبطين سياسياً (La Porta et al. 2000)، وبالتالي قد تتعرض الشركات ذات الروابط السياسية لمخاطر مصادرة ثروة وحقوق مساهمى الأقلية، وارتفاع تكاليف الوكالة، نتيجة الانخراط فى المخالفات المالية وتحويل الأصول أو المعاملات المشكوك فيها مع الأطراف ذات العلاقة (Alam and Teicher,

(2010). بالشكل الذي قد تصبح معه الشركات ذات الروابط السياسية أقل كفاءة، وتعانى من ارتفاع تكاليف الوكالة (Johnson and Mitton, 2003).

كذلك اهتمت دراسة (Ding et al. 2015)، باختبار الروابط السياسية للشركات، وصراعات الوكالة، لاستكشاف أدوار الملاك والمدراء نوى التأثير السياسى على مكافآت التنفيذيين، وذلك بالتطبيق على قطاع مستعرض من الشركات الصينية خلال عامى ٢٠٠٥م و ٢٠٠٦م. واستهدفت الدراسة، اختبار ما إذا كان هناك ارتباط بين التأثير السياسى ومقدار مكافآت التنفيذيين، للتحقق من قدرة المدراء التنفيذيين المرتبطين سياسياً على فرض مكافآت إضافية (زائدة) بعد التحكم فى العوامل المتعلقة ب (حجم الشركة، التعقيد، الحوكمة، والأداء المالى)، وذلك بافتراض أن مثل هذه المكافآت الزائدة أو الإضافية يمكن أن تكون من أعراض مشاكل الوكالة المرتبطة بشكل من أشكال التحصين الإدارى. حيث يمكن أن يطالب المدراء من نوى التأثير السياسى (الروابط السياسية) مكافآت أكبر (Aslan and Grinstein, 2011)، وذلك إنطلاقاً من إدراكهم لدورهم فى زيادة الأداء على مستوى الشركة نتيجة التأثير السياسى الخاص بهم.

علاوة على ذلك، قد تكون الشركات على استعداد لتقديم مكافآت أكبر للمدراء نوى الروابط السياسية بسبب الفوائد المرتبطة بهم، وذلك تماشياً مع قيمتهم فى سوق العمل الإدارى الفعال. لذا يمكن أن تؤدي الروابط السياسية الإدارية (الخاصة بالمدراء) إلى التحصين الإدارى. ومن ثم، قد تُقدّم الروابط السياسية من خلال المدراء التنفيذيين خاصة فى الأسواق الناشئة والنامية على أنها أحد مكونات القوة الإدارية للمدراء المرتبطين سياسياً، وهو ما قد يؤدي إلى تزايد احتمالية حدوث مشاكل الوكالة بين المالك والمدير (Morck et al. 2005).

كذلك أظهرت نتائج دراسة (Hussain et al. 2020) أن الشركات ذات الروابط السياسية قد تركز مواردها القيمة على أنشطة التريح الإدارى، ومضاعفة العائد (Rent seeking Activities)، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من (٣٧٤) شركة باكستانية خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام ٢٠١٠م حتى عام ٢٠١٥م. وبالتالي، قد يتم إلغاء المزايا الناشئة عن الروابط السياسية للشركات، بما يعرضها لارتفاع الوكالة. نظراً لأن الشركات المرتبطة سياسياً قد تبني روابطها السياسية عن طريق تقديم الرشاوى، وذلك لإخفاء أدائها الضعيف، وتصوير صورة جيدة وعادلة عنها.

وبالتالى، لا تتحمل الشركات المرتبطة سياسياً ارتفاع تكاليف الوكالة فحسب، بل يتعين عليها أيضاً سداد تكاليف الرعاية السياسية للطرف السياسى الذى ترتبط به، وإعداد التقارير المالية لصالح الحلفاء السياسيين، بما قد يسهم فى ارتفاع مخاطر الأعمال التى قد تواجهها الشركات المرتبطة سياسياً (Micco et al. 2007).

وانطلاقاً من احتمالية بناء الروابط السياسية على أساس الفساد والرشاوى وسوء المعاملات المالية، فقد يتم تحفيز مدراء تلك الشركات (أو المساهمين المسيطرين) إلى الانخراط في أنشطة حفر الأنفاق (Tunneling)، للسيطرة على موارد الشركة وحقوق مساهمي الأقلية، سواء من خلال الاستعانة بمعاملات الأطراف ذات العلاقة، أو الدخول في مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة، وذلك لتغطية التكاليف اللازمة لإنشاء الروابط السياسية، كالتبرعات وتكاليف المشاركة في الحملات الانتخابية للسياسيين (Boubakri et al. 2012a)، وجدير بالذكر أن التبرعات السياسية قد لا تتطلب موافقة جميع المساهمين. ولكن يتم اكتساب الموارد من قبل جميع المساهمين بالتساوي للإففاق على إنشاء الروابط السياسية (Faccio, 2006). وبهذا الشكل قد تتسبب الروابط السياسية للشركات في ارتفاع تكاليف الوكالة (Choy et al. 2011).

وأخيراً، اهتمت دراسة (Hu et al. 2020) باختبار أثر الروابط السياسية للشركات على صراعات الوكالة بين المساهمين المسيطرين وحملة الأسهم من الأقلية، وذلك بعد صدور الملف رقم (١٨) لمكافحة الفساد بالصين، وبالتطبيق على عينة من الشركات الصينية خلال الفترة من عام ٢٠١٠م حتى عام ٢٠١٦م، توصلت الدراسة، إلى أن أنشطة مصادرة ثروة حملة الأسهم من الأقلية تحت ما يسمى بأنشطة حفر الأنفاق (المعنية بتحويل ثروة وموارد الشركة، وحقوق مساهمي الأقلية بصفة خاصة) من قبل المساهمين المسيطرين في الشركات ذات الروابط السياسية قد انخفضت بشكل معنوي بعد صدور الملف رقم (١٨) لمكافحة الفساد. وكان الانخفاض أكثر معنوية بالنسبة للشركات الأقل جدارة ائتمانية، أو التي لديها احتياجات تمويلية أكبر. وتتوافق نتائج الدراسة مع حقيقة أن الروابط السياسية للشركات قد تحفز أنشطة مصادرة حقوق حملة الأسهم من الأقلية، بما يعمل على ارتفاع صراعات وتكاليف الوكالة، وذلك استناداً على ما يلي:

- من المرجح أن تتم مصادرة ملكية المساهمين المسيطرين في الشركات ذات الروابط السياسية لتغطية الموارد التي يتم إنفاقها على إنشاء الروابط السياسية.
- يتم استثناء الشركات المرتبطة سياسياً من الخضوع لمعايير الرقابة الخارجية من قبل كلٍ من الأسواق المالية (Chaney et al. 2011) والمؤسسات المالية كالبنوك (Houston et al. 2014)، ومن ثم تكون الشركات المرتبطة سياسياً في مأمن من عقوبات السلطات القانونية (Correia, 2014).

لذا فإن إضعاف إجراءات الضبط والرقابة الخارجية بشكل معنوي على الشركات المرتبطة سياسياً يزيد من فرص قيام المساهمون المسيطرون بتنفيذ المزيد من أنشطة حفر الأنفاق لتحقيق منافعهم الخاصة، وذلك من خلال فرض سيطرتهم الكاملة على غالبية الأسهم بما فيها الأسهم الخاصة بمساهمي الأقلية، بالشكل الذي تزداد معه كلٍ من صراعات وتكاليف الوكالة.

وأظهرت العديد من الأدبيات المحاسبية، قيام المساهمون المسيطرون بتنفيذ أنواع مختلفة من الأنشطة لمصادرة موارد الشركة، وحقوق مساهمي الأقلية. ومنها على سبيل المثال، أوضحت دراسة كلٍ من (Cheung et al. 2009; Lei and Song, 2011; Peng et al. 2011)، قيام المساهمون المسيطرون بالتلاعب بالأرباح، وإعادة توجيه معاملات الأطراف ذات العلاقة نحو مصادرة موارد الشركة. كما قد تعتمد إدارة الشركات، تمكين المساهمين المسيطرين من مصادرة الفائض من التدفقات النقدية الحرة، من خلال سداد توزيعات الأرباح الخاصة بهم (Chen et al. 2009). كذلك وثقت دراسة (Liu and Tian, 2012)، أيضاً أن الشركات ذات الروابط السياسية قد تقترض بشكل مفرط لزيادة الموارد لكبار المساهمين المسيطرين لحفر الأنفاق على حساب مساهمي الأقلية، وأوضحت دراسة (Jiang et al. 2010) أن المساهمين المسيطرين يستخدمون القروض بين الشركات لأغراض حفر الأنفاق، بالشكل الذي ينعكس في النهاية على ارتفاع صراعات وتكاليف الوكالة.

وإجمالاً لما سبق، يُمكن للباحث أن يلخص العوامل التي قد تسهم من خلالها الروابط السياسية للشركات في ارتفاع تكاليف الوكالة فيما يلي:

- قد تتسبب الروابط السياسية للشركات في انخفاض جودة التقارير المالية وتزايد غموضها، نظراً لأن الروابط السياسية قد تحمي الشركات من الخضوع للعواقب السلبية المرتبطة بممارسات إعداد التقارير المالية منخفضة الجودة من قبل الهيئات الرقابية والتنظيمية للإفصاح عن المعلومات، بما قد يؤدي إلى ارتفاع مشكلة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين والمدراء، وتزايد رغبة المدراء في الاستمرار في إخفاء الأداء الضعيف لشركاتهم. بالشكل الذي قد يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة (Chen et al. 2017; Li and Chan, 2016; Wang et al. 2019).
- قد تتسبب الروابط السياسية للشركات في زيادة مخاطر الانحراف في موارد الشركة نحو تحقيق الأهداف الاجتماعية والسياسية وذلك عند تحسن الوضع المالي للشركة؛ حيث أشارت دراسة (Bertrand et al. 2018)، إلى أن المدراء التنفيذيين المرتبطين سياسياً يسجلون أعلى معدلات للتوظيف في الشركات، لتحقيق أهدافهم الاجتماعية والسياسية، وتسهيل جهود إعادة انتخابهم، بما قد يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة، نتيجة السيطرة على موارد الشركة، وتوجيهها نحو خدمة مصالح السياسيين المرتبطين على حساب مساهمي الأقلية.
- قد تتسبب الروابط السياسية للشركات في احتفاظ مدراءها بالمزيد من الأرصدة النقدية لخدمة مصالحهم الشخصية أو تمويل التزاماتهم السياسية، بما قد يؤدي إلى ارتفاع مشاكل الوكالة وما يرتبط بها من نتائج، وذلك لتنفيذ مخططاتهم السياسية وخدمة مصالحهم. ومن ثم، استهلاك

- الأرصدة النقدية المحتفظ بها في أنشطة غير موجهة لتعظيم قيمة الشركة، بما يضر بمصالح المساهمين (Boubakri et al. 2013; Lin et al. 2019).
- قد تتسبب الروابط السياسية للشركات في تخفيض قيمتها، وذلك نتيجة تفاقم مشكلة الاستثمار الزائد (المفرط) عن المستوى الأمثل خاصة في الشركات المملوكة للدولة، مما يشير إلى مصادر حقوق مساهمي الأقلية وارتفاع تكاليف الوكالة (Wang, 2015; Su et al. 2013).
 - قد تعمل الروابط السياسية على زيادة مشاكل وتكاليف الوكالة نتيجة شعور كل من المدراء والسياسيين الشعور بالحماية، وذلك من خلال الروابط السياسية الخاصة بهم. بما قد يمكنهم من استخدام سلطتهم من خلال التحصين الإداري والانتراط في أنشطة حفر الأنفاق، من خلال معاملات الأطراف ذات العلاقة، والاستثمار في المشروعات ذات صافي القيمة الحالية السالبة التي تحقق المصالح الذاتية للمدراء أو كبار المساهمين المسيطرين ذوى الروابط السياسية، ولكنها تضر بمصالح مساهمي الأقلية. بالشكل الذي قد يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة (Andreou et al. 2021; Faccio, 2010; Fan et al. 2007; Johnson and Mitton, 2003).
- وعلى الرغم مما سبق، أشارت نتائج دراسة (Ding et al. 2015) إلى أن التأثير السياسى للمالك يمكن أن يحد من مشاكل الوكالة، وبالتالي التخفيض من المكافآت الزائدة أو الإضافية للمدراء المرتبطين سياسياً أو من ذوى التأثير السياسى، وذلك لما يلي:
- إذا كان للمالك تأثير سياسى فقد يكون قادر على التخفيف من مشكلة التحصين المرتبطة بالمدراء التنفيذيين من ذوى النفوذ السياسى، لأنه في هذه الحالة يمكن للمالك تطبيق عملية الإشراف بفعالية وفقاً لمنظور الوكالة، مما يخفض بشكل فعال من قوة التأثير السياسى للمدراء.
 - أكدت دراسة (Firth et al. 2007)، أن ملكية الدولة قد تعمل على تخفيض مكافآت المدراء التنفيذيين خاصة المرتبطين سياسياً. وقد يكون أحد الأسباب لاستعداد المدراء المرتبطين سياسياً قبول مكافآت أقل في الشركات المملوكة للدولة هو أنهم يأخذون في اعتبارهم الفرص المحتملة للحصول على ترقية سياسية. حيث وجدت بعض الدراسات (Park et al. 2006; Chang and Xu, 2008)، أنه يمكن ترقية مدراء الشركات المملوكة للدولة إلى مناصب أعلى مع قوة سياسية أكبر من خلال تحقيق أداء مالى متفوق. لذا، من الممكن أن يستعد المدراء غير المرتبطين سياسياً لقبول مكافآت أقل، لأن العمل في الشركات المملوكة للدولة قد تسمح لهم بتطوير علاقاتهم السياسية الخاصة.
 - قد تسهم الروابط السياسية في تعزيز صورة الشركات، وإضفاء الثقة في سمعتها أمام المجتمع، وذلك في إطار نظرية السمعة. وبهذا الشكل، قد تتميز الشركات ذات الروابط السياسية بتحقيق

عوائد فائقة، وقيمة أعلى مقارنةً بمثيلتها ممن لم يتوفر لها روابط سياسية، بما قد يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة.

○ قد تتسبب الروابط السياسية للشركات في تخفيض الأرباح خوفاً من التدخلات التنظيمية والحكومية (Du et al. 2012)، بالشكل الذي قد يدفع تلك الشركات نحو الإفصاح عن الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية مقارنةً بالشركات التي ليس لها روابط سياسية. ومن ثمّ يمكن للروابط السياسية أن تخفف من حدة مشكلة عدم تماثل المعلومات، وتكاليف الوكالة (Zhang and Fang, 2013).

ومما سبق، وفي ضوء نتائج بعض الدراسات السابقة المتعلقة باختبار أثر الروابط السياسية للشركات على تكاليف الوكالة، لوحظ أن الروابط السياسية للشركات قد تؤدي إلى نتائج متباينة بشأن انخفاض أو ارتفاع تكاليف الوكالة، وذلك وفقاً لمدى تفوق المزايا المحققة من الروابط السياسية للشركات على التكاليف المرتبطة بها، والعكس.

٢/١/٢ نتائج الدراسات السابقة التي تناولت المسار الثاني بين تكاليف الوكالة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم:

لاستكمال التدليل على العلاقة غير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم عبر توسيط تكاليف الوكالة، يهتم المسار الثاني في هذه العلاقة غير المباشرة باختبار العلاقة بين تكاليف الوكالة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. وبمراجعة بعض الدراسات السابقة في هذا المجال، تبين للباحث الآتي:

أشارت دراسة كلٍ من (Hutton et al. 2009; Kim and Zhang, 2016) إلى أن تكاليف الوكالة تُعدُّ أحد أهم محددات مخاطر انهيار أسعار الأسهم على مستوى الشركة، وترتفع تكاليف الوكالة بشكل رئيسي نتيجة لارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات بين المدراء والمساهمين، لذا من المرجح أن يقوم المدراء ذوى المزايا المعلوماتية بالتلاعب بالمعلومات وتأخيرها (أو إخفاؤها) لتعظيم منافعهم الخاصة التي قد ترتبط على سبيل المثال: بتعظيم عقود المكافآت، والتهرب من مخاوف التقاضي. وعندما تتراكم المعلومات السلبية لفترة طويلة، ولا تنعكس في سعر السهم. يصبح سعر السهم أعلى بشكل مبالغ فيه من قيمته الحقيقية (العادلة) بما قد يشكل فقاعة سعرية (Jin Bubble) (Healy and Palepu, 2001; and Myers, 2006).

وانطلاقاً من عدم قدرة المدراء على الاستمرار في إخفاء المعلومات السلبية المتراكمة الخاصة بالشركة، لأنه بمجرد وصولها لمستوى معين (نقطة تحول) ترتفع تكاليف الاحتفاظ بها لدرجة لا يمكن تحملها. وبالتالي، يتم تسريبها للسوق بسرعة، مما يؤدي إلى انفجار الفقاعة السعرية لأسهم الشركة، وبعدها تزداد مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Kothari et al. 2009).

لذا، تناولت دراسة كلٍ من (Hutton et al. 2009; Chae et al. 2020) العلاقة بين غموض التقارير المالية كأحد مظاهر مشاكل الوكالة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وينظر إلى تراكم إدارة الأرباح على أنه غموض في التقارير المالية؛ حيث يمكن استخدام سلوك إدارة الأرباح كآلية لإخفاء الأخبار السيئة بشكل خاص، وأفادت نتائج كلٍ من الدراستين إلى أن الشركات التي لديها تقارير مالية أكثر غموضاً، تكون أكثر عرضة لارتفاع تكاليف الوكالة بين أصحاب المصالح الخارجيين والداخليين. بالشكل الذي قد يعرضها لارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وفي نفس السياق، قامت دراسة (Sun et al. 2017) باقتراح عاملاً جديداً يؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم من منظور مشاكل الوكالة وما يرتبط بها من تكاليف، وذلك من خلال إلقاء الضوء على مشكلة تضارب المصالح بين المساهمين المسيطرين وحملة الأسهم من الأقلية، والتي تكون أكثر حدة في الأسواق المالية الناشئة، لذا اقترحت هذه الدراسة وفقاً لـ (Jensen and Meckling, 1976) أنه من المرجح أن يتصرف المساهم المسيطر بشكل انتهازي بهدف متابعة مصالحه الخاصة وذلك في ظل بيئة معلوماتية غير متكافئة بسبب ارتفاع تكاليف الوكالة. بالشكل الذي قد تزداد معه دوافع المساهمين المسيطرين نحو إخفاء الأخبار السيئة من أجل تحقيق مصالحهم (منافعهم) الذاتية، ومصادرة حقوق مساهمي الأقلية سواء من خلال تعزيز قيمة الأسهم التي يمتلكونها وخيارات الأسهم الخاصة بهم (Kim et al. 2011b)، أو التمتع بامتيازات إدارية زائدة (Xu et al. 2014).

كما أوضحت دراسة (Sun et al. 2017) إلى أنه قبل إجراء الإصلاحات الهيكلية بالصين، فإن الأسهم الخاصة بمساهمي الأقلية تكون قابلة للتداول، وذلك على عكس الأسهم الخاصة بالمساهمين المسيطرين فهي غير قابلة للتداول، بما قد ينبىء عن مشاكل وكالة حادة بين الأصلاء، وبالتالي لم يتمكن المساهمون المسيطرون من الاستفادة من مكاسب رأس المال، بالشكل الذي جعلهم لم يهتموا كثيراً بأسعار الأسهم، لذلك سعوا إلى إيجاد قنوات أخرى غير أخلاقية، للتعويض عن عدم الاستفادة من ارتفاع أسعار الأسهم، مثل السيطرة على حقوق مساهمي الأقلية.

لذا، قد يقوم المساهمون المسيطرون باستخراج النقدية اللازمة لهم عن طريق بيع الأصول (أو السلع أو الخدمات) الخاصة بالشركة من خلال الدخول في معاملات مع الأطراف ذات العلاقة لتحقيق مصالحهم الذاتية، ونقل أصول الشركة إلى شركات أخرى تقع تحت سيطرتهم، والحصول على قروض بشروط تفضيلية (Berkman et al. 2009; Cheung et al. 2006; Jiang et al. 2010; Liao et al. 2014). وبالتالي تزداد حوافز المساهمين المسيطرين لحجب المعلومات السلبية عن باقي المساهمين، بما يؤدي إلى ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم. ومن ثم فإن ارتفاع مشاكل الوكالة وما يترتب بها من تكاليف تؤثر بشكل إيجابي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وتوصلت دراسة (Sun et al. 2017) بالتطبيق على عينة من الشركات الصينية خلال الفترة الزمنية الممتدة من عام ٢٠٠١م حتى عام ٢٠١٤م، وذلك بعد إجراء الإصلاحات الهيكلية المرتبطة بتحقيق مواعمة أفضل بين مصالح كلٍ من حملة الأسهم المسيطرين والأقلية، من خلال إتاحة الفرصة للمساهمين المسيطرين للحصول على المكاسب المحققة من ارتفاع أسعار الأسهم وذلك عن طريق السماح للأسهم الخاصة بهم للتداول تماماً مثل نظرائهم من مساهمي الأقلية. ومن ثمّ، تزداد حوافز المساهمون المسيطرون نحو إتخاذ الإجراءات لتعظيم قيمة الشركة ككل والحد من سلوكياتهم تجاه مصادرة حقوق مساهمي الأقلية وإخفاء المعلومات السلبية. وبهذا الشكل تنخفض مشاكل الوكالة وما يرتبط بها من تكاليف، بما يؤدي إلى انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

كذلك أشارت دراسة كلٍ من (Kim et al. 2019; Yeung and Lento, 2018) إلى أنه من المتوقع ارتفاع مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات التي لديها مخاطر وكالة أعلى، نظراً لتمتع مدراء تلك الشركات بالعديد من الفرص للتهرب من مسؤولياتهم تجاه المساهمين دون رقابة، أيضاً قد يتمكن المدراء من استغلال تزايد حالة عدم تماثل المعلومات بينهم وبين المساهمين لتجنب الإفصاح عن الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية، أو تأخير الإعلان عنها، على أن يتم إغراق السوق بها فجأة ودون سابق إنذار، بما قد يتسبب في انهيار أسعار أسهم الشركات.

أما دراسة (Li et al. 2021)، فقد أشارت إلى أن صراعات الوكالة - سواء بين المدراء والمساهمين أو بين كبار المساهمين المسيطرين ومساهمي الأقلية - وما قد يترتب عليها من تكاليف، تؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. ويتضح من منظور صراعات الوكالة بين المدراء والمساهمين، أن الإدارة تحفزها سلوكيات البحث عن تحقيق مصالحها الذاتية بغض النظر عن مصالح باقى الأطراف الأخرى المرتبطة بالشركة، بالشكل الذي قد يدفع الإدارة نحو الإفصاح عن الأخبار الجيدة وإخفاء الأخبار السيئة (Ball, 2009; Niu et al. 2018; Chen and Keefe, 2018)، بما قد يتسبب في ارتفاع تكاليف الوكالة، وارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

كما أوضحت النتائج من منظور صراعات الوكالة بين كبار المساهمين المسيطرين ومساهمي الأقلية، أن كبار المساهمين المسيطرين يمكنهم تحويل موارد الشركة، وتهديد مصالح وحقوق مساهمي الأقلية من خلال القيام بسلوكيات حفر الأنفاق ومصادرة ثروة الشركة بشكل عام، وحقوق مساهمي الأقلية بشكل خاص. لذا يمتلك كبار المساهمين المسيطرين حافزاً للتواطؤ مع الإدارة لإخفاء سلوكياتهم في حفر الأنفاق، وبهذا الشكل قد تتراكم الأخبار والمعلومات السلبية إلى الحد الذي فيه يتم إطلاقها إلى سوق رأس المال، مما يزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وفى ضوء الأدلة البحثية السابقة، يتضح أن ارتفاع تكاليف الوكالة قد تتسبب فى ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم. ومن ثم، يمكن توقع أن تلعب تكاليف الوكالة دوراً وسيطاً باعتبارها أحد القنوات التى يمكن من خلالها نقل تأثير الروابط السياسية للشركات إلى مخاطر انهيار أسعار الأسهم. ولكن تباين الأدلة البحثية بين الروابط السياسية للشركات وتكاليف الوكالة (المسار الأول)، قد يجعل هذا المسار يتوقف على متغير مُنظّم واحد أو أكثر. لئيبىء ذلك عن توقع توقف العلاقة غير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم عبر توسيط تكاليف الوكالة على أحد المتغيرات المُنظمة، والتي يقترح الباحث أنها قد تتمثل فى الملكية المؤسسية، كما سيتضح لاحقاً.

٢/٢ استدلالات الدراسات السابقة على توقع توقف العلاقة غير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم عبر توسيط تكاليف الوكالة على الملكية المؤسسية:

أوضحت نتائج دراسة (Tee, 2018) وجود ارتباط معنوى بين مراقبة المستثمرين المؤسسيين والحوكمة القوية للشركة، بما يتفق مع نتائج كلٍ من (Aggarwal et al. 2011; Chung and Zhang, 2011)، حيث أنه يمكن تقييد السلوك الانتهازى للمدراء التنفيذيين (أي تخفيض مستوى تطبيق ممارسات إدارة الأرباح العدوانية) من خلال وجود حوكمة داخلية قوية ومراقبة مؤسسية فعالة، (Balsam et al. 2002; Cornett et al. 2008)، والحد من انخفاض مستوى الإفصاح عن المعلومات المالية (An and Zhang, 2013) وإصدار التقارير المالية الاحتياطية (Burns et al. 2010).

بالإضافة إلى ذلك، يمكن للمستثمرين المؤسسيين حث الإدارة على شراء خدمات مراجعة مرتفعة الجودة من شركات مراجعة ذات سمعة طيبة لطمأنة المستثمرين والمقرضين على مصداقية البيانات المالية للشركة (Chung et al. 2003)، وبهذا الشكل يمكن أن تسهم الملكية المؤسسية فى الحد من مشاكل وتكاليف الوكالة خاصة فى الشركات ذات الروابط السياسية، بالإضافة إلى تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال تكاليف الوكالة كأحد القنوات التى تتقل أثر الروابط السياسية للشركات إلى مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

كما خلصت دراسة (Tee, 2018) إلى أن المستثمرين المؤسسيين يمكنهم التأثير على الشركات ذات الروابط السياسية وتخفيض اعتمادهم الشديد على الروابط السياسية من خلال تنويع أنشطتهم التجارية. لذا يمكن من خلال امتلاك فرص نمو مربحة ومستمرة أن تعمل الشركات ذات الروابط السياسية على تخفيض مخاطر الائتمان، نظراً لأن المقرض سوف يقاضى تكلفة أقل للديون بسبب المراقبة الفعالة من قبل المستثمرين المؤسسيين. ومن ثم، يمكن أن تسهم زيادة الملكية المؤسسية فى الحد من تكاليف الوكالة، وتخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وعلى العكس مما سبق، إذا انخفضت نسبة الملكية المؤسسية فيتوقع أن يتصرف المستثمرون المؤسسيون بشكل أقل فائدة، بما قد يؤدي إلى ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم نتيجة لارتفاع تكاليف

الوكالة خاصة في الشركات ذات الروابط السياسية، ويمكن الاستدلال على ذلك من الدروس المستفادة من الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨م؛ حيث من الممكن أن (Callen and Fang, 2013):

- يقوم المستثمرون المؤسسيون ببيع أسهمهم وسنداتهم إذا كانت المراقبة مكلفة و/أو تستغرق وقتاً طويلاً وذلك استجابة للأداء غير المواتي بدلاً من اتخاذ الإجراءات التصحيحية.
- تعتمد إستراتيجية العديد من المستثمرين المؤسسيين خاصة في أسواق الأسهم الأمريكية على الاستثمار في عدد كبير من الأسهم المختلفة من أجل تنويع المخاطر والحفاظ على السيولة، بالشكل الذي قد يدفعهم نحو عدم الاهتمام بالتطبيق الفعال لحوكمة الشركات الفردية على مستوى شركة ما من الشركات التي يتم الاستثمار فيها.
- قد يركز المستثمرون المؤسسيون على الأداء قصير الأجل، مما قد يتسبب في قلق الإدارة بشكل مفرط من أن تؤدي خيبة الأمل في تحقيق الأرباح على المدى القريب في بيع الأسهم بكميات كبيرة من قبل المستثمرين المؤسسيين، مما قد يؤدي إلى تزايد الممارسات الانتهازية للإدارة للوصول للمستوى المستهدف من الأرباح، بما يعكس على ارتفاع تكاليف الوكالة، وتزايد مخاطر انهيار أسعار الأسهم خاصة في الشركات ذات الروابط السياسية.

لذا، يمكن في ضوء الأدلة البحثية السابقة توقع أن يسهم تفاعل ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية خاصة في الشركات ذات الروابط السياسية في إظهار الجانب الإيجابي لتلك الروابط، بالشكل الذي تتخفف معه تكاليف الوكالة. بما يعكس على تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم بشكل غير مباشر من خلال تخفيض تكاليف الوكالة.

ومن ثمّ يمكن صياغة الفرض الثاني للبحث في صيغة الفرض العدم كما يلي:

"لا تتوقف العلاقة غير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم عبر توسيط تكاليف الوكالة على الملكية المؤسسية (كمُتغير مُنظّم) وذلك في بيئة الأعمال المصرية".

سادساً: تقييم الدراسات السابقة

في ضوء العرض السابق لبعض الدراسات السابقة المهمة بالمجال البحثي لمشكلة البحث، تبين للباحث ما يلي:

- تبين نتائج الدراسات السابقة المهمة باختبار العلاقة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على العديد من البيئات ذات الأسواق المالية الناشئة كالصين وماليزيا وتايوان وباكستان وبنغلاديش وأندونيسيا. إلا أن ما قد تتمتع به أو تفرضه تلك البيئات من خصائص قد تكون السبب في إضفاء بعض الاختلافات في العلاقة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. ولكن لم تحظ دول المنطقة العربية ومنها جمهورية مصر العربية على اهتمام كافٍ من قبل الباحثين (في حدود علم الباحث) لدراسة

- الآثار الاقتصادية للروابط السياسية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، على الرغم من تعرض بعض دول المنطقة العربية للعديد من الثورات التي ترتب عليها اضطراب في الروابط السياسية للشركات خاصة بعد تغير الأنظمة السياسية التابعة لها في هذه الدول. لذا سيسعى البحث الحالي إلى تغطية تلك الفجوة البحثية في بيئة الأعمال المصرية.
- اختلاف المقاييس المستخدمة للتعبير عن الروابط السياسية للشركات، وكذلك مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
 - تناولت معظم الدراسات السابقة اختبار تأثير أنواع مختلفة من الروابط السياسية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أنها لم تأخذ في اعتبارها قوة الروابط السياسية للشركات؛ وذلك من خلال اختبار أثر احتفاظ الشركة بأكثر من نوع من أنواع الروابط السياسية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما سوف يهتم به البحث الحالي.
 - ركزت معظم الدراسات السابقة على أن حجب أو إخفاء المعلومات (الأخبار) السلبية يعد بمثابة الدافع الرئيسي لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، وكذلك النتيجة المباشرة للروابط السياسية للشركات. وذلك للإشارة إلى دور مشاكل الوكالة، وما قد يرتبط من تكاليف، في تزايد مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
 - أصدر عدد محدود من الدراسات بعض التلميحات للإشارة إلى أهمية الملكية المؤسسية في الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم خاصة في الشركات ذات الروابط السياسية، وذلك سواء بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر من خلال توقع توسط تكاليف الوكالة في هذه العلاقة، وذلك باعتبارها قناة ناقلة لأثر الروابط السياسية للشركات إلى مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وهو ما سوف يسعى إليه البحث الحالي إلى التحقق منه في بيئة الأعمال المصرية.
 - لم تتناول الأدبيات المحاسبية السابقة (في حدود علم الباحث) بشكل متكامل العلاقة السببية بين الروابط السياسية للشركات (المتغير المستقل) ومخاطر انهيار أسعار الأسهم (المتغير التابع)، وذلك من خلال تقدير المسارات المباشرة وغير المباشرة التي يمكن للمتغير المستقل أن ينقل آثاره للمتغير التابع عبر تكاليف الوكالة (كمُتغير وسيط)، بالإضافة إلى تحليل كيفية اعتماد حجم التأثيرات الملخصه لتلك المسارات على نسبة الملكية المؤسسية (كمُتغير مُنظم).

سابعاً: استخلاص الفجوة البحثية

في ضوء تقييم بعض الدراسات السابقة المهمة بمجال مشكلة البحث يتضح أن البحث الحالي امتداداً لدراسة كِلٍ من (Piotroski et al. 2015; Lee and Wang, 2017; Tee et al. 2018) وتطويراً وتوسيعاً لنطاق الأدبيات المحاسبية السابقة بصفة عامة، وذلك كما يتضح من النقاط التالية:

- استهدفت الأدبيات المحاسبية السابقة مناقشة الآثار الاقتصادية المترتبة على الروابط السياسية وذلك على مستوى الشركات، دون الاهتمام الكافي ببيان أثرها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وفي حدود علم الباحث قد تُعدُّ هذه الدراسة الأولى من نوعها التي تناقش العلاقة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية، باعتبارها من أحد أكبر وأسرع الدول نمواً في الأسواق الناشئة، خاصة بعد استقرار النظام السياسي بجمهورية مصر العربية، وانتهاء ثورتى الخامس والعشرين من يناير ٢٠١١م، والثلاثون من يونيو ٢٠١٣م. لذا سيتم استغلال استقرار الروابط السياسية للشركات في الكشف عن مدى علاقتها بمخاطر انهيار أسعار الأسهم، لتحديد مدى جانبية الشركات المرتبطة سياسياً للاستثمار من قبل المستثمرين وغيرهم من صانعي قرار الاستثمار، بالإضافة إلى الكشف عن الصورة الذهنية المكونة لديهم عن الشركات المرتبطة سياسياً، ومدى الأمان الذى قد توفره لهم مقابل التكاليف التى يمكن تحملها لبناء تلك الروابط.
- يحاول البحث الحالى سد الفجوة البحثية حول تناول التأثيرات المحاسبية لبناء الروابط السياسية للشركات فى ضوء نظريتي القوة السياسية والتكلفة السياسية، باعتبارهما بمثابة الدافع والمحرك الأساسى وراء بناء الروابط السياسية للشركات (Watts and Zimmerman, 1978)؛ حيث تقترض نظرية القوة السياسية رغبة الشركات فى بناء روابطها لتمتع بالسلطة السياسية وتحصل على الدعم الحكومى، بالشكل الذى قد يؤدي إلى انتهازية ممارساتها المحاسبية وانخفاض شفافية التقارير المالية وذلك استغلالاً لهذه السلطة السياسية، بما قد يتسبب فى تزايد حالة عدم تماثل المعلومات وارتفاع مشاكل الوكالة وما يرتبط بها من تكاليف، بالشكل الذى ينعكس على ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم. بينما تفسر نظرية التكلفة السياسية رغبة الشركات فى بناء روابطها لمواجهة تكاليف التدخل الحكومى سواء كانت تتعلق بفرض ضرائب بمعدلات مرتفعة، أو التكاليف الناتجة عن مكافحة الاحتكار والضغط السياسية من قبل جماعات الضغط والأحزاب السياسية، بما قد يؤدي إلى تأثيرات إيجابية على تكاليف الوكالة لتتخفف معها مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- رصد الأنواع المختلفة للروابط السياسية الخاصة بالشركة فى بيئة الأعمال المصرية. لذا، سيسعى الباحث إلى بناء مؤشر مجمع للروابط السياسية للشركة أياً كان نوعها، وذلك لتحديد درجة أو قوة الروابط السياسية بالشركة. ومن ثم، سيتم رصد الشركات ذات الروابط السياسية من خلال تركيز الملكية الحكومية (تمتلك الحكومة نسبة ٥١% على الأقل من أسهم الشركة)، و/أو الروابط السياسية التى تم بناؤها سواء نتيجة ارتباط أحد أعضاء مجلس الإدارة أو كبار المسئولين الداخليين (المدير التنفيذي، أو رئيس مجلس الإدارة) بسلطة ونفوذ سياسى أو بعلاقة شخصية (أو أسرية) بأحد السياسيين البارزين، و/أو الروابط السياسية التى تم بناؤها نتيجة وجود أحد المساهمين المسيطرين ذوى نفوذ وسلطة سياسية أو مرتبطاً بعلاقة شخصية (أو أسرية) مع أحد السياسيين البارزين.

- لم يكن من بين اهتمامات الأدبيات المحاسبية السابقة (فى حدود علم الباحث) إظهار العلاقة المتكاملة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال تناول التأثيرات المباشرة وغير المباشرة التى من خلالها ينتقل أثر الروابط السياسية للشركات إلى مخاطر انهيار أسعار الأسهم عبر تكاليف الوكالة (كمتغير وسيط)، بالإضافة إلى تحليل مشروطية حجم هذه التأثيرات على قيمة الملكية المؤسسية (كمتغير مُنظم).

أخيراً، وبعد استعراض وتقييم الدراسات السابقة المهتمة بموضوع مشكلة البحث واستخلاص الفجوة البحثية، يتوقع الباحث أن تسهم نتائج البحث الحالى فى تطوير وتوسيع نطاق الأدبيات المحاسبية السابقة بصفة عامة من خلال استخدام نموذج الوساطة الشرطية (Moderated Mediation Model) فى تفسير العلاقة السببية بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، ومعرفة كيفية انتقال هذه العلاقة من خلال تكاليف الوكالة كمتغير وسيط، مع الأخذ فى الاعتبار ما إذا كان هذا حجم هذه التأثيرات مشروطاً بالملكية المؤسسية كمتغير مُنظم. وهو ما سوف يسعى الباحث إلى التحقق منه فى الدراسة الاختبارية التى سيتم مناقشتها لاحقاً.

ثامناً: خطة البحث

فى ضوء مشكلة وأهداف البحث، سيتم استكمال المتبقى من البحث من خلال التعرض لأربعة أقسام وهى: خلفية نظرية عن الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، تصميم الدراسة الاختبارية، تحليل ومناقشة نتائج البحث، خلاصة البحث والتوصيات والبحوث المستقبلية.

تاسعاً: خلفية نظرية عن الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم

تستند مخاطر انهيار أسعار الأسهم من الناحية المفاهيمية، على ميل المدراء نحو حجب (إخفاء) الأخبار والمعلومات السيئة حتى مستوى معين، وعند الوصول لذلك المستوى يصبح حجب الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية أكثر تكلفة، بالشكل الذى قد يجبر المدراء على الكشف عنها للسوق، بما قد يؤدي إلى ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك نتيجة الانخفاض المفاجئ والحاد فى أسعار الأسهم دون وجود أى تحذير (Kim et al. 2011b). لذا يتزايد اهتمام الباحثين بشأن الوقوف على المحددات المختلفة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، ومنها على سبيل المثال، التجنب الضريبي، القيود المالية، الفشل فى سداد الديون، تمهيد الأرباح، والغموض المالى (Habib et al. 2018)، وذلك خاصة فى الأسواق المالية الناشئة، نظراً لوجود أنظمة قانونية أقل تطوراً، مع تزايد التدخلات الحكومية، ووجود حماية أضعف لحقوق المستثمرين (Berkman et al. 2010).

وانطلاقاً من الدور الذى قد تلعبه الروابط السياسية فى تحديد سلوكيات الشركات وأنشطتها الاقتصادية (Lin et al. 2016)، يمكن توقع أن تؤثر الروابط السياسية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث يمكن النظر إلى أن إقامة الروابط السياسية للشركات تُعدُّ أحد الموارد الإستراتيجية الهامة، وذلك للاستفادة من جميع أنواع الموارد النادرة والسياسات التفضيلية التى يمكن الحصول عليها من الحكومة، بما قد يدعم أسعار أسهم تلك الشركات، ويخفف من مخاطر انهيارها. ولكن من ناحية أخرى، قد تتسبب الروابط السياسية للشركات فى تشويه الأداء الحقيقى (العادل) لها من خلال الانخراط فى المزيد من أنشطة إدارة الأرباح، ومن ثمَّ التأثير سلباً على جودة المعلومات المحاسبية (Chaney et al. 2011)، بما قد يؤدى إلى تزايد مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وعلى خلفية النقاش الجدلى فى الأدلة النظرية والاختبارية حول تفسير العلاقة المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، بالإضافة إلى محاولة الباحث اقتراح تكاليف الوكالة كقناة تنقل أثر الروابط السياسية للشركات إلى مخاطر انهيار أسعار الأسهم وذلك بشكل غير مباشر. وكذلك اقتراح الباحث تنظيم العلاقة المباشرة وغير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام أحد المتغيرات الموقفية كالملكية المؤسسية. لذا يستهدف الباحث إلقاء الضوء على النقاط التالية:

١- ماهية الروابط السياسية للشركات (المفهوم، النظريات المفسرة، والمزايا والعيوب من الناحية المحاسبية).

٢- ماهية مخاطر انهيار أسعار الأسهم (المفهوم والمسببات، والمقاييس الإجرائية).

ويمكن تناول ما سبق تفصيلاً كما يلى:

١- ماهية الروابط السياسية للشركات (المفهوم، النظريات المفسرة، والمزايا والعيوب من الناحية المحاسبية)

جذبت الروابط السياسية انتباه العديد من الباحثين وذلك بعد انتشارها فى جميع الدول سواء المتقدمة اقتصادياً، مثل: الولايات المتحدة الأمريكية (Goldman et al. 2013; Chen et al. 2020)، والصين (Chen et al. 2017; Hu et al. 2018)، أو الدول النامية، مثل: ماليزيا (Fang et al. 2020)، تاوان (Bliss and Gul. 2012; Tee, 2018; Tee et al. 2021)، باكستان (Hussain et al. 2020)، أندونيسيا (Harymawan et al. 2019)، بنغلاديش (Khan et al. 2016)، البرازيل (Russo, 2019). وأخيراً، جمهورية مصر العربية؛ وفقاً لدراسة كلٍ من (Acemoglu et al. 2018; Dang et al. 2018 a; Abdel-Fattah et al. 2020). وكذلك دراسة (عبد الونيس، ٢٠١٧) التى أشارت إلى أن الشركات المرتبطة سياسياً تصل إلى ما

يقرب من ٣٥% من إجمالي الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال فترة الدراسة من عام ٢٠٠٥م حتى عام ٢٠١٤م.

ونتيجة للتزايد الواضح في تعيين السياسيين كأحد أعضاء مجلس الإدارة، أو مشاركتهم في ملكية بعض الشركات التي وفرت لهم الرعاية أثناء الفترات الانتخابية، وذلك لحين وصولهم إلى مناصبهم السياسية المستهدفة. بالإضافة إلى محاولة الشركات استقطاب المدراء من ذوى الخبرة السياسية للإنضمام إلى مجالس إدارتها، بالشكل الذى أصبح من الضرورى معه الوقوف على ماهية الروابط السياسية للشركات، وذلك من خلال تحديد ما يلى:

١/١ مفهوم الروابط السياسية للشركات

تعددت المفاهيم النظرية والإجرائية لوصف الشركات ذات الروابط السياسية، ويمكن استعراض أهم تلك المفاهيم وفقاً لما جاء ببعض الدراسات السابقة، وذلك كما يوضح الجدول التالى:

جدول رقم (١): مفهوم الروابط السياسية للشركات

مفهوم الروابط السياسية	الدراسة
توصف الشركات على أنها مرتبطة سياسياً؛ إذا كان لديها أحد المساهمين الكبار (يسيطر على نسبة ١٠% على الأقل من حقوق التصويت)، أو أحد المسؤولين بمجلس الإدارة (المدير التنفيذي CEO، رئيس مجلس الإدارة أو نائبه) أو أحد أقاربه ممن لديهم حصة فى ملكية أسهم الشركة، يعمل: وزيراً، أو عضواً فى البرلمان، أو ينتمى لحزب سياسى بارز، أو لديهم علاقات اجتماعية بأحد السياسيين البارزين من خلال شبكة العلاقات الأسرية أو الصداقة.	(Faccio, 2006)
توصف الشركات على أنها مرتبطة سياسياً، بالإضافة إلى ما توصلت إليه دراسة (Faccio, 2006) سابقاً، إذا كانت الشركة مملوكة للدولة (تسيطر بنسبة أكبر من ٥٠% على أسهم الشركة)، أو على الأقل ذات ملكية حكومية (تسيطر على نسبة ٥٠% فأقل من أسهم الشركة)، أو على علاقة برئيس الدولة. وذلك لتدعيم العلاقات مع الحكومة، للحصول على الموارد النادرة ومواجهة المخاطر التى قد تنشأ عن حالة عدم التأكد التى تعمل فى ظلها تلك الشركات.	(Li et al. 2008; Wu et al. 2012a,b; Xu et al. 2015; Hu and Wang, 2018)
بالإضافة إلى ما سبق، توصف الشركات على أنها مرتبطة سياسياً من خلال الاتصال بالمسؤولين الحكوميين، وذلك إذا تم تعيين أحد موظفى الحكومة فى مجلس إدارة الشركة كمدير تنفيذى، أو فى منصب رئيس مجلس الإدارة أو من ينوب عنه. كذلك إذا شاركت الشركة فى تمويل الحملات الانتخابية لأحد السياسيين المرتبطين بها، أو	(Narayanaswamy, 2013; Goldman et al. 2013; Cooper et al. 2010)

مفهوم الروابط السياسية	الدراسة
المتوقع ارتباطها به في المستقبل بعد الوصول للمكانة السياسية المطلوبة.	
توصف الشركات على أنها مرتبطة سياسياً في البيئة المصرية؛ على أنها تلك الشركات التي يكون فيها على الأقل أحد أعضاء مجلس الإدارة أو المدير التنفيذي واحداً من أعضاء الحزب الحاكم، أو أحد مسؤولي الحكومة، أو امتلاك أحدهما أو كلاهما بحصة في ملكية أسهم الشركة (Diwan et al. 2015). كما وثقت دراسة (عبد الوونيس، ٢٠١٧) الروابط السياسية للشركات من خلال ارتباط تلك الشركات بملكية الدولة، أو انشغال أحد المسؤولين بمجلس الإدارة سواء كان (رئيس مجلس الإدارة أو نائبه، والمدير التنفيذي، وأحد أعضاء مجلس الإدارة من التنفيذيين أو المستقلين) أو أحد المساهمين الكبار بمنصب سياسى أو الارتباط بعلاقة شخصية قوية مع أحد السياسيين البارزين، سواء من خلال الصداقة أو العلاقات الأسرية.	(Diwan et al. 2015); (عبد الوونيس، ٢٠١٧)
تُعرف الشركات على أنها مرتبطة سياسياً في دولة الصين؛ إذا كان أحد مدراءها شغل أو مازال يشغل منصباً سياسياً باعتباره مسئول حكومي، أو إذا كان أحد الأعضاء في مجلس الشعب الصيني (The Chinese People's Congress "CPC") أو المؤتمر الاستشارى السياسى لمجلس الشعب (The Chinese People's Political Consultative Conference "CPPCC")، أو إذا كانت الشركة مرتبطة بمسئول عسكري.	(He et al. 2014; Lee and Wang, 2017; Li et al. 2020)
تُصنف الشركات على أنها ذات روابط سياسية وفقاً لطول فترة الارتباط السياسى وذلك إذا حافظت على روابطها السياسية لمدة عشر سنوات متواصلة على الأقل، وبخلاف ذلك تُعدُّ الشركات حديثة العهد ببناء روابطها السياسية. أما من حيث هيكل الملكية، فتُصنف الشركات على أنها مرتبطة سياسياً إذا كانت ذات ملكية حكومية، أو تنتمي للقطاع الخاص وأحد مدراءها أو كبار المساهمين المسيطرين بها مرتبط سياسياً. وأخيراً، تُصنف الشركات وفقاً لطبيعة الروابط السياسية إلى شركات مرتبطة سياسياً إذا كان لديها على الأقل مساهم مسيطر واحد بحيث يمتلك ١٠% على الأقل من حقوق التصويت، أو كان المدير التنفيذي وثيق الصلة بكبار السياسيين سواء من خلال الصداقة أو العلاقات الأسرية.	(Fung et al. 2015; Tee et al. 2021)
تُعرف الشركات المرتبطة سياسياً بما يتناسب مع البيئة المصرية؛ إذا توفرت أحد الاحتمالات الآتية:	(حسن، ٢٠٢٠)

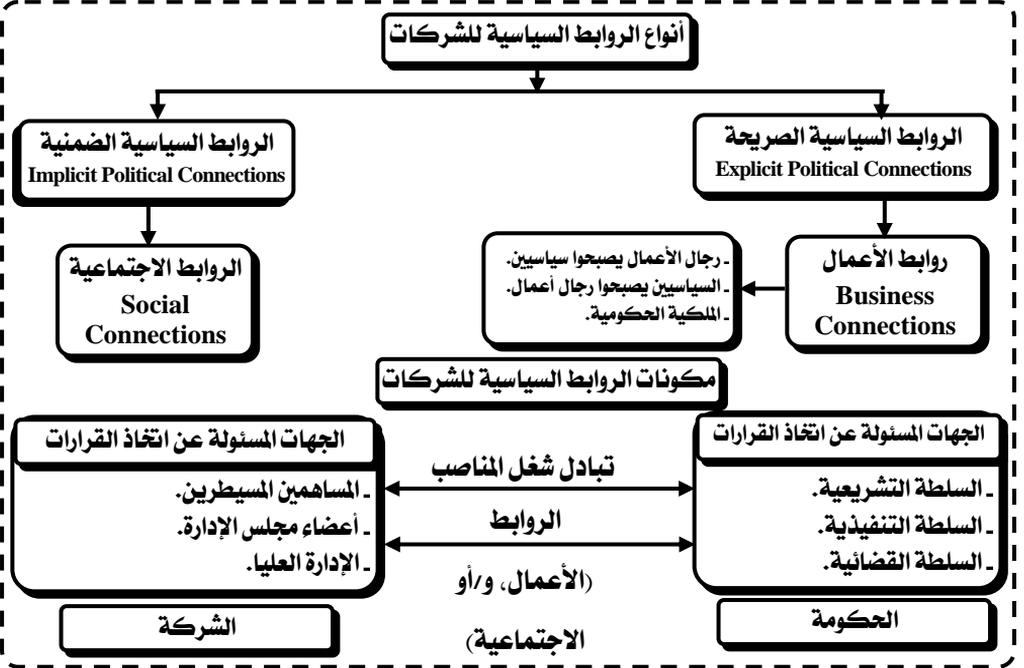
مفهوم الروابط السياسية	الدراسة
<ul style="list-style-type: none"> - إذا كان واحد على الأقل من المساهمين الكبار المسيطرين (أى أنه يسيطر على ١٠% على الأقل من حقوق التصويت) من السياسيين، أو أحد أقربائهم. - إذا كانت هناك علاقات قوية مع أحد السياسيين البارزين نتيجة الصداقة أو العلاقات الأسرية. - إذا كان أحد كبار المسؤولين بمجلس الإدارة من السياسيين أو العسكريين، أو أحد أقربائهم. - إذا كانت الشركة مملوكة للدولة أو ذات ملكية حكومية بنسب لا تتجاوز ٥٠%. - إذا شاركت الشركة فى تمويل الحملات الانتخابية للسياسيين الحاليين أو المستهدفين. 	

وفى ضوء ما سبق، يتضح أن هناك صوراً وأنواعاً متعددة للروابط السياسية للشركات؛ حيث أشارت دراسة (Carboni, 2017) إلى أن الروابط السياسية للشركات قد تأخذ عدة أشكال، وبصفة عامة تُقسم لنوعين رئيسيين هما: الروابط السياسية الصريحة (Explicit Political Connections)؛ وتشير إلى وجود سياسى واحد على الأقل أو عضو فى البرلمان أو وزير ضمن مجلس الإدارة أو لجنة المراجعة، أو تشهد تلك الشركات تركيز فى الملكية الحكومية (Boubakri et al. 2008). كما اقترحت دراسة (Faccio, 2006)، أن الشركة تُعد مرتبطة سياسياً إذا كان أحد كبار المساهمين المسيطرين أو أحد المسؤولين الكبار فى مجلس الإدارة على الأقل عضواً فى البرلمان، أو وزيراً، أو على علاقة وثيقة برئيس الدولة، أو هو ذاته رئيس الدولة.

أما النوع الآخر للروابط السياسية للشركات يطلق عليه بالروابط السياسية الضمنية (Implicit Political Connections)؛ وتشير إلى الروابط التى قد تنشأ من خلال الصداقات والشبكات الاجتماعية والروابط الأسرية، أو مساهمة الشركات فى الحملات الانتخابية للسياسيين، وذلك لتوفير الدعم فى فترات الانتخابات، والضغط على المسؤولين الحكوميين لتحقيق مصالح الذاتية. ولكن يكون ذلك فى مقابل تحمل الشركات نفقات جماعات الضغط (Lobbying) (Kim et al. 2012).

كما اعتمدت دراسة (Carboni et al. 2017) على فكرة تبادل الأتوار عند تحديد الروابط السياسية للشركات؛ حيث يمكن أن تنشأ الروابط السياسية من خلال دخول السياسيين السابقون أو الحاليون إلى الشركات كمدراء تنفيذيين، أو دخول أحد كبار المساهمين المسيطرين، أو أحد كبار

المسؤولين الداخليين بفريق الإدارة العليا بالشركة إلى العمل السياسي، وذلك بالدخول كعضو في البرلمان أو تقلد مناصب سياسية أو الارتباط بعلاقات اجتماعية من خلال الصداقة أو الروابط الأسرية. واعتماداً على ما سبق، يمكن توضيح أنواع ومكونات الروابط السياسية للشركات وذلك كما يوضح الشكل التالي:



شكل رقم (٢): أنواع ومكونات الروابط السياسية للشركات

المصدر: الباحث بتصرف من دراسة (Ameria, 2020).

وفي ضوء الشكل السابق، يتضح أن الروابط السياسية للشركات تتضمن كل من روابط الأعمال والروابط الاجتماعية، وتتشأ روابط الأعمال بين الشركة والسياسيين (كممثلين للحكومة) للحصول على السلطة. بينما تنشأ الروابط الاجتماعية من خلال الصداقة أو العلاقات الأسرية، وذلك بين واحد على الأقل من كبار المدراء وأقاربهم، أو بين أعضاء مجلس الإدارة وأقاربهم، أو كبار المساهمين المسيطرين وأقاربهم، وأحد السياسيين أو المسؤولين الحكوميين أو المشرعين.

وبالتالي، يمكن للباحث تعريف الروابط السياسية للشركات تماشياً مع بيئة الأعمال المصرية، على أنها تُعد بمثابة أحد الأصول غير الملموسة للشركات التي يتم اكتسابها بناءً على العلاقات غير

التعاقدية التي تعكس الارتباط الشخصي بالمسؤولين الحكوميين بشكل يحقق مصالح كلا الطرفين، بما يكون له تأثير مزدوج على كلٍ من الموارد المتاحة وأداء الشركة، ويرى الباحث أن الروابط السياسية للشركات تحقق إذا توافرت فيها خاصية واحدة على الأقل من الخصائص التالية:

- تركز الملكية الحكومية بالشركات، وذلك نتيجة استحواذ الدولة على حصة في ملكية أسهم الشركة بنسبة تتجاوز ٥٠% بمقدار الواحد الصحيح على الأقل، وذلك لمساعدة الشركات في الحصول على موارد الدولة.
- وجود أحد أعضاء مجلس الإدارة (رئيس مجلس الإدارة أو نائبه، أو المدير التنفيذي CEO)، أو أحد كبار التنفيذيين بالشركة، يشغل منصب سياسي بارز، أو عضواً بالبرلمان، أو عضواً بأحد الأحزاب السياسية البارزة، أو تربطه علاقة صداقة بأحد السياسيين البارزين.
- وجود أحد كبار المساهمين المسيطرين (يسيطر على ١٠% من أسهم وحقوق التصويت بالشركة) يشغل منصب سياسي بارز، أو عضواً بالبرلمان، أو عضواً بأحد الأحزاب السياسية البارزة، أو تربطه علاقة صداقة بأحد السياسيين البارزين.

واستكمالاً لماهية الروابط السياسية للشركات، وبعد الوقوف على المفهوم الذي يتبناه الباحث للروابط السياسية للشركات، يمكن أن يتناول النظريات المفسرة لبناء الروابط السياسية من وجهة نظر الشركات، وذلك كما في الجزء التالي.

٢/١ النظريات المفسرة لبناء الروابط السياسية

ساهم تداخل القوة السياسية والاقتصادية في تزايد أهمية الروابط السياسية للشركات في جميع أنحاء العالم، بما قد يحفز الشركات لإقامة روابطها السياسية من أجل تعزيز فرص نجاحها لاحقاً. ومن حيث المبدأ، تفيد الروابط السياسية كلا الطرفين؛ حيث يوزع السياسيون المكافآت في شكل سياسات وامتيازات لتلك الشركات مقابل تعاونها المالي والسياسي، في حين تستخدم الشركات هذه الروابط لتحسين نفسها (Boubakri et al. 2008)، لذا تستهدف النظريات المفسرة لبناء الروابط السياسية تفسير دوافع كلٍ من الشركات والسياسيين لبناء الروابط السياسية. وفي هذا الإطار قدمت الدراسات السابقة ثلاث نظريات مؤهلة لتفسير الروابط السياسية للشركات، وذلك كما يوضح الجدول التالي (Ameria, 2020)؛ (عبد الونيس، ٢٠١٧):

جدول رقم (٢): النظريات المضرة لبناء الروابط السياسية

الدوافع الكامنة وراء بناء الروابط السياسية	النظريات
<p>تعتمد وجهة النظر القائمة على نظرية الموارد على أن الميزة التنافسية للشركة في الأسواق تنشأ من مواردها (المادية، وغير المادية) القيمة، التي يصعب تقليدها من قبل المنافسين. وقد تكون هذه الموارد غير ملموسة بطبيعتها، وتخص الشركة ذاتها؛ مثل: الروابط السياسية للشركات التي تعتمد على العلاقات التي تقيمها الشركة مع أصحاب المصالح (Godfrey, 2005).</p> <p>لذا، تبنى الشركات روابطها السياسية من أجل الحصول على الموارد الرئيسية، والتغلب على عوائق السوق، والحصول على أفضل المعاملات من قبل الحكومة، وذلك من خلال السماح لتلك الشركات بالدخول في الصناعات ذات المتطلبات المرتفعة للدخول إلى الأسواق. بالإضافة إلى الحد من القيود المالية التي تواجهها تلك الشركات، وذلك بحصولها على القروض اللازمة بأقل تكلفة. وبصفة عامة، تبنى الروابط السياسية في الاقتصاديات الإنتاجية، التي تفقر عادة إلى حماية حقوق الملكية، بسبب ضعف إنفاذ القانون، وعدم وجود مؤسسات داعمة للسوق (Wu et al. 2012 a; Song et al. 2015).</p>	<p>نظرية الاعتماد على الموارد Resource Dependence Theory</p>
<p>وفقاً لنظرية أصحاب المصالح، يجب أن تكون الشركات على علاقة جيدة مع أصحاب المصالح، وذلك من خلال تلبية احتياجاتهم ورغباتهم. لذا، تستند نظرية أصحاب المصالح عند تقديمها لمفهوم أصحاب المصالح على نموذجين، هما: (١) نموذج السياسة وتخطيط الأعمال (The Policy and Business Planning)، (٢) نموذج المسؤولية الاجتماعية للشركات لإدارة العلاقات مع أصحاب المصالح (The Corporate Social Responsibility Model of Stakeholder Management). ووفقاً للنموذج الأول؛ تركز نظرية أصحاب المصالح على الأساليب التي يمكن للشركات استخدامها لإدارة علاقات الشركة مع أصحاب المصالح. أما النموذج الثاني؛ يهتم بتوسيع نطاق تخطيط الشركة ليشمل التأثيرات الخارجية التي قد تكون معاكسة للشركة، وتشمل هذه المجموعات المعاكسة؛ الهيئات الحكومية ذات الاهتمامات الخاصة بالمشاكل الاجتماعية. ويمكن الإفصاح عن هذه الأنشطة من خلال تقرير الاستدامة للإبلاغ عن الأداء البيئي والاجتماعي والمالي (Bandiyono, 2019).</p> <p>لذا قد تحتاج الشركات إلى بناء علاقات مع السياسيين والمسؤولين الحكوميين لتحقيق أهدافهم الاجتماعية. ومع ذلك قد تؤدي هذه الروابط إلى زيادة الأعباء والتكاليف على الشركات، لأن هذه الأهداف قد تضر بمصالح المساهمين. ومن ثم، يجب تحقيق الموازنة بين أهداف المساهمين وأهداف الأطراف الأخرى المرتبطة سياسياً. لذا، تهتم نظرية أصحاب المصالح بتحقيق المنفعة التبادلية المشتركة بين الشركة وأصحاب المصالح المرتبطة بها. لذا فإن مشاركة الشركة في تحمل تكاليف الحملات الانتخابية للسياسيين يكون في مقابل الانتفاع بالمزايا التي تحققها الشركة من روابطها السياسية لتحقيق مصلحة أصحاب المصالح.</p>	<p>نظرية أصحاب المصالح Stakeholder Theory</p>

الدوافع الكامنة وراء بناء الروابط السياسية	النظريات
<p>يعد بناء السمعة من الأمور الإستراتيجية التي قد تلجأ إليها الشركات وذلك لأمرين هما: أولاً؛ تحسين الثقة عند اختراق الأسواق، بالشكل الذي قد يدفع الشركات إلى تعزيز سمعتها من خلال بناء روابط سياسية مع السياسيين ذوى السمعة الطيبة، وذلك بسبب اعتماد المستثمرون على الشركات ذات السمعة الطيبة لاتخاذ قرارات الاستثمار، كما هو الحال في الأسواق التي تنسم بضعف نظم حماية المستثمرين. ثانياً؛ يعد بناء السمعة أمراً هاماً في الأسواق التي تتميز بعدم اكتمال المعلومات، وانخفاض جودة الإفصاح (Yang et al. 2014). ومن ثم، قد تستعين الشركات التي قد تعاني من ضعف جودة الأرباح إلى بناء علاقات سياسية لإرسال إشارة إلى السوق لتحسين سمعتها وصورتها. بالشكل الذي قد يجعل الروابط السياسية بديلاً عن الإفصاح عن معلومات محاسبية ذات جودة أفضل. وبالتالي التخفيف من التكاليف (الأثار السلبية) التي تواجهها الشركات المرتبطة سياسياً نتيجة انخفاض جودة المعلومات المحاسبية التي تفصح عنها (Chany et al. 2011). لذا، قد تنشئ الشركات روابطها السياسية من وجهة النظر القائمة على نظرية تعزيز السمعة، وذلك للحصول على الموارد النادرة وحمايتها من الأحداث الطارئة الخارجية، وذلك في مقابل تحقيق احتياجات السياسيين وأهدافهم الاجتماعية.</p>	<p>نظرية تعزيز السمعة Reputation Enhancement Theory</p>
<p>تستند نظرية الوكالة، على مجموعة من العلاقات التعاقدية بين الأطراف الخارجية كطرف أصيل (الملاك أو المساهمين، المستثمرين، والمقرضين) وبين الإدارة كطرف وكيل، مع افتراض قيام جميع الأطراف المتعارضة على تحقيق مصالحها الذاتية بغض النظر عن مصلحة باقى أطراف عقد الوكالة. لذا، فقد تسعى الشركات إلى إقامة روابطها السياسية من خلال سعي مدراءها للدخول في مجال العمل السياسي، وعندئذ قد يتجاهل المدراء المرتبطين سياسياً المقارنة بين تكاليف إقامة الروابط السياسية والعائد المحقق منها، بما قد يؤدي إلى إعطاء المدراء المزيد من الاهتمام للاستثمار لتحقيق مصالحهم الشخصية، بالشكل الذي قد يترتب عليه الإضرار بمصالح المساهمين وارتفاع تكاليف الوكالة، وذلك مقابل كسب معاملة أفضل من الحكومة.</p> <p>كذلك ارتباط الشركات سياسياً بمسؤولين حكوميين مازالوا يعملون لصالح الحكومة قد يتسبب في تحمل الشركات المرتبطة سياسياً تبعات التدخل الحكومي لتنفيذ خطط التنمية للدولة، وتنفيذ سياسات الدولة في التوظيف. لذا، فإن تعيينات المدراء المرتبطين سياسياً قد تتم لمواءمة أهداف الشركة مع الحكومة، بدلاً من تعظيم قيمة الشركة، بما قد يؤدي إلى الانحراف عن تعظيم مصالح المساهمين، وارتفاع تكاليف الوكالة (Chen et al. 2011). وعلى النقيض مما سبق، يمكن أن تسعى الشركات نحو إقامة روابطها السياسية لتقديم يد المساعدة (Helping Hand) للشركات بدلاً من الإستيلاء (Grabbing Hand) على موارد الدولة للسعي وراء تحقيق المكاسب، وذلك لتحقيق فهم أفضل للسياسات الحكومية، وتحسين الأداء، والاهتمام بالتطبيق الجيد لآليات حوكمة الشركات، بما قد يسهم في تخفيض تكاليف الوكالة خاصة في شركات القطاع الخاص. بينما في الشركات المملوكة للدولة قد يتلقون قدر أقل من المساعدات من جانب الحكومة، ولكنهم يتحملون أعباء السياسات الحكومية على حساب مساهمي الأقلية، بما قد يعمل على ارتفاع تكاليف الوكالة.</p>	<p>نظرية الوكالة Agency Theory</p>

الدوافع الكامنة وراء بناء الروابط السياسية	النظريات
<p>تدعم هذه النظرية حقيقة قيام الشركات ببناء روابطها السياسية من أجل استخدام مواردها لتحقيق المكاسب من الآخرين بدون أي فوائد تعود على المجتمع لتحقيق الثروة. وقد تستهدف الشركات من إقامة روابطها السياسية الحد من مخاطر نزع الملكية من قبل الحكومة، وتحقيق مزايا إضافية من الحكومة في شكل دعم وإعانات حكومية أثناء فترات الأزمات المالية. بالإضافة إلى تطبيق المزيد من ممارسات التجنب الضريبي، والحد من القيود المالية التي قد تعاني منها تلك الشركات، وتخفيض تكلفة رأس المال. وبهذا الشكل، قد تُعدّ الروابط السياسية للشركات وفقاً لهذه النظرية شكلاً من أشكال الفساد السياسي خاصة في الدول ذات الأسواق المالية الأقل تطوراً؛ التي تتسم بضعف قوانين ونظم حماية المستثمرين، وكذلك الدول التي تمتلك سلطة أكبر في تخصيص الموارد الاقتصادية (عبد الونيس، ٢٠١٧).</p>	<p>نظرية السعي وراء تحقيق الأرباح السياسية Political Rent-Seeking Theory</p>

وفى ضوء استعراض النظريات المفسرة لتبنى إقامة الروابط السياسية للشركات، يرى الباحث أن نظرية الوكالة من أهم النظريات المفسرة لبناء الروابط السياسية للشركات، نظراً لأنها تنظر إلى قرار إنشاء الروابط السياسية على أنه قرار إستراتيجي يقوم على تحديد المزايا (أو العوائد) التي قد تحققها الروابط السياسية للشركات ومقارنتها بالعيوب (أو التكاليف) التي قد ترتبط بإنشائها، وذلك للتأثير على مشاكل الوكالة، وما قد يرتبط بها من تكاليف. لذا، سوف يستعرض الباحث مزايا وعيوب إنشاء الروابط السياسية للشركات من الناحية المحاسبية، وذلك في ضوء مضامين نظرية الوكالة لاحقاً.

٢/١ مزايا وعيوب بناء الروابط السياسية للشركات من الناحية المحاسبية

يرتبط بناء الروابط السياسية من وجهة نظر الشركات من الناحية المحاسبية بالعديد من المزايا (أو العوائد) التي قد تحققها الشركات مقارنة بالعيوب (أو التكاليف) التي قد ترتبط بها، ويمكن إيجازها كما يلي:

١/٣/١ مزايا (عوائد) بناء الروابط السياسية للشركات من الناحية المحاسبية

تُعدّ الروابط السياسية بمثابة موارد إستراتيجية قد تسهم في تعظيم قيمة الشركة، نظراً لما قد توفره تلك الروابط من موارد ملموسة وغير ملموسة لا يمكن للشركات الأخرى المنافسة لها الحصول عليها، ومن أهمها (Miettinen and Poutvaara, 2014):

- تمكن الروابط السياسية الشركات من الضغط على المؤسسات التمويلية التابعة للدولة للحصول على القروض اللازمة لها بأقل إشتراطات للمديونية، وبأقل تكلفة لرأس المال (أقل سعر فائدة مقارنة بالموجود بالسوق)، وذلك لأن الروابط السياسية يمكن أن تحسن الجدارة الائتمانية للشركات المقترضة. كذلك قد

- تخصص المؤسسات التمويلية قيمة أكبر للقروض الممنوحة للشركات المرتبطة سياسياً لتدعيم علاقاتها مع السياسيين والحكومة (Choi, 2014; Houston et al. 2014).
- تمكن الروابط السياسية الشركات من تطبيق المزيد من ممارسات التخطيط (أو التجنب) الضريبي، لتخفيف العبء الضريبي حتى لو وصل الأمر لتطبيق الممارسات التعسفية للضرائب. وذلك استغلالاً لما توفره الروابط السياسية من انخفاض مخاطر الاكتشاف، وانخفاض الحاجة إلى الشفافية، وزيادة الميول نحو المخاطرة (Kim and Zhang, 2014; Wu et al. 2012; Adhikari et al. 2006).
- تمكن الروابط السياسية الشركات من التمتع بقوة سوقية أعلى، وذلك من خلال الحصول على العقود الحكومية، وتخفيف المتطلبات التنظيمية والرقابية مثل: القيود والتراخيص والقوانين التي تفرضها الحكومة على باقى الشركات غير المرتبطة سياسياً، بالإضافة إلى تحقيق إشراف تنظيمي أكثر صرامة على الشركات المنافسة للشركات المرتبطة سياسياً وذلك للضغط عليها. بالشكل الذى قد يمكن الشركات المرتبطة سياسياً من تعظيم حصتها السوقية، وحمايتها من مخاطر تزايد قوتها الاحتكارية (Wu et al. 2018; Faccio, 2006; Hellman et al. 2003).
- تمكن الروابط السياسية الشركات من الحصول على الدعم الحكومى والمساعدات والإعانات الحكومية خاصة فى فترات الأزمات المالية، وأوقات التعثر المالى. وبالتالي، تُعدّ الروابط السياسية بالنسبة للشركة بمثابة التأمين ضد الأحداث السلبية والصدمات الخارجية (Diwan et al. 2015; Ang et al. 2013).
- تمكن الروابط السياسية الشركات من تحسين سمعتها وإرسال إشارات للسوق تفيد بقوة تلك الشركات، وقدرتها على مواجهة مخاطر التخلف عن سداد مديونياتها (Du, 2011).
- ٢/٣/١ عيوب (تكاليف) بناء الروابط السياسية للشركات من الناحية المحاسبية**
- يرتبط بناء الروابط السياسية من وجهة نظر الشركة بالعديد من العيوب (أو التكاليف) من الناحية المحاسبية، وبصفة عامة ذهب تياراً من الأدبيات السابقة إلى النظر إلى الروابط السياسية على أنها أداة تدمر قيمة الشركة، وذلك للأسباب الآتية:
- تُعدّ الروابط السياسية للشركات بمثابة أدوات تمكن السياسيين الباحثين عن التريح لتحقيق أهدافهم السياسية، ولكن ليس مجاناً؛ فقد تتحمل الشركة المرتبطة سياسياً تكاليف إضافية لتسديد خدمات السياسيين. وعلى سبيل المثال، توظيف العديد من المواطنين أثناء فترة الانتخابات أو تمويل حملاتهم

الانتخابية، بما قد يؤثر على أداء الشركات المرتبطة سياسياً، لأن الأهداف التي يسعى إليها السياسيون أو المسؤولون الحكوميون تنحصر في النجاح في الانتخابات والبقاء فترة طويلة في مناصبهم السياسية، بما قد لا يتماشى مع تعظيم ثروة المساهمين (Trifonov, 2021; Liu et al. 2018; Diwan et al. 2015; Shen et al. 2014; Choi, 2014).

- انخفاض قيمة الشركات المرتبطة سياسياً نتيجة فقدان السياسيين أو المسؤولين الحكوميين المرتبطين بهم لسلطتهم ومناصبهم السياسية، وكذلك اكتساب السياسيون الأعداء للسلطة، بمعنى وجود أصدقاء غير مناسبين في الوقت الخطأ (Du, 2011). والدليل على ذلك، ما توصلت إليه دراسة (Goldman et al. 2009) بشأن ردود فعل أسعار الأسهم بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية خاصة بعد فوز الحزب الجمهورى بالانتخابات الرئاسية في عام (٢٠٠٠م)، ولوحظ ارتفاع قيمة الشركات المرتبطة سياسياً بالحزب الجمهورى مقابل انخفاض قيمة الشركات المرتبطة بالحزب الديمقراطى الخاسر في الانتخابات.

- قيام مدراء الشركات المرتبطة سياسياً بإخفاء الفوائد (أو المزايا) التي يمكن الحصول عليها من إقامة الروابط السياسية، وذلك لخداع المستثمرين وأصحاب المصالح الأخرى، وتحقيق مكاسب على حسابهم. بالشكل الذى قد يُببىء عن ارتفاع مشاكل الوكالة وما يرتبط بها من تكاليف، نتيجة تزايد حالة عدم تماثل المعلومات، وإخفاء المعلومات المحاسبية السلبية، للحفاظ على الروابط السياسية مع الحكومة. بما قد يتسبب في انهيار أسعار أسهم تلك الشركات في المستقبل، وذلك بمجرد الإعلان عن المعلومات المحاسبية السلبية المخبأه (Ding et al. 2018; Choi, 2014).

- توفر الروابط السياسية للشركات الحماية من الإجراءات العقابية والرقابية التي قد تفرضها الهيئات الرقابية والتنظيمية بالدولة، بما قد يجعلها تُولى اهتماماً أقل بجودة المعلومات المحاسبية المفصح عنها، بالشكل الذى قد يؤدي إلى انخفاض جودة الأرباح نتيجة تطبيق الممارسات الانتهازية لإدارة الأرباح، وذلك لتسهيل إخفاء التلاعب بالمعلومات المحاسبية، استغلالاً لمزايا السمعة الجيدة للشركات المرتبطة سياسياً. بالشكل الذى قد يساعد على ارتفاع مخاطر انهيار أسعار أسهمها في المستقبل (Chaney et al. 2011).

وفى ضوء ما سبق، يتضح أن الروابط السياسية للشركات تُعدُّ سلاحاً ذو حدين؛ حيث يمكن أن تسهم فى زيادة (أو تخفيض) تكاليف الوكالة، بما قد يؤدي إلى تزايد (أو انخفاض) قيمة الشركة المرتبطة وذلك بدلالة مخاطر انهيار أسعار أسهمها. لذا يجب تحديد التأثير الحقيقى للروابط

السياسية للشركات، وذلك من خلال المقارنة بين مزايا (أو عوائد) وعيوب (أو تكاليف) إنشاء الروابط السياسية للشركات. وتمهيداً لتناول العلاقة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، يستعرض الباحث ماهية تلك المخاطر كما في الجزء التالي.

٢- ماهية مخاطر انهيار أسعار الأسهم (المفهوم والمسببات، والمقاييس الإجرائية)

تُعدُّ مخاطر انهيار أسعار الأسهم من الموضوعات التي حازت على اهتمام كلِّ من المستثمرين والشركات، وذلك خاصة بعد الانهيارات المالية التي تعرضت لها كبرى الشركات العملاقة في أوئل القرن الحادي والعشرين. ومن ثمَّ، أصبحت مخاطر انهيار أسعار الأسهم محل اهتمام من العديد من الأكاديميين والباحثين، وذلك لما لها من تأثير على قرارات المستثمرين، وإدارة مخاطر الشركات (Kim et al. 2019). لذا يمكن الوقوف على ماهية مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال استعراض النقاط التالية:

١/٢ مفهوم ومسببات مخاطر انهيار أسعار الأسهم

تناولت العديد من الأدبيات المحاسبية السابقة العديد من المفاهيم المختلفة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، ويمكن استعراض أهم تلك المفاهيم في الجدول التالي:

جدول رقم (٣): مفاهيم مخاطر انهيار أسعار الأسهم

مفهوم مخاطر انهيار أسعار الأسهم	الدراسة
تُعرف مخاطر انهيار أسعار الأسهم بوجود تغيرات حادة وسلبية في سعر سهم شركة ما خلال فترة زمنية قصيرة، بما يؤدي إلى انهيار سعر سهم هذه الشركة، وانتقال العدوى إلى أسهم الشركات الأخرى المتداولة في السوق، ليتسبب ذلك في ارتفاع مخاطر انهيار السوق ككل. لذا، ينبغي التفرقة بين مخاطر انهيار سعر سهم الشركة وبين مخاطر انهيار السوق ككل.	(Hong and Stein, 2003; Jin and Myers, 2006)
تُعرف مخاطر انهيار أسعار الأسهم، باحتمالية حدوث انخفاض أو هبوط حاد في سعر سهم شركة ما خلال فترة زمنية قصيرة، بما يؤدي إلى انخفاض حاد في ثروة المساهمين وذلك بشكل مفاجئ وغير متكرر.	(Zhu, 2016; Dang et al. 2018b; Cheng et al. 2019)
تُعرف مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بتكرار حدوث عوائد سلبية ذات قيمة مرتفعة أو شاذة على سعر سهم شركة ما. ومن ثمَّ، ارتفاع قيمة الانحراف أو الإلتواء السالب في شكل توزيع العائد على سهم شركة ما.	(Defond et al. 2015; Callen and Fang, 2015; Kim and zhang, 2014)

مفهوم مخاطر انهيار أسعار الأسهم	الدراسة
<p>تُعرّف مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بحدوث هبوط مفاجئ في أسعار أسهم الشركات، نتيجة تعمد مدرائها حجب وإخفاء الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية، مقارنة بالأخبار والمعلومات المحاسبية الجيدة؛ التي يتم الإفراط في الإفصاح عنها خلال فترات زمنية طويلة، من أجل إخفاء الأداء السلبى للشركات، وتوقع أن يتحسن أداؤها قبل إصدار الأخبار والمعلومات المحاسبية السلبية. ولكن تراكم المعلومات المحاسبية والأخبار السلبية ووصولها للحد الأقصى (أو نقطة تحول ما) دون أن يتحقق تحسن في أداء الشركات، قد يجبر المدراء على إطلاقها في السوق دفعة واحدة، بما يؤدي إلى انهيار أسعار أسهم تلك الشركات.</p>	<p>(Chen et al. 2017; Li et al. 2017; Bleck and Liu, 2007)</p>
<p>تُعرّف مخاطر انهيار أسعار الأسهم، عند بيع وشراء كميات كبيرة من الأسهم بأسعار تفوق قيمتها الحقيقية (العادلة). ونظراً لعدم قدرة الأرباح على تبرير قيمة حقوق الملكية المبالغ فيها، فقد تضطر الإدارة إلى تطبيق ممارسات إدارة الأرباح لتحسين النتائج الفعلية. ولكن في حالة عدم قدرة الإدارة على الاستمرار في تطبيق ممارسات إدارة الأرباح. يتم الإفصاح عن آثار تلك الممارسات للسوق، بما يؤدي إلى انفجار الفقاعات السعرية، والانهيار المفاجئ لأسعار أسهم الشركات.</p>	<p>(Jensen, 2004, 2005; Luo et al. 2016)</p>

وفى ضوء المفاهيم السابقة، يمكن تعريف مخاطر انهيار أسعار الأسهم على أنها "تلك المخاطر الناتجة عن الانهيار الحاد والمفاجيء لسعر سهم شركة معينة، وذلك بسبب تزايد الانحراف أو الإلتواء السالب لعوائد سهم الشركة عن متوسط العوائد لنفس السهم، وذلك بشكل متكرر خلال فترة زمنية قصيرة نسبياً، بما قد يتسبب في انخفاض حاد في ثروة المساهمين". لذا، قد تفسر مخاطر انهيار أسعار الأسهم جزءاً هاماً من مقدار التغير في حقوق الملكية، بالإضافة إلى أنها قد تُعدُّ أحد المحددات الجوهرية لمقدار العوائد المتوقعة في القطاع الذى تنتمى إليه الشركة.

وبعد التعرف على مفهوم مخاطر انهيار أسعار الأسهم، يمكن الوقوف على المسببات الرئيسية لتلك المخاطر من واقع الأدبيات المحاسبية السابقة (عيطة، ٢٠٢١؛ حسين، ٢٠٢٠؛ عبد المجيد، ٢٠١٩؛ المليجي، ٢٠١٩)؛ (Hunjra et al. 2020; Habib et al. 2018)، وذلك كما يلخصها الجدول التالى:

جدول رقم (٤): مسببات مخاطر انهيار أسعار الأسهم

دلالة التأثير على مخاطر انهيار أسعار الأسهم	المسببات
<p>قد يسهم ارتفاع مشاكل الوكالة وما يرتبط بها تكاليف، في تفسير دوافع المدراء نحو رقابة الإفصاح عن الأخبار والمعلومات المحاسبية السلبية الخاصة بالشركة إلى أصحاب المصالح من الأطراف الخارجية كالمستثمرين، بما قد يضطرهم إلى إخفاء الأخبار والمعلومات المحاسبية السلبية لأطول فترة زمنية ممكنة، وذلك للحفاظ على أداء الشركة قوياً. أو تحسين المسار الوظيفي للمدراء وتعظيم مكافأاتهم، نتيجة ربط ثرواتهم الشخصية بالأداء المحاسبي، وأسعار أسهم شركاتهم. ولكن يصعب على المدراء الاستمرار في حجب المعلومات والأخبار السلبية، لأنها تتجمع مع الوقت حتى تصل في فترة زمنية معينة إلى نقطة تحول ما. بالشكل الذي قد يترتب عليه الإفصاح عنها دفعة واحدة، بما قد يتسبب في انهيار أسعار أسهم الشركات بمجرد وصول تلك المعلومات إلى سوق الأوراق المالية.</p>	<p>اكتناز الأخبار السلبية والمعلومات المحاسبية السلبية</p>
<p>قد تسهم التقلبات الكبيرة في أسعار أسهم الشركة في دفع المستثمرين إلى إعادة تقييم أثار تقلبات السوق، وذلك من خلال المطالبة بزيادة علاوة تحمل المخاطر كمقابل للاستثمار في أسهم الشركات ذات التقلبات السريعة والمتكررة. وبالعكس ذلك ارتفاع معامل الاستجابة للأخبار والمعلومات المحاسبية السلبية مقارنة بالجيدة، بالشكل الذي قد يتسبب في إحداث انحراف أو إلتواء سالب في عوائد أسهم الشركة، كدليل لارتفاع مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات.</p>	<p>ردود الفعل السلبية للمستثمرين تجاه تقلبات أسعار الأسهم في السوق</p>
<p>استناداً إلى نظرية الوكالة وما أفرزته من مشاكل وتكاليف للوكالة، يتضح أن الإدارة قد تعمل على تطبيق بعض الممارسات الانتهازية لتحقيق مصالحهم الشخصية، وتعظيم ثروتهم حتى لو على حساب المساهمين. ومن أهم هذه الممارسات الانتهازية: إدارة الأرباح، التجنب الضريبي، الاستثمار المفرط في المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية السالبة، غياب شفافية التقارير المالية. وذلك استغلالاً لما يتوفر لدى الإدارة من معلومات لم تكن في حوزة المساهمين، بما قد يؤدي إلى حدوث انهيار مستقبلي في أسعار أسهم الشركات، وذلك بمجرد اكتشاف السوق أثار تلك الممارسات، ودورها في تحقيق المغالاة في تقييم حقوق ملكية الشركات.</p>	<p>السلوكيات الانتهازية للإدارة</p>

المسببات	دلالة التأثير على مخاطر انهيار أسعار الأسهم
الاختلافات في آراء ومعتقدات المستثمرين	يعتمد عدم تجانس آراء ومعتقدات المستثمرين على اختلاف الجوانب السلوكية للمستثمرين حول سعر سهم شركة معينة، بما يجعلها أحد المحركات الرئيسية لانهيار سعر سهم الشركة، وذلك يرجع إلى أن لكل مستثمر معلوماته التي تعطيها إشارات معينة يستخدمها لتقييم سعر السهم في السوق بطريقة قد تختلف عن باقي المستثمرين. وهذا قد يعكس شكلاً من أشكال الثقة الزائدة؛ حيث يعتقد كل مستثمر بشكل خاطئ أن معلوماته الخاصة به أكثر دقة من غيره. وبالتالي فإن الاختلاف في آراء ومعتقدات المستثمرين تعكس نوعاً من العقلانية المحدودة، بما قد يترتب عليها انهيار أسعار أسهم الشركات.
مخاطر التوقف عن السداد	قد يسهم فشل الشركات في الوفاء بالتزاماتها المالية في انهيار أسعار أسهمها، وذلك لأنها في هذه الحالة ستكون أكثر عرضة للإفصاح عن معلومات محاسبية، وأخبار سلبية أو سيئة. بما يؤدي إلى ارتفاع مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات.
إعاقة تدفق المعلومات	قد يسهم المستثمرون المشائمون في تأجيل، أو تأخير، أو حتى الإحجام عن المشاركة في عمليات التداول على أسهم بعض الشركات، نظراً للشكوك التي قد تحيط بهم والإشارات غير الحقيقية التي قد تصل إليهم نتيجة قيام المستثمرين المتفائلين بزيادة الإقبال على تداول سهم معين نتيجة للاتجاه الصعودي في سعر هذا السهم، بما قد يؤدي إلى إعاقة تدفق المعلومات من الأفراد إلى سوق الأوراق المالية. بالشكل الذي قد تزداد معه احتمالات مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات.

وفي ضوء المسببات السابقة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، يتضح أنها قد تكون محصلة لكثير من الأسباب التي تعكس أهمية المعلومات المحاسبية ومستوى الشفافية والإفصاح عن المخاطر في تحديد مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ومن أهمها: إخفاء المعلومات المحاسبية والأخبار السيئة أو السلبية، والسلوكيات الانتهازية للإدارة، مخاطر التوقف عن السداد، وردود فعل المستثمرين للتقلبات في أسعار الأسهم في السوق. واستكمالاً للوقوف على ماهية مخاطر انهيار أسعار الأسهم، يستعرض الباحث أهم المقاييس الإجرائية لمخاطر انهيار أسعار الأسهم لاحقاً.

٢/٢ المقاييس الإجرائية لمخاطر انهيار أسعار الأسهم

قدمت الأدبيات المحاسبية (He et al. 2019; Fu and Zhang, 2019; Dang et al. 2018b; Hu and Wang, 2018; Kim and Zhang, 2016; Lim et al. 2016; Callen and

(Fang, 2015) العديد من المقاييس الإجرائية للتعبير عن مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات، ومن أهمها: الانخفاض الحاد في العوائد الأسبوعية للسهم خلال العام معبراً عنه بالانحراف المعياري لمتوسط عوائد الأسهم غير العادية (Extremely Returns Standard Deviation)، الإلتواء السلبي المشروط لعوائد الأسهم (The Negative Conditional Skewness of Firm-Specific Return)، تقلبات عوائد الأسهم من أسفل إلى أعلى (The Down-To-Up Volatility).

واعتمدت المقاييس السابقة في مجملها، على العائد على سهم الشركة، لأنه يعكس المخاطر المتعلقة بالشركة، وليس التحركات في السوق ككل (Habib et al. 2018)، وتباينت الدراسات المحاسبية في اعتمادها على عائد السهم عند قياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم، فمنها؛ من اعتمد على العائد اليومي للسهم، في فترة أقل من عام من خلال الاعتماد على القوائم المالية الفترية (Chen et al. 2001) ومنها؛ من اعتمد على العائد الأسبوعي للسهم، وذلك من خلال الاعتماد على القوائم المالية عن سنة مالية كاملة (Dang et al. 2018 b) (Defond et al. 2015; Kim et al. 2011 a, 2011 b). كذلك تعتمد المقاييس السابقة في البداية، على النموذج الموسع للسوق لتقدير العوائد الأسبوعية (أو اليومية) على سهم الشركة، وذلك كما يوضح نموذج الانحدار التالي (Habib et al. 2018; Chen et al. 2001):

$$R_{ij} = \alpha_i + \beta_1 R_{mj-2} + \beta_2 R_{mj-1} + \beta_3 R_{mj} + \beta_4 R_{mj+1} + \beta_5 R_{mj+2} + \varepsilon_{ij}$$

حيث أن:

- R_{ij} : عائد سهم الشركة (i) في الأسبوع (اليوم) الحالي (j)، ويتم حسابه على أساس لوغاريتم الفرق بين سعر السهم خلال الأسبوع الحالي والأسبوع السابق.
- α_i : ثابت الانحدار للشركة (i) ويعكس الجزء الثابت من العائد المحقق والخاص بالشركة بغض النظر عن العلاقة بين عائد السوق (R_m) وعائد الشركة (R_j)، أي الذي يحققه المستثمر من الاستثمار عديم المخاطرة.
- R_{mj} : متوسط عائد مؤشر السوق خلال الأسبوع (اليوم) الحالي (j).
- R_{mj-1} : متوسط عائد مؤشر السوق خلال الأسبوع (اليوم) السابق (j-1).
- R_{mj-2} : متوسط عائد مؤشر السوق خلال الأسبوع (اليوم) قبل السابق (j-2).
- R_{mj+1} : متوسط عائد مؤشر السوق خلال الأسبوع (اليوم) التالي (j+1).
- R_{mj+2} : متوسط عائد مؤشر السوق خلال الأسبوع (اليوم) بعد التالي (j+2).
- ε_{ij} : الخطأ العشوائي، ويعبر عن العوائد غير العادية لسهم الشركة (i) في الأسبوع الحالي (j)، وتمثل العائد الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة لتغير عوامل أخرى غير عوائد مؤشر السوق.

ويلاحظ على النموذج السابق، أنه يتضمن مشاهدات سابقة ولاحقة لعائد مؤشر السوق خلال الأسبوع (أو اليوم) محل الدراسة، وذلك للحد من انخفاض حجم التداول على أسهم بعض الشركات. كما أوضحت دراسة (Chen et al. 2020) عند تحديد مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات باستخدام العوائد الأسبوعية، ضرورة تحديد تلك العوائد على شكل نوافذ مجمعة أسبوعياً عن فترة عام مالى كامل (٢ اشهر) ينتهي بعد ٣ أشهر من نهاية السنة المالية وذلك لتجنب التحيز المستقبلي (Forward Looking Bias)، كما يجب توافر (٢٦) مشاهدة على الأقل عند حساب العوائد الأسبوعية لأسهم الشركات. لذا، سيعتمد الباحث عند إجراء البحث الحالى على قياس مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات باستخدام البيانات الأسبوعية بدلاً من البيانات اليومية لأسعار الأسهم، وذلك لضمان كفاية التداول على أسهم الشركات.

ويتم تشغيل نموذج الانحدار السابق، للحصول على قيمة معاملات الانحدار المقدرة $(\alpha, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5)$ ، على أن يتم التعويض بقيمة هذه المعاملات لكل شركة من شركات العينة على حدة خلال فترة الدراسة. ويتم حساب البواقى $(\varepsilon_{i,j})$ والتي غالباً ما تكون ذات إنتواء مرتفع، بالشكل الذى يتطلب تحويلها لتوزيع متمائل، لذا يتم حساب اللوغاريتم الطبيعي لقيمة البواقى مضاف إليها الواحد الصحيح تماشياً مع دراسة (Hutton et al. 2009; Hu and Wang, 2018) وذلك على النحو التالى:

$$W_{i,j} = \ln (1 + \varepsilon_{i,j})$$

ومن ثم، تعبر قيمة $(W_{i,j})$ عن العوائد غير العادية الأسبوعية السالبة لسهم الشركة (i) خلال الأسبوع (j). وبعد التوصل إلى قيمة $(W_{i,j})$ ، يمكن استعراض منهجية مقاييس مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات وذلك كما يلي:

١/٢/٢ الانخفاض الحاد فى العوائد الأسبوعية للسهم:

اعتمدت بعض الدراسات المحاسبية السابقة (Habib et al. 2018; Li et al. 2017; Park and Jung, 2017; Xu et al. 2013)، على استخدام هذا المقياس للتعبير مخاطر انهيار سعر سهم شركة معينة، وذلك إذا كان السهم يواجه أسبوعاً أو أكثر من أسابيع الانهيار خلال العام. ويتم تعريف الأسابيع التى تحدث بها الانهيارات كمتغير تصنيفى ثنائى (Binary Scale) يحصل على قيمة الواحد الصحيح، وذلك فى الأسابيع التى حققت عائد أسبوعى لسهم الشركة على الأقل (٣.٠٩) مقارنة بقيمة الانحراف المعياري (Standard Deviation) لمتوسط عوائد الأسهم الأسبوعية على مدار العام.

وتعكس قيمة (٣.٠٩) التي تم اختيارها عن وجود احتمال قدره (١%) لحدوث حدث غير طبيعي كانخفاض حاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال الفترة المالية المحددة وفقاً للتوزيع الطبيعي، بما يفيد بارتفاع مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المستقبلية، وبخلاف ذلك يحصل المتغير على قيمة الصفر. ومن ثم، يعكس هذا المقياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الأسبوع الواحد.

٢/٢/٢ الإلتواء السلبي المشروط لعوائد الأسهم:

تماشياً مع بعض الدراسات السابقة (Chen et al. 2020; Hu and Wang, 2018; Lee and Wang, 2017) يعتمد هذا المقياس على تحديد معامل الإلتواء (Skewness) السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للأسهم خلال العام المالي محل الدراسة (the negative conditional skewness of firm-specific weekly returns over the fiscal year "Ncskew") والذي يوضح عدم التماثل في توزيع العوائد. بالإضافة إلى أن القيم السالبة في الإلتواء تشير إلى إلتواء بيانات العوائد الأسبوعية اتجاه اليسار، وذلك من خلال أخذ المقدار الثالث للعزوم الثالث (The third moment) للعوائد الأسبوعية على سهم الشركة (i) في كل فترة، ثم تحويلها إلى التوزيع الطبيعي عن طريق أخذ الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية مرفوعاً إلى القوة الثالثة، وذلك كما يلي (Hutton et al. 2009):

$$Ncskew_{i,t} = - \frac{n(n-1)^{3/2} \sum w_{i,j}^3}{(n-1)(n-2) \left(\sum w_{i,j}^2 \right)^{3/2}}$$

حيث أن:

$W_{i,j}$: العوائد الأسبوعية على سهم الشركة (i) في الأسبوع (اليوم) الحالي (j).
 N : عدد الأسابيع داخل فترة التقدير خلال العام، وغالباً ما تكون ٥٢ أسبوع بصفة دائمة عند تقدير مخاطر الانهيار على أساس سنوي (Chen et al. 2001).

ويتم ضرب المقياس في (-١)، لذا فإن ارتفاع الإلتواء السالب أو إلى اليسار في توزيع العوائد يعكس ارتفاع مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات؛ وبالتالي، كلما زادت قيمة معامل الإلتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية لسهم الشركة (i) خلال الفترة (j) كلما زاد احتمال تعرض أسعار الأسهم لمخاطر الانهيار. ونظراً لأن معظم القيم للعوائد غير العادية الأسبوعية لسهم الشركة خلال فترة الدراسة ستكون أكبر من المتوسط السنوي لتلك العوائد خلال نفس السنة، مما يعنى زيادة الانحراف السالب عن متوسط العوائد غير العادية الأسبوعية خلال الفترة.

٢/٢/٢ تقلبات عوائد الأسهم من أسفل إلى أعلى:

يعتمد المقياس الثانى لمخاطر انهيار أسعار أسهم الشركة على حساب تقلبات العوائد الأسبوعية من أسفل إلى أعلى ("Duvol" the down-to-up volatility measure) وذلك من خلال تقسيم العوائد الأسبوعية لكل شركة خلال الفترة الزمنية (عام مالى) إلى مجموعتين؛ الأولى، المجموعة المنخفضة (Down)؛ وتتضمن المشاهدات التى انخفضت عن متوسط العائد المحسوب عن الفترة محل القياس. والثانية، المجموعة المرتفعة (UP)؛ والتى تتضمن المشاهدات التى ارتفعت عن متوسط العائد المحسوب عن الفترة موضع القياس. ويتم حساب الانحراف المعياري لكل مجموعة على حدة. ويتم حساب مقياس تقلب العوائد من أسفل إلى أعلى من خلال تحديد نسبة الانحراف المعياري لمجموعة المشاهدات المنخفضة إلى الانحراف المعياري لمجموعة المشاهدات المرتفعة وذلك كما يلي (Yu and Mai, 2020):

$$Duvol_{i,t} = \ln \left\{ \left[(n_{u_i} - 1) \sum_{Down} w_{i,j}^2 \right] / \left[(n_{d_i} - 1) \sum_{Up} w_{i,j}^2 \right] \right\}$$

حيث إن:

$Duvol_{i,t}$: مقياس التقلب من أسفل لأعلى للتعبير عن مخاطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية؛ وتشير القيم المرتفعة لهذا المقياس إلى ارتفاع احتمال حدوث انهيار لأسعار الأسهم، بمعنى زيادة الإلتواء السالب في توزيع العوائد.

N_u : عدد المشاهدات بالأسابيع في المجموعة المنخفضة خلال الفترة محل القياس.

N_d : عدد المشاهدات بالأسابيع في المجموعة المرتفعة خلال الفترة محل القياس.

وفى ضوء استعراض أهم المقاييس المستخدمة فى قياس مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات، سيسعى الباحث إلى استخدام مقياسى الإلتواء السلبى المشروط لعوائد الأسهم، وتقلبات عوائد الأسهم من أسفل إلى أعلى، وذلك لإمكانية استخدامهما للتعبير عن مخاطر الانهيار خلال الفترات المالية المختلفة بالكامل (عام مالى بالكامل) بدلاً من التعبير عنها أسبوعياً وفقاً لمقياس الانخفاض الحاد فى متوسط العوائد الأسبوعية للسهم.

وأخيراً، وفى ضوء استعراض ماهية مخاطر انهيار أسعار الأسهم، يجدر الإشارة إلى اهتمام العديد من الدراسات والأدبيات المحاسبية بدراسة محددات مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات، وكان من أهمها، ما يرتبط بسوق المال؛ مثل: المنافسة فى سوق الأسهم، سيولة الأسهم، حجم التداول، والفوائد قصيرة الأجل (Callen and Fang, 2015; Chang et al. 2017;

(Arianwuri et al. 2017)، ومنها ما يرتبط بالشركة؛ مثل: تمهيد الأرباح، الديون قصيرة الأجل، الالتزام بتطبيق معايير التقارير المالية الدولية، إدارة الأرباح، توقعات المحللين الماليين، قابلية القوائم المالية للمقارنة، التحفظ المحاسبي، ضعف الرقابة الداخلية، جودة الإفصاح المحاسبي، وجودة المراجعة (Kim et al. 2019; Dang et al. 2018b; Chen et al. 2017; Lim et al. 2016)، ومنها ما يرتبط بالإدارة؛ مثل: حوكمة الشركات، والقدرة الإدارية للمدراء (Wu and Hu, 2019; Habib et al. 2018; Li et al. 2017).

إلا أن هناك بعض المحددات الأخرى التي مازالت محل نقاش وجدال في الأدبيات المحاسبية ولم تلق الاهتمام بالقدر الكافي؛ حيث تناولت بعض الأدبيات المحاسبية تأثير الروابط السياسية للشركات - باعتبارها أحد الأدوات التي قد تلجأ إليها الشركات للاستفادة من المزايا التي تتيحها نظريتي القوة والتكلفة السياسية - على ظاهرة إخفاء الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية، وما قد يترتب عليها من ارتفاع مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات، إلا أن الأدلة البحثية لم تسفر عن نتائج حاسمة بشأنها، بل شابها التناقض والتباين في كثير من الأحيان. وهو ما سوف يتناوله الباحث بالاختبار بعد استعراض تصميم الدراسة الاختبارية في الجزء التالي.

عاشراً: تصميم الدراسة الاختبارية

يناقش الباحث تصميم الدراسة الاختبارية تمهيداً لاختبار فرضي البحث، وتوفير الدليل العلمي حول تساؤلي مشكلة البحث وتحقيق أهدافه، وذلك من خلال تناول النقاط التالية:

١- مجتمع وفترة وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث الحالي في الشركات المساهمة المسجلة في البورصة المصرية خلال السلسلة الزمنية الممتدة من عام ٢٠١٤م حتى عام ٢٠٢٠م، وتم استبعاد الفترة ما قبل ٢٠١٤م لاستمرار تأثيرها بما قد حدث خلالها من أحداث سياسية ذات تأثير جوهري على سوق الأوراق المالية المصري (ثورتى) ٢٥ يناير عام ٢٠١١م، و٣٠ يونيو عام ٢٠١٣م، بالإضافة إلى تعرض بعض الشركات خاصة التي تنتمي للقطاع الخاص إلى فقدان روابطها السياسية بعد انقضاء حكم الرئيس محمد حسنى مبارك ونظامه السياسى (Dang and So, 2018). كذلك شهدت تلك الفترة استقراراً سياسياً واقتصادياً بعد تولى (الرئيس عبد الفتاح السيسى)، إلى جانب قيام الشركات باستعادة بناء روابطها السياسية مع النظام السياسى الجديد بجمهورية مصر العربية. وذلك باستثناء عام

٢٠٢٠م؛ الذى تزايدت به انتشار جائحة كورونا العالمية، بما قد يعطى للباحث الفرصة لاختبار مدى استفادة الشركات من روابطها السياسية فى ظل هذه الأزمة.

وقام الباحث باستبعاد الشركات التى تنتمى لقطاعى البنوك والخدمات المالية باستثناء البنوك، وذلك لاختلاف طبيعة عملها وتقاريرها المالية، وكذلك خضوعها لقواعد وإجراءات رقابية مختلفة عن باقى الشركات، مثل: قرارات البنك المركزى، مقررات وقواعد لجنة بازل، والقواعد التى تضعها الهيئة العامة للرقابة على التأمين بالنسبة لشركات التأمين. ومن ثم، قام الباحث بالحصول على عينة حُكْمِيَّة (Purposive Sample)، وذلك لتناول الشركات التى لها روابط سياسية من أى نوع.

وقام الباحث باستيفاء بعض الشروط عند اختيار عينة البحث، كان من أهمها ما يلى:

- توافر القوائم والتقارير المالية للشركات خلال فترة البحث.
- توافر تقارير هيكل الملكية ومجلس الإدارة للشركات خلال فترة البحث.
- توافر السيرة الذاتية للمدراء التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة وكبار المساهمين المسيطرين.
- أن تكون الشركات المختارة من الشركات الأكثر نشاطاً من حيث التداول، وعليه تم استبعاد الشركات التى لديها أقل من (٢٦) أسبوع من بيانات العائد على أسهم الشركات خلال الفترة المالية الواحدة، وذلك حتى لا تتأثر النتائج بالأسهم ذات السيولة المنخفضة (Chen et al. 2020).
- وتطبيق المعايير السابقة تم استبعاد قطاع الخدمات التعليمية لعدم توافر البيانات. ومن ثم، بلغ حجم العينة النهائى (١٣٤) شركة موزعة على (١٥) قطاع اقتصادى مختلف، وذلك بإجمالى عدد مشاهدات قدره (٩٢١) بعد استبعاد المشاهدات المفقودة والشاذة. ويلخص الجدول التالى التصنيف القطاعى لشركات العينة محل البحث وفقاً لروابطها السياسية من عدمه وذلك كما يلى:

جدول رقم (٤): التصنيف القطاعى لشركات العينة

م	القطاع	العدد	السنوات وعدد الشركات				
			٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧	٢٠١٨
١	الموارد الأساسية	١٧	١٤	١٤	١٤	١٤	١٤
٢	منسوجات وسلع معمره	٨	٧	٧	٧	٧	٧
٣	مواد البناء	١١	١١	١١	١١	١١	١١
٤	ورق ومواد تعبئة وتغليف	٥	٤	٤	٤	٤	٤
٥	مقاولات وإنشاءات هندسية	٩	٩	٩	٩	٩	٩
٦	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا	٦	٤	٤	٤	٤	٤
٧	رعاية صحية وادوية	١٨	١٣	١٣	١٣	١٣	١٣

السنوات وعدد الشركات							القطاع	م
٢٠٢٠	٢٠١٩	٢٠١٨	٢٠١٧	٢٠١٦	٢٠١٥	٢٠١٤		
عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	عدد الشركات	
٨	٨	٨	٨	٨	٨	٨	١٥	٨ سياحه وترفيه
٣	٣	٣	٣	٣	٣	٣	٤	٩ تجارة وموزعون
٤	٤	٤	٤	٤	٤	٤	٤	١٠ خدمات النقل والشحن
٣	٣	٣	٣	٣	٣	٣	٣	١١ طاقة وخدمات مساندة
٦	٦	٦	٦	٦	٦	٦	٦	١٢ خدمات ومنتجات صناعية
٢٥	٢٥	٢٥	٢٥	٢٥	٢٥	٢٥	٣٤	١٣ عقارات
٢٢	٢٢	٢٢	٢٢	٢٢	٢٢	٢٢	٢٧	١٤ اغذية ومشروبات وتبغ
١	١	١	١	١	١	١	١	١٥ المرافق
١٣٤	١٣٤	١٣٤	١٣٤	١٣٤	١٣٤	١٣٤	١٦٨	اجمالي عدد شركات العينة
١٦٨	١٦٤	١٧١	١٧٥	١٧٦	١٧٨	١٧٦		اجمالي عدد الشركات غير المالية المقيدة
%٨٠	%٨٢	%٧٨	%٧٧	%٧٦	%٧٥	%٧٦		نسبة تمثيل مجتمع الدراسة

٢- مصادر الحصول على البيانات

- سيعتمد الباحث على بعض المصادر للحصول على البيانات اللازمة لاختبار فرضى البحث بالتطبيق على عينة البحث التى تم اختيارها، ومن أهم هذه المصادر ما يلى:
- الحصول على القوائم والتقارير المالية المنشورة للشركات من موقع البورصة المصرية، وموقع مباشر مصر، وقاعدة بيانات (Thomson Reuter Eiko).
 - الحصول على تقارير هيكل الملكية ومجلس الإدارة، بالإضافة إلى بيانات التداول الخاصة بالشركات محل البحث من شركة مصر لنشر المعلومات.
 - الفرز اليدوى للشركات التى لها روابط سياسية من أى نوع، وذلك بالاعتماد على المواقع الألكترونية للشركات، وموقع (<https://manhom.com>)، وقاعدة بلومبرج للخدمات الإخبارية والإعلامية والمعلومات المالية (<https://www.bloomberg.com>). وذلك لنتبع السيرة الذاتية والخلفية السياسية للمدراء التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة وكبار المساهمين المسيطرين ممن لهم روابط سياسية، سواء كانوا من كبار السياسيين الحاليين أو السابقين، أو يشغلون مناصب سياسية بالحكومة، أو أعضاء فى البرلمان، أو على صلة قرابة أو صداقة بهذه الفئات السابقة سواء فى السابق أو حالياً.

٢- متغيرات البحث وكيفية قياسها إجرائياً

فى ضوء تساؤلى مشكلة البحث، يمكن أن يحدد الباحث مُتغيرات البحث والقياس الإجرائى لها، وذلك تماشياً مع الدراسات والأدبيات المحاسبية السابقة، على النحو التالى:

١/٣ المتغير التابع: مخاطر انهيار أسعار الأسهم: (SPCR) Stock Prices Crash Risk

تماشياً مع الدراسات والأدبيات المحاسبية السابقة (Chen et al. 2001; Hutton et al. 2009; Luo et al. 2016; Tee, 2018; Tee et al. 2018; Yu and Mai, 2020) تُقاس مخاطر انهيار أسعار الأسهم، باستخدام مقياسين بديلين هما: تقلبات عوائد الأسهم من أسفل إلى أعلى (DUVOL)، والإلتواء السلبي المشروط لعوائد الأسهم (NCSKEW).

٢/٣ المتغير المستقل: الروابط السياسية للشركات: (PCF) Political Connections of Firms

يتم إنشاء مؤشر مُجمع للروابط السياسية للشركة أياً كان نوعها، وذلك لتحديد درجة أو قوة الروابط السياسية بالشركة، وذلك من خلال التعبير عن كل نوع من أنواع الروابط السياسية بمتغير وهمي تتراوح قيمته بين الصفر والواحد الصحيح، وذلك كما يلي (Johnson and Mitton, 2003; Faccio, 2006; Liu et al. 2012; Jackowicz et al. 2020; Tee et al. 2021):

- مُتغير وهمي يحصل على قيمة الواحد الصحيح، إذا كانت الشركة لديها ملكية حكومية مسيطرة (١٠٠% فأكثر)، وبخلاف ذلك يحصل على قيمة الصفر.
 - مُتغير وهمي يحصل على قيمة الواحد الصحيح، إذا كان أحد كبار المسؤولين الداخليين (رئيس مجلس الإدارة، المدير التنفيذي، أحد أعضاء مجلس الإدارة) بالشركة ذي سلطة سياسية أو على علاقة صداقة أو قرابة بأحد السياسيين الحاليين أو السابقين، وبخلاف ذلك يحصل على قيمة الصفر.
 - مُتغير وهمي يحصل على قيمة الواحد الصحيح، إذا كان لدى الشركة واحد على الأقل من كبار المساهمين المسيطرين (يمتلك ١٠% على الأقل من حقوق التصويت) ذو سلطة سياسية أو على علاقة صداقة أو قرابة بأحد السياسيين الحاليين أو السابقين، وبخلاف ذلك يحصل على قيمة الصفر.
- ومن ثمّ، تصبح أقصى قيمة للمؤشر المجمع للروابط السياسية للشركة (٣)، وأقل قيمة (صفر)؛ حيث تعبر أقل قيمة للمؤشر المجمع عن الشركات التي لم يتواجد بها أي نوع من أنواع الروابط السياسية موضع الاهتمام من قبل الباحث.

٣/٣ المتغير الوسيط: تكاليف الوكالة*: (AC) Agency Costs

* تعد تكاليف الوكالة نتاجاً لمشاكل الوكالة التي قد يترتب عليها تحمل الملاك قيمة المنافع المفقودة بسبب العقود المبرمة بين أطراف الوكالة وذلك في ظل تعارض المصالح بينهم، وتتحصر تكاليف الوكالة بين الإدارة والملاك في ثلاث مصادر هم: (تكاليف رقابة الملاك على سلوكيات وتصرفات الإدارة لضمان رشدتها وتصحيح مسارها، تكاليف التقييد "الحوافز" الناتجة عن الأسهم التي يقوم الملاك بمنحها للإدارة لمشاركتهم في مصالح الشركة، الخسارة المتبقية الناتجة عن الفروق بين التكاليف والمنافع الحدية للإجراءات الرقابية (Jensen and Meckling, 1976)).

- تماشياً مع الدراسات السابقة (Ang et al. 2000; Dey, 2008; McKnight and Weir, 2009; Henry, 2010; Khan et al. 2016; Dang and So, 2018; Hussain et al. 2020) يستدل الباحث على تكاليف الوكالة من خلال الاعتماد على أربعة مؤشرات تقريبية هم:
- نسبة استخدام الأصول ("Asset Utilisation Ratio "AUR")؛ وتعتبر نسبة المبيعات السنوية للشركة (i) فى نهاية الفترة المالية (t) منسوبة إلى إجمالي أصول الشركة (i) عن نفس الفترة المالية (t). وتعكس هذه النسبة مدى كفاءة استخدام أصول الشركة وقدرتها على توليد الإيرادات. وكلما انخفضت قيمة هذه النسبة؛ دل ذلك على ارتفاع تكاليف الوكالة، واتخاذ الإدارة قرارات استثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة، وذلك من خلال الاستثمار فى شراء أصول غير منتجة، والعكس صحيح.
 - تفاعل التدفقات النقدية الحرة ("Free Cash Flow "FCF") (التدفقات النقدية التشغيلية بعد استبعاد مدفوعات الفوائد مطروحاً منها صافي التدفقات النقدية الاستثمارية الخارجة وتوزيعات أرباح الأسهم منسوبة إلى إجمالي الأصول فى نهاية الفترة المالية) مع مقياس (Tobin's Q) لفرص النمو الشركة [(القيمة السوقية لحقوق الملكية + القيمة الدفترية للالتزامات)/إجمالي الأصول فى نهاية الفترة المالية]. ويعبر عن هذا التفاعل بـ (FCF_Tobin's Q)؛ حيث يشار إلى فرص النمو بمتغير وهمى يأخذ قيمة الواحد الصحيح، إذا كان (Tobin's Q) أقل من الواحد الصحيح (الشركة تُدار بشكل سيء)، وبخلاف ذلك يحصل على قيمة الصفر. ومن ثم، يعكس ارتفاع قيمة التفاعل إلى ارتفاع قيمة التدفقات النقدية الحرة مع انخفاض فرص النمو، ليشير ذلك إلى ارتفاع تكاليف الوكالة نتيجة التوسع فى الاستثمارات غير المربحة.
 - نسبة المصروفات التشغيلية "Expense Ratio (ER)"; وتعكس نسبة المصروفات البيعية والإدارية والعمومية "باستثناء مصاريف التمويل وأى مصاريف غير متكررة مثل خسائر بيع الأصول" إلى صافي قيمة المبيعات السنوية. وتقيس هذه النسبة، مدى فعالية إدارة الشركة فى ضبط وإدارة المصروفات التشغيلية. ومن ثم، قد تُقدّم الشركات المرتبطة سياسياً على مصادرة الملكية من خلال الإقراط فى قيمة المصروفات التشغيلية، نظراً لأنها تخضع لسياسات إشرافية وتنظيمية أقل صرامة، بما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة. ومن ناحية أخرى، قد تتمتع الشركات المرتبطة سياسياً بسياسات أكثر ملاءمة، بما قد يجعلها تتحمل نفقات تشغيلية أقل، وذلك بشكل قد ينعكس على تخفيض تكاليف الوكالة.
 - الانحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول فى نهاية الفترة (The Standard Deviation of operating cash flows deflated by total asset)، ويعكس هذا المقياس

مخاطر التشغيل ("OR") (Operating Risk) الناتجة عن عدم الكفاءة في تشغيل الأصول، وارتفاع قيمة هذا المقياس تعكس ارتفاع تكاليف الوكالة.

٤/٣ المتغير المنظم: الملكية المؤسسية: (IO) Institutional Ownership

يتم احتساب الملكية المؤسسية من قبل المؤسسات الاستثمارية ومن أهمها: (البنوك، وصناديق الاستثمار، وشركات التأمين، وصناديق التقاعد والمعاشات، والاتحادات النقابية للعاملين)، وذلك من خلال تحديد النسبة المئوية لملكية المستثمرين المؤسسيين إلى إجمالي عدد الأسهم الخاصة بالشركة، والتي يتم تداولها في سوق الأوراق المالية (Tee et al. 2018; Tee, 2018; Callen and Fang, 2013).

٥/٣ المتغيرات الضابطة (الرقابية): Control Variables

وفقاً للدراسات المحاسبية السابقة (Chen et al. 2001; Hutton et al. 2009; Kim et al. 2011a, 2011b; An and Zhang, 2013) تم تحديد بعض المتغيرات الضابطة (الرقابية) لتحديد أثرها على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات (المتغير التابع الرئيسي). ويمكن تلخيص تلك المتغيرات في الجدول التالي:

جدول رقم (٥): القياس الإجرائي للمتغيرات الضابطة (الرقابية) الخاصة بمخاطر انهيار أسعار الأسهم

المتغيرات الضابطة	الرمز	المفهوم والقياس الإجرائي
تقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام	SIGMA _{t-1}	تُقاس بالجزر التربيعي لمجموع مربعات انحرافات قيم العوائد الأسبوعية للسهم عن وسطها الحسابي خلال الفترة المالية (t-1). ويرتبط ارتفاع تقلبات عوائد الأسهم بشكل إيجابي مع مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المستقبلية في الفترة المالية (t+1).
تفرطح عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام	KURTOSIS _t	يُقاس التفرطح بمعامل تفرطح العوائد الأسبوعية لأسهم الشركات خلال الفترة المالية (t-1)، ويتوقع أن يرتبط معامل تفرطح العوائد الأسبوعية لسهم شركة معينة خلال فترة محددة بعلاقة سالبة مع مخاطر انهيار سعر سهم تلك الشركة مستقبلاً في الفترة المالية (t+1).

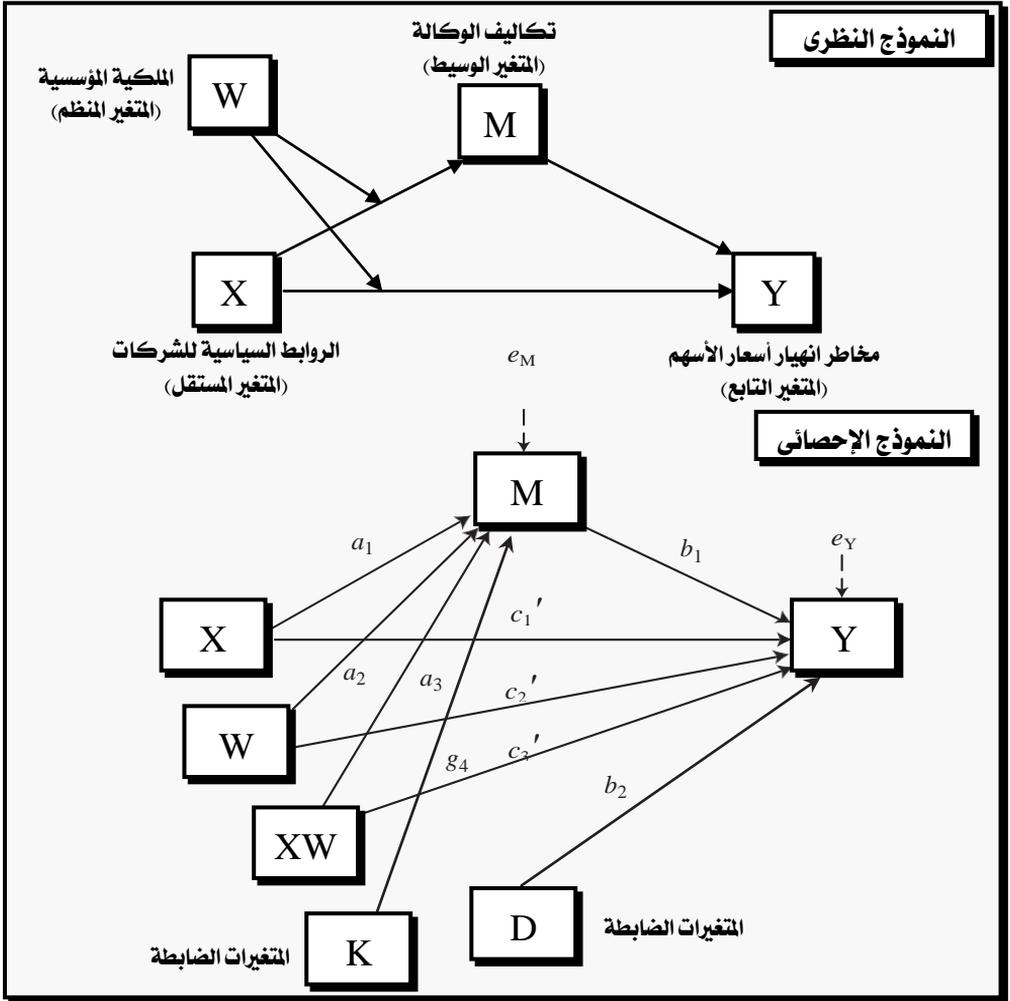
المفهوم والقياس الإجرائي	الرمز	المتغيرات الضابطة
يُقاس بالفرق بين المتوسط السنوي لحجم التداول الأسبوعي على سهم الشركة في الفترة الحالية وبين المتوسط السنوي لحجم التداول الأسبوعي على سهم الشركة في الفترة السابقة. ويُعبر هذا المقياس، عن تباين سلوك المستثمرين تجاه سهم الشركة، وكلما زاد التباين في هذا السلوك كلما زادت العوائد غير العادية السالبة، بما يعكس ارتفاع مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات في الفترة (t).	DTURN _t	تغير معدل دوران الأسهم
يُقاس بخارج قسمة مجموع العوائد الأسبوعية لسهم الشركة في الفترة (t) على عدد الأسابيع التي يتحقق فيها العائد خلال نفس الفترة المالية. ومن ثم، فإن الشركات التي تشهد ارتفاعاً في المتوسط السنوي للعوائد الأسبوعية تكون أقل عرضة لزيادة مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات عن نفس الفترة (t)، بما قد يعكس توقع وجود علاقة سالبة بينهما.	RET _t	متوسط عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام
يُقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية الفترة المالية (t). ووفقاً للدراسات السابقة (Chen et al. 2001; Hutton et al. 2009; Kim et al. 2011a, 2011b; An and Zhang, 2013) يتوقع أن يرتبط حجم الشركة بعلاقة سالبة بمخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات.	SIZE _t	حجم الشركة
تُقاس بنسبة إجمالي الديون طويلة الأجل إلى إجمالي أصول الشركة في نهاية الفترة المالية (t). وأشارت دراسة (Hutton et al. 2009)، إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية ومخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات في الفترة (t). بينما أشارت دراسات أخرى لتوقع ارتباط الرافعة المالية بعلاقة موجبة أو سالبة مع مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Defond et al. 2015; Callen and Fang, 2017; Kim et al. 2011a,b).	LEV _t	الرافعة المالية
يُعبّر هذا المتغير عن الأداء التشغيلي للشركات، من خلال تحديد نسبة صافي ربح العام بعد الضرائب مضاف إليه مصروف الفوائد الخالي من الضرائب على متوسط إجمالي الأصول في نهاية الفترة المالية (t)، وأشارت دراسة (Hutton et al. 2009)، إلى وجود علاقة سالبة بين معدل العائد على الأصول في الفترة (t) ومخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات عن نفس الفترة.	ROA _t	معدل العائد على الأصول

المفهوم والقياس الإجرائي	الرمز	المتغيرات الضابطة
تُعبّر عن نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية في نهاية الفترة المالية (t) إلى قيمتها الدفترية في نفس الفترة المالية. وأشارت دراسة (Kim and Zhang, 2016) إلى وجود علاقة موجبة بين (MB) في الفترة (t) ومخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات في نفس الفترة المالية.	M/B _t	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية
يُقاس بعدد السنوات التي تمارس فيها الشركة نشاطها منذ تأسيسها وصولاً لأول عام في السلسلة الزمنية الممتدة من عام ٢٠١٤م حتى عام ٢٠٢٠م، ويتوقع وجود علاقة سالبة بين عمر الشركة وإمكانية تعرضها لمخاطر انهيار أسعار أسهمها.	FA	عمر الشركة

كما سيعتمد الباحث على بعض المتغيرات الضابطة (الرقابية) الأخرى لتحديد أثرها على تكاليف الوكالة (في المسار الذي يربط بين الروابط السياسية للشركات وتكاليف الوكالة) ومن أهمها (Khan et al. 2016; Hussain et al. 2020; Hu et al. 2020): عمر الشركة، حجم الشركة، الرافعة المالية، فرص النمو معبراً عنها بنسبة (M/B)، ومعدل العائد على الأصول.

٤. التوصيف الإحصائي لنموذج البحث

يتناول البحث الحالي إحدى صور نموذج الوساطة الشرطية (Moderated-Mediation Model)، وذلك لأن البحث يهتم باختبار العلاقة المباشرة بين الروابط السياسية للشركات كمتغير مستقل (X) ومخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات كمتغير تابع (Y)، وهذا التأثير قد يكون مشروطاً بالملكية المؤسسية كمتغير مُنظّم (W). بالإضافة إلى اختبار العلاقة غير المباشرة بين (X) و (Y) عبر توسط تكاليف الوكالة كمتغير وسيط (M)، إلا أن هذا التأثير قد يكون مشروطاً أيضاً بالملكية المؤسسية كمتغير مُنظّم (W). لذا، يمكن تجسيد كلٍ من النموذج النظري والإحصائي لاختبار فرضي البحث، كما يلي (Heys, 2017):



شكل رقم (٣): النموذج النظري والإحصائي للبحث

ومما سبق، وفي ضوء النموذج الإحصائي للبحث، يمكن استنتاج نموذج الانحدار الذي

تنتهي مساراته بمخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك كما يلي:

$$Y = i_Y + c_1' X + c_2' W + c_3' XW + b_1 M + b_2 D + e_Y \quad (1)$$

$$\text{Or alternative: } Y = i_Y + (c_1' + c_3' W)X + c_2' W + b_1 M + b_2 D + e_Y \quad (1.1)$$

$$\text{Or alternative: } Y = i_Y + \vartheta_{X \rightarrow Y} X + c_2' W + b_1 M + b_2 D + e_Y \quad (1.2)$$

$$\text{Or alternative: } Y = i_Y + c_1' X + (c_2' + c_3' X)W + b_1 M + b_2 D + e_Y \quad (1.3)$$

$$\text{Or alternative: } Y = i_Y + c_1' X + \vartheta_{W \rightarrow Y} W + b_1 M + b_2 D + e_Y \quad (1.4)$$

ومن المعادلة رقم (1) ومشتقاتها يمكن الاستدلال على التأثير المشروط للروابط السياسية للشركات (X) على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات (Y) بدلالة الملكية المؤسسية كمتغير مُنظم (W)، من خلال ثبوت معنوية معامل الانحدار التفاعلي (c'_3). وعندئذ يمكن تحديد التأثير المشروط لـ (X) على (Y) أى ($\partial_{X \rightarrow Y} X$) من خلال " $(c'_1 + c'_3 W)X$ " كما فى المعادلة (1.1)، (1.2). بينما يمكن تحديد التأثير المشروط لـ (W) على (Y) أى ($\partial_{W \rightarrow Y} W$) من خلال " $(c'_2 + c'_3 X)W$ " المعادلة (1.3، 1.4).

كذلك يمكن استنتاج نموذج الانحدار الذى تنتهى مساراته بتكاليف الوكالة وذلك كما يلي:

$$M = i_M + a_1X + a_2W + a_3XW + g_4K + e_M \quad (2)$$

$$\text{Or alternative: } M = i_M + (a_1 + a_3W)X + a_2W + g_4K + e_M \quad (2.1)$$

ومما سبق، وبعد ثبوت معنوية معامل الانحدار التفاعلي فى المعادلة رقم (2) (a_3) ليعكس وجود أثر مُنظم للملكية المؤسسية على العلاقة بين الروابط السياسية للشركات وتكاليف الوكالة. ومن ثم، يمكن التحقق مما إذا كان الأثر غير المباشر للروابط السياسية للشركات (X) على مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Y) من خلال تكاليف الوكالة كمتغير وسيط (M) يتوقف على الملكية المؤسسية كمتغير مُنظم (W)، وذلك من خلال حاصل ضرب معاملى الانحدار المرتبطين بـ:

– الأثر المباشر للروابط السياسية للشركات (X) على تكاليف الوكالة (M) مشروطاً بالملكية المؤسسية (W) كمتغير مُنظم، كما فى المعادلة رقم (2.1): ($\partial_{X \rightarrow M} = "a_1 + a_3W"$).
– الأثر المباشر لتكاليف الوكالة (M) على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات (Y) كما فى المعادلة رقم (1): ($\partial_{M \rightarrow Y} = "b_1"$).

لذا، فإن قيمة الأثر غير المباشر للروابط السياسية للشركات (X) على مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Y) من خلال تكاليف الوكالة كمتغير وسيط (M) مشروطاً بالملكية المؤسسية كمتغير مُنظم (W) يساوى: $(\partial_{X \rightarrow M} \partial_{M \rightarrow Y}) = (a_1 + a_3W) \times b_1 = a_1b_1 + a_3b_1W$. وبالتالي فإن معامل الوساطة الشرطية بدلالة الملكية المؤسسية فى العلاقة غير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم عبر توسيط تكاليف الوكالة يساوى: (a_3b_1) (Hayes, 2017).

وأخيراً، وبعد استعراض الباحث تصميم الدراسة الاختبارية لاختبار فرضى البحث، يمكن استعراض نتائج الاختبارات الإحصائية المرتبطة باختبار فرضى البحث تمهيداً لتحليلها ومناقشتها لاحقاً.

حادى عشر: تحليل ومناقشة نتائج البحث

يستهدف الباحث في هذا القسم تشغيل البرنامج الإحصائي (STATA V. 16)، واستخدام نماذج المعادلات الهيكلية ("SEM Structural Equation Models)، وبالأخص نموذج الوساطة الشرطية (Moderated Mediation Model) كأحد صور نماذج تحليل المسار (Path Analysis) ("PA") الأكثر ملائمة لاختبار فرضى البحث، وذلك للوقوف على العلاقة السببية المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، ومعرفة كيفية انتقال هذه العلاقة بشكل غير مباشر من خلال تكاليف الوكالة كمتغير وسيط. مع الأخذ في الاعتبار ما إذا كان هذا حجم هذه العلاقة سواء المباشرة أو غير المباشرة سيكون مشروطاً بالملكية المؤسسية كمتغير مُنظم أم لا. لذا سيهتم هذا القسم ببيان نتائج الاختبارات الإحصائية المتعلقة بفرضى البحث تمهيداً لمناقشة وتحليل نتائجها، وذلك من خلال استعراض النقاط التالية:

١. الإحصاءات الوصفية:

يعرض الجدول رقم (٦) أهم الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المرتبطة بفرضى البحث، للتعرف على الخصائص المميزة لها على مستوى عينة الشركات، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (٦): الإحصاءات الوصفية

مقاييس الإحصاء الوصفي				المتغيرات	الرمز	المتغيرات
أعلى قيمة	أدنى قيمة	الانحراف المعياري	المتوسط			
المقاييس البديلة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم: Stock price Crash Risk						
.41657	-1.92949	0.38355	-0.20994	921	<i>DUVOL</i>	تقلب عوائد الأسهم من أسفل إلى أعلى
.43844	-2.06017	0.31897	-0.17699	921	<i>NCSKEW</i>	الإنواء السلبي المشروط لعوائد الأسهم
المقاييس البديلة لتكاليف الوكالة: Agency Costs						
.64817	0	0.4350	0.39289	921	<i>FCF Tobins Q</i>	تفاعل التدفقات النقدية الحرة مع فرص نمو الشركة (١)
4.20418	0.00018	0.4918	0.38685	921	<i>OR</i>	نسبة مخاطر التشغيل (٢)
5.8957	0.00031	0.5293	0.45919	921	<i>AUR</i>	نسبة استخدام الأصول (٣)
.31570	0.00702	0.4312	0.31950	921	<i>ER</i>	نسبة المصروفات التشغيلية (٤)
المتغير المنظم:						
.89360	0	0.2248	0.51825	921	<i>IO</i>	الملكية المؤسسية
المتغير المستقل:						
3	0	0.7549	1.56569	921	<i>PL</i>	الروابط السياسية للشركات
المتغيرات الضابطة:						
24.9889	16.8566	1.6067	20.7220	921	<i>Firm Size</i>	حجم الشركة
.93744	0.01112	0.2219	0.41888	921	<i>LEV</i>	الرافعة المالية
0.71587	-0.27581	0.0779	0.38719	921	<i>ROA</i>	معدل العائد على الأصول
15.7330	0.25169	1.8097	2.35478	921	<i>MTB</i>	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لتحقيق للكلية
62	1	7.6389	19.0434	921	<i>Firm Age</i>	عمر الشركة
.74787	0.00681	0.1753	0.45135	921	<i>SIGMA</i>	تقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام
8.8492	-0.87472	2.4053	0.59422	921	<i>KURTOSIS</i>	تفرطح عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام
0.56033	-0.01709	0.0084	-0.00366	921	<i>DTURN</i>	تغير معدل دوران الأسهم
.84957	-0.01817	0.0095	0.45210	921	<i>RET</i>	متوسط عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام

وفي ضوء الجدول السابق وبالقائه النظر على مقاييس الإحصاء الوصفي، يتضح ما يلي:

- انخفاض مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات محل البحث بصفة عامة خلال فترة البحث معبراً عنها بتقلب عوائد الأسهم من أسفل إلى أعلى (DUVOL)؛ حيث بلغ متوسط تقلب عوائد الأسهم من أسفل إلى أعلى ما قيمته (-0.20994) على مستوى شركات العينة، وذلك بانحراف معياري قدره (0.38350). كما تتراوح مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات محل البحث معبراً عنها بتقلبات عوائد الأسهم من أسفل إلى أعلى بين (-0.929)، (1.416).
- انخفاض مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات محل البحث بصفة عامة خلال فترة البحث معبراً عنها بقيمة الإلتواء السلبي المشروط لعوائد الأسهم (NCSKEW)؛ حيث بلغ متوسط قيمة الإلتواء السلبي المشروط لعوائد الأسهم ما قيمته (-0.17699) على مستوى شركات العينة، وذلك بانحراف معياري قدره (0.31897). كما تتراوح مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات محل البحث معبراً عنها بقيمة الإلتواء السلبي المشروط لعوائد الأسهم بين (-2.060)، (1.438).
- تعاني عينة الشركات محل البحث في المتوسط من ارتفاع تكاليف الوكالة نتيجة ارتفاع قيمة التدفقات النقدية الحرة مع انخفاض فرص نمو الشركة (FCF_Tobins Q)، وذلك بمتوسط قدره (0.392) وبانحراف معياري قدره (0.435)، بالشكل الذي قد تزداد معه فرص مصادرة الإدارة لتلك التدفقات النقدية الحرة الفائضة. كما بلغت أدنى قيمة لتفاعل التدفقات النقدية الحرة مع فرص نمو الشركة صفرًا، بينما بلغت أقصى قيمة لهذا التفاعل ما قيمته (0.648).
- تعاني عينة الشركات محل البحث في المتوسط من ارتفاع تكاليف الوكالة نتيجة ارتفاع نسبة مخاطر التشغيل (OR)، بما قد يعكس عدم الكفاءة في تشغيل الأصول نتيجة ارتفاع الانحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية منسوباً إلى إجمالي الأصول في نهاية كل فترة من فترات البحث، وذلك بمتوسط قدره (0.386) وبانحراف معياري قدره (0.492). كما تتراوح مخاطر التشغيل بين (0.0001) و(4.204).
- تعاني عينة الشركات محل البحث في المتوسط من انخفاض نسبة استخدام أصولها (AUR)، وذلك بمتوسط قدره (0.459) وانحراف معياري قدره (0.529). بالشكل الذي قد يعكس عدم كفاءة استخدام أصول الشركة بكامل طاقتها الإنتاجية لتوليد الإيرادات أو الاستثمار في شراء أصول غير منتجة أو ذات صافي قيمة حالية سالبة، بما قد ينبئ عن ارتفاع تكاليف الوكالة. كما تتراوح نسبة استخدام الأصول بين (0.0003) و(5.895).

- تعاني عينة الشركات محل البحث في المتوسط من ارتفاع نسبة المصروفات التشغيلية منسوبة إلى صافي قيمة المبيعات السنوية (ER)، بما قد يعكس ارتفاع تكاليف الوكالة، وذلك بمتوسط قدره (٠.٣١٩٥) وانحراف معياري قدره (٠.٤٣١). كما تتراوح نسبة المصروفات التشغيلية بين (٠.٠٠٧) و(٧.٣١٦).
- ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية (IO) في عينة الشركات خلال فترة البحث، وذلك بمتوسط قدره (٠.٥١٨) وانحراف معياري قدره (٠.٢٢٥). كما تتراوح الملكية المؤسسية بين (صفر%) و(٨٩%).
- ارتفاع درجة الروابط السياسية (PL) التي تمتلكها عينة الشركات خلال فترة البحث، وذلك بمتوسط قدره (١.٥٦٥)، أى ما يقرب نوعين من الروابط من أصل ثلاثة أنواع من الروابط السياسية، وذلك بانحراف معياري قدره (٠.٧٥٤). كما تتراوح درجة الروابط السياسية للشركات فيما بين (الصفر) و (٣).
- تقارب أحجام عينة الشركات محل البحث (Firm Size)؛ حيث تتراوح أحجام الشركات معبراً عنها باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركات بين (١٦.٨٥٦، ٢٤.٩٨٨) وبمتوسط عام قدره (٢٠.٧٢٢) وبانحراف معياري قدره (١.٦٠٦). كما حققت الرافعة المالية (LEV) متوسطاً قدره (٠.٤١٨٨) على مستوى شركات العينة، وذلك بمدى تتراوح قيمته فيما بين (٠.٠١١١، ٠.٩٣٧) وبانحراف معياري قدره (٠.٢٢١٩).
- بلغ متوسط معدل العائد على الأصول (ROA) على مستوى عينة الشركات خلال فترة البحث ما قيمته (٣٩%) وذلك بانحراف معياري قدره (٠.٠٧٧٩)، كما بلغت أدنى وأقصى قيمة لمعدل العائد على الأصول خلال فترة البحث ما قيمته على التوالي (-٢٧.٥%، ٧٢%). كذلك حققت عينة الشركات خلال فترة البحث ارتفاع في نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (MTB) بمتوسط قدره (٢.٣٥٤) وانحراف معياري قدره (١.٨٠٩)، وذلك بمدى تتراوح قيمته بين (٠.٢٥٢، ١٥.٧٣).
- تراوحت أعمار عينة الشركات (Firm Age) خلال فترة البحث ما بين عام واحد و(٦٢) عام لشركة الحديد والصلب المصرية، كما بلغ متوسط أعمار عينة الشركات خلال فترة البحث (١٩) سنة، وذلك بانحراف معياري قدره (٧.٦٣٨).
- بلغ متوسط تقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام السابق (SIGMA) على مستوى عينة الشركات خلال فترة البحث ما قيمته (٠.٤٥١) وذلك بانحراف معياري قدره (٠.١٧٥٣)، ومدى تتراوح قيمته بين (٠.٠٠٧، ٠.٧٤٨). بينما بلغ متوسط تفرطح عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام السابق (KURTOSIS) على مستوى عينة الشركات خلال فترة البحث ما قيمته (٠.٥٩٤)

وذلك بانحراف معياري قدره (٢.٤٠٥)، ومدى تتراوح قيمته بين (-٠.٨٧٤، ٠.٨٤٩). ويلاحظ ارتفاع متوسط تفرطح عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام السابق (KURTOSIS) مقارنة بمتوسط تقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية خلال نفس العام (SIGMA)، بما قد يعكس انخفاض مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المستقبلية في الفترة (t+1).

- بلغ متوسط قيمة التغير في معدل دوران الأسهم (DTURN) على مستوى عينة الشركات خلال فترة البحث ما قيمته (-٠.٠٠٤) وذلك بانحراف معياري قدره (٠.٠٠٨)، ومدى تتراوح قيمته بين (-٠.٠١٧، ٠.٠٥٦). كما بلغ متوسط عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام (RET) على مستوى عينة الشركات خلال فترة البحث ما قيمته (٠.٤٥٢) وذلك بانحراف معياري قدره (٠.٠٠٩٥)، ومدى تتراوح قيمته بين (-٠.٠١٨١، ٠.٨٤٩)، بما قد يعكس انخفاض مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات محل البحث خلال الفترة الحالية.

٢- مصفوفة الارتباطات:

تهتم مصفوفة الارتباطات (Correlation Matrix) بتحليل الارتباطات ثنائية المتغير (Bivariate Correlations) من الدرجة الصفيرية لـ (Spearman) بين جميع مُتغيرَات البحث، وذلك للكشف عن قوة واتجاه العلاقات المفترضة بين المُتغيرَات. وكذلك التأكد من عدم وجود مشكلة الأزواج الخطى، ويوضح الجدول رقم (٧) مصفوفة الارتباطات، وذلك كما يلي:

جدول (٧): مصفوفة الارتباطات

	(١)	(٢)	(٣)	(٤)	(٥)	(٦)	(٧)	(٨)	(٩)	(١٠)	(١١)
<i>DUVOL</i>	1										
<i>NCSKEW</i>	0.958	1									
<i>PL</i>	-0.643	-0.553	1								
<i>IO</i>	-0.564	-0.651	0.009	1							
<i>FCF_Tobins Q</i>	0.853	0.769	0.455	-0.566	1						
<i>OR</i>	0.656	0.543	0.523	-0.696	0.521	1					
<i>AUR</i>	-0.615	-0.583	0.699	0.432	-0.517	-0.499	1				
<i>ER</i>	0.543	0.612	0.676	-0.549	0.571	0.453	-0.694	1			
<i>Firm Size</i>	-0.531	-0.523	0.214	-0.058	-0.171	-0.363	-0.408	-0.078	1		
<i>LEV</i>	-0.638	-0.518	-0.033	0.091	0.006	0.080	-0.065	0.076	0.096	1	
<i>ROA</i>	0.562	0.539	0.036	-0.037	-0.007	0.039	0.127	-0.015	-0.072	-0.038	1
<i>MTB</i>	0.616	0.582	0.036	-0.006	-0.017	0.144	-0.016	0.039	-0.028	-0.016	0.264
<i>Firm Age</i>	-0.544	-0.518	0.066	-0.039	-0.014	-0.067	-0.046	0.011	0.100	0.016	0.033
<i>SIGMA</i>	0.619	0.594	-0.002	-0.026	0.005	0.124	0.058	0.038	-0.083	0.017	0.023
<i>KURTOSIS</i>	-0.673	-0.577	-0.003	-0.021	-0.002	-0.022	0.073	0.009	-0.053	0.007	0.041
<i>DTURN</i>	0.630	0.621	0.045	-0.009	-0.019	-0.075	0.016	-0.007	0.009	-0.009	-0.003
<i>RET</i>	-0.564	-0.582	-0.045	0.011	0.010	0.035	-0.021	-0.003	-0.008	0.011	-0.011
	(١٢)	(١٣)	(١٤)	(١٥)	(١٦)	(١٧)					
<i>MTB</i>	1										
<i>Firm Age</i>	0.025	1									
<i>SIGMA</i>	0.012	-0.002	1								
<i>KURTOSIS</i>	-0.052	-0.009	0.195	1							
<i>DTURN</i>	-0.016	-0.052	0.675	0.057	1						
<i>RET</i>	0.033	0.021	-0.495	-0.102	-0.458	1					

ملحوظة: معاملات الارتباط تحدد معنويتها من عدمه كما يلي: معاملات الارتباط التي تبلغ قيمتها ٠.٠٣٩ فأقل تعد غير معنوية، معاملات الارتباط التي تبلغ قيمتها ما بين ٠.٠٣٩ و ٠.٠٤٩ تُعد معنوية عند مستوى ١٠%، معاملات الارتباط التي تبلغ قيمتها ما بين ٠.٠٤٩ و ٠.٠٦٤ تُعد معنوية عند مستوى ٥%، معاملات الارتباط التي تبلغ قيمتها ٠.٠٦٤ فأكثر تُعد معنوية عند مستوى ١%.

حيث أن: (DUVOL): مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات معبراً عنها بتقلبات عوائد الأسهم من أسفل إلى أعلى، (NCSKEW): مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات معبراً عنها بالإلتواء السلبي المشروط لعوائد الأسهم، (PL): الروابط السياسية للشركات معبراً عنها بالمقياس المجمع للروابط السياسية والذي يضم ثلاثة أنواع من الروابط السياسية سواء من خلال: (الارتباط بالحكومة كمالك، أو الارتباط بأحد أعضاء مجلس الإدارة و/أو المدير التنفيذي ذو النفوذ السياسي أو العلاقة مع أحد السياسيين البارزين السابقين أو الحاليين، أو الارتباط بأحد كبار الملاك المسيطرين ذوي النفوذ السياسي أو العلاقة مع أحد السياسيين البارزين السابقين أو الحاليين)، (IO): نسبة الملكية المؤسسية، (FCF Tobins Q): تكاليف الوكالة معبراً عنها بتفاعل التدفقات النقدية الحرة مع فرص نمو الشركة، (OR): تكاليف الوكالة معبراً عنها بمخاطر التشغيل التي تعكس الانحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية منسوباً إلى إجمالي الأصول في نهاية الفترة، (AUR): تكاليف الوكالة معبراً عنها بنسبة استخدام الأصول، (ER): تكاليف الوكالة معبراً عنها بنسبة المصروفات التشغيلية منسوبة إلى صافي قيمة المبيعات السنوية، (Firm Size): حجم الشركة معبراً عنه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة، (LEV): الرافعة المالية للشركة، (ROA): معدل العائد على الأصول، (MTB): نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، (Firm Age): عمر الشركة معبراً عنه بعدد السنوات منذ تأسيس الشركة حتى أول أول كل سنة من سنوات السلسلة الزمنية لفترة البحث، (SIGMA): تقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام، (KURTOSIS): تقرب عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام، (DTURN): تغير معدل دوران الأسهم، (RET): متوسط عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام.

ويتضح في ضوء مصفوفة الارتباطات، وبإلقاء النظر أولاً على معاملات الارتباط بين المتغيرات التابعة مع بعضها البعض، والمعبرة عن المقاييس البديلة لمخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات (DUVOL, NCSKEW) يلاحظ وجود ارتباط طردي قوى جداً ومعنوي (عند مستوى ١%)؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط ما قيمته (٠.٩٦)، ومن ثم، قد يعكس ذلك صلاحية تلك المقاييس البديلة للتعبير عن مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات.

أما بالنسبة لمعاملات الارتباط بين المتغيرات التابعة (المقاييس البديلة لمخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات) وكل من الروابط السياسية للشركات (PL) والملكية المؤسسية (IO) (كمتغيرات مستقلة)، والمقاييس البديلة لتكاليف الوكالة (كمتغيرات وسيطة) يلاحظ أن:

- الروابط السياسية للشركات والملكية المؤسسية ذات معاملات ارتباط عكسية (متوسطة ومعنوية عند مستوى ١%) بالمقاييس البديلة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL, NCSKEW)؛ حيث بلغت قيمة معاملات الارتباط (-٠.٦٤٣، -٠.٥٥٣)، (-٠.٥٦٤، -٠.٦٥١) على التوالي. وقد يعكس ذلك قدرة الشركات ذات الروابط السياسية على تحسين سمعتها وإرسال إشارات للسوق تفيد بقوة تلك الشركات وقدرتها على مواجهة المخاطر، إلى جانب الدور الرقابي الذي قد تمارسه الملكية المؤسسية في الحد من المخاطر التي قد تتعكس على أسعار أسهم الشركات.

- ارتباط التفاعل بين التدفقات النقدية الحرة وفرص نمو الشركة (FCF_Tobins Q) كمقياس لتكاليف الوكالة طردياً وبشكل قوى ومعنوى (عند مستوى ١%) بالمقاييس البديلة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL, NCSKEW)، أما المقاييس البديلة الأخرى لتكاليف الوكالة معبراً عنها بكل من نسبة المصروفات التشغيلية (ER)، ونسبة مخاطر التشغيل (OR) ذات معاملات ارتباط طردية (متوسطة ومعنوية عند مستوى ١%) بالمقاييس البديلة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL, NCSKEW). وذلك على عكس نسبة استخدام الأصول (AUR) التي ترتبط عكسياً وبشكل متوسط ومعنوى (عند مستوى ١%) بالمقاييس البديلة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL, NCSKEW). وقد تعكس هذه النتائج، ارتفاع مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات، نتيجة ارتفاع تكاليف الوكالة، واتخاذ المستثمرين قرارات بالانسحاب من السوق من خلال بيع أسهمهم. بما يزيد من عروض بيع الأسهم، ويعرض قيمتها السوقية للانخفاض المستمر أو الانهيار.

وبالنظر إلى معاملات الارتباط بين المتغيرات الضابطة والمقاييس البديلة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL, NCSKEW) (كمتغيرات تابعة) يلاحظ أن كل من (حجم الشركة Firm Size، الرافعة المالية LEV، عمر الشركة Firm Age، تفرطح عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام KURTOSIS، ومتوسط عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام RET) ذات معاملات ارتباط عكسية ومتوسطة عند مستوى (١%)، بينما ظهرت معاملات الارتباط للمتغيرات الضابطة المتبقية والخاصة بكل من (معدل العائد على الأصول ROA، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية MTB، وتقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام SIGMA، وتغير معدل دوران الأسهم DTURN) بمعاملات ارتباط طردية ومتوسطة عند مستوى (١%). وأخيراً بالنسبة لمعاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض، فيتضح أنها جاءت في

معظمها ضعيفة القوى وأغلبها غير معنوى، وهو أمر جيد قد يشير إلى احتمال عدم وقوع النماذج الهيكلية للبحث فى مشكلة الازدواج الخطى (Multicollinearity).

٢- نتائج اختبارات فرضى البحث وتعليل ومناقشة نتائجهما:

يستعرض الباحث النماذج الهيكلية المصممة فى شكلها النهائى، أى بعد التأكد من حسن ملائمة النماذج الهيكلية المصممة، وذلك بعد تشغيل أمر (Robust) باستخدام طريقة (Maximum Likelihood (ml) with Expected Information Matrix (EIM)). وبذلك تكون النماذج الهيكلية المقترحة تامة الملائمة (Perfect Fit) للبيانات التى تم تجميعها. ومن ثم، يمكن للباحث أن يستعرض نتائج تحليل المسارات الخاصة بالنماذج الهيكلية المقترحة، وذلك للتحقق من مدى صحة فرضى البحث من عدمه، وذلك كما يوضح الجدول رقم (٨) التالى:

جدول (٨): نتائج اختبارات فرضى البحث

المسارات Paths	Expected sign	SEM (1)	SEM (2)	SEM (3)	SEM (4)	SEM (5)	SEM (6)	SEM (7)	SEM (8)
		(AC ₁)	(AC ₂)	(AC ₃)	(AC ₄)	(AC ₁)	(AC ₂)	(AC ₃)	(AC ₄)
		(FCF_TobinsQ)	(OR)	(AUR)	(ER)	(FCF_TobinsQ)	(OR)	(AUR)	(ER)
AC ←									
PL → AC	+/-	0.03075 [1.500]	0.03331 [0.990]	-0.04719 [-1.450]	0.05725 [0.840]	0.03075 [-1.500]	0.03331 [0.990]	-0.04719 [-1.450]	0.05725 [0.840]
IO → AC	⬇	-0.26820 [-2.870]***	-1.32397 [-7.570]***	0.24798 [1.550]	-1.20217 [-29.77]***	-0.26820 [-2.870]***	-1.32397 [-7.570]***	0.24798 [1.550]	-1.20217 [-29.77]***
(PL * IO) → AC	+/-	-0.41691 [-10.06] ***	-0.26379 [-2.720]***	0.25888 [2.920]***	-0.62909 [-28.16]***	-0.41691 [-10.06] ***	-0.26379 [-2.720]***	0.25888 [2.920]***	-0.62909 [-28.16]***
Constant	N/A	1.5161 [19.94]***	9.90548 [69.54]***	8.40023 [64.32]***	0.32878 [10.00]***	1.5161 [19.94]***	9.90548 [69.54]***	8.40023 [64.32]***	0.32878 [10.00]***
DUVOL ← ; (NCSKEW ←)									
AC → DUVOL ; NCSKEW	+	0.03356 [2.920] ***	0.31435 [6.570]***	-0.05214 [-3.610] ***	0.08924 [5.500]***	0.47206 [53.290]***	0.50552 [55.17]***	-0.02846 [-10.67]***	0.88406 [24.480]***
PL → DUVOL ; NCSKEW	-	-0.00444 [-1.420]	-0.00634 [-2.020]**	-0.00369 [-1.160]	-0.00336 [-1.070]	-0.06487 [-8.110]***	-0.06383 [-7.960]***	-0.07764 [-9.620]***	-0.06409 [-8.000]***
IO → DUVOL ; NCSKEW	⬇	-0.09419 [-4.230]***	-0.10593 [-4.750]***	-0.09395 [-4.220]**	-0.06636 [-2.910]**	-0.32852 [-5.770]***	-0.32679 [-5.730]***	-0.33646 [-5.930]***	-0.32027 [-5.490]***
(PL * IO) → DUVOL ; NCSKEW	⬇	-0.05687 [-4.610]***	-0.05970 [-4.850]***	-0.05653 [-4.580]***	-0.04227 [-3.350]***	-0.16650 [-5.280]***	-0.16595 [-5.270]***	-0.17319 [-5.510]***	-0.16138 [-5.010]***
Firm Size → DUVOL ; NCSKEW	⬇	-0.00535 [-4.490]***	-0.00191 [-1.510]	-0.00619 [-4.730]**	-0.00569 [-4.810]**	-0.00128 [-0.420]	-0.00177 [-0.550]	-0.01459 [-4.380]***	-0.00071 [-0.230]
LEV → DUVOL ; NCSKEW	+/-	-0.03358 [-4.140]***	-0.04209 [-5.150]***	-0.03373 [-4.160]**	-0.03139 [-3.870]**	-0.04683 [-2.260]***	-0.04951 [-2.370]**	-0.04891 [-2.370]**	-0.04736 [-2.280]**
ROA → DUVOL ; NCSKEW	⬇	-0.05426 [-9.130]***	-0.05526 [-9.310]***	-0.05542 [-9.250]***	-0.05327 [-8.960]***	-0.05749 [-3.790]***	-0.05738 [-3.780]***	-0.03756 [-2.460]**	-0.05735 [-3.770]***
MTB → DUVOL ; NCSKEW	⬆	0.00229 [2.290]**	0.00339 [3.350]**	0.00240 [2.390]**	0.00203 [2.030]**	0.01206 [4.710]**	0.01259 [4.870]**	0.01419 [5.550]***	0.01231 [4.800]**
Firm Age → DUVOL ; NCSKEW	⬇	-0.00102 [-4.480]***	-0.00094 [-4.170]**	-0.00101 [-4.460]**	-0.00106 [-4.680]**	-0.00167 [-2.890]***	-0.00169 [-2.920]***	-0.00176 [-3.050]***	-0.00168 [-2.910]***
SIGMA → DUVOL ; NCSKEW	⬆	1.33438 [2.700]**	2.26399 [4.590]**	1.34707 [2.720]**	1.1991 [2.430]**	51.3827 [40.69]**	51.6802 [40.92]**	51.6507 [40.96]**	51.4033 [40.70]**
KURTOSIS → DUVOL ; NCSKEW	⬇	-0.00844 [-11.11]***	-0.00893 [-11.77]***	-0.00851 [-11.20]***	-0.00837 [-11.02]***	-0.02694 [-13.88]***	-0.02681 [-13.81]***	-0.02577 [-13.32]***	-0.02696 [-13.89]***
DTURN → DUVOL ; NCSKEW	⬆	0.47669 [1.570]	0.01146 [0.040]	0.46528 [1.530]	0.5356 [1.760]*	11.4579 [14.74]	11.5919 [14.91]	11.615 [14.99]**	11.450 [14.73]**
RET → DUVOL ; NCSKEW	⬇	-6.50074 [-7.710]***	-6.89812 [-8.190]***	-6.49979 [-7.700]***	-6.3841 [-7.570]***	-148.653 [-69.00]***	-148.517 [-68.94]***	-148.678 [-69.23]***	-148.613 [-69.98]***
Constant	N/A	-0.04316 [-2.070]**	-0.11138 [-4.900]***	-0.03019 [-1.340]	-0.03761 [-1.810]*	-0.59069 [-11.07]**	-0.57988 [-9.960]***	-0.83929 [-14.65]***	-0.60146 [-11.35]***

وينضح في ضوء الجدول السابق، أن الباحث اعتمد على ثمانية نماذج هيكلية لاختبار فرضى البحث، وذلك لاعتماده على مقياسين بديلين لمخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات (المُتغير التابع)، المقياس الأول؛ يعبر عن تقلب عوائد الأسهم من أسفل إلى أعلى (DUVOL)، وتمثله النماذج الهيكلية من النموذج الأول حتى النموذج الرابع (SEM (1); SEM (2); SEM (3); SEM (4)). بينما المقياس الثانى؛ يعبر عن الإلتواء السلبى المشروط لعوائد الأسهم (NCSKEW)، وتمثله النماذج الهيكلية من النموذج الخامس حتى النموذج الثامن (SEM (5); SEM (6); SEM (7); SEM (8)).

ولعل السبب وراء تمثيل المقياسين البديلين لمخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات بأربعة نماذج هيكلية لكل واحد منهما، هو اعتماد الباحث على أربعة مقاييس بديلة لتكاليف الوكالة (Agency Cost ("AC")) وهم: تفاعل التدفقات النقدية الحرة مع فرص نمو الشركة (AC₁:FCF_Tobins Q)، نسبة مخاطر التشغيل (AC₂:OR)، نسبة استخدام الأصول (AC₃:AUR)، نسبة المصروفات التشغيلية (AC₄:ER)، وذلك للتحقق من مدى ثبات واستقرار النتائج (Robustness Analysis). ومن ثم، يمكن استخلاص وتحليل نتائج اختبار فرضى البحث، وذلك على النحو التالى:

١/٣ تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفرض الأول:

يستهدف الفرض الأول، اختبار الأثر المُنظم للملكية المؤسسية (IO) على العلاقة بين الروابط السياسية للشركات (PL) ومخاطر انهيار أسعار الأسهم معبراً عنها بتقلب عوائد الأسهم من أسفل إلى أعلى (DUVOL)، والإلتواء السلبى المشروط لعوائد الأسهم (NCSKEW). وفى ضوء نتائج الجدول السابق رقم (٨) يستخلص الباحث ما يلى:

- معنوية العلاقة السالبة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم معبراً عنها بالإلتواء السلبى المشروط لعوائد الأسهم (NCSKEW) عند مستوى معنوية (١%) وذلك فى النماذج الهيكلية (SEM (8); SEM (7); SEM (6); SEM (5)) وفقاً للمسار (PL→NCSKEW). ولكن كانت هذه العلاقة السالبة معنوية (عند مستوى ٥%) بالنسبة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم معبراً عنها بتقلب عوائد الأسهم من أسفل إلى أعلى (DUVOL) فى النموذج الثانى وفقاً لنفس المسار (SEM (2))، بما قد يعكس انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم بالنسبة للشركات ذات الروابط السياسية. وقد تعكس هذه النتيجة وجهة النظر الإيجابية للمستثمرين بشأن الاستثمار فى الشركات ذات الروابط السياسية، وذلك لما توفره من

مزايا تتعلق بـ: (تخفيف القيود التمويلية، الحصول على المزيد من الإعفاءات والخصومات الضريبية والدعم والإعانات الحكومية، التأمين ضد الأحداث السلبية والصدمات الخارجية خاصة في أوقات الأزمات المالية أو التعثر المالي، تجنب مخاطر التحقيق القضائي بسبب انخفاض أسعار الأسهم بشكل حاد، والتفويض الصارم لقواعد الكشف عن الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية نتيجة الارتباط بالمسؤولين الحكوميين). وبالتالي قد تُمكن الروابط السياسية من الحد من التراكم المفرط للأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية، بما قد يخفض من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

– معنوية العلاقة السالبة بين الملكية المؤسسية (IO) ومخاطر انهيار أسعار الأسهم معبراً عنها بـ (DUVOL) و (NCSKEW) عند مستوى معنوية (1%)؛ وتجسد تلك العلاقة في المسار (IO→DUVOL;NCSKEW)، وذلك في كافة النماذج الهيكلية ((8) SEM: (1) SEM). وقد تعكس هذه النتيجة أهمية الدور الرقابي للملكية المؤسسية (نسبة الأسهم المملوكة من قبل المؤسسات الاستثمارية؛ كالبنوك، صناديق الاستثمار، شركات التأمين، صناديق التقاعد والمعاشات، والاتحادات النقابية للعاملين) في تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك نتيجة قدرة المؤسسات الاستثمارية في الحصول على كافة المعلومات التفصيلية حول العمليات التجارية الخاصة بالشركة، والتقارير المالية والعوامل غير الملموسة الأخرى مثل ثقافة الإدارة، بما قد يمكنها من: تخفيض السلوكيات الانتهازية للإدارة، وتسهيل تدفق المعلومات، وتخفيض قدرة المدراء على إخفاء المعلومات السلبية عن المساهمين الآخرين. بالشكل الذي قد يعمل على ارتفاع مستوى الإفصاح والشفافية، وزيادة جودة الإفصاح عن المخاطر. ومن ثم، تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات بين المدراء (أو المساهمين المسيطرين) والمساهمين الآخرين، وتحسين صناعة واتخاذ القرارات الاستثمارية. بما قد يخفض من مخاطر انهيار أسعار الشركات التي تزداد بها نسبة الملكية المؤسسية، وذلك لما ترسله من إشارات إيجابية للسوق عن تحسين سمعة الشركة في السوق، ولدى تلك المؤسسات الاستثمارية.

– معنوية العلاقة التفاعلية السالبة بين الروابط السياسية للشركات والملكية المؤسسية وبين مخاطر انهيار أسعار الأسهم معبراً عنها (DUVOL) و (NCSKEW) عند مستوى معنوية (1%)؛ وتجسد تلك العلاقة في المسار ((8) SEM: (1) SEM)، وذلك في كافة النماذج الهيكلية ((8) SEM: (1) SEM). وتعكس هذه النتيجة، أن ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية كمؤشر لقوة

البيئة المؤسسية تتفاعل مع الروابط السياسية للشركات، بحيث تعكس زيادة أهمية الدور الرقابي الذي تمارسه تلك المؤسسات الاستثمارية خاصة في الشركات ذات الروابط السياسية، وذلك لإظهار الجانب الإيجابي لتلك الروابط. بالإضافة إلى كون الشركات ذات الروابط السياسية تُعدُّ بمثابة مصدرًا جذابًا للاستثمار من قبل المؤسسات الاستثمارية. بالشكل الذي تزداد معه الفوائد أو المزايا المحققة منها عن التكاليف المرتبطة بها، سواء من خلال: توفير معرفة أكبر باللوائح والسياسات الحكومية، أو تخفيض تكاليف المعاملات، أو الاهتمام بالتطبيق الفعال لحوكمة الشركات وتحسين جودة المراجعة الخارجية. للإشارة إلى ميل الشركات ذات الروابط السياسية إلى أن تكون أكثر شفافية مع وجود المستثمرين المؤسسيين، مما قد يسهم بشكل أكبر في الحد من غموض التقارير المالية، وضمان رشد الإدارة، والحد من السلوكيات الانتهازية الخاصة بها. ومن ثمَّ، الحد من سلوكيات إخفاء (حجب) الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية عن المساهمين، بالشكل الذي قد يترتب عليه انخفاض التقييم المُفرط لأسعار أسهم الشركات، بما ينعكس على تخفيض مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات في المستقبل.

وفى ضوء النتائج السابقة، يرى الباحث عدم الاهتمام بالعلاقة المباشرة بين كل من الروابط السياسية للشركات والملكية المؤسسية على حدة وبين مخاطر انهيار أسعار الأسهم، على الرغم من ثبوت معنوية كل منهما. وذلك لثبوت معنوية أثر العلاقة التفاعلية بين الروابط السياسية للشركات والملكية المؤسسية معاً على مخاطر انهيار أسعار الأسهم معبراً عنها سواء باستخدام تقنيات عوائد الأسهم من أسفل إلى أعلى (DUVOL) أو الإلتواء السلبي المشروط لعوائد الأسهم (NCSKEW). لذا، يمكن القول بأن الملكية المؤسسية تُنظِّم العلاقة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، بالشكل الذي يمكن معه رفض الفرض الأول للبحث والقاتل بأنه: "لا يوجد أثر للملكية المؤسسية على العلاقة المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية".

٢/٢ تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفرض الثاني:

يستهدف الفرض الثاني، اختبار الأثر المُنظَّم للملكية المؤسسية (IO) على العلاقة غير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات (PL) ومخاطر انهيار أسعار الأسهم معبراً عنها بنقل عوائد الأسهم من أسفل إلى أعلى (DUVOL)، والإلتواء السلبي المشروط لعوائد الأسهم (NCSKEW)، وذلك عبر توسيط تكاليف الوكالة (AC) معبراً عنها بأربعة مقاييس بديلة هم: تفاعل التدفقات النقدية الحرة مع

فرص نمو الشركة (Q Tobins $FCF_1:AC_1$)، نسبة مخاطر التشغيل ($OR:AC_2$)، نسبة استخدام الأصول ($AUR:AC_3$)، نسبة المصروفات التشغيلية ($ER:AC_4$). لذا سيستعرض الباحث نتائج الفرض الثاني للبحث، من خلال إلقاء الضوء على ما يلي:

١/٢/٣ نتائج العلاقة غير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم عبر توسيط تكاليف الوكالة:

وفقاً لدراسة (Baron and Kennys, 1986) بشأن تحليل الوساطة والتأكد مما إذا كانت تكاليف الوكالة تعمل كمُنغبراً وسيطاً - في العلاقة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم أم لا، يقوم الباحث بتحديد قيمة حاصل ضرب معاملي الانحدار المرتبطين بالمسارين المتعلقين بكلٍ من الروابط السياسية للشركات وتكاليف الوكالة، وكذلك تكاليف الوكالة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بعد ثبوت معنوية كل منهما.

وعندئذ، تثبت وساطة تكاليف الوكالة في العلاقة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم إما بشكل جزئي (Partly Mediation)؛ إذا كانت الروابط السياسية للشركات (المتغير المستقل) تُظهر بعض تأثيرها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم (المتغير التابع) بشكل مباشر، بالإضافة إلى تأثيرها بشكل غير مباشر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم (المتغير التابع) وذلك عبر توسيط تكاليف الوكالة. بينما تتحقق الوساطة الكاملة (Fully Mediation) لتكاليف الوكالة في حالة عدم ثبوت معنوية التأثير المباشر للروابط السياسية للشركة (المتغير المستقل) على مخاطر انهيار أسعار الأسهم (المتغير التابع)، ومعنوية التأثير غير المباشر عبر توسيط تكاليف الوكالة فقط.

ووفقاً للنتائج السابق عرضها في الجدول رقم (٨)، يمكن استعراض التأثير المباشر للروابط السياسية للشركة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بالإضافة إلى استخلاص التأثير غير المباشر للروابط السياسية للشركة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم عبر توسيط تكاليف الوكالة (حاصل ضرب المعاملات المعنوية للمسارات المباشرة بين كلٍ من الروابط السياسية للشركات وتكاليف الوكالة، وكذلك بين تكاليف الوكالة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم)، وذلك تمهيداً لتحديد التأثير الكلي للروابط السياسية للشركة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، كما في الجدول رقم (٩) التالي:

جدول (٩): الآثار المباشرة وغير المباشرة للروابط السياسية للشركة على مخاطر انهيار أسعار الاسهم عبر
توسيط تكاليف الوكالة

المسارات	PL → DUVOL			
الآثار	الروابط السياسية للشركات ← مخاطر انهيار أسعار الأسهم			
Effects	SEM (1)	SEM (2)	SEM (3)	SEM (4)
Direct	-0.00444 [-1.420]	-0.00634 [-2.020]**	-0.00369 [-1.160]	-0.00336 [-1.070]
Indirect	0.00103 [0.150]	0.01047 [0.140]	0.00246 [0.910]	0.00511 [1.600]
Total	-0.00341 [-1.420]	-0.00634 [-2.020]**	-0.00123 [-0.730]	0.00175 [0.610]
المسارات	PL → NCSKEW			
الآثار	الروابط السياسية للشركات ← مخاطر انهيار أسعار الأسهم			
Effects	SEM (5)	SEM (6)	SEM (7)	SEM (8)
Direct	-0.06487 [-8.110]***	-0.06383 [-7.960]***	-0.07764 [-9.620]***	-0.06409 [-8.000]***
Indirect	0.01452 [1.550]	0.01683 [1.210]	0.00134 [0.750]	0.05061 [0.410]
Total	-0.06448 [-8.060]***	-0.06440 [-8.050]***	-0.07764 [-9.620]***	-0.06449 [-8.060]***

ولاحظ الباحث في ضوء نتائج الجدول السابق ما يلي:

- عدم معنوية التأثير غير المباشر (Indirect Effect) للروابط السياسية للشركة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم معبراً عنها بـ (DUVOL;NCSKEW)، وذلك عبر توسيط تكاليف الوكالة (AC)؛ التي تم التعبير عنها بأربعة مقاييس بديلة (FCF_Tobins Q; OR; AUR; ER). وذلك يرجع إلى عدم معنوية معامل المسار المباشر بين الروابط السياسية للشركات وتكاليف الوكالة (PL→AC: FCF_Tobins Q; OR; AUR; ER)، وذلك على الرغم من معنوية معامل المسار الموجب والمباشر بين تكاليف الوكالة مخاطر انهيار أسعار الأسهم (AC→ DUVOL;NCSKEW)، وذلك في كافة النماذج الهيكلية المقترحة (SEM 1; SEM 2; SEM 4; SEM 5; SEM 6; SEM 7). بينما كان هذا المعامل سالباً في نموذجي (SEM 3; SEM 7)، نظراً لاعتماد الباحث على استخدام نسبة استخدام الأصول (AUR) كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة.

لذا، فإن ارتفاع تكاليف الوكالة سيؤدي إلى ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك نتيجة انخراط المدراء في اتخاذ قرارات استثمارية قد تدمر قيمة الشركة، بالإضافة إلى السلوكيات الانتهازية للإدارة بشأن حجب المعلومات وتعتمد المدراء التأخير في الكشف عن الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية أو اكتنازها، بحجة تقديم صورة أفضل عن ظروف الشركة،

والاحتفاظ بتوقعات المستثمرين والحفاظ على مستوى سعر السهم. ولكن بمجرد أن تتراكم الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية، وتصل لمستوى يصعب معه الاستمرار في إخفاؤها، يتم الإعلان عنها بما يؤدي إلى ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، نتيجة تأثر أسعار أسهم الشركات المعنية بتلك الأخبار بشكل كارثي. الأمر الذي قد يترتب عليه أن تكون تكاليف الوكالة محدداً لمخاطر انهيار أسعار الأسهم. بينما لم يظهر أي تأثير معنوي للعلاقة بين الروابط السياسية للشركات وتكاليف الوكالة، وقد يرجع ذلك إلى توقف هذه العلاقة على الملكية المؤسسية (وهو ما سوف يتم التحقق منه لاحقاً).

- اقتصرت معنوية التأثير الكلي (Total Effect) على معنوية التأثير المباشر (Direct Effect) للروابط السياسية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم معبراً عنها بكل من تقلبات عوائد الأسهم من أسفل إلى أعلى (DUVOL) وذلك فقط في النموذج الهيكلي الثاني (SEM 2)، بالإضافة إلى الإلتواء السلبي المشروط لعوائد الأسهم (NCSKEW) وذلك في كافة النماذج الهيكلية ابتداءً من النموذج الهيكلي (SEM 5) حتى النموذج (SEM 8). وحتى هذا التأثير لن يُعتدَّ به نظراً لتوقف العلاقة المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم على الملكية المؤسسية (كمُتغير مُنظَّم لهذه العلاقة)، وهو ما قد توصل إليه الباحث من مناقشته البحثية للفرض الأول من هذا البحث.

ووفقاً للنتائج السابق عرضها، وبعد ثبوت عدم صلاحية العلاقة غير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL;NCSKEW) عبر توسيط تكاليف الوكالة (AC) معبراً عنها بالمقاييس الأربعة البديلة المختلفة (FCF_Tobins Q; OR; AUR; ER). لذا، سيهتم الباحث باختبار ما إذا كانت العلاقة غير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL;NCSKEW) عبر توسيط تكاليف الوكالة تتوقف على الملكية المؤسسية، خاصة في المسار الذي يحكم العلاقة بين الروابط السياسية للشركات وتكاليف الوكالة (بعد ثبوت عدم معنوية معاملها)، وهو ما سوف يتطرق له الباحث في النقطة التالية.

٢/٢٣ نتائج العلاقة غير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم عبر توسيط تكاليف الوكالة ومشروعية الملكية المؤسسية:

يستهدف الباحث التحقق من قيمة ومعنوية العلاقة غير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم - معبراً عنها بـ (DUVOL;NCSKEW)، عبر توسيط

تكاليف الوكالة (AC) - معبراً عنها (FCF_Tobins Q; OR; AUR; ER)، ومشروطة الملكية المؤسسية (IO)، وذلك من خلال تحديد قيمة حاصل ضرب المعاملات المعنوية للمسارات المباشرة بين كلٍ من تفاعل الروابط السياسية للشركات مع الملكية المؤسسية معاً وبين تكاليف الوكالة (FCF_Tobins Q; OR; AUR; ER) $PL*IO \rightarrow AC$ ، وكذلك بين تكاليف الوكالة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم (AC \rightarrow DUVOL; NCSKEW)، وذلك في كافة النماذج الهيكلية المقترحة (SEM1:SEM8). وفي ضوء نتائج الجدول رقم (٨)، يمكن استخلاص قيمة ومعنوية معاملات تلك المسارات لكافة النماذج الهيكلية المقترحة، وتوضيح التأثيرات المباشرة وغير المباشرة والكلية لها، وذلك كما يوضح الجدول رقم (١٠) التالي:

جدول (١٠): الآثار المباشرة وغير المباشرة للروابط السياسية للشركة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم عبر توسيط تكاليف الوكالة ومشروطة الملكية المؤسسية

المسارات	$PL*IO \rightarrow DUVOL$			
الآثار	تفاعل الروابط السياسية للشركات مع الملكية المؤسسية ← مخاطر انهيار أسعار الأسهم			
Effects	SEM (1)	SEM (2)	SEM (3)	SEM (4)
Direct	-0.05687 [-4.610]***	-0.05970 [-4.850]***	-0.05653 [-4.580]***	-0.04227 [-3.350]***
Indirect	-0.01399 [-3.530]***	-0.08292 [-5.530]***	-0.01349 [-3.740]***	-0.05613 [-3.650]***
Total	-0.07086 [-4.480]***	-0.14262 [-6.850]***	-0.07002 [-5.890]***	-0.0984 [-17.91]***
المسارات	$PL*IO \rightarrow NCSKEW$			
الآثار	تفاعل الروابط السياسية للشركات مع الملكية المؤسسية ← مخاطر انهيار أسعار الأسهم			
Effects	SEM (5)	SEM (6)	SEM (7)	SEM (8)
Direct	-0.16650 [-5.280]***	-0.16595 [-5.270]***	-0.17319 [-5.510]***	-0.16138 [-5.010]***
Indirect	-0.1968 [-3.290]***	-0.1334 [-4.270]***	-0.00737 [-2.810]***	-0.5562 [-5.880]***
Total	-0.3633 [-27.45]***	-0.2993 [-11.80]***	-0.18055 [-3.180]***	-0.71753 [-2.600]***

ولاحظ الباحث في ضوء نتائج الجدول السابق ما يلي:

- معنوية التأثير المباشر لتفاعل الروابط السياسية مع الملكية المؤسسية (PL*IO) سلباً على مخاطر انهيار أسعار الأسهم معبراً عنها بـ (DUVOL; NCSKEW)، وذلك في كافة النماذج الهيكلية المقترحة عند مستوى معنوية (١%). ومن ثم، فإن العلاقة المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم تتوقف على الملكية المؤسسية (كمُتغير مُنظّم). حيث أن ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية خاصة في الشركات ذات الروابط السياسية سيصاحبه

انخفاض في مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك لأن المستثمرون المؤسسيون يقومون بدور أكثر نشاطاً في مراقبة الشركات ذات الروابط السياسية، وضمان معايير أعلى من الشفافية عن تعاملات الشركات والإفصاح عن المعلومات الخاصة بالإدارة العليا (أو المساهمين المسيطرين). كما أن الشركات ذات الروابط السياسية، خاصةً التي تتمتع بارتفاع نسبة الملكية المؤسسية يكون لديها القدرة على تطبيق قواعد حوكمة الشركات بشكل جيد وفعال، بما يجعل تلك الشركات أكثر ربحية، ويكون لديها توزيعات أرباح أعلى، وأقل ميلاً لإدارة الأرباح. بالشكل الذي يؤدي إلى تخفيض حالة غموض المعلومات التي قد تتسم بها الشركات ذات الروابط السياسية، وبالتالي تخفيض مخاطر انهيار أسعار أسهمها. لذا، تم رفض الفرض الأول للبحث والقائل بأنه "لا يوجد أثر للملكية المؤسسية على العلاقة المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية".

- معنوية التأثير غير المباشر لتفاعل الروابط السياسية مع الملكية المؤسسية ($PL*IO$) سلباً على مخاطر انهيار أسعار الأسهم معبراً عنها بـ ($DUVOL;NCSKEW$) عبر توسيط تكاليف الوكالة ومشروطية الملكية المؤسسية، وذلك عند مستوى معنوية (1%)، ويرجع ذلك إلى:

■ معنوية معامل الانحدار السالب والخاص بالمسار المباشر بين كلٍ من تفاعل الروابط السياسية للشركات مع الملكية المؤسسية معاً وبين تكاليف الوكالة ($AC \rightarrow (PL*IO)$)، وذلك في كافة النماذج الهيكلية المقترحة ($SEM 1; SEM 2; SEM 4; SEM 5; SEM 6; SEM 7; SEM 8$)؛ نظراً لاعتماد الباحث على استخدام نسبة استخدام الأصول (AUR) كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة. وتعكس هذه النتيجة، أن ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية في الشركات ذات الروابط السياسية سيجتريبت عليها انخفاض تكاليف الوكالة، والعكس صحيح. وتفسر هذه النتيجة قيام المستثمرون المؤسسيون بزيادة جهود المراقبة خاصة في الشركات ذات الروابط السياسية، التي يسود بشأنها الاعتقاد بتزايد حدة مشاكل الوكالة، وذلك لتجنب مخاطر الدعاوى القضائية من قبل مستثمريهم بموجب القوانين واللوائح. الأمر الذي قد يترتب عليه، قيام المستثمرون المؤسسيون بإجبار مدرء الشركات خاصة ذات الروابط السياسية على الكشف عن معلومات مالية أكثر تفصيلاً في الوقت المناسب للمساهمين. ومن ثم، فإن وجود المستثمرين المؤسسيين مرتبط بتدفق أعلى للمعلومات، وارتفاع مستوى الإفصاح والشفافية، بما يؤدي إلى تخفيض فجوة عدم تماثل المعلومات، وإجبار المدرء على اتخاذ قرارات استثمارية من شأنها أن تُعظم من قيمة الشركة، وتُخفض من تكاليف الوكالة.

■ معنوية معامل المسار الموجب والمباشر بين تكاليف الوكالة مخاطر انهيار أسعار الأسهم (SEM 1; SEM 2; SEM 4; SEM 5; SEM 6; SEM 8) وذلك في كافة النماذج الهيكلية المقترحة (SEM 1; SEM 2; SEM 4; SEM 5; SEM 6; SEM 8) بينما كان هذا المعامل سالباً في نموذجي (SEM 3; SEM 7)، نظراً لاعتماد الباحث على استخدام نسبة استخدام الأصول (AUR) كمقياس عكسي لتكاليف الوكالة. لذا، فإن ارتفاع تكاليف الوكالة سيقابلها ارتفاعاً في مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

■ ثبوت وجود وساطة جزئية (Partly Mediation) لتكاليف الوكالة في العلاقة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، ولكن هذه الوساطة مشروطة بوجود الملكية المؤسسية كمُتغير مُنظَّم للعلاقة بين الروابط السياسية للشركات وتكاليف الوكالة. وبالتالي، لم تُعدَّ هناك حاجة لتأثير الروابط السياسية فقط على تكاليف الوكالة (الذي لم تثبت معنويته فيما سبق عرضه)، وذلك لأن هذا التأثير أصبح متوقفاً على الملكية المؤسسية. وجدير بالذكر أن وساطة تكاليف الوكالة كانت جزئية وليست كاملة، وذلك لثبوت معنوية التأثير المباشر لتفاعل الروابط السياسية مع الملكية المؤسسية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، إلى جانب ثبوت معنوية الوساطة المشروطة لتكاليف الوكالة في العلاقة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم اعتماداً على الملكية المؤسسية.

- ارتفاع معنوية قيمة التأثير الكلي (Total Effect) للروابط السياسية للشركة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم معبراً عنها بكلٍ من تقلبات عوائد الأسهم من أسفل إلى أعلى (DUVOL)، والإلتواء السلبي المشروط لعوائد الأسهم (NCSKEW)، وذلك في كافة النماذج الهيكلية، وعبر توسيط تكاليف الوكالة ومشروطة الملكية المؤسسية كمُتغير مُنظَّم.

وفي ضوء النتائج السابقة، يستخلص الباحث توقف العلاقة غير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم عبر توسيط تكاليف الوكالة على الملكية المؤسسية (كمُتغير مُنظَّم)، وذلك بسبب ثبوت معنويتها، بالإضافة إلى عدم ثبوت معنوية وساطة تكاليف الوكالة في العلاقة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في ظل عدم وجود الملكية المؤسسية كمُتغير مُنظَّم. وبالتالي، يثبت الباحث دور نموذج العمليات الشرطية (Moderated Mediation Model) في تفسير العلاقة السببية المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء استخدام الملكية المؤسسية كمُتغير مُنظَّم. بالإضافة إلى التعرف على كيفية انتقال أثر الروابط السياسية للشركات إلى مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال تكاليف الوكالة (كمُتغير وسيط). إلا أن التأثير الوسيط لتكاليف الوكالة مشروط

يوجد الملكية المؤسسية أيضاً كمتغير مُنظَّم للعلاقة بين الروابط السياسية للشركات وتكاليف الوكالة - معبراً عنها بالمقاييس البديلة المختلفة السابق الإشارة إليها.

لذا، يمكن للباحث رفض الفرض الثاني للبحث والقائل بأنه "لا تتوقف العلاقة غير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم عبر توسيط تكاليف الوكالة على الملكية المؤسسية (كمتغير مُنظَّم) وذلك في بيئة الأعمال المصرية".

وتأكيداً للنتائج السابقة، سيعتمد الباحث على استخدام الأساليب القائمة على الإحصاءات لتقييم الوساطة عملياً من خلال إجراء الاختبارات الثلاثة التالية: اختبار (Sobel test)، واختبار (Aroian test)، واختبار (Goodman test)، ومعنوية نتائج تلك الاختبارات تشير إلى وساطة تكاليف الوكالة في العلاقة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، أو مشروعية هذه الوساطة بوجود الملكية المؤسسية. وذلك كما يوضح الجدول رقم (١١) التالي:

جدول (١١): نتائج اختبارات وساطة تكاليف الوكالة العلاقة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم

نوع الوساطة	الاختبارات			المسارات Paths
	Sobel	Aroian	Goodman	
NO	[0.1450]	[0.1394]	[0.1514]	SEM (1) PL → FCF_Tobins Q → DUVOL
Partly	[-4.5186]***	[-4.4942]***	[-4.5433]***	(PL * IO) → FCF_Tobins Q → DUVOL
NO	[0.8594]	[0.8048]	[0.9268]	SEM (2) PL → OR → DUVOL
Partly	[-2.5841]***	[-2.5668]***	[-2.6018]***	(PL * IO) → OR → DUVOL
NO	[-1.5370]	[-1.5353]	[-1.5387]	SEM (3) PL → AUR → DUVOL
Partly	[-3.5789]***	[-3.5449]***	[-3.6138]***	(PL * IO) → AUR → DUVOL
NO	[0.1431]	[0.0933]	[0.1514]	SEM (4) PL → ER → DUVOL
Partly	[-5.4257]***	[-5.4224]***	[-5.4290]***	(PL * IO) → ER → DUVOL
NO	[1.6296]	[1.5795]	[1.6847]	SEM (5) PL → FCF_Tobins Q → NCSKEW
Partly	[-9.5131]***	[-9.5046]***	[-9.5217]***	(PL * IO) → FCF_Tobins Q → NCSKEW
NO	[-1.1107]	[-1.1031]	[-1.1185]	SEM (6) PL → OR → NCSKEW
Partly	[-3.0284]***	[-2.9960]***	[-3.0619]***	(PL * IO) → OR → NCSKEW
NO	[0.7699]	[0.6907]	[0.8849]	SEM (7) PL → AUR → NCSKEW
Partly	[-2.8161]***	[-2.8016]***	[-2.8247]***	(PL * IO) → AUR → NCSKEW
NO	[0.8186]	[0.8121]	[0.8253]	SEM (8) PL → ER → NCSKEW
Partly	[-3.3997]***	[-3.3635]***	[-3.4370]***	(PL * IO) → ER → NCSKEW

Notes: ***, ** and * are significant at the 1%, 5% and 10% levels respectively.

ويلاحظ من نتائج الجدول السابق، التأكيد على ما تم استنتاجه باستخدام اختبار (Baron and Kennys) بشأن عدم وساطة تكاليف الوكالة في العلاقة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في ظل غياب الملكية المؤسسية (PL → FCF_Tobins Q; OR; AUR; ER → DUVOL; NCSKEW)، وذلك لأن التأثير الوسيط لتكاليف الوكالة مشروطاً بوجود الملكية المؤسسية كمتغير مُنظَّم للعلاقة بين الروابط السياسية للشركات وتكاليف الوكالة، وذلك مع اختلاف المقاييس البديلة

المعيرة عن تكاليف الوكالة. وبالتالي فإن العلاقة غير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم عبر توسط تكاليف الوكالة تتوقف على الملكية المؤسسية ((PL*IO)→FCF_Tobins Q; OR; AUR; ER→ DUVOL; NCSKEW)).

لذا يرى الباحث، أن انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم يمكن أن يتحقق مباشرة نتيجة تفاعل الملكية المؤسسية مع الروابط السياسية للشركات، بالشكل الذى يمكن المستثمرون وغيرهم من صانعى قرار الاستثمار من تحقيق قيمة مضافة من الروابط السياسية للشركات المراد الاستثمار فيها، نتيجة تزايد ثقتهم فى تلك الشركات، وذلك بسبب تزايد إقبال المؤسسات الاستثمارية على الاستثمار فى تلك الشركات، وتحقيق ارتفاع مستمر فى نسبة الملكية المؤسسية لديها. بالشكل الذى يبعث رسالة طمأنينة للمستثمرين فى السوق بشأن قيام تلك المؤسسات الاستثمارية بدورها الرقابى على النحو المنشود، والاستفادة من المزايا التى تحققها الروابط السياسية للشركات، بما يعمل على تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وفى نفس التوقيت تلعب الملكية المؤسسية دوراً مُنظماً للعلاقة بين الروابط السياسية للشركات وتكاليف الوكالة؛ بالشكل الذى تنخفض معه تكاليف الوكالة نتيجة ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية خاصة فى الشركات ذات الروابط السياسية، وذلك بسبب قدرة المؤسسات الاستثمارية على توظيف الروابط السياسية للشركات بشكل يجعل مزاياها تتفوق على التكاليف المرتبطة بها. بالإضافة إلى تحقيق رقابة فعالة على السلوكيات الانتهازية للإدارة، وضمان رُشد الإدارة عن طريق متابعة ورقابة التصرفات فى موارد الشركة، بما يضمن عدم إهدائها، وذلك من خلال توفير مستوى مرتفع من المسؤولية والمحاسبة عن تصرفات الإدارة فى حالة اتخاذها قرارات استثمارية ذات صافى قيمة حالية سالبة، بما يسهم فى تخفيض تكاليف الوكالة، وينعكس تأثيره إيجابياً على تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم الخاصة بتلك الشركات. وبالتالي، فإن هناك جزء من تأثير الروابط السياسية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم يتم بشكل غير مباشر عبر توسط تكاليف الوكالة، ولكن بمشروطة الملكية المؤسسية.

وفى ختام مناقشة نتائج اختبار فرضى البحث يمكن استعراض القوة التفسيرية للنماذج الهيكلية المستخدمة فى اختبار فرضى البحث والتي تنتهى مساراتها بكلٍ من تكاليف الوكالة (AC) - معبراً عنها بأربعة مقاييس بديلة (FCF_TQ; OR; AUR; ER)، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم - معبراً عنها بـ (DUVOL;NCSKEW) كمُتغيرات تابعة كلٍ على حدة، وذلك كما يوضح الجدول رقم (١٢):

جدول (١٢): نتائج اختبار (Wald-test) ومؤشر الاستقرار (Stability index) للنماذج الهيكلية

المتغيرات التابعة	SEM (1)	SEM (2)	SEM (3)	SEM (4)
	FCF TQ	OR	AUR	ER
AC	[438.5]***	[3665]***	[4725]***	[1327]***
DUVOL/ NCSKEW	[394.2]***	[482.0]***	[398.6]***	[421.9]***
Overall	[438.5]***	[3665]***	[4725]***	[1327]***
Stability index	0	0	0	0
المتغيرات التابعة	SEM (5)	SEM (6)	SEM (7)	SEM (8)
	FCF TQ	OR	AUR	ER
AC	[438.5]***	[3665]***	[4725]***	[1326]***
DUVOL/ NCSKEW	[12869]***	[12878]***	[13026]***	[12867]***
Overall	[438.5]***	[3665]***	[4725]***	[1326]***
Stability index	0	0	0	0

Notes: ***, ** and * are significant at the 1%, 5% and 10% levels respectively.

ويتضح من الجدول السابق، أن قيمة اختبار (Wald-test) جاءت معنوية عند مستوى (١%) لكل مسارات النماذج الهيكلية، مما يشير إلى قبول الفرض البديل بأن كافة معاملات مسارات النماذج الهيكلية لا تساوى صفراً، بما يعكس معنوية النماذج الهيكلية ككل. كما تجدر الإشارة إلى أن النماذج الهيكلية تحقق شرط الاستقرار، بما يشير إلى استقرار النماذج الهيكلية المستخدمة في حالة تغيير البيانات، وذلك كما أوضحت نتائج اختبار الاستقرار؛ حيث جاءت قيمة مؤشر الاستقرار مساوية للصفر. وفي ضوء ما سبق، يتضح أن النتائج التي توصل إليها الباحث (Robust) وذلك نتيجة استخدام مقاييس بديلة لمُتغيرات البحث والوصول إلى نفس النتائج، بالإضافة لما أشارت إليه نتائج اختبار الاستقرار (Stability test)، ويمكن تلخيص نتائج اختبار فرضى البحث في الجدول رقم (١٤) التالي:

جدول رقم (١٤): ملخص نتائج اختبار فرضى البحث

نوع الأثر	القرار	فروض البحث
سالِب	رفض	١ لا يوجد أثر للملكية المؤسسية على العلاقة المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية.
سالِب	رفض	٢ لا تتوقف العلاقة غير المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم عبر توسيط تكاليف الوكالة على الملكية المؤسسية (كمُتغير مُنظم) في بيئة الأعمال المصرية.

٤. حدود النتائج:

- يرى الباحث أن النتائج التي توصل إليها من خلال اختبار فرضى البحث مقيدة بما يلي:
- عينة الشركات التي تم سحبها من مجتمع البحث لإجراء اختبارات فرضى البحث، وذلك خلال فترة البحث.
 - القياس الإجمالى للمقاييس البديلة لمُتغيرات البحث والخاصة بـ : مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتكاليف الوكالة. مع ضرورة الإشارة إلى أن الفصل بين الشركات على حسب درجة روابطها السياسية تم بشكل يدوى، وذلك من خلال تتبع: تقارير تشكيل مجلس الإدارة، وهيكل الملكية، والمواقع الألكترونية الموضحة للسيرة الذاتية لأعضاء مجلس الإدارة والمدير التنفيذي وكبار المساهمين المسيطرين. بالإضافة إلى عدم التفرقة بين تأثير الروابط السياسية بأنواعها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
 - الأسلوب الإحصائى المستخدم والخاص بنموذج العمليات الشرطية (Moderated-Mediation Model) وفقاً لمنهجية تحليل المسار (Path Analysis). لذا، من الممكن أن تتغير النتائج فى حال تغيير الأسلوب الإحصائى المستخدم.
 - الفترة الزمنية التى أجري فيها اختبار فرضى البحث، لذا قد تتغير النتائج بتغير الفترة الزمنية المستخدمة، خاصة الفترة التى تعرضت فيها الروابط السياسية للشركات للإضطراب نتيجة سقوط النظام السياسى للرئيس السابق محمد حسنى مبارك.
 - لم يأخذ البحث فى اعتباره وجود قنوات أخرى قد تنقل أثر الروابط السياسية للشركات إلى مخاطر انهيار أسعار الأسهم بخلاف تكاليف الوكالة.
 - لم يأخذ البحث فى اعتباره وجود مُتغيرات مُنظمة أخرى (بخلاف الملكية المؤسسية) سواء للعلاقة المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، أو العلاقة غير المباشرة بينهما عبر توسيط تكاليف الوكالة، أو أى مُتغيرات وسيطة أخرى يمكن تقديم مبرراتها النظرية لتشغيل نموذج العمليات الشرطية.

ثانى عشر: خلاصة البحث والتوصيات والبحوث المستقبلية

يستهدف هذا القسم إلقاء الضوء على أهم النتائج التى توصل إليها الباحث عند اختبار فرضى البحث، وذلك تمهيداً لتوجيه بعض التوصيات، وإجراء المزيد من البحوث المستقبلية. لذا، سيتم تناول تلك النقاط تفصيلاً كما يلى:

١- الخلاصة:

فى ضوء تحليل ومناقشة نتائج الاختبارات الإحصائية لفرضى البحث، استخلص الباحث

النتائج التالية:

- توفير الدليل العلمى حول أهمية الدور الرقابى للملكية المؤسسية خاصة فى الشركات ذات الروابط السياسية، وذلك للحد من سلوكيات اكتناز الأخبار السيئة والمعلومات المحاسبية السلبية عن الملاك (أو المساهمين)، أو غموض التقارير المالية؛ حيث تزداد العلاقة المباشرة السالبة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم بزيادة نسبة الملكية المؤسسية. ومن ثم، تأييد فرضية زيادة المعلومات (Information-Increasing Hypothesis) نتيجة تفاعل الروابط السياسية للشركات مع ارتفاع الملكية المؤسسية، بما يترتب عليه انخفاض التقييم المفرط لأسعار أسهم الشركات، وانخفاض مخاطر انهيارها فى المستقبل.

- توفير الدليل العلمى على الآثار الاقتصادية للروابط السياسية للشركة من منظور مخاطر انهيار أسعار أسهمها، وذلك من خلال تأييد بناء الروابط السياسية للشركات فى ضوء نظرية التكلفة السياسية خاصة فى ظل ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية لتخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم. ومن ثم، تضمن الملكية المؤسسية تحقيق مزايا (أو فوائد) تفوق التكاليف المرتبطة ببناء الروابط السياسية للشركات، وذلك من خلال: توفير التمويل اللازم لها بأقل إشتراطات للمديونية لمواجهة التعثر المالى والأزمات المالية، وإرسال إشارات جيدة للسوق عن مستقبل الشركات ذات الروابط السياسية، وقدرتها على مواجهة مخاطر التخلف عن سداد مديونياتها، ومواجهة تكاليف التدخل الحكومى سواء كانت تتعلق بفرض ضرائب بمعدلات مرتفعة، أو التكاليف الناتجة عن مكافحة الاحتكار، أو الضغوط السياسية من قبل جماعات الضغط والأحزاب السياسية. بما يودى فى النهاية إلى تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

- توفير الدليل العلمى حول دور الملكية المؤسسية فى إظهار القيمة المضافة التى تولدها الروابط السياسية لمساهمى الشركة خاصة فى ظل فترة الاستقرار السياسى والاقتصادى التى تشهدها فترة البحث (بعد

الانتهاء من ثورتى الخامس والعشرين من يناير ٢٠١١م، والثلاثون من يونيو ٢٠١٣م)، بالشكل الذى يعكس جانبية الاستثمار فى الشركات ذات الروابط السياسية خاصة مع ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية لديها، بما يودى إلى تخفيض مخاطر انهيار أسعار أسهم تلك الشركات. ومن ثم، مساعدة المستثمرين وغيرهم من صانعى قرار الاستثمار على إنتقاء الأسهم الأقل عُرضةً لمخاطر الانهيار فى المستقبل، وذلك عند تكوين محافظهم الاستثمارية.

- توفير الدليل العلمى حول دور تكاليف الوكالة (كمتغير وسيط) باعتبارها أحد القنوات التى يمكن أن ينتقل من خلالها أثر الروابط السياسية للشركات إلى مخاطر انهيار أسعار الأسهم. ولكن يتوقف التأثير الوسيط لتكاليف الوكالة على الملكية المؤسسية؛ نظراً لتفاعل الملكية المؤسسية مع الروابط السياسية للشركات من أجل تخفيض تكاليف الوكالة، بما ينعكس إيجابياً على تخفيض مخاطر انهيار أسعار أسهمها.

- توفير الدليل العلمى على دور نموذج العمليات الشرطية (Moderated- Mediation Model) فى تفسير العلاقة السببية المباشرة بين الروابط السياسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم وذلك فى ضوء استخدام الملكية المؤسسية كمتغير مُنظّم، بالإضافة إلى انتقال أثر الروابط السياسية للشركات بشكل غير مباشر إلى مخاطر انهيار أسعار الأسهم عبر توسيط تكاليف الوكالة، إلا أن التأثير الوسيط لتكاليف الوكالة مشروطاً أيضاً بالملكية المؤسسية.

٢- التوصيات:

فى ضوء النتائج التى تم استخلاصها من اختبار فرضى الباحث، يوصى الباحث بما يلى:

- توجيه المستثمرين وغيرهم من صانعى قرار الاستثمار نحو إعطاء وزن نسبى أكبر لأسهم الشركات ذات الروابط السياسية، وذلك لما تولده الروابط السياسية للشركات من قيمة للمساهمين خاصة فى ظل ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية (باعتبارها أحد أهم الآليات الخارجية لحوكمة الشركات لضبط السلوكيات الانتهازية للإدارة)، وذلك عند تكوين محافظهم الاستثمارية. نظراً لأنها تواجه أقل قدر ممكن من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

- التأكيد على المستثمرين وغيرهم من صانعى قرار الاستثمار حول أن الروابط السياسية للشركات تُعدُّ سلاحاً ذو حدين، وذلك فيما يتعلق بآثارها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. إلا أن ارتفاع (انخفاض) نسبة الملكية المؤسسية فى تلك الشركات قد يؤمن تحقيق مزايا (تكاليف) تفوق

- التكاليف (المزايا) المرتبطة ببناء الروابط السياسية للشركات، وكذلك تخفيض (زيادة) تكاليف الوكالة، بالشكل الذى يعكس أيضاً على تخفيض (زيادة) مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- توجيه المؤسسات الاستثمارية (البنوك، صناديق الاستثمار، شركات التأمين، صناديق المعاشات والتقاعد) نحو القيام بدورها المنشود فى تحقيق الرقابة الفعالة على السلوكيات الانتهازية للإدارة، خاصة فى الشركات ذات الروابط السياسية، الأكثر عُرضةً لحدّة مشاكل وتكاليف الوكالة، وذلك لتخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- توجيه الجهات التنظيمية والرقابية؛ كهيئة الرقابة المالية، والهيئات المسؤولة عن مراقبة الشركات، بضرورة تشديد الجانب الرقابى من قبلها، لمراعاة التأثير السلبى المتوقع للروابط السياسية للشركة على السلوكيات الانتهازية للإدارة، وذلك استناداً إلى توقع ارتفاع تكاليف الوكالة بها، للحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، التى قد تضر باستقرار البورصة المصرية، وتعرضها للعديد من موجات الإضطراب التى يترتب عليها عدم انتظام السوق، خاصة عند تعرض قدر كبير من أسعار أسهم الشركات للانهايار.

٣- البحوث المستقبلية:

- فى ضوء ما قدمه الباحث من محددات أو قيود على نتائج البحث، يمكن إجراء المزيد من البحوث المستقبلية، وذلك من خلال:
- تكرار نفس الدراسة الحالية، ولكن مع اقتراح مقاييس بديلة أخرى لكل من مخاطر انهيار أسعار الأسهم وتكاليف الوكالة. مع مراعاة اختبار تأثير الروابط السياسية بأنواعها التى قد تكون غير متجانسة التأثير على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- تكرار نفس الدراسة الحالية، مع إجراء دراسة مقارنة بين الروابط السياسية التى تم بناؤها من قبل الشركات أثناء النظام السياسى الخاص بفترة حكم الرئيس السابق محمد حسنى مبارك، والنظام السياسى الحالى بقيادة الرئيس عبد الفتاح السيسى. مع مراعاة طول فترة إقامة الروابط السياسية كأحد المتغيرات الضابطة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- اقتراح قنوات جديدة بخلاف تكاليف الوكالة، كمستوى الإفصاح والشفافية، واختبار ما إذا كان يمكن من خلالها نقل تأثير الروابط السياسية للشركات إلى مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ولكن بمشروطة التغطية الإعلامية أو تغطية المحللين الماليين.

المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- حسن، فريد شوقي مصطفى. (٢٠٢٠). نموذج مقترح لتطوير الجوانب المحاسبية التطبيقية لقواعد حوكمة الشركات للحد من الآثار السلبية للروابط السياسية لتحقيق الالتزام الضريبي: دراسة تطبيقية. رسالة دكتوراه في المحاسبة، كلية التجارة، جامعة القاهرة.
- حسين، علاء على أحمد. (٢٠٢٠). تحليل العلاقة بين غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، وممارسات التجنب الضريبي، وبين خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة. مجلة الفكر المحاسبى، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول (٢٤)، ٦٧ - ٦٠.
- عبد المجيد، حميدة محمد. (٢٠١٩). قياس أثر التبني الإلزامى لمعايير التقرير المالي الدولية على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات السعودية. مجلة البحوث المحاسبية، الجمعية السعودية للمحاسبين، العدد الأول (١٤)، ٦٩ - ١٢٤.
- عبد الوونيس، إيمان محمد. (٢٠١٧). قياس أثر الروابط السياسية على تكلفة رأس المال وعوائد الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية. رسالة دكتوراه في المحاسبة، كلية التجارة، جامعة القاهرة.
- عيطة، متولى السيد متولى. (٢٠٢١). أثر العلاقة بين فعالية لجان المراجعة وجودة التقرير المالي على خطر انهيار أسعار الأسهم: أدلة عملية من الشركات المسجلة بالبورصة المصرية. مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية، كلية التجارة، جامعة بنى سويف، العدد الأول، ٢٠٨ - ٢٧٩.
- مليجي، مجدى مليجي عبد الحكيم. (٢٠١٩). قياس أثر القدرة الإدارية على جودة التقرير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة الأسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الأسكندرية، العدد الثالث (٣)، ٢٩٣ - ٣٧٩.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Abdel-Fattah, H. A. N., El-shayeb, N. A. & America, H. E. A. (2020). Examining the relationship between political connections, related party transactions, and firm value in Egyptian listed companies: empirical study. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 10(9), 393-413.
- Acemoglu, D., Hassan, T. A., & Tahoun, A. (2018). The power of the street: Evidence from Egypt's Arab Spring. *The Review of Financial Studies*, 31(1), 1-42.
- Adhikari, A., Derashid, C., & Zhang, H. (2006). Public policy, political connections, and effective tax rates: Longitudinal evidence from Malaysia. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(5), 574-595.
- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 154-181.
- Alam, Q., & Teicher, J. (2010). State of governance in a transitional democracy: the case of Bangladesh. In *14th IRSPM Conference, Berne, Switzerland, April*, 7-9.
- Aman, H. (2013). An analysis of the impact of media coverage on stock price crashes and jumps: Evidence from Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 24, 22-38.
- Ameria, H. E. S. A. (2020). Examining the relationship between political connections, related party transactions and firm value in Egyptian listed companies: empirical study. *Master of Science in Accounting*, Faculty of Commerce, Cairo University.
- An, Z., Li, D., & Yu, J. (2015). Firm crash risk, information environment, and speed of leverage adjustment. *Journal of Corporate Finance*, 31, 132-151.

- An, H., & Zhang, T. (2013). Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors. *Journal of Corporate Finance*, 21, 1-15.
- Andreou, P. C., Antoniou, C., Horton, J., & Louca, C. (2016). Corporate governance and firm-specific stock price crashes. *European Financial Management*, 22(5), 916-956.
- Andreou, P. C., Lambertides, N., & Magidou, M. (2021). Stock price crash risk: A critique of the agency theory viewpoint. Available at: https://www.researchgate.net/publication/349852795_Stock_Price_Crash_Risk_A_Critique_of_the_Agency_Theory_Viewpoint/link/60d37cb3458515ae7da74c64/download.
- Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency costs and ownership structure. *The Journal of Finance*, 55(1), 81-106.
- Ang, J. S., Ding, D. K., & Thong, T. Y. (2013). Political connection and firm value. *Asian Development Review*, 30 (2), 131-166.
- Arianwuri, F. G., Sutrisno, T., & Prihatiningtias, Y. W. (2017). The determinants stock price crash risk of the manufacturing firms in Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 21(4), 575-586.
- Aslan, H., & Grinstein, Y. (2011). Political contributions and CEO pay. In *WFA Conference Paper, 2011, AFA Conference Paper*, University of Houston.
- Ayers, B. C., Ramalingegowda, S., & Yeung, P. E. (2011). Hometown advantage: The effects of monitoring institution location on financial reporting discretion. *Journal of Accounting and Economics*, 52(1), 41-61.
- Balsam, S., Bartov, E., & Marquardt, C. (2002). Accruals management, investor sophistication, and equity valuation: Evidence from 10-Q filings. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 987-1012.
- Ball, R. (2009). Market and political/regulatory perspectives on the recent accounting scandals. *Journal of Accounting Research*, 47(2), 277-323.
- Bandiyono, A. (2019). The Effect of Good Corporate Governance and Political Connection on Value Firm. *Jurnal Akuntansi*, 23(3), 333-348.
- Bao, X., Johan, S., & Kutsuna, K. (2016). Do political connections matter in accessing capital markets? Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 29, 24-41.
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of personality and social psychology*, 51(6), 1173.
- Benmelech, E., Kandel, E., & Veronesi, P. (2010). Stock-based compensation and CEO (dis)incentives. *The Quarterly Journal of Economics*, 125(4), 1769-1820.
- Berkman, H., Cole, R. A., & Fu, L. J. (2009). Expropriation through loan guarantees to related parties: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 141-156.
- Berkman, H., Cole, R. A., & Fu, L. J. (2010). Political connections and minority-shareholder protection: Evidence from securities-market regulation in China. *Journal of financial and quantitative analysis*, 45(6), 1391-1417.
- Bertrand, M., Kramarz, F., Schoar, A., & Thesmar, D. (2018). The cost of political connections. *Review of Finance*, 22(3), 849-876.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2019). Corporate governance and firm performance: The sequel. *Journal of Corporate Finance*, 58, 142-168.

- Bliss, M. A., & Gul, F. A. (2012). Political connection and cost of debt: Some Malaysian evidence. *Journal of Banking & Finance*, 36(5), 1520-1527.
- Bleck, A., & Liu, X. (2007). Market transparency and the accounting regime. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 229-256.
- Boubakri, N., Cosset, J. C., & Saffar, W. (2008). Political connections of newly privatized firms. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 654-673.
- Boubakri, N., Cosset, J. C., & Saffar, W. (2012a). The impact of political connections on firms' performance and financing decisions. *Journal of Financial Research*, 35(3), 397-423.
- Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D., & Saffar, W. (2012b). Political connections and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 541-559.
- Boubakri, N., El Ghouli, S., & Saffar, W. (2013). Cash holdings of politically connected firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 23(4), 338-355.
- Burns, N., Kedia, S., & Lipson, M. (2010). Institutional ownership and monitoring: Evidence from financial misreporting. *Journal of Corporate Finance*, 16(4), 443-455.
- Callen, J. L., & Fang, X. (2015). Short interest and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 60, 181-194.
- Callen, J. L., & Fang, X. (2013). Institutional investor stability and crash risk: Monitoring versus short-termism?. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 3047-3063.
- Callen, J. L., & Fang, X. (2017). Crash risk and the auditor-client relationship. *Contemporary Accounting Research*, 34(3), 1715-1750.
- Carboni, M. (2017). *The Financial Impact of Political Connections: Industry-Level Regulation and the Revolving Door*. Springer.
- Chae, S. J., Nakano, M., & Fujitani, R. (2020). Financial reporting opacity, audit quality and crash risk: Evidence from Japan. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(1), 9-17.
- Chaney, P. K., Faccio, M., & Parsley, D. (2011). The quality of accounting information in politically connected firms. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1-2), 58-76.
- Chang, X., Chen, Y., & Zolotoy, L. (2017). Stock liquidity and stock price crash risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(4), 1605-1637.
- Chang, S. J., & Xu, D. (2008). Spillovers and competition among foreign and local firms in China. *Strategic Management Journal*, 29(5), 495-518.
- Chen, G., Chen, L., Liu, Y., & Qu, Y. (2021). Stock price bubbles, leverage and systemic risk. *International Review of Economics & Finance*, 74, 405-417.
- Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*, 61(3), 345-381.
- Chen, D., Jian, M., & Xu, M. (2009). Dividends for tunneling in a regulated economy: The case of China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(2), 209-223.
- Chen, Z., & Keefe, M. O. C. (2018). Board of director compensation in China: To pay or not to pay? How much to pay?. *Emerging Markets Review*, 37, 66-82.
- Chen, C., Kim, J. B., & Yao, L. (2017). Earnings smoothing: does it exacerbate or constrain stock price crash risk?. *Journal of Corporate Finance*, 42, 36-54.

- Chen, W., Jin, H., & Luo, Y. (2020). Managerial Political Orientation and Stock Price Crash Risk. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Article available in: *Online First*: <https://08113urst-1106-y-https-doi-org.mplbci.ekb.eg/10.1177/0148558X20945421>.
- Chen, C. J., Li, Z., Su, X., & Sun, Z. (2011). Rent-seeking incentives, corporate political connections, and the control structure of private firms: Chinese evidence. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 229-243.
- Chen, C. W., Pantzalis, C., & Park, J. C. (2013). Press coverage and stock price deviation from fundamental value. *Journal of Financial Research*, 36(2), 175-214.
- Cheng, F., Chiao, C., Fang, Z., Wang, C., & Yao, S. (2019). Raising short-term debt for long-term investment and stock price crash risk: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 33, available at: <https://www.researchgate.net/publication>.
- Cheung, Y. L., Jing, L., Lu, T., Rau, P. R., & Stouraitis, A. (2009). Tunneling and propping up: An analysis of related party transactions by Chinese listed companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(3), 372-393.
- Cheung, Y. L., Rau, P. R., & Stouraitis, A. (2006). Tunneling, propping, and expropriation: Evidence from connected party transactions in Hong Kong. *Journal of Financial Economics*, 82(2), 343-386.
- Choi, M. (2014). *The value of political connections: evidence from Korean chaebols*. Doctoral Dissertation, Queensland University of Technology.
- Chowdhury, S. D., & Wang, E. Z. (2009). Institutional activism types and CEO compensation: A time-series analysis of large Canadian corporations. *Journal of Management*, 35(1), 5-36.
- Choy, H., Gul, F. A., & Yao, J. (2011). Does political economy reduce agency costs? Some evidence from dividend policies around the world. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 16-35.
- Chung, R., Firth, M., & Kim, J. B. (2003). Auditor conservatism and reported earnings. *Accounting and Business Research*, 33(1), 19-32.
- Chung, K. H., & Zhang, H. (2011). Corporate governance and institutional ownership. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(1), 247-273.
- Claessens, S., Feijen, E., & Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: The role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 554-580.
- Cooper, M. J., Gulen, H., & Ovtchinnikov, A. V. (2010). Corporate political contributions and stock returns. *The Journal of Finance*, 65(2), 687-724.
- Correia, M. M. (2014). Political connections and SEC enforcement. *Journal of Accounting and Economics*, 57(2-3), 241-262.
- Cornett, M. M., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2008). Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 357-373.
- Dang, V. Q., & So, E. P. (2018). Having the wrong friends at the wrong time: Effects of political turmoil on politically-connected firms. *Emerging Markets Review*, 36, 79-94.
- Dang, V. Q., So, E. P., & Yan, I. K. (2018a). The value of political connection: Evidence from the 2011 Egyptian revolution. *International Review of Economics & Finance*, 56, 238-257.
- Dang, V. A., Lee, E., Liu, Y., & Zeng, C. (2018b). Corporate debt maturity and stock price crash risk. *European Financial Management*, 24(3), 451-484.

- DeFond, M. L., Hung, M., Li, S., & Li, Y. (2015). Does mandatory IFRS adoption affect crash risk?. *The Accounting Review*, 90(1), 265-299.
- Dey, A. (2008). Corporate governance and agency conflicts. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1143-1181.
- Ding, S., Jia, C., Wilson, C., & Wu, Z. (2015). Political connections and agency conflicts: the roles of owner and manager political influence on executive compensation. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 45(2), 407-434.
- Ding, R., Li, J., & Wu, Z. (2018). Government affiliation, real earnings management, and firm performance: The case of privately held firms. *Journal of Business Research*, 83, 138-150.
- Diwan, I., Keefer, P., & Schiffbauer, M. (2015). Pyramid capitalism: political connections, regulation, and firm productivity in Egypt. world bank Policy research working paper, Available at: [https:// openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/22236/ Pyramid0capita 0roductivity0in0Egypt.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/22236/Pyramid0capita0roductivity0in0Egypt.pdf?sequence=1&isAllowed=y).
- Du, F. (2011). *Political connections and access to bond capital: reputation or collusion?*. University of Southern California.
- Du, X. Q., Zhou, Z. J., & Du, Y. J. (2012). Government officials type political connections, participation in political affairs and earnings management. *Accounting and Economics Research*, 1, 15 -23.
- Duchin, R., & Sosyura, D. (2012). The politics of government investment. *Journal of Financial Economics*, 106(1), 24-48.
- 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.
- Fan, J. P., Wong, T. J., & Zhang, T. (2007). Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms. *Journal of Financial Economics*, 84(2), 330-357.
- Fang, T. Y., Lin, F., Lin, S. W., & Huang, Y. H. (2020). The association between political connection and stock price crash risk: Using financial reporting quality as a moderator. *Finance Research Letters*, 34(C), 1-6.
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499-533.
- Firth, M., Fung, P. M., & Rui, O. M. (2007). Ownership, two-tier board structure, and the informativeness of earnings—Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(4), 463-496.
- Fu, X., & Zhang, Z. (2019). CFO cultural background and stock price crash risk. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 62, 74-93.
- Fung, S. Y., Gul, F. A., & Radhakrishnan, S. (2015). Corporate political connections and the 2008 Malaysian election. *Accounting, Organizations and Society*, 43, 67-86.
- Gaspar, J. M., & Massa, M. (2007). Local ownership as private information: Evidence on the monitoring-liquidity trade-off. *Journal of Financial Economics*, 83(3), 751-792.

- Godfrey, P. C. (2005). The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective. *Academy of Management Review*, 30(4), 777-798.
- Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2009). Do politically connected boards affect firm value?. *The Review of Financial Studies*, 22(6), 2331-2360.
- Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2013). Politically connected boards of directors and the allocation of procurement contracts. *Review of Finance*, 17(5), 1617-1648.
- Guedhami, O., Pittman, J. A., & Saffar, W. (2014). Auditor choice in politically connected firms. *Journal of Accounting Research*, 52(1), 107-162.
- Gurun, U. G., & Butler, A. W. (2012). Don't believe the hype: Local media slant, local advertising, and firm value. *The Journal of Finance*, 67(2), 561-598.
- Habib, A., Hasan, M. M., & Jiang, H. (2018). Stock price crash risk: review of the empirical literature. *Accounting & Finance*, 58, 211-251.
- Hartzell, J. C., & Starks, L. T. (2003). Institutional investors and executive compensation. *The journal of Finance*, 58(6), 2351-2374.
- Hartzell, J. C., Sun, L., & Titman, S. (2014). Institutional investors as monitors of corporate diversification decisions: Evidence from real estate investment trusts. *Journal of Corporate Finance*, 25, 61-72.
- Harymawan, I., Lam, B., Nasih, M., & Rumayya, R. (2019). Political connections and stock price crash risk: Empirical evidence from the fall of Suharto. *International Journal of Financial Studies*, 7(3), 1-16.
- Hayes, A. F. (2017). *Introduction to mediation, moderation, and conditional process analysis: A regression-based approach*. Guilford publications.
- He, G., Bai, L., & Ren, H. M. (2019). Analyst coverage and future stock price crash risk. *Journal of Applied Accounting Research*, 20(1), 63-77.
- He, L., Wan, H., & Zhou, X. (2014). How are political connections valued in China? Evidence from market reaction to CEO succession. *International Review of Financial Analysis*, 36, 141-152.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440
- Hellman, J. S., Jones, G., & Kaufmann, D. (2003). Seize the state, seize the day: state capture and influence in transition economies. *Journal of Comparative Economics*, 31(4), 751-773.
- Henry, D. (2010). Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: A private contracting perspective. *Pacific-Basin Finance Journal*, 18(1), 24-46.
- Hong, H., & Stein, J. C. (2003). Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes. *The Review of Financial Studies*, 16(2), 487-525.
- Houston, J. F., Jiang, L., Lin, C., & Ma, Y. (2014). Political connections and the cost of bank loans. *Journal of Accounting Research*, 52(1), 193-243.
- Hu, Y., Wang, C., Xiao, G., & Zeng, J. (2020). The agency cost of political connections: Evidence from China's File 18. *Pacific-Basin Finance Journal*, 64, 1-25.
- Hu, G., & Wang, Y. (2018). Political connections and stock price crash risk: The role of intermediary information disclosure. *China Finance Review International*, 8(2), 140-157.

- Hu, X., & Xu, H. (2017). Political Connections and Stock crash risk-Empirical evidence from A-share companies in China. *Malaysian E Commerce Journal (MECJ)*, 1(2), 4-7.
- Hussain, A., Aslam, H. M. S. I., Noor, U., Zafar, S., Saleem, A., & Hani, U. (2020). Impact of corporate political connections and audit quality on agency cost: Evidence from Pakistan. *International Journal of Management*, 11(8), 1533-1549.
- Hunjra, A. I., Mehmood, R., & Tayachi, T. (2020). How Do Corporate Social Responsibility and Corporate Governance Affect Stock Price Crash Risk?. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(2), 1-15.
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67-86.
- Jackowicz, K., Kozłowski, L., Podgórski, B., & Winkler-Drews, T. (2020). Do political connections shield from negative shocks? Evidence from rating changes in advanced emerging economies. *Journal of Financial Stability*, 51, 1-17.
- Jensen, M.C. (2004). The agency cost of overvalued equity and the current state of corporate finance. *European Financial Management*, 10 (4), 549-565.
- Jensen, M. C. (2005). Agency costs of overvalued equity. *Financial management*, 34(1), 5-19.
- 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.
- Jiang, G., Lee, C. M., & Yue, H. (2010). Tunneling through intercorporate loans: The China experience. *Journal of Financial Economics*, 98(1), 1-20.
- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R² around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 257-292.
- Johnson, S., & Mitton, T. (2003). Cronyism and capital controls: evidence from Malaysia. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 351-382.
- Kang, J. K., & Kim, J. M. (2010). Do foreign investors exhibit a corporate governance disadvantage? An information asymmetry perspective. *Journal of International Business Studies*, 41(8), 1415-1438.
- Khan, A., Mihret, D. G., & Muttakin, M. B. (2016). Corporate political connections, agency costs and audit quality. *International Journal of Accounting & Information Management*, 24(4), 357-374.
- Khwaja, A. I., & Mian, A. (2005). Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market. *The Quarterly Journal of Economics*, 120(4), 1371-1411.
- Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011a). CFOs versus CEOs: Equity incentives and crashes. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 713-730.
- Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011b). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics*, 100(3), 639-662.
- Kim, C. F., Pantzalis, C., & Park, J. C. Zhang. (2012). Political geography and stock returns: The value and risk implications of proximity to political power. *Journal of Financial Economics*, 106(1), 196-228.
- Kim, J. B., Yeung, I., & Zhou, J. (2019). Stock price crash risk and internal control weakness: presence vs. disclosure effect. *Accounting & Finance*, 59(2), 1197-1233.

- Kim, J. B., & Zhang, L. (2014). Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks. *Contemporary Accounting Research*, 31(3), 851-875.
- Kim, J. B., & Zhang, L. (2016). Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 412-441.
- Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. D. (2009). Do managers withhold bad news?. *Journal of Accounting Research*, 47(1), 241-276.
- Kusnadi, Y., & Srinidhi, B. (2020). Cross-country differences in the effect of political connections on stock price informativeness. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 16(2), 1-45.
- Kwak, W., Lee, H. Y., & Mande, V. (2009). Institutional ownership and income smoothing by Japanese banks through loan loss provisions. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 12(02), 219-243.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- Lee, W., & Wang, L. (2017). Do political connections affect stock price crash risk? Firm-level evidence from China. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 48(3), 643-676.
- Lei, A. C., & Song, F. M. (2011). Connected transactions and firm value: Evidence from China-affiliated companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(5), 470-490.
- Leuz, C., & Oberholzer-Gee, F. (2003). *Corporate transparency and political connections*. Office of Research, Singapore Management University.
- Li, S., Cao, F., Sun, J., & Hu, Q. (2020). Executive Political Connections, Information Disclosure Incentives, and Stock Price Crash Risk: Evidence from Chinese Non-State-Owned Enterprises. *Emerging Markets Finance and Trade*, 1-10.
- Li, X., & Chan, K. C. (2016). Communist party control and stock price crash risk: Evidence from China. *Economics Letters*, 141, 5-7.
- Li, H., Meng, L., Wang, Q., & Zhou, L. A. (2008). Political connections, financing and firm performance: Evidence from Chinese private firms. *Journal of Development Economics*, 87(2), 283-299.
- Li, X., Wang, S. S., & Wang, X. (2017). Trust and stock price crash risk: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 76, 74-91.
- Li, J., Wang, L., Zhou, Z. Q., & Zhang, Y. (2021). Monitoring or tunneling? Information interaction among large shareholders and the crash risk of the stock price. *Pacific-Basin Finance Journal*, 65(c), 1-20.
- Liu, Y., Ning, Y., & Davidson III, W. N. (2010). Earnings management surrounding new debt issues. *Financial Review*, 45(3), 659-681.
- Liu, J., Uchida, K., & Gao, R. (2012). Political connections and the long-term stock performance of Chinese IPOs. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 22(4), 814-833.
- Liao, Q. (2014). Overvaluation and stock price crashes: the effects of earnings management, *PHD in Accounting*, the Faculty of the Graduate School of the University of Texas at Arlington.
- Lim, H., Kang, S. K., & Kim, H. (2016). Auditor quality, IFRS adoption, and stock price crash risk: Korean evidence. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(9), 2100-2114.

- Lin, C. Y., Ho, P. H., Shen, C. H., & Wang, Y. C. (2016). Political connection, government policy, and investor trading: Evidence from an emerging market. *International Review of Economics & Finance*, 42, 153-166.
- Lin, J., An, Y., Yang, J., & Liang, Y. (2019). Price inversion and post lock-up period returns on private investments in public equity in China: An interest transfer perspective. *Journal of Corporate Finance*, 54, 47-84.
- Lin, L., & Manowan, P. (2012). Institutional ownership composition and earnings management. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 15(04), 15(4), 1-22.
- Liu, F., Lin, H., & Wu, H. (2018). Political connections and firm value in China: an event study. *Journal of Business Ethics*, 152(2), 551-571.
- Liu, L., Liu, Q., Tian, G., & Wang, P. (2018). Government connections and the persistence of profitability: Evidence from Chinese listed firms. *Emerging Markets Review*, 36, 110-129.
- Liu, Y., Ning, Y., & Davidson III, W. N. (2010). Earnings management surrounding new debt issues. *Financial Review*, 45(3), 659-681.
- Liu, Q., & Tian, G. (2012). Controlling shareholder, expropriations and firm's leverage decision: Evidence from Chinese Non-tradable share reform. *Journal of Corporate finance*, 18(4), 782-803.
- Luo, J. H., Gong, M., Lin, Y., & Fang, Q. (2016). Political connections and stock price crash risk: evidence from China. *Economics Letters*, 147, 90-92.
- McKnight, P. J., & Weir, C. (2009). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies a panel data analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), 139-158.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate governance, economic entrenchment, and growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655-720.
- Miettinen, T., & Poutvaara, P. (2014). A market for connections. *European Journal of Political Economy*, 33, 37-52.
- Micco, A., Panizza, U., & Yanez, M. (2007). Bank ownership and performance. Does politics matter?. *Journal of Banking & Finance*, 31(1), 219-241.
- Mitra, S., & Cready, W. M. (2005). Institutional stock ownership, accrual management, and information environment. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 20(3), 257-286.
- Narayanaswamy, R. (2013). Political connections and earnings quality: Evidence from India. *India Finance Conference (IFC)*, Indian institute of Management, Ahmedabad.
- Niu, W. N., Wu, W. X., Ling, L., & Zhou, R. X. (2018). Corporate Financial Policies under Heterogeneous Beliefs. *Journal of Management Science and Engineering*, 3(2), 101-124.
- Pan, H. B., Xia, X. P., & Yu, M. G. (2008). Government intervention, political connections and the mergers of local government-controlled enterprises. *Economic Research Journal*, 4, 41-52.
- Park, S. Y., & Jung, H. (2017). The effect of managerial ability on future stock price crash risk: Evidence from Korea. *Sustainability*, 9(12), 1-17.
- Park, S. H., Li, S., & David, K. T. (2006). Market liberalization and firm performance during China's economic transition. *Journal of International Business Studies*, 37(1), 127-147.

- Peng, W. Q., Wei, K. J., & Yang, Z. (2011). Tunneling or propping: Evidence from connected transactions in China. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 306-325.
- Piotroski, J. D., & Roulstone, D. T. (2004). The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm- specific information into stock prices. *The Accounting Review*, 79(4), 1119-1151.
- Piotroski, J. D., Wong, T. J., & Zhang, T. (2015). Political incentives to suppress negative information: Evidence from Chinese listed firms. *Journal of Accounting Research*, 53(2), 405-459.
- Robin, A. J., & Zhang, H. (2015). Do industry-specialist auditors influence stock price crash risk?. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(3), 47-79.
- Russo, C. E. F., 2019, "Political Connections, Firm Value and Performance in Brazil", *Mestrado em Administração*, Instituto Coppead De Administracao, Universidade Federal Do Rio De Janeiro.
- Sapienza, P. (2006). The effects of government ownership on bank lending. *Journal of Financial Economics. World Bank Publications*, 259-286.
- Shen, C. H., Chu, H. M., & Wang, Y. C. (2014). How do political connections affect firm value?. *Management Review*, 33, 105-109.
- Shin, J. Y., & Seo, J. (2011). Less pay and more sensitivity? Institutional investor heterogeneity and CEO pay. *Journal of Management*, 37(6), 1719-1746.
- Song, M., Ai, H., & Li, X. (2015). Political connections, financing constraints, and the optimization of innovation efficiency among China's private enterprises. *Technological Forecasting and Social Change*, 92, 290-299.
- Su, Z. Q., Fung, H. G., & Yau, J. (2013). Political connections and corporate overinvestment: Evidence from China. *International Journal of Accounting and Information Management*. 21, 285-296.
- Sun, J., Yuan, R., Cao, F., & Wang, B. (2017). Principal–principal agency problems and stock price crash risk: Evidence from the split- share structure reform in China. *Corporate Governance: An International Review*, 25(3), 186-199.
- Tee, C. M. (2017). Political connections, institutional investors monitoring and stock price synchronicity: Evidence from Malaysian firms. *Managerial Finance*, 43(11), 1236-1253.
- 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.
- Tee, C. M., Lee, M. Y., & Majid, A. (2021). Heterogeneous political connections and stock price crash risk: Evidence from Malaysia. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 31, 309-327.
- Tee, C. M., & Rasiah, P. (2020). Earnings persistence, institutional investors monitoring and types of political connections. *Asian Review of Accounting*, 28(3), 309-327.
- Tee, C. M., Yee, A. S. V., & Chong, A. L. (2018). Institutional investors' monitoring and stock price crash risk: evidence from politically connected firms. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 21(04), 1850028, 1-35.
- Ting, H. I. (2013). The influence of insiders and institutional investors on firm performance. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 16(04), 16(4), 1-38.

- Trifonov, D. (2021). Political connections of Russian corporations: Blessing or curse?. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 29, Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3587032.
- Velury, U., & Jenkins, D. S. (2006). Institutional ownership and the quality of earnings. *Journal of Business Research*, 59(9), 1043-1051.
- Wang, L. (2015). Protection or expropriation: Politically connected independent directors in China. *Journal of Banking & Finance*, 55, 92-106.
- Wang, Y., Yao, C., & Kang, D. (2019). Political connections and firm performance: Evidence from government officials' site visits. *Pacific-basin finance journal*, 57, Available at: <https://sci-hub.se/https://doi.org/10.1016/J.PACFIN.2018.05.003>.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *Accounting Review*, 112-134.
- Wu, H., Li, S., Ying, S. X., & Chen, X. (2018). Politically connected CEOs, firm performance, and CEO pay. *Journal of Business Research*, 91, 169-180.
- Wu, C. M., & Hu, J. L. (2019). Can CSR reduce stock price crash risk? Evidence from China's energy industry. *Energy Policy*, 128, 505-518.
- Wu, W., Wu, C., & Rui, O. M. (2012a). Ownership and the value of political connections: Evidence from China. *European Financial Management*, 18(4), 695-729.
- Wu, W., Wu, C., Zhou, C., & Wu, J. (2012b). Political connections, tax benefits and firm performance: Evidence from China. *Journal of Accounting and Public policy*, 31(3), 277-300.
- Xu, N., Chan, K. C., Jiang, X., & Yi, Z. (2013). Do star analysts know more firm-specific information? Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 37(1), 89-102.
- Xu, N., Li, X., Yuan, Q., & Chan, K. C. (2014). Excess perks and stock price crash risk: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 25, 419-434.
- Xu, N., Yuan, Q., Jiang, X., & Chan, K. C. (2015). Founder's political connections, second generation involvement, and family firm performance: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 33, 243-259.
- Yang, D., Lu, Z., & Luo, D. (2014). Political connections, media monitoring and long-term loans. *China Journal of Accounting Research*, 7(3), 165-177.
- Yeung, W. H., & Lento, C. (2018). Stock price crash risk and unexpected earnings thresholds. *Managerial Finance*, 44(8), 1012-1030.
- Yu, J., & Mai, D. (2020). Political turnover and stock crash risk: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 61(June), 1-21.
- Zhang, Z. P., & Fang, H. X. (2013). Government control, political connections and corporate information disclosure—case of disclosing internal control attestation reports. *Economic Management Journal*, 2, 105-114.
- Zhang, M., Liu, Y., Xie, L., & Ye, T. (2017). Does the cutoff of “red capital” raise a red flag? Political connections and stock price crash risk. *The North American Journal of Economics and Finance*, 39, 89-109.
- Zhu, W. (2016). Accruals and price crashes. *Review of Accounting Studies*, 21(2), 349-399.