مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية
قسم المحاسبة والمراجعة

العدد الثالث– سبتمبر 2023– المجلد السابع

أثر تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار: الدور المُعدِّل للروابط السياسية

د/ محمد صابر حموده السيد[1]
أستاذ مساعد بقسم المحاسبة
كلية التجارة – جامعة المنوفية

د/ علاء عاشور عبدالله زلط[2]
أستاذ مساعد بقسم المحاسبة
كلية التجارة – جامعة المنوفية

د/ طارق محمد عمر حشاد[3]
مدرس بقسم المحاسبة
كلية التجارة – جامعة المنوفية
والمعار إلى كلية إدارة الأعمال – جامعة المجمعة

ملخص البحث

الهدف: استهدفت الدراسة اختبار أثر تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار، فضلاً عن دراسة الدور المُعدِّل للروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار.

المنهجية: استخدمت الدراسة منهجاً كمياً لتقييم أثر الروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار لعينة مكونة من (34) شركة بإجمالي مشاهدات بلغت (476) مشاهدة موزعة على سبع قطاعات بنسبة (18.48%) من إجمالي الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة 2008م– 2021م. وقد اعتمدت الدراسة لاختبار فروضها على تحليل الانحدار الخطي المتعدد واختبار كروسكال واليس.

النتائج: خلصت نتائج الدراسة إلى تباين أثر تقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال بتباين فترات الأزمات والاستقرار، حيث لوحظ وجود أثر سلبي لتقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال في فترة الأزمة المالية دون الفترات الأخرى، تباين أثر تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال بتباين فترات الأزمات والاستقرار حيث لوحظ وجود أثر سلبي لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات عند مستوى معنوية (1%)

E.mail: Mohamed.elsayed@commerce.menofia.edu.eg[1]
E.mail: Alaa.zalat@commerce.menofia.edu.eg[2]
E.mail: tareq.elhashad1002354@commerce.menofia.edu.eg[3]

وفي فترة الاستقرار عند مستوى معنوية (5%)، بالإضافة إلي عدم تباين أثر القوة السياسية والاتصال السياسي على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار حيث لوحظ عدم وجود أثر معنوي للروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال، تباين أثر القوة السياسية على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار حيث كانت للقوة السياسية أثر ايجابي على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترتي الأزمة المالية والسياسية حيث تؤدي إلى ضعف الأثر السلبي لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال، كما أظهرت النتائج تباين أثر الاتصال السياسي على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار حيث كان للاتصال السياسي أثر سلبي على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترة أزمة كورونا حيث أدي إلى زيادة الأثر السلبي لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال، فضلاً عن وجود فروق معنوية بين فترات الأزمات والاستقرار حول تقلبات الأرباح، القوة السياسية، والاتصال السياسي، وعدم وجود فروق معنوية بين تلك الفترات حول تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية، وتكلفة رأس المال.

الأهمية: تساهم الدراسة في الأدبيات من خلال التحقق في كل من الآثار الإيجابية والسلبية للروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار من أجل تحديد مصادر التمويل المناسبة لتنفيذ الاستثمارات والخطط المستقبلية بما يؤدي إلى زيادة قدرة الشركات على البقاء والنمو في المستقبل خاصة في ظل فترات الأزمات.

الكلمات المفتاحية: تقلبات الأرباح / تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية / تكلفة رأس المال/الروابط السياسية / فترات الأزمات والاستقرار.

The Impact of Earnings, Operating Cash Flow Volatility on the Cost of Capital in Crisis and Stability Periods: The Moderating Role of Political Connections

Abstract

Purpose: This study examines the impact of earnings volatility, operating cash flow volatility on the cost of capital in crisis and stability periods. Additionally, the moderating role of political connections on the relationship between earnings volatility and operating cash flow volatility and the cost of capital in crisis and stability periods.

Methodology: The study uses a quantitative approach to assess the impact of political connections on the relationship between earnings volatility, operating cash flow volatility and the cost of capital in crisis and stability periods for a sample of (34) firms in (7) sectors representing (18.48%) of the total number of all firms listed on the Egyptian Stock Exchange from 2008 to 2021 with (476) firm-year observations. The multiple linear regression analysis and the Kruskal-Wallis test are used to test the hypotheses.

Findings: The results resented that the impact of earnings volatility on the cost of capital varied according to crisis and stability periods, where there was a negative impact of earnings volatility on the cost of capital in the financial crisis period and not in other periods. The impact of operating cash flow volatility on the cost of capital varied according to crisis and stability periods, where there was a negative impact of operating cash flow volatility on the cost of capital in crisis periods at a level of significance of 1% and in a stability period at a level of significance of 5%. There was insignificant impact of political connections on the relationship between earnings volatility and the cost of capital in crisis and stability periods. The impact of political strength varied on the relationship between operating cash flows volatility and the cost of capital in crisis and stability periods, where political strength had a positive impact on the relationship between operating cash flow volatility and the cost of capital in financial and political crisis periods, as it leads to a weak of a negative impact of operational cash flow volatility on the cost of capital. There was a variance in the impact of political connectivity on the relationship

between cash flow volatility and the cost of capital in crisis and stability periods. Where political connectivity had a negative impact on the relationship between operating cash flow volatility and the cost of capital in the Corona crisis, as it leads to an increase of a negative impact of operational cash flow volatility on the cost of capital. Finally, the results show significant differences between crisis and stability periods regarding earnings volatility, political strength, and political connectivity, and the absence of significant differences between those periods regarding operating cash flow volatility and the cost of capital.

Originality/value: The study contributes to the literature by investigating both the positive and negative effects of political connections on the relationship between earnings volatility, operating cash flow volatility, and the cost of capital in crisis and stability periods in order to identify appropriate financing sources for the implementation of investments and future plans, which leads to an increase in the ability of companies continuity and growth in the future, especially in times of crisis.

Keywords: Earnings Volatility, Cash Flow Volatility, Cost of Capital, Political Connections, Crisis and Stability Periods.

1- مقدمة ومشكلة الدراسة

تُمثل معلومات الأرباح إحدى الركائز الأساسية لاتخاذ القرارات الاقتصادية للأطراف أصحاب المصالح، حيث يرى مساهمو وملاك الشركة أن رقم الربح المحاسبي هو المُعبر الأساسي عن التطور في ثروة الملاك وتعظيم قيمة الشركة. كما يعتبر المحدد الأساسي لسياسة التوزيعات النقدية ومكافأة مديري الشركة، بينما يرى الدائنون والمقرضون أن رقم الربح المحاسبي بمفرده لا يُعد دليلاً كافياً لقدرة الشركة على النمو والاستمرار حيث يجب الاعتماد على استمرارية الأرباح في المستقبل ونمو الأرباح والتي قد تعطي الثقة للمقرضين في مدى قدرة الشركة على سداد التزاماتها قصيرة وطويلة الأجل ومن ثم القدرة على البقاء والنمو (Huq, 2016; Ilyas et al., 2016).

وحتى يمكن قياس مدى استمرارية الأرباح في المستقبل كمقياس لبقاء الشركة ونموها فقد اتجه العديد من الدراسات المحاسبية (Allyannis and Weston, 2003; Jayarman ,2008; Dreyer, 2010; Nguyet, 2017; Shahid, 2018; Rusdiyanto and Nasra, 2019; Pongrangga and Kurniawati, 2020; Ikhsan, 2022) إلى الأخذ في الاعتبار أثر تقلبات الأرباح على قرارات أصحاب المصالح، حيث أشارت إلى أن تقلبات الأرباح تؤثر بشكل كبير على العديد من المتغيرات والتي يتمثل أهمها في مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وسيولة الأسهم، واستدامة الأرباح المحاسبية، وهيكل رأس المال، ومستوى التحفظ المحاسبي، وتكلفة الأموال المملوكة والمقترضة ومن ثم على قيمة الشركة ككل.

وقد تناولت العديد من الدراسات طبيعة العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال حيث قد تؤدى تقلبات الأرباح إلى انخفاض ثقة الدائنين في قدرة الشركة على سداد التزاماتها وفي قدرتها على النمو والتوسع في المستقبل مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الاقتراض والتي تنعكس سلباً على ارتفاع تكلفة رأس المال (Hunt et al., 1997; Dreyer, 2010; Huq, 2016; Ilyas et al., 2016). وعلى الجانب الآخر فقد أشارت دراسة كل من (Pongrangga and Kurniawati, 2020; Ikhsan, 2022) إلى وجود علاقة طردية بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال نظراً لعدم قدرة المقرضين على رفع نسب فائدة القروض خاصة بعد فترات الأزمات نتيجة توقف السوق وعدم قدرة المقترضين على مواجهة أزماتهم المالية.

وفي نفس السياق وفي أعقاب فترات الأزمات المتلاحقة من أزمات مالية وسياسية وصحية، فقد زاد اهتمام أصحاب المصالح بمعلومات التدفقات النقدية والتي توفر معلومات تفصيلية عن الموقف التشغيلي والتمويلي والاستثماري في الشركات، فضلاً عن تأثيرها على تكلفة رأس المال، حيث يؤدي ارتفاع تقلبات التدفقات النقدية إلى زيادة ميل الشركات إلى استخدام سياسات تمويل بالديون قصيرة الأجل. فكلما زادت تقلبات التدفقات النقدية كلما ارتفعت تكلفة رأس المال المقترض نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة وعُزوف

المقرضين عن تمويل الشركات لعدم ثقة الدائنين في قدرة الشركة على سداد التزاماتها. ويتفق ذلك مع نظرية إدارة المخاطر والتي تشير إلى أن جهود المديرين تعتمد على تخفيض تقلبات التدفقات النقدية بغرض تعظيم قيمة الشركة (Memon et al., 2018; Shahid, 2018; Kefee and Nguyen, 2020). إلا أن دراسة Roddenhof (2019) أشارت إلى وجود علاقة طردية بين تقلبات التدفقات النقدية وتكلفة رأس المال، كما خلصت دراسة Joos and Ohlin (2017) إلى عدم تأثر تكلفة رأس المال بالتقلبات في التدفقات النقدية على مستوى القطاعات ككل.

وقد حظي مفهوم تكلفة رأس المال باهتمام كبير خاصة نتيجة لتعدد وتلاحق الأزمات المالية والسياسية والصحية حيث زاد الجدل في الفكر المحاسبي فيما يتعلق بأهمية تحديد تكلفة رأس المال ودراسة العوامل المؤثرة على قرارات الشركة الاستثمارية والمتمثلة في جذب استثمارات من خلال ضخ رؤوس أموال المساهمين أو اللجوء لمصادر تمويلية خارجية لهذه الاستثمارات تتمثل في التمويل بالديون سواءً أكانت قصيرة أو طويلة الأجل. وتعتمد هذه القرارات على حساب متوسط تكلفة رأس المال. فمن ناحية رأس المال المقترض، تهتم الشركات بآلية حساب الفائدة المدفوعة للمقرضين، أما من ناحية تكلفة رأس المال المملوك تهتم بآلية توزيعات الأرباح على المساهمين والملاك. إلا أن النمو في الأداء التشغيلي للشركة لا ينعكس فقط من خلال نمو الأرباح أو استمرارية الأرباح أو القدرة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية، وإنما تعكس أرقام التدفقات النقدية بشكل كبير النمو في العمليات التشغيلية للشركة وكذلك قدرتها على مواجهة عملياتها التمويلية وتحقيق خططها المستقبلية من خلال أرقام التدفقات النقدية.

وتعكس التقلبات في الأرباح والتقلبات في التدفقات النقدية ما تواجهه الشركات في فترات الأزمات المالية والسياسية والصحية والتي يكون لها آثارها السلبية على الأداء المالي للشركة. إذ تعرضت المنطقة العربية لسلسلة من الثورات السياسية والتي نتج عنها أزمات شديدة لم تخرج معظم الدول منها حتى الآن، حيث نتج عن هذه الأزمات السياسية عدم كفاية التدفقات النقدية والسيولة اللازمة لممارسة المهام التشغيلية للشركة وزيادة أنشطتها التمويلية نتيجة اللجوء للاقتراض وانخفاض حاد في أنشطتها الاستثمارية مما أدى إلى ارتفاع تكلفة رأس المال نتيجة عزوف المقرضين عن إقراض الشركات. كما تعرض العالم خلال الفترة من2020م إلى 2021م إلى أزمات صحية تتمثل في انتشار وباء كورونا والذي أدى إلى إغلاق كلي إجباري في دول العالم تمثل في فرض قيود على حركة الأفراد وتوقف شبه كلي للصادرات والواردات مما انعكس على تدهور الأداء المالي للشركات وتوقف نمو العمليات الاستثمارية، بما أدى إلى قيام الشركات بالبحث عن مصادر تمويل جديدة تتمثل في الاقتراض والذي انعكس بظلاله على تكلفة رأس المال.

وقد تلجأ الشركات إلى استغلال روابطها السياسية للخروج من أزماتها المالية والصحية والسياسية سواء من خلال استغلال القوة السياسية للتأثير على صناع القرار من أجل الحصول على مزايا تمويلية للخروج

من بؤرة الأزمات المتلاحقة، أو من خلال استغلال الاتصال السياسي لمساهميها بصناع القرار والدوائر التنفيذية لتحقيق أقصى استفادة ممكنة. وقد أشار العديد من الدراسات (Boubakri et al., 2008; Bliss and Gul, 2012; Benchrikh and taktak, 2017; Tee, 2018) إلى دور الروابط السياسية في حصول الشركات على قروض بمعدلات فائدة منخفضة عن مثيلاتها من الشركات غير المرتبطة سياسياً نظراً لقدرة مديري هذه الشركات على ممارسة ضغوط على متخذي القرار، أو أن الشركات المرتبطة سياسياً تكون أقل عرضة للمخاطر من نظيراتها من الشركات الأخرى. كما أنها تعطي للشركة ميزة عن الشركات العائلية أو الخاصة في القدرة على أخذ صور متعددة من الدعم الحكومي متمثلاً في مزايا ضريبية ومعاملة من الجهات الحكومية الأخرى (الفقي والزكي، 2019).

ويمكن تصنيف الروابط السياسية إلى نوعين، حيث يتمثل النوع الأول في الاتصال السياسي والذي يعبر عن تركز ملكية الشركة في الملكية الحكومية أو إذا كان المدير التنفيذي للشركة أو رئيس مجلس الإدارة أو أي من الإدارة العليا للشركة ينتسب إلى جهة تنفيذية أو عضو بالبرلمان أو وزير في الحكومة أو قريب من الدوائر السياسية متخذة القرار. بينما يتمثل النوع الثاني في القوة السياسية والتي تعبر عن عدد الأفراد داخل مجلس الإدارة والذين لهم روابط سياسية تتمثل في الانتساب إلى جهة تنفيذية أو عضو بالبرلمان أو وزير في حكومة الدولة أو قريب من الدوائر السياسية متخذة القرار (Egghe, 2019; Xie and Zhang, 2020; Abdel-Fattah et al., 2020; El-Shayeb, 2023).

يتضح مما سبق زيادة اهتمام الدراسات السابقة بدراسة وتحليل طبيعة العلاقة بين تقلبات الأرباح وتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال لما توفره من معلومات هامة تساعد على اتخاذ القرارات وتحديد مصادر التمويل المختلفة. إلا أنه لوحظ وجود اختلاف بين نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة هذه العلاقة، والدور الذي يمكن أن تقوم به الروابط السياسية كمتغير مُعدِّل في التأثير على هذه العلاقة خاصة خلال فترات الأزمات والاستقرار. ومن ثم تُثير مشكلة الدراسة العديد من التساؤلات التي تعكس جوهر المشكلة البحثية والتي تتمثل في الأسئلة التالية:

1-1 ما هو أثر تقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار؟

2-1 ما هو أثر تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار؟

3-1 ما هو أثر الروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار؟

1-4 ما هو أثر الروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار؟

1-5 ما مدى الاختلاف بين فترات الأزمات والاستقرار حول تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال والروابط السياسية؟

2- أهداف الدراسة

يتمثل الهدف الأساسي للدراسة في تحديد أثر تقلبات الأرباح وتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار، فضلاً عن تحديد الدور المُعدِّل للروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار بغرض تحديد مصادر التمويل المناسبة للشركة ذات التكلفة المنخفضة لتنفيذ استثماراتها وخططها المستقبلية بالشكل الذي ينعكس على زيادة قدرتها على البقاء والنمو في المستقبل. ويمكن تحقيق هذا الهدف من خلال الأهداف الفرعية التالية:

2-1 تحديد أثر تقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار.

2-2 اختبار أثر تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار.

2-3 فحص أثر الروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار.

2-4 التحقق من أثر الروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار.

2-5 تحديد مدى الاختلاف بين فترات الأزمات والاستقرار حول تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال والروابط السياسية.

3- أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها من مجموعة المساهمات التالية:

3-1 رغم قدم تناول الأدبيات المحاسبية لتكلفة رأس المال، إلا أن دراسة أثر تقلبات الأرباح وتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال خلال فترات الأزمات المختلفة لم تحظ بالاهتمام الكافي في الفكر المحاسبي في البيئة العربية وهو ما يمثل إسهاماً للدراسة لمعرفة سمات الشركات المصرية في فترات الأزمات (المالية والسياسية والصحية) وفي فترات الاستقرار، وبيان مدى

الاختلاف بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصري فيما يتعلق بتقلبات الأرباح وتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتأثيرها على تكلفة رأس المال من ناحية، ودراسة الدور المُعدِّل للروابط السياسية على هذه العلاقة من ناحية أخري.

3-2 توجيه اهتمام أصحاب المصالح المختلفة إلى محددات تكلفة رأس المال من خلال تقديم دليل تطبيقي حول أثر تقلبات الأرباح وتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في بيئة الأعمال المصرية في فترات الأزمات والاستقرار، بما يؤدي إلى توفير معلومات لمتخذي القرار لتجنب ضياع فرص استثمارية نتيجة ارتفاع تكلفة مصادر التمويل الخارجية أو تجنب الإفراط في الاستثمار نتيجة توافر مصادر التمويل الداخلية.

3-3 توجيه اهتمام إدارة الشركات إلى أهمية الروابط السياسية في التأثير على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال خاصة في فترات الأزمات والاستقرار من خلال صياغة نموذج مقترح لدراسة أثر الروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار، بما يؤدي إلى زيادة الوعي بمصادر التمويل الأقل تكلفة والحصول على مزايا تمويلية للخروج من الآثار السلبية خلال فترة الأزمات.

3-4 إجراء الدراسة التطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري خلال فترات الأزمات والاستقرار الذي يعتبر أحد المقومات الأساسية لتحقيق التنمية الاقتصادية وأحد أهم الروافد التي تعكس بصورة مباشرة أثر الأزمات على الاقتصاد المصري.

4- نطاق الدراسة

اقتصرت الدراسة الحالية في قياس تكلفة رأس المال على نموذج المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال والذي يعتبر من أكثر النماذج استخداماً في الدراسات المحاسبية، كما أنه أكثر دقة من نماذج القياس الأخرى حيث يتضمن كلاً من تكلفة رأس المال المملوك وتكلفة رأس المال المقترض (Frank and Shen, 2016; Suto and Takehara, 2017).

كما اقتصرت الدراسة في قياس الروابط السياسية على القوة السياسية والاتصال السياسي دون المقاييس الأخرى التي تأخذ في اعتبارها الملكية الحكومية أو ملكية المساهم المسيطر الحكومي، وبما يتفق ذلك مع الدراسات ذات الصلة (Egghe, 2019; Xie and Zhang, 2020; Abdel-Fattah et al., 2020; El-Shayeb, 2023).

بينما اقتصرت الدراسة التطبيقية على الفترة الزمنية الممتدة من عام 2005 إلى عام 2021م، حيث تم قياس متغيرات الدراسة عن الفترة من عام 2008 إلى عام 2021م وكانت الفترة من عام 2005 إلى عام 2007م ضرورية لقياس تقلبات الأرباح وتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية والتي تعتمد على الانحراف المعياري لخمس سنوات. كما تم تقسيم الفترة الزمنية إلى أربع فترات زمنية تتمثل في فترة الأزمة المالية من عام 2008 إلى عام 2010م، فترة الأزمة السياسية من عام 2011 إلى عام 2013م، فترة الاستقرار من عام 2014 إلى عام 2019، وفترة أزمة كورونا من عام 2020 إلى عام 2021م.

5- خطة الدراسة

من أجل تحقيق أهداف الدراسة، فقد تم تقسيم ما تبقى من الدراسة إلى ستة أقسام رئيسية وهي مراجعة الأدبيات ذات الصلة وتطوير فروض الدراسة، منهجية الدراسة التطبيقية، تحليل نتائج الدراسة، نتائج الدراسة، توصيات الدراسة، فضلاً عن مجالات الدراسة المستقبلية.

6- مراجعة الأدبيات ذات الصلة وتطوير فروض الدراسة

6-1 مفهوم ونماذج قياس تكلفة رأس المال

زاد اهتمام الفكر المحاسبي بتكلفة رأس المال من أجل تحديد مصادر التمويل اللازمة للشركة لتنفيذ استثماراتها وخططها المستقبلية. وتشير تكلفة رأس المال إلى معدل العائد الذي يرغب عنده مساهم ما أو مقرض ما في تقديم تمويل إلى شركة معينة اعتماداً على معدل المخاطر الذي يمكن تحمله. وكلما زادت مستويات المخاطر المحتملة كلما زادت تكلفة رأس المال (Comman, 2011). وتتمثل مصادر التمويل في المصادر الداخلية من خلال زيادة رأس المال أو استخدام الاحتياطيات والأرباح المحتجزة، بالإضافة إلى المصادر الخارجية من خلال التمويل بالديون قصيرة أو طويلة الأجل (Zhang, 2013).

ويمكن قياس تكلفة رأس المال من خلال تكلفة رأس المال المملوك، وتكلفة رأس المال المقترض، والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (Sengupta, 1998; Lee et al., 2008; Liu, 2010; Orens et al., 2010; Aubert et al., 2017). إذ تشير تكلفة رأس المال المملوك إلى الحد الأدنى للعائد المطلوب تحقيقه على الاستثمارات في الأسهم العادية والذي يجب ألا يقل عن العائد الذي يمكن الحصول عليه في حالة استثمار نفس المبلغ في استثمارات أخرى لها نفس مستوى المخاطر (الحناوي، 2018). ويمكن قياس تكلفة رأس المملوك من خلال نماذج الدخل المباشر التي تتمثل في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أو نموذج Fama and French, 1996، إلا أن هذه النماذج يؤخذ عليها عدم قدرتها على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، أو من خلال نماذج الدخل غير المباشر التي تتمثل في نماذج خصم

التدفقات النقدية المستقبلية، ونماذج خصم التوزيعات، ونماذج الدخل المتبقي، ونماذج النمو غير العادي في الأرباح. إلا أنه يؤخذ على هذه النماذج الاعتماد على تحليلات وتنبؤات مالية معقدة في القياس وقدرة الشركات على إدارة تنبؤات المحللين الماليين للأرباح والتدفقات النقدية من أجل صياغة أفضل تنبؤات ممكنة تخدم مصالح إدارة الشركة، فضلاً عن نماذج متوسط تكلفة رأس المال المملوك. إلا أن تطبيق هذه النماذج يكون معقداً بشكل كبير ويحتاج إلى تحليل معلومات قد لا تكون متوافرة في الأسواق الناشئة (Lee et al., 2008).

بينما تتمثل تكلفة رأس المال المقترض في معدل الفائدة المطلوب مقابل التمويل بالديون أو الاقتراض طويل الأجل (الحناوي، 2018)، وهو النوع الأكثر استخداماً بين الشركات للحصول على التمويل اللازم للقيام بالإنفاق الاستثماري أو مواجهة الالتزامات المحتملة (Beatty et al., 2008; Aldamen and Duncan, 2012).

في حين يعتبر المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال مقياساً مالياً لترجيح الوزن النسبي لكل مصدر من مصادر تمويل رأس المال (بريك، 2020). ويعتبر نموذج المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال من أكثر النماذج استخداماً في الدراسات المحاسبية حيث يتضمن كلاً من تكلفة رأس المال المملوك وتكلفة رأس المال المقترض (Frank and Shen, 2016; Suto and Takehara, 2017).

2-6 طبيعة العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال

تناولت العديد من الدراسات طبيعة العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال. إلا أنه لوحظ وجود تباين بين نتائج تلك الدراسات حول طبيعة هذه العلاقة، حيث قد يؤدي ارتفاع تقلبات الأرباح إلى انخفاض ثقة الدائنين في قدرة الشركة على سداد التزاماتها وقدرتها على النمو والتوسع في المستقبل بما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الاقتراض وما يستتبعه من زيادة تكلفة رأس المال (Hunt et al., 1997; Keefe and Yaghoubi, 2014; Huq, 2016; Ilyas et al., 2016). كما أنه في فترات الأزمات وخاصة في فترات الأزمات المالية تنخفض قدرة الشركة على مواجهة التقلبات في أسعار الصرف نتيجة ركود عمليات الاستيراد والتصدير بما يخلق مشاكل في العمليات التشغيلية للشركة وانخفاض قدرتها على تمويل خططها الاستثمارية من خلال مصادر التمويل الداخلية مما يؤدى إلى زيادة تكلفة رأس المال (Hallsten et al., 2010; Ahmed et al., 2020; Zachariadis, 2020; Arianpoor and Asali, 2023).

وفي هذا السياق فقد كشفت دراسة Hunt et al. (1997) عن وجود أثر سلبي لتقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال وذلك لعينة مكونة من (2284) شركة بإجمالي مشاهدات بلغت (11976) مشاهدة خلال الفترة من 1983م إلى 1992م. في حين توصلت دراسة Dreyer (2010) التي أجريت على عينة

مكونة من (110) شركة مقيدة في سوق الأوراق المالية بجوهانسبرج خلال الفترة من 1999م إلى 2009م إلى وجود علاقة عكسية بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال المقترض. كما خلصت دراسة Huq (2016) إلى وجود أثر سلبي لتقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال المقترض وذلك لعينة مكونة من (77833) شركة خلال الفترة من 2006م إلى 2013م. بينما أشارت دراسة Ilyas et al. (2016) إلى وجود أثر سلبي لتقلبات الأرباح على هيكل رأس المال نظراً لأن ارتفاع تقلبات الأرباح يؤدى إلى انخفاض ثقة الدائنين في قدرة الشركات على سداد التزاماتها وقدرتها على النمو والتوسع في المستقبل وذلك من خلال دراسة تطبيقية أجريت على عينة مكونة من (267) شركة من الشركات غير المالية الباكستانية خلال الفترة من 2006م إلى 2014م.

وعلى الجانب الأخر ففي ظل الأزمات وخاصة أزمة كورونا والتي أدت إلى اغلاق كلي للدول وفرض القيود على حركة الأفراد والسلع والخدمات عالمياً، وانخفاض تقلبات الأرباح نتيجة التوقف الجزئي أو الكلي للشركات على مستوى العالم، ونظراً لعدم قدرة المقرضين على رفع معدل الفائدة على القروض نتيجة توقف السوق وعدم قدرة المقترضين على مواجهة أزماتهم المالية فقد أدى ذلك إلى وجود علاقة طردية بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال (Pongrangga and Kurniawati,2020; Ikhsan, 2022).

وفي هذا السياق فقد أشارت دراسة Pongrangga and Kurniawati (2020) إلى وجود أثر ايجابي لتقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال المقترض بالتطبيق على عينة مكونة من (1100) مشاهدة خلال الفترة من 2012م إلى 2016م. كما توصلت دراسة Ikhsan (2022) إلى وجود أثر ايجابي لتقلبات الأرباح على هيكل رأس المال خلال فترة أزمة كورونا من خلال دراسة تطبيقية أجريت على شركات القطاع الصحي الاندونيسي خلال الفترة من 2010م إلى 2020م. بينما خلصت دراسة Tjondro et al. (2020) والتي أجريت على عينة مكونة من (62) شركة غير مالية بإجمالي مشاهدات بلغت (310) مشاهدة خلال الفترة من 2014م إلى 2018م إلى عدم وجود أثر معنوي بين تقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال المقترض.

يتضح مما سبق وجود اختلاف بين نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال نظراً لعدم وجود مؤشرات واضحة لأثر تقلبات الأرباح على زيادة (انخفاض) تكلفة رأس المال في الشركات خاصة في فترات الأزمات. وقد يرجع ذلك إلى اختلاف بيئة الشركات والقوانين المنظمة وطبيعة الصناعة ومدى كفاءة الأسواق المالية، بما يتطلب ضرورة تحديد أثر تقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال في بيئة الأعمال المصرية والتي قد تختلف عن البيئة الأجنبية. وبالتالي يمكن صياغة الفرض الأول كما يلي:

"لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار".

3-6 طبيعة العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال

تناولت العديد من الدراسات السابقة طبيعة العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال، إلا أنه لوحظ وجود تباين بين نتائج تلك الدراسات حول طبيعة هذه العلاقة. إذ قد تؤدي زيادة تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية إلى انخفاض تكلفة رأس المال حيث إن الشركات التي تواجه مشاكل تتعلق بتقلبات التدفقات النقدية تلجأ إلى مصادر التمويل الخارجية نظراً لأن حساسية قرارات الاستثمار لتقلبات التدفقات النقدية تكون أكبر للشركات التي تعتمد على التمويل الخارجي. ويتفق ذلك مع نظرية إدارة المخاطر والتي تقوم على أساس أن الشركات التي لديها تقلبات مرتفعة في التدفقات النقدية تميل إلى استخدام سياسات تمويل بالديون قصيرة الأجل. فكلما زادت تقلبات التدفقات النقدية كلما انخفضت تكلفة رأس المال المقترض نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة وعزوف المقرضين عن تمويل الشركات لعدم ثقة الدائنين في قدرة الشركة على سداد التزاماتها (Memon et al., 2018; Shahid, 2018; Kefee and Nguyen, 2020).

وفي هذا السياق فقد أشارت دراسة Minton and Schrand (1998) التي تعتبر إحدى الدراسات الرائدة إلى وجود أثر سلبي لتقلبات التدفقات النقدية على تكلفة رأس المال المقترض بالتطبيق على عينة مكونة من (1135) شركة خلال الفترة من 1989م إلى 1994م. كما توصلت دراسة Dudley and James (2015) إلى وجود أثر سلبي لتقلبات التدفقات النقدية على رأس المال المقترض (بالديون) من خلال دراسة تطبيقية أجريت على (4459) شركة صناعية أمريكية خلال الفترة من 1980م إلى 2005م. بينما خلصت دراسة Santosuosso (2015) التي أجريت على عينة مكونة من (198) شركة مقيدة في سوق الأوراق المالية الإيطالي خلال الفترة من 2005م إلى 2018م إلى وجود علاقة عكسية بين تقلبات التدفقات النقدية ومعدل الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الديون، فضلاً عن وجود علاقة عكسية بين الرافعة المالية مقاسة بإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول وتقلبات التدفقات النقدية وخاصة في الشركات ذات التقلب المنخفض في التدفقات النقدية. بينما لم تظهر هذه العلاقة مع الشركات ذات التقلبات العالية في التدفقات النقدية.

كما كشفت دراسة Karimli (2018) عن وجود علاقة عكسية بين تقلبات التدفقات النقدية وتكلفة رأس المال المقترض بالتطبيق على الشركات العامة الأمريكية خلال الفترة من 1980م إلى 2016م. في حين أشارت دراسة Memon et al. (2018) إلى وجود أثر سلبي لتقلبات التدفقات النقدية على تكلفة رأس المال المقترض بالتطبيق على عينة مكونة من (2235) شركة صينية خلال الفترة من 1997م إلى

2015م حيث تميل الشركات الصينية إلى استخدام الديون قصيرة الأجل في تمويل رأس المال المقترض. وتوصلت دراسة Kefee and Nguyen (2020)، إلى وجود أثر سلبي لتقلبات التدفقات النقدية على تكلفة رأس المال المقترض بالتطبيق على عينة مكونة من (206,445) مشاهدة في (42) دولة خلال الفترة من 1990م إلى 2015م حيث تميل الشركات ذات التقلبات العالية في التدفقات النقدية إلى التمويل باستخدام الديون قصيرة الأجل.

وعلى الجانب الأخر فقد استهدفت دراسة Joos and Ohlin (2017) اختبار أثر تقلبات التدفقات النقدية على هيكل رأس المال في فترات ما قبل وأثناء وبعد الأزمات المالية بالتطبيق على عينة مكونة من سبع قطاعات مقيدة في سوق الأوراق المالية بستوكهولم خلال الفترة من 2006م إلى 2016م. وقد أشارت الدراسة إلى عدم تأثر هيكل رأس المال بالتقلبات في التدفقات النقدية على مستوى القطاعاتً ككل في الفترات المختلفة قبل وأثناء وبعد الأزمات المالية. في حين وجدت أثراً إيجابيا لتقلبات التدفقات النقدية على هيكل رأس المال في شركات قطاع صناعات السلع الغذائية خلال وبعد الأزمات المالية وفي قطاع الخدمات المالية في فترة ما بعد الأزمات المالية. كما خلصت دراسة Roddenhof (2019) إلى وجود علاقة طردية بين تقلبات التدفقات النقدية وتكلفة رأس المال المملوك بالتطبيق على عينة مكونة من (5721) شركة مدرجة على مستوي العالم خلال الفترة من 2009م إلى 2018م.

يتضح مما سبق وجود اختلاف بين نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال نظراً لعدم وجود مؤشرات واضحة لأثر تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على زيادة (انخفاض) تكلفة رأس المال في الشركات خاصة في فترات الأزمات. وقد يرجع ذلك إلى اختلاف البيئة التطبيقية، وطبيعة الصناعة، والفترة الزمنية، ومؤشرات سوق الأوراق المالية لتلك الدراسات، بما يتطلب ضرورة تحديد أثر تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في البيئة المصرية والتي قد تختلف عن البيئة الأجنبية. وبالتالي يمكن صياغة الفرض الثاني كما يلي:

"لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار".

6-4 طبيعة العلاقة بين الروابط السياسية وتكلفة رأس المال

تمثل الروابط السياسية إحدى الأدوات التي تستخدمها الشركات للحصول على مزايا تمويلية من خلال استغلال علاقات مساهمي أو رئيس مجلس الإدارة أو المدير التنفيذي للشركة والذي قد يكون لديه علاقات مع إحدى الدوائر السياسية، أو أن يكون مشاركاً في دعم أو تمويل الحملات الانتخابية للمرشحين للبرلمان أو الرئاسة أو أن يكون لديه صلة قرابة أو نسب أو صداقة مع أحد من المقربين للسلطة التشريعية أو

السلطة التنفيذية للدولة أو أن يكون عضواً في مجلس النواب (Winsu, 2019; Abdul Wahab et al., 2020; Mehta et al., 2020; Junus et al., 2022; Tawfik et al., 2022; Chen et al., 2023).

وقد تناولت الدراسات السابقة طبيعة العلاقة بين الروابط السياسية وتكلفة رأس المال حيث أشارت نتائج دراسة Boubakri et al. (2008) إلى انخفاض تكلفة رأس المال للشركات ذات الروابط السياسية القوية مقارنة بالشركات ذات الروابط السياسية المنخفضة نظراً لميل المستثمرين للتعامل مع الشركات ذات الروابط السياسية القوية اعتقاداً منهم بانخفاض مستوى المخاطر فيها مقارنة بالشركات ذات الروابط السياسية المنخفضة. كما توصلت دراسة Bliss and Gul (2012) إلى علاقة عكسية بين الشركات المرتبطة سياسياً وتكلفة رأس المال المملوك نظراً لقدرة الشركات المرتبطة سياسياً على الحصول على معدلات فائدة منخفضة من المقرضين نتيجة للعلاقات السياسية لمديري هذه الشركات وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من (1667) شركة ماليزية خلال الفترة من 2001م إلى 2004م. بينما خلصت دراسة Bencheikh and Taktak (2017) إلى وجود أثر سلبي للروابط السياسية على تكلفة التمويل بالديون في الشركات ذات الروابط السياسية مقارنة بمثيلاتها غير المرتبطة سياسياً في فترة ما قبل الثورة التونسية مقارنة بفترة ما بعد الثورة التونسية بالتطبيق على عينة مكونة من (40) شركة قبل وبعد الثورة في عام 2011م.

كما كشفت دراسة Harjan et al. (2019) عن الأثر السلبي للروابط السياسية على تكلفة رأس المال المقترض للشركات ذات الروابط السياسية مقارنة بالشركات غير المرتبطة سياسياً نظراً لتوافر المعلومات لدى مديري الشركات المرتبطة سياسياً فيما يتعلق بالقوانين والتعاقدات والسياسات الضريبية المميزة لمديري تلك الشركات وذلك من خلال دراسة تطبيقية أجريت على عينة مكونة من (5163) مشاهدة للشركات الصينية خلال الفترة من 2011م إلى 2013م. بينما توصلت دراسة Pupitasari et al. (2019) إلى علاقة عكسية بين الروابط السياسية وتكلفة رأس المال بالتطبيق على عينة مكونة من (144) شركة اندونيسية خلال الفترة من 2014م إلى 2017م. في حين خلصت دراسة Junus et al. (2022) إلى علاقة عكسية بين الروابط السياسية وتكلفة الديون نظراً لقدرة المديرين ذوي الروابط السياسية على إقامة علاقات تمكنهم من الحصول على تمويل قروض بمعدلات فائدة منخفضة مقارنة بنظرائهم غير المرتبطين سياسياً وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من (327) شركة اندونيسية بإجمالي مشاهدات بلغت (1722) مشاهدة خلال الفترة من 2010م إلى 2017م.

أما الدراسة التي قام بها Tawfik et al. (2022) فقد خلصت إلى وجود علاقة طردية بين الروابط السياسية وكل من التمويل الداخلي مقاساً بمعدل الأرباح المحتجزة والتمويل الخارجي مقاساً بنسبة الديون

قصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول ونسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول نظراً لميل المستثمرين في دول مجلس التعاون الخليجي إلى وجود أفراد العائلة المالكة في مجلس الإدارة وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من (181) شركة غير مالية مقيدة ببورصات دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة من 2009م- 2016م. كما أشارت دراسة Alonso et al. (2022) إلى أن الشركات الصينية الخاصة التي لديها مديرين ذوي روابط سياسية يحصلون على تمويل بالديون بمعدل فائدة أقل بنسبة (11%) من نظرائهم بما يعادل 32 مليون يوان صيني وذلك في فترة ما بعد أزمات عام 2012م.

وعلى الجانب الأخر فقد خلصت دراسة Liu and Zhao (2023) إلى أن الشركات المرتبطة سياسياً تقوم بدفع المزيد من الضرائب، وتقوم بتشغيل المزيد من العاملين وتعاني بشكل كبير في أدائها المالي خاصة في فترة جائحة كورونا وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من (12689) مشاهدة خلال الفترة من 2019م إلى 2020م. كما أشارت دراسة El- Shayeb (2023) إلى أن الروابط السياسية بعد فترة الثورات العربية (الأزمات السياسية) ليس لها علاقة مباشرة بقدرة الشركة على البقاء والاستمرار بينما كان التفاعل بين القوة السياسية والاتصال السياسي كمؤشرين للروابط السياسية والاحتفاظ بالنقدية له أثر سلبي على قابلية الشركة على الاستمرار بسبب ردود الفعل السلبية من السوق التي تحاول الحد من الفساد وتحسين البيئة السياسية المصرية، فضلاً عن وجود أثر ايجابي للتفاعل بين القوة السياسية والاحتفاظ بالنقدية على قدرة الشركة على البقاء والاستمرار نظراً لأن زيادة عدد السياسيين بالشركة يؤدى إلى تدعيم السمعة الطيبة للشركات وتحسين قدرتها على الاستمرار خاصة خلال الفترة من 2014م إلى 2019م.

يتبين مما سبق اختلاف نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين الروابط السياسية وتكلفة رأس المال نتيجة لاختلاف صور التدخل السياسي لمساهمي أو مديري الشركات من دولة لأخرى والتي قد ترجع لاختلاف طبيعة القوانين المنظمة للعمل، والبيئة التطبيقية، وطبيعة الصناعة، ومؤشرات سوق الأوراق المالية، بما يتطلب ضرورة تحديد أثر الروابط السياسية على تكلفة رأس المال في البيئة المصرية والتي قد تختلف عن البيئة الأجنبية. وبالتالي يمكن صياغة الفروض الثالث، والرابع، والخامس كما يلي:

الفرض الثالث: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار".

الفرض الرابع: "لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار".

الفرض الخامس: "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين فترات الأزمات والاستقرار حول تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال والروابط السياسية".

7- منهجية الدراسة التطبيقية

تتناول منهجية الدراسة التطبيقية كلاً من مجتمع وعينة الدراسة، ومتغيرات الدراسة وطرق قياسها، ونماذج الدراسة، ومصادر جمع البيانات، فضلاً عن الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل بيانات الدراسة.

7-1 مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المقيدة والمتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من عام 2008م إلى عام 2021م والبالغ عددها (184) شركة موزعة على ثمانية عشر قطاعاً وفقاً للبيانات المعلنة من جانب البورصة المصرية في 2022م (البورصة المصرية، 2022). وقد تم اختيار عينة الدراسة وفقاً للشروط التالية:

7-1-1 استمرار قيد وتداول أسهم الشركة في سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من عام 2008م إلى عام 2021م لإمكانية الحصول على البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة.

7-1-2 توافر التقارير المالية للشركة خلال فترة الدراسة.

7-1-3 الشركات التي تعد تقاريرها المالية بتاريخ 12/31 لإمكانية مقارنة نتائج الدراسة.

7-1-4 الشركات التي تعرض تقاريرها المالية بالجنية المصري.

7-1-5 استبعاد قطاع الخدمات المالية وقطاع البنوك نظراً لطبيعة نشاطهما وخضوعهما لإشراف ورقابة البنك المركزي المصري. وبتطبيق الشروط السابقة فقد بلغ عدد شركات العينة (34) شركة بنسبة (18.48%) من إجمالي عدد شركات مجتمع الدراسة بإجمالي مشاهدات بلغت (476) مشاهدة موزعة على سبع قطاعات. ويمكن توضيح عدد شركات العينة داخل كل قطاع ونسبة تمثيلها في العينة من خلال الجدول رقم (1) التالي:

جدول 1: توصيف الشركات عينة الدراسة

م	اسم القطاع	الشركات المقيدة	الشركات المستبعدة	عدد شركات العينة داخل كل قطاع	نسبة تمثيلها* (%)
1	الاتصالات والاعلام وتكنولوجيا المعلومات	7	7	ـــــ	صفر
2	الأغذية والمشروبات والتبغ	23	14	9	26.471
3	البنوك	11	11	ـــــ	صفر
4	التجارة والموزعون	3	3	ـــــ	صفر
5	خدمات النقل والشحن	4	4	ـــــ	صفر
6	الخدمات التعليمية	2	2	ـــــ	صفر
7	الخدمات المالية غير المصرفية	21	21	ـــــ	صفر
8	الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات	7	5	2	5.882
9	الرعاية الصحية والأدوية	18	16	2	5.882
10	السياحة والترفيه	9	6	3	8.824
11	الطاقة والخدمات المساندة	2	2	ـــــ	صفر
12	العقارات	34	23	11	32.353
13	المرافق	1	1	ـــــ	صفر
14	المقاولات والإنشاءات الهندسية	7	6	1	2.941
15	المنسوجات والسلع المعمرة	7	7	ـــــ	صفر
16	مواد البناء	10	10	ـــــ	صفر
17	الموارد الأساسية	16	10	6	17.647
18	الورق ومواد التعبئة والتغليف	2	2	ـــــ	صفر
الإجمالي		184	**150**	**34**	**100**

المصدر: (البورصة المصرية، 2022)

*نسبة تمثيل العينة = عدد شركات العينة داخل كل قطاع ÷ إجمالي عدد شركات العينة

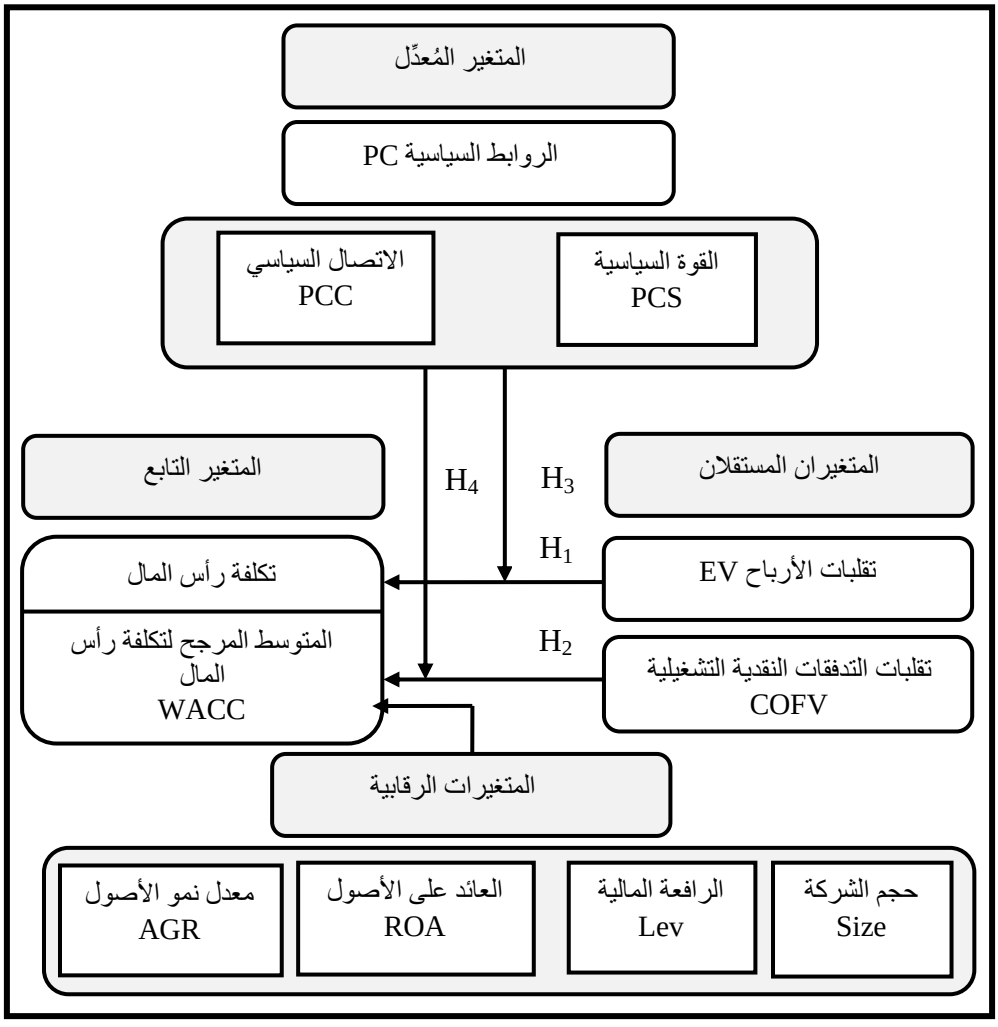
كما تم تقسيم السلسلة الزمنية للدراسة (من 2008م إلى 2021م) إلى أربع فترات هي فترات: الأزمة المالية، الأزمة السياسية، أزمة كورونا، وفترة الاستقرار. ويمكن توضيح فترات الأزمات والاستقرار وعدد المشاهدات من خلال الجدول رقم (2) التالي:

جدول 2: فترات الأزمات والاستقرار

م	الفترة	السلسلة الزمنية	عدد المشاهدات
1	الأزمة المالية	2008م-2010م	102
2	الأزمة السياسية	2011م-2013م	102
3	أزمة كورونا	2020م-2021م	68
4	الاستقرار	2014م-2019م	204
الإجمالي			**476**

2-7 متغيرات الدراسة وطرق قياسها

تتضمن متغيرات الدراسة أربعة أنواع من المتغيرات حيث يتمثل المتغير التابع في تكلفة رأس المال، بينما يتمثل المتغيران المستقلان في تقلبات الأرباح، والتدفقات النقدية التشغيلية، في حين يتمثل المتغير المُعدِّل في الروابط السياسية، فضلاً عن المتغيرات الرقابية والتي تتمثل في حجم الشركة، الرافعة المالية، معدل العائد على الأصول، ومعدل نمو الأصول. ويمكن توضيح العلاقة بين متغيرات الدراسة من خلال الشكل التالي:



شكل 1: العلاقة بين متغيرات الدراسة

المصدر: إعداد الباحثين

وقد تم تحديد وتوصيف تلك المتغيرات في ضوء الدراسات السابقة ذات العلاقة بتكلفة رأس المال، تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية، والروابط السياسية. ويمكن توضيح متغيرات الدراسة وطرق قياسها كما يلي:

7-2-1 المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع في تكلفة رأس المال التي تعبر عن تكلفة الحصول على التمويل اللازم لتلبية احتياجات الشركة من مصادر التمويل المختلفة، حيث تشير إلى معدل العائد الذي يرغب عنده مساهم ما أو مقرض ما في تقديم تمويل إلى شركة معينة اعتماداً على معدل المخاطر الذي يمكن تحمله (Comman, 2011)، وتتمثل تكلفة رأس المال في تكلفة رأس المال المملوك وتكلفة رأس المال المقترض، وقد اعتمدت الدراسة الحالية في قياس تكلفة رأس المال على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال الذي يشير إلى تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل مرجحة بأوزان نسبية لكل مصدر (بريك، 2020)، ويمكن قياس المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال من خلال المعادلة التالية (Brealey et al.,2014; Suto and Takehara, 2017):

$$WACC = (EQ/V \times COE) + (DE/V \times COD)$$

حيث إن:

WACC: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

EQ: إجمالي حقوق الملكية

DE: إجمالي الديون

V: إجمالي مكونات رأس المال والذي يعادل إجمالي حقوق الملكية مضافاً إليه إجمالي الديون

COE: تكلفة رأس المال المملوك

COD: تكلفة رأس المال المقترض

ويعتبر نموذج قياس المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال من أكثر النماذج استخداماً في الدراسات المحاسبية، كما أنه أكثر دقة من نماذج القياس الأخرى حيث يتضمن كل من تكلفة رأس المال المملوك وتكلفة رأس المال المقترض (Frank and Shen, 2016; Suto and Takehara, 2017).

وتشير تكلفة رأس المال المملوك إلى معدل العائد المطلوب تحقيقه على الاستثمارات في الأسهم العادية والذي يجب ألا يقل عن العائد الذي يمكن الحصول عليه في حالة استثمار نفس المبلغ في استثمارات

أخرى لها نفس مستوى المخاطر (الحناوي، 2018). وقد اعتمدت الدراسة في قياس تكلفة رأس المال المملوك على نموذج نمو التوزيعات من خلال المعادلة التالية (Block et al., 2012):

تكلفة رأس المال المملوك = (توزيعات الأرباح/القيمة السوقية للسهم) + معدل نمو التوزيعات

حيث إن:

معدل نمو التوزيعات = معدل الأرباح المحتجزة × معدل العائد على حقوق المساهمين

معدل الأرباح المحتجزة = التغير في رصيد الأرباح المحتجزة ÷ صافي أرباح العام

معدل العائد على حقوق المساهمين = صافي أرباح العام ÷ متوسط حقوق المساهمين

بينما تشير تكلفة رأس المال المقترض إلى معدل الفائدة المطلوب مقابل الاقتراض طويل الأجل (الحناوي، 2018). وقد اعتمدت الدراسة في قياس تكلفة رأس المال المقترض على المعادلة التالية (Beatty et al., 2008; Aldamen and Duncan, 2012):

تكلفة رأس المال المقترض = (مصروف الفوائد ÷ إجمالي الديون) × (1 – معدل الضريبة)

كما يمكن توضيح المتغيرات المستقلة، المُعدِّلة، والرقابية وطرق قياسها من خلال الجدول رقم (3) التالي:

جدول 3: طرق قياس متغيرات الدراسة

رمز المتغير	المتغير	طريقة القياس	المرجع
المتغيرات المستقل			
EV	تقلبات الأرباح	الانحراف المعياري لنسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول لمدة خمس سنوات	(Ahmed et al., 2020) (Arianpoor and Asali, 2023)
COFV	تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية	الانحراف المعياري لنسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول لمدة خمس سنوات	(Memon et al., 2017) (Keefe and Nguyen, 2020)
المتغير المُعدِّل			
PCS	القوة السياسية	عدد أعضاء الاتصال السياسي بالشركة (رئيس مجلس الإدارة أو المدير التنفيذي أو أعضاء مجلس الإدارة الذين لهم اتصال بدوائر صنع القرار السياسي أو مسئولاً حكومياً أو عضواً بمجلس النواب).	(Egghe, 2019) (El- Shayeb, 2023)
PCC	الاتصال السياسي	متغير وهمي يأخذ القيمة (واحد) إذا كان رئيس مجلس الإدارة أو المدير التنفيذي أو أحد أعضاء مجلس الإدارة مسئولاً حكومياً أو عضواً بمجلس النواب أو قريباً من الدوائر السياسية بالدولة، ويأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك.	(Abdel-Fattah, et al., 2020) (El- Shayeb, 2023)
المتغيرات الرقابية			
Size	حجم الشركة	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	(Ilyas et al., 2019) (Huq, 2019)
Lev	الرافعة المالية	إجمالي الالتزامات ÷ إجمالي الأصول	(Rusdiyanto and Nasra, 2019) (Pongrangga and Kurniawati, 2019)
ROA	معدل العائد على الأصول	صافي الدخل قبل الضرائب ÷ إجمالي الأصول	(Shahid, 2018) (Chen et al., 2023)
AGR	معدل نمو الأصول	(أصول السنة الحالية - أصول السنة السابقة) ÷ أصول السنة السابقة	(Joos and Ohlin, 2017) (Hussain et al., 2019)

7-3 نماذج الدراسة

تهدف الدراسة الحالية إلى اختبار أثر تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار، وكذلك دور الروابط السياسية كمتغير مُعدِّل على العلاقة بين تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار. وتحقيقاً لأهداف الدراسة يمكن عرض نماذج الانحدار المقترحة على النحو التالي:

7-3-1 نموذج اختبار أثر تقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار كما هو مبين بالمعادلة التالية:

$$WACC = \beta_0 + \beta_1 EV + \beta_2 Size + \beta_3 Lev + \beta_4 ROA + \beta_5 GRA$$

7-3-2 نموذج اختبار أثر تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار كما هو مبين بالمعادلة التالية:

$$WACC = \beta\ 0 + \beta 1\ COFV + \beta 2\ Size + \beta 3\ Lev + \beta 4\ ROA + \beta 5\ GRA$$

7-3-3 نموذج اختبار الدور المُعدِّل للروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار كما هو مبين بالمعادلة التالية:

$$WACC = \beta\ 0 + \beta 1\ EV + \beta 2\ PCS + \beta 3\ PCC + \beta 4\ PCS \times EV + \beta 5\ PCC \times EV + \beta 6\ Size + \beta 7\ Lev + \beta 8\ ROA + \beta 9\ GRA$$

7-3-4 نموذج اختبار الدور المُعدِّل للروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار كما هو مبين بالمعادلة التالية:

$$WACC = \beta\ 0 + \beta 1\ COFV + \beta 2\ PCS + \beta 3\ PCC + \beta 4\ PCS \times COFV + \beta 5\ PCC \times COFV + \beta 6\ Size + \beta 7\ Lev + \beta 8\ ROA + \beta 9\ GRA$$

7-4 مصادر جمع البيانات

اعتمدت الدراسة في الحصول على البيانات اللازمة لاختبار فروضها على العديد من المصادر والتي تتمثل في التقارير المالية الصادرة عن المواقع الإلكترونية للشركات محل الدراسة خلال الفترة المالية من 2008م إلى 2021م، والموقع الالكتروني للبورصة المصرية (http://www.egx.com.eg)، وموقع معلومات مباشر مصر (https://www.mubasher.info).

7-5 الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل بيانات الدراسة

تم اختبار فروض الدراسة التطبيقية اعتماداً على الأساليب الإحصائية التالية:

7-5-1 اختبار Kolmogorov-Smirnov، واختبار Shapiro-Wilk لفحص مدى تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي وتحديد الأساليب الاحصائية المعلمية أو اللامعلمية المستخدمة في تحليل بيانات الدراسة.

7-5-2 اختبار التداخل الخطي Multicollinearity لفحص مدى وجود مشكلة التداخل الخطي وتحديد مدى قدرة نماذج الدراسة في تفسير الأثر على تكلفة رأس المال، وقد اعتمدت الدراسة على استخدام مقياس Collinearity Diagnostics من خلال تحديد قيمة تضخم التباين وقيمة التباين المسموح به.

7-5-3 اختبار الارتباط الذاتي Autocorrelation لفحص مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي في نماذج الدراسة وتحديد مدى وجود أثر حقيقي لتقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية والروابط السياسية على تكلفة رأس المال. وقد اعتمدت الدراسة على استخدام قيمة Durbin Watson (D-W).

7-5-4 التحليل الوصفي Descriptive Analysis بغرض وصف بيانات عينة الدراسة حيث اعتمدت الدراسة على استخدام المتوسطات الحسابية، الحد الأدنى، الحد الأعلى، والانحرافات المعيارية.

7-5-5 تحليل الانحدار الخطي المتعدد Multiple Linear Regression لبناء نماذج لتقدير تكلفة رأس المال، فضلاً عن تحديد أثر الروابط السياسية كمتغير مُعدِّل على العلاقة بين تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار.

7-5-6 اختبار Kruskal-wallis لفحص الفروق المعنوية بين فترات الأزمات والاستقرار حول تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية، تكلفة رأس المال، والروابط السياسية.

8-تحليل نتائج الدراسة

قامت الدراسة بتوظيف البيانات التي تم الحصول عليها بهدف تحديد أثر تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال، فضلاً عن الدور المُعدِّل للروابط السياسية في فترات الأزمات والاستقرار، وقد اعتمدت الدراسة على استخدام الأساليب الإحصائية المتمثلة في اختبار Kolmogorov-Smirnov، واختبار Shapiro-Wilk، اختبار التداخل الخطي، اختبار الارتباط الذاتي، التحليل

الوصفي، تحليل الانحدار الخطي المتعدد، واختبار Kruskal–wallis بغرض تحليل البيانات واختبار مدى صحة فروض الدراسة واستخلاص نتائجها، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

8-1 اختبار صلاحية بيانات الدراسة

يمكن فحص مدى صلاحية بيانات الدراسة للتحليل الإحصائي من خلال اختبار مدى تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي، اختبار مدى وجود مشكلة التداخل الخطي في نموذج الدراسة، فضلاً عن اختبار مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي التي تؤثر على دقة نتائج نموذج الدراسة، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

8-1-1 اختبار التوزيع الطبيعي

لفحص مدى تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي فقد اعتمدت الدراسة على كل من اختبار Kolmogorov–Smirnov، واختبار Shapiro–Wilk، حيث تتبع المتغيرات التوزيع الطبيعي إذا كانت قيمة معنوية الاختبار (.Sig) أكبر من 0.05 (بالانت، 2015)، ويمكن توضيح اختبار مدى تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي من خلال الجدول رقم (4) التالي:

جدول 4: نتائج اختبار التوزيع الطبيعي

الاستقرار				أزمة كورونا				الأزمة السياسية				الأزمة المالية				المتغير
Shapiro-Wilk		Kolmogorov-Smirnov		Shapiro-Wilk		Kolmogorov-Smirnov		Shapiro-Wilk		Kolmogorov-Smirnov		Shapiro-Wilk		Kolmogorov-Smirnov		
Sig.	Stat.	Sig.	Stat.	Sig.	Stat.	Sig.	Stat.	Sig.	Stat.	Sig.	Stat.	Sig.	Stat.	Sig.	Stat.	
.000	.879	.000	.163	.000	.638	.000	.211	.000	.717	.000	.208	.000	.492	.000	.248	**EV**
.000	.747	.000	.188	.000	.730	.000	.227	.000	.729	.000	.189	.000	.372	.000	.302	**COFV**
.000	.956	.000	.090	.589	.985	.200	.066	.002	.958	.001	.122	.000	.912	.004	.109	**WACC**
.000	.464	.000	.479	.000	.608	.000	.414	.000	.380	.000	.517	.000	.477	.000	.487	**PCS**
.000	.353	.000	.445	.000	.534	.000	.383	.000	.247	.000	.474	.000	.347	.000	.443	**PCS×EV**
.000	.694	.000	.296	.000	.531	.000	.301	.000	.580	.000	.350	.000	.611	.000	.322	**PCC×EV**
.000	.245	.000	.420	.000	.314	.000	.384	.000	.324	.000	.495	.000	.364	.000	.449	**PCS×COFV**
.000	.566	.000	.306	.000	.630	.000	.275	.000	.636	.000	.370	.000	.629	.000	.331	**PCC×COFV**
.000	.801	.009	.073	.111	.971	.200	.095	.027	.972	.200	.061	.076	.977	.108	.080	**Size**
.005	.980	.200	.037	.026	.959	.200	.071	.002	.956	.000	.133	.005	.962	.026	.094	**Lev**
.000	.828	.000	.136	.310	.979	.200	.095	.000	.910	.000	.131	.000	.898	.000	.141	**ROA**
.000	.900	.000	.126	.000	.325	.000	.334	.000	.649	.000	.197	.000	.542	.000	.292	**AGR**

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج الجدول رقم (4) لوحظ أن قيم المعنوية لكل من اختبار Kolmogorov–Smirnov، واختبار Shapiro–Wilk أقل من (0.05) مما يشير إلى عدم اقتراب متغيرات الدراسة من التوزيع الطبيعي، أما فيما يتعلق بالمتغير المُعدِّل الاتصال السياسي فإنه متغير وهمي ذات قيم ثنائية التوزيع لا يخضع لشروط التوزيع الطبيعي.

8-1-2 اختبار التداخل الخطي

يتم اجراء اختبار التداخل الخطي Multicollinearity لفحص مدى وجود مشكلة التداخل الخطي في النموذج حيث تؤدي هذه المشكلة إلى ضعف قدرة نموذج الدراسة في تفسير الأثر على المتغير التابع. ويتم اجراء هذا الاختبار باستخدام مقياس Collinearity Diagnostics حيث يتم تحديد قيمة تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) وقيمة التباين المسموح به Tolerance. فإذا كانت قيمة تضخم التباين أقل من (10) وقيمة التباين المسموح به أكبر من (0.05) فهذا يشير إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي في نموذج الدراسة (O'Brien, 2007). وبإجراء اختبار التداخل الخطي لنماذج الدراسة لوحظ أن قيم تضخم التباين لكافة المتغيرات (المتغيرات المستقلة، المتغيرات المُعدِّلة، والمتغيرات الرقابية) أقل من (10)، كما أن قيم التباين المسموح به أكبر من (0.05) مما يشير إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي وقوة نماذج الدراسة في تفسير الأثر على تكلفة رأس المال.

8-1-3 اختبار الارتباط الذاتي

يتم اجراء اختبار الارتباط الذاتي Autocorrelation لفحص مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي في النموذج حيث تؤدي هذه المشكلة إلى أثر غير حقيقي للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع، ويتم اجراء هذا الاختبار باستخدام قيمة Durbin Watson (D–W) فإذا كانت هذه القيمة تتراوح بين (1.5: 2.5) فهذا يشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي التي تؤثر على دقة نتائج نموذج الدراسة (Basheer, 2003)، وبإجراء اختبار الارتباط الذاتي لنماذج الدراسة لوحظ أن قيمة (D–W) تقع داخل المدى (1.5: 2.5) مما يشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي والتي تؤثر على دقة نتائج نموذج الدراسة.

8-2 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

اعتمدت الدراسة في التحليل الوصفي على تقسيم متغيرات الدراسة إلى متغيرات متصلة ومتغيرات منفصلة، ويمكن توضيح التحليل الوصفي لتلك المتغيرات من خلال الجدول رقم (5) التالي:

جدول5: نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغير	الأزمة المالية				الأزمة السياسية				أزمة كورونا				الاستقرار			
	Mean	Min.	Max.	Std. Dev	Mean	Min.	Max.	Std. Dev.	Mean	Min.	Max.	Std. Dev.	Mean	Min.	Max.	Std. Dev.
أولاً: المتغيرات المتصلة																
EV	.0647	.00	.85	.09350	.0482	.00	.28	.05092	.0594	.00	.51	.07254	.0390	.00	.17	.03072
COFV	.1165	.00	2.06	.21982	.0696	.00	.37	.06730	.0970	.00	.46	.10456	.0921	.00	.58	.09706
WACC	.0928	-.25	.25	.09651	.0930	-.21	.33	.08099	.0642	-.27	.31	.12310	.0894	-.28	.38	.09766
PCS	.5686	.00	5.00	1.34613	.2647	.00	3.00	.76981	.6912	.00	6.00	1.26086	.4265	.00	6.00	1.06419
Size	.0403	.00	.80	.13291	.0117	.00	.44	.05086	.0445	.00	.44	.09702	.0179	.00	.36	.05773
Lev	.0238	.00	.19	.04440	.0142	.00	.15	.02809	.0375	.00	.51	.07192	.0179	.00	.11	.02823
ROA	.0548	.00	.89	.17088	.0157	.00	.41	.05488	.0841	.00	1.65	.28620	.0793	.00	2.89	.34217
AGR	.0328	.00	.22	.05839	.0216	.00	.22	.03837	.0562	.00	.46	.09394	.0457	.00	.58	.09045
ثانياً: المتغيرات المنفصلة																
المتغير	(1)		(0)		(1)		(0)		(1)		(0)		(1)		(0)	
	Frequ.	Per.	Frequ.	Per.	Frequ.	Per.	Frequ.	Per.	Frequ.	Per.	Frequ.	Per.	Frequ.	Per.	Frequ.	Per.
PCC	39	38.2	63	61.8	35	34.3	67	65.7	38	55.9	30	44.1	90	44.1	114	55.9

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص بيانات الجدول رقم (5) لوحظ تباين متوسط تقلبات الأرباح بين فترات الأزمة المالية، الأزمة السياسية، أزمة كورونا، وفترة الاستقرار حيث بلغ (0.065، 0.048، 0.059، 0.039) على الترتيب، بما يشير إلى انخفاض مستوى تقلبات الأرباح للشركات خلال فترة الاستقرار مقارنة بفترات الأزمات حيث سجلت أدنى متوسط لتقلبات الأرباح والذي بلغ (3.9%)، فضلاً عن ارتفاع مستوى تقلبات الأرباح للشركات خلال فترة الأزمة المالية حيث سجلت أعلى متوسط لتقلبات الأرباح بلغ (6.5%). ويتفق ذلك مع متوسط تقلبات الأرباح في دراسة كل من (Nguyet, 2017; Al-Momani and Obeidat, 2017; Tjondro et al., 2020)، حيث بلغ متوسط تقلبات الأرباح (0.044، 0.036، 0.058) على الترتيب. وفيما يتعلق بالبيئة المصرية يتفق ذلك مع دراسة (أبو سالم، 2022؛ خلف، 2022) حيث بلغ متوسط تقلبات الأرباح (0.041، 0.050) على الترتيب، إلا أنه يختلف مع دراسة كل من (Hunt et al., 1997; Rusdiyanto and Nasra, 2019) حيث بلغ متوسط تقلبات الأرباح (0.028، 0.022) على الترتيب.

كما لوحظ تباين متوسط تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية بين فترات الأزمة المالية، الأزمة السياسية، أزمة كورونا، وفترة الاستقرار حيث بلغ (0.117، 0.070، 0.097، 0.092) على الترتيب، بما يشير إلى انخفاض مستوى تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية للشركات خلال فترة الأزمة السياسية مقارنة بفترات الأزمات والاستقرار حيث سجلت أدنى متوسط لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية بلغ (7%)، بالإضافة إلى ارتفاع مستوى تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية للشركات خلال فترة الأزمة المالية حيث سجلت أعلى متوسط لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية والذي بلغ (11.7%). ويتفق ذلك مع متوسط تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية في دراسة كل من (Dudley and James, 2015; Chen et al., 2023)، حيث بلغ متوسط تقلبات التدفقات النقدية (0.08، 0.07) على الترتيب، إلا أنه يختلف مع دراسة كل من (Jayarman, 2007; Joos and Ohlin, 2017) حيث بلغ متوسط تقلبات التدفقات النقدية (0.01 0.03،) على الترتيب.

كما لوحظ تباين متوسط تكلفة رأس المال بين فترات الأزمة المالية، الأزمة السياسية، أزمة كورونا، وفترة الاستقرار حيث بلغ (0.093، 0.093، 0.064، 0.090) على الترتيب، بما يشير إلى انخفاض تكلفة رأس المال للشركات خلال فترة أزمة كورونا مقارنة بفترات الأزمات والاستقرار حيث سجلت أدنى متوسط لتكلفة رأس المال بلغ (6.4%)، بينما لوحظ تساوى متوسط تكلفة رأس المال للشركات خلال فترتي الأزمة المالية والأزمة السياسية حيث سجلت متوسط تكلفة رأس المال بلغ (9.3%). كما لوحظ تقارب متوسط تكلفة رأس المال للشركات خلال فترة الاستقرار مع فترتي الأزمة المالية والأزمة السياسية حيث بلغ (9%). ويتفق ذلك مع متوسط تكلفة رأس المال في دراسة Tjondro et al., 2020)) حيث بلغ (0.058)، إلا أنه يختلف مع دراسة كل من ((Santosuosso, 2015; Pongrangga and Kurniawati, 2020، حيث بلغ متوسط تكلفة رأس المال (0.023، 0.029) على الترتيب.

كما لوحظ تباين متوسط القوة السياسية بين فترات الأزمة المالية، الأزمة السياسية، أزمة كورونا، وفترة الاستقرار حيث بلغ (0.569، 0.265، 0.691، 0.427) على الترتيب، بما يشير إلى انخفاض مستوى القوة السياسية للشركات خلال فترة الأزمة السياسية مقارنة بفترات الأزمات والاستقرار حيث سجلت أدنى متوسط للقوة السياسية بلغ (26.5%)، بالإضافة إلى ارتفاع مستوى القوة السياسية للشركات خلال فترة أزمة كورونا حيث سجلت أعلى متوسط للقوة السياسية بلغ (69.1%). ويتفق ذلك مع متوسط القوة السياسية لدراسة كل من (Bencheikh and Taktak, 2017; Harjan, et al., 2019; Ahmed and McMilan, 2021, Junus et al., 2022; El- Shayeb, 2023)، حيث بلغ متوسط القوة السياسية (0.243، 0.320، 0.555،0.707، 0.288) على الترتيب. إلا أنه يختلف مع متوسط القوة

السياسية في دراسة كل من (Boubakri et al., 2008; Al-Hadi et al., 2017; Puspitasari and Sari, 2019)، حيث بلغ متوسط القوة السياسية (0.104، 0.06، 0.197) على الترتيب.

أما فيما يتعلق بالمتغير المنفصل الذي يتمثل في الاتصال السياسي فقد لوحظ تباين مستوى الاتصال السياسي بين فترات الأزمة المالية، الأزمة السياسية، أزمة كورونا، وفترة الاستقرار حيث بلغ (38.2%، 34.3%، 55.9%، 44.1%) على الترتيب، بما يشير إلى انخفاض مستوى الاتصال السياسي للشركات خلال فترة الأزمة السياسية مقارنة بفترات الأزمات والاستقرار حيث سجلت أدنى مستوى للاتصال السياسي بلغ (34.3%) بما يعادل (35) مشاهدة من إجمالي (102) مشاهدة خلال تلك الفترة، بالإضافة إلى ارتفاع مستوى الاتصال السياسي للشركات خلال فترة أزمة كورونا حيث سجلت أعلى مستوى للاتصال السياسي بلغ (55.9%) بما يعادل (38) مشاهدة من إجمالي (68) مشاهدة خلال تلك الفترة. ويتفق ذلك مع دراسة كل من(Harjanetal.,2019; El- Shayeb, 2023)، حيث بلغ متوسط الاتصال السياسي (32.5%، 38.1%) على الترتيب.

8-3 اختبار أثر تقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار

لاختبار أثر تقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار يتم التحقق من مدى صحة الفرض الأول والقائل بأنه "**لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار**". وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لتحديد أهم العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال لغرض صياغة نموذج مكون من أهم العوامل التي يمكن من خلالها تقدير تكلفة رأس المال بدقة عالية. ويمكن توضيح نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد من خلال الجدول رقم (6) التالي:

جدول 6: نتائج تحليل الانحدار لأثر تقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال

Model (4) فترة الإستقرار				Model (3) أزمة كورونا				Model (2) الأزمة السياسية				Model (1) الأزمة المالية				Variable
B	Sig.	VIF	Tol.	B	Sig.	VIF	Tol.	B	Sig.	VIF	Tol.	B	Sig.	VIF	Tol.	
.126	.568	1.059	.945	-.054	.802	1.058	.945	-.216	.194	1.140	.877	-.298	**.003**	1.013	.987	EV
.001	.652	1.433	.698	.019	**.037**	1.344	.744	-.005	.346	1.389	.720	.003	.557	1.165	.859	Size
-.068	**.035**	1.440	.694	-.071	.263	1.426	.701	-.059	.158	1.470	.680	-.057	.184	1.261	.793	Lev
.138	**.020**	1.189	.841	.082	.699	1.228	.814	-.070	.466	1.372	.729	-.187	**.068**	1.286	.777	ROA
-.071	**.006**	1.106	.904	-.005	.718	1.045	.957	-.065	**.070**	1.055	.948	.003	.815	1.008	.992	AGR
1.844				1.904				1.629				1.655				D-W
.087				-.297				.242				.084				Constant
.317				.285				.306				.346				R
10.0%				8.1%				9.4%				12.0%				R^2
7.8%				0.7%				4.7%				7.4%				Adj. R^2
(5,198)				(5,62)				(5,96)				(5,96)				d.f.
4.411				1.097				1.989				2.615				$F_{Stat.}$
2.26				2.37				2.19				2.19				$F_{Tab.}$
.001				.371				.087				.029				Sig.

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتبين من نتائج الجدول رقم (6) تباين معامل التحديد المعدل الذي يعبر عن المقدرة التفسيرية للنموذج بتباين فترات الأزمات والاستقرار حيث بلغت قيم معامل التحديد المعدل في فترات الأزمة المالية، الأزمة السياسية، أزمة كورونا، والاستقرار (7.4%، 4.7%، 0.7%، 7.8%) على الترتيب، حيث لوحظ أن فترتي الاستقرار والأزمة المالية كانتا أعلى مقدرة تفسيرية لتكلفة رأس المال مقارنة بفترتي الأزمة السياسية وأزمة كورونا، بما يشير إلى ارتفاع المقدرة التفسيرية للنموذج على تفسير التباينات في تكلفة رأس المال في فترتي الاستقرار والأزمة المالية، وانخفاض المقدرة التفسيرية للنموذج في فترتي الأزمة السياسية وأزمة كورونا. كما بلغت قيم F المحسوبة في فترتي الاستقرار والأزمة المالية (4.411، 2.615) على الترتيب وهي أكبر من قيمة F الجدولية التي بلغت (2.26، 2.19) على الترتيب عند مستوى (0.001، 0.029) على الترتيب، بما يشير إلى دقة نموذجي فترتي الاستقرار والأزمة المالية واستقلالية العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال.

كما يتضح تباين أثر تقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال بتباين فترات الأزمات والاستقرار حيث لوحظ وجود أثر سلبي لتقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال في فترة الأزمة المالية بمعامل انحدار بلغ (-0.298) عند مستوى معنوية (0.003)، بينما لوحظ عدم وجود أثر معنوي لتقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال في الفترات الأخرى.

وقد يرجع ذلك إلى أن ارتفاع تقلبات الأرباح يؤدي إلى انخفاض ثقة الدائنين في قدرة الشركة على سداد التزاماتها وقدرتها على النمو والتوسع في المستقبل مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الاقتراض وما يستتبعه من زيادة تكلفة رأس المال (Huq, 2016; Ilyas et al., 2016). كما أنه في فترات الأزمات وخاصة في الأزمات المالية تنخفض قدرة الشركة على مواجهة تقلبات أسعار الصرف نتيجة ركود عمليات الاستيراد والتصدير بما يخلق مشاكل في العمليات التشغيلية للشركة وانخفاض قدرتها على تمويل خططها الاستثمارية من خلال مصادر التمويل الداخلية واللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية ذات التكلفة والمخاطر المرتفعة بما يؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال (Hallsten et al., 2010; Ahmed et al., 2020; Arianpoor and Asali, 2023). ويتفق ذلك مع نتائج دراسة كل من (Hunt et al., 1997; Dreyer, 2010; Huq, 2016)، إلا أنه يختلف مع نتائج دراسة كل من (Pongrangga and Kurniawati, 2020; Ikhsan, 2022) التي خلصت إلى وجود أثر ايجابي لتقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال.

كما يتضح تباين أثر المتغيرات الرقابية على تكلفة رأس المال بتباين فترات الأزمات والاستقرار حيث لوحظ وجود أثر ايجابي لحجم الشركة على تكلفة رأس المال في فترة أزمة كورونا بمعامل انحدار بلغ (0.019) عند مستوى معنوية (0.037)، وعدم وجود أثر معنوي لحجم الشركة على تكلفة رأس المال في

الفترات الأخرى. بينما لوحظ وجود أثر سلبي للرافعة المالية على تكلفة رأس المال في فترة الاستقرار بمعامل انحدار بلغ (−0.068) عند مستوى معنوية (0.035)، وعدم وجود أثر معنوي للرافعة المالية على تكلفة رأس المال في الفترات الأخرى. في حين لوحظ وجود أثر سلبي وايجابي لمعدل العائد على الأصول على تكلفة رأس المال في فترتي الأزمة المالية والاستقرار على الترتيب بمعاملي انحدار بلغ (−0.187، 0.138) على الترتيب عند مستوى معنوية (0.068، 0.020) على الترتيب. بينما لوحظ وجود أثر سلبي لمعدل نمو الأصول على تكلفة رأس المال في فترتي الأزمة السياسية والاستقرار بمعاملي انحدار بلغا (−0.065، −0.071) على الترتيب عند مستوى معنوية (0.070، 0.006) على الترتيب.

ويمكن صياغة نماذج الانحدار (1، 2، 3، 4) لأثر تقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار من خلال الجدول رقم (7) التالي:

جدول 7: نماذج انحدار أثر تقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار

الفترات	رقم النموذج	نماذج الانحدار
الأزمة المالية	(1)	WACC = 0.084 - **0.298 EV** + 0.003 Size - 0.057 Lev - **0.187 ROA** + 0.003 AGR
الأزمة السياسية	(2)	WACC = 0.242 - 0.216 EV - 0.005 Size - 0.059 Lev - 0.070 ROA - **0.065 AGR**
أزمة كورونا	(3)	WACC = - 0.297 - 0.054 EV + **0.019 Size** - 0.071 Lev + 0.082 ROA - 0.005 AGR
الاستقرار	(4)	WACC = 0.087 + 0.126 EV + 0.001 Size - **0.068 Lev** + **0.138 ROA** - **0.071 AGR**

يتضح مما سبق أنه يمكن رفض الفرض الأول والقائل بأنه "**لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار**"، حيث خلصت نتائج الدراسة إلى وجود أثر سلبي لتقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال في فترة الأزمة المالية.

8-4 اختبار أثر تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار

لاختبار أثر تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار يتم التحقق من مدى صحة الفرض الثاني والقائل بأنه "**لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار**". وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لتحديد أهم العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال لغرض صياغة نموذج مكون

من أهم العوامل التي يمكن من خلالها تقدير تكلفة رأس المال بدقة عالية. ويمكن توضيح نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد من خلال الجدول رقم (8) التالي:

جدول 8: نتائج تحليل الانحدار لأثر تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال

Model (8) فترة الاستقرار				Model (7) أزمة كورونا				Model (6) الأزمة السياسية				Model (5) الأزمة المالية				Variable
B	Sig.	VIF	Tol.	B	Sig.	VIF	Tol.	B	Sig.	VIF	Tol.	B	Sig.	VIF	Tol.	
-.128	**.064**	1.047	.955	-.330	**.039**	1.277	.783	-.370	**.002**	1.064	.940	-.203	**.000**	1.044	.957	COFV
.002	.922	1.429	.700	.013	.161	1.480	.676	-.006	.227	1.383	.723	.006	.991	1.193	.838	Size
-.064	**.046**	1.448	.691	-.080	.193	1.432	.698	-.062	.114	1.415	.707	-.062	.120	1.262	.793	Lev
.160	**.007**	1.202	.832	.195	.352	1.287	.777	-.053	.563	1.366	.732	-.177	**.063**	1.287	.777	ROA
-.070	**.007**	1.106	.904	-.008	.578	1.048	.954	-.064	**.061**	1.055	.948	.005	.682	1.009	.991	AGR
1.894				2.145				1.835				1.718				D-W
.124				-.138				.282				.157				Constant
.338				.377				.408				.492				R
11.4%				14.2%				16.7%				24.2%				R^2
9.2%				7.3%				12.3%				20.3%				Adj. R^2
(5,198)				(5,62)				(5,96)				(5,96)				d.f.
5.111				2.552				3.844				6.144				$F_{Stat.}$
2.26				2.37				2.19				2.19				$F_{Tab.}$
.000				.044				.003				.000				Sig.

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتبين من نتائج الجدول رقم (8) تباين معامل التحديد المعدل الذي يعبر عن المقدرة التفسيرية للنموذج بتباين فترات الأزمات والاستقرار حيث بلغ قيم معامل التحديد المعدل في فترات الأزمة المالية، الأزمة السياسية، أزمة كورونا، والاستقرار (20.3%، 12.3%، 7.3%، 9.2%) على الترتيب، حيث لوحظ أن فترة الأزمة المالية أعلى مقدرة تفسيرية لتكلفة رأس المال مقارنة بالفترات الأخرى، بينما حققت فترة أزمة كورونا أدنى مقدرة تفسيرية بين الفترات الأخرى حيث فسرت العلاقة الخطية من التباين في تكلفة رأس المال 20.3% في فترة الأزمة المالية مقابل 7.3% في فترة أزمة كورونا، مما يشير إلى ارتفاع المقدرة التفسيرية للنموذج على تفسير التباينات في تكلفة رأس المال في فترة الأزمة المالية، وانخفاض المقدرة التفسيرية للنموذج في فترة أزمة كورونا، كما بلغت قيم F المحسوبة (6.144، 3.844، 2.552، 5.111) على الترتيب وهى أكبر من قيمة F الجدولية التي بلغت (2.19، 2.19، 2.37، 2.26) على الترتيب عند مستويات معنوية (0.000، 0.003، 0.044، 0.000) على الترتيب، مما يشير إلى دقة النماذج واستقلالية العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار.

كما يتضح تباين أثر تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال بتباين فترات الأزمات والاستقرار حيث لوحظ وجود أثر سلبي لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترة الأزمة المالية، الأزمة السياسية، وأزمة كورونا بمعاملات انحدار بلغت (−0.203، −0.370، −0.330) على الترتيب عند مستويات معنوية بلغت (0.000، 0.002، 0.039) على الترتيب، في حين لوحظ

وجود أثر سلبي لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترة الاستقرار بمعامل انحدار بلغ (−0.128) عند مستوى معنوية بلغ (0.064).

وقد يرجع ذلك إلى أن الشركات التي تواجه مشاكل تتمثل في تقلبات التدفقات النقدية تواجه ذلك باللجوء إلي مصادر تمويلية خارج الشركة حيث أن حساسية قرارات الاستثمار لتقلبات التدفقات النقدية يكون أكبر للشركات التي تقوم بالاعتماد على التمويل الخارجي، كما أن الشركات التي لديها تقلبات مرتفعة في التدفقات النقدية تميل إلى استخدام سياسات تمويل بالديون قصيرة الأجل فكلما زادت تقلبات التدفقات النقدية كلما انخفضت تكلفة رأس المال المقترض نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة وعزوف المقرضين عن تمويل الشركات لعدم ثقة الدائنين في قدرة الشركة على سداد التزاماتها (Memon et al.,2018; Shahid, 2018; Kefee and Nguyen, 2020). ويتفق ذلك مع نتائج دراسة كل من (Karimli, 2018; Memon et al., 2018; Kefee and Nguyen)، إلا أنه يختلف مع نتائج (Roddenhof, 2019)، التي أشارت إلى وجود علاقة طردية بين تقلبات التدفقات النقدية وتكلفة رأس المال المملوك.

ويمكن صياغة نماذج الانحدار (5، 6، 7، 8) لأثر تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار من خلال الجدول رقم (9) التالي:

جدول 9: نماذج انحدار أثر تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار

الفترات	رقم النموذج	نماذج الانحدار
الأزمة المالية	(5)	WACC = 0.157 - **0.203 COFV** + 0.006 Size - 0.062 Lev - **0.177 ROA** + 0.005 AGR
الأزمة السياسية	(6)	WACC = 0.282 - **0.370 COFV** - 0.006 Size - 0.062 Lev - 0.053 ROA - **0.064 AGR**
أزمة كورونا	(7)	WACC = - 0.138 - **0.330 COFV** + 0.013 Size - 0.080 Lev + 0.195 ROA - 0.008 AGR
الاستقرار	(8)	WACC = 0.124 - **0.128 COFV** + 0.002 Size - **0.064 Lev** + **0.160 ROA** - **0.070 AGR**

يتضح مما سبق أنه يمكن رفض الفرض الثاني والقائل بأنه "**لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار**". حيث خلصت نتائج الدراسة إلى وجود أثر سلبي لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار.

8-5 اختبار أثر الروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار

لاختبار أثر الروابط السياسية على تفسير العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار يتم التحقق من مدى صحة الفرض الثالث والقائل بأنه "**لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار**". وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لتحديد معاملات الانحدار للمتغيرات التي تمثل التفاعل بين الروابط السياسية وتقلبات الأرباح، فإذا كان هذا المعامل معنوياً فإن هذا يشير إلى وجود تأثير معنوي للروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال. ويمكن توضيح نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لأثر الروابط السياسية كمتغير مُعدِّل على تفسير العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال من خلال الجدول رقم (10) التالي:

جدول 10: نتائج تحليل الانحدار لأثر الروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال

Model (12) فترة الاستقرار				Model (11) أزمة كورونا				Model (10) الأزمة السياسية				Model (9) الأزمة المالية				Variable
B	Sig.	VIF	Tol.	B	Sig.	VIF	Tol.	B	Sig.	VIF	Tol.	B	Sig.	VIF	Tol.	
.248	.382	1.783	.561	.308	.535	6.097	.164	-.247	.170	1.374	.728	-.321	**.002**	1.162	.860	EV
-.002	.898	8.800	.114	-.032	.228	5.092	.196	-.043	**.015**	2.920	.342	-.033	**.045**	6.111	.164	PCS
.038	.132	3.726	.268	.062	.184	2.487	.402	.029	.336	3.324	.301	.075	**.024**	3.218	.311	PCC
-.277	.397	8.366	.120	-.109	.745	4.938	.203	.421	.145	3.517	.284	.255	.107	5.488	.182	PCS×EV
-.088	.852	4.122	.243	-.437	.431	7.452	.134	-.270	.621	3.869	.258	-.036	.920	3.147	.318	PCC×EV
.002	.601	1.527	.655	.027	**.006**	1.575	.635	-.002	.667	1.534	.652	.003	.685	1.736	.576	Size
-.046	.162	1.549	.645	-.052	.403	1.459	.686	-.079	**.066**	1.599	.625	-.091	**.037**	1.397	.716	Lev
.138	**.020**	1.238	.808	.001	.995	1.505	.665	-.079	.413	1.400	.714	-.195	**.052**	1.323	.756	ROA
-.065	**.012**	1.118	.894	-.005	.709	1.072	.933	-.068	**.056**	1.059	.944	.007	.611	1.054	.949	AGR
1.932				2.196				1.761				1.711				D-W
.055				-.473				.200				.095				Constant
.373				.440				.393				.470				R
13.9%				19.4%				15.5%				22.1%				R^2
9.9%				6.9%				7.2%				14.5%				Adj. R^2
(9,194)				(9,58)				(9,92)				(9,92)				d.f.
3.481				1.550				1.868				2.901				$F_{Stat.}$
1.92				2.04				1.97				1.97				$F_{Tab.}$
.001				.152				.067				.005				Sig.

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتبين من نتائج الجدول رقم (10) تباين معامل التحديد المعدل والذي يعبر عن المقدرة التفسيرية للنموذج بتباين فترات الأزمات والاستقرار حيث بلغت قيم معامل التحديد المعدل في فترات الأزمة المالية، الأزمة السياسية، أزمة كورونا، والاستقرار (14.5%، 7.2%، 6.9%، 9.9%) على الترتيب، حيث لوحظ أن فترة الأزمة المالية أعلى مقدرة تفسيرية لتكلفة رأس المال مقارنة بفترات الأزمات الأخرى، بما يشير إلى

ارتفاع المقدرة التفسيرية للنموذج على تفسير التباينات في تكلفة رأس المال في فترة الأزمة المالية، وانخفاض المقدرة التفسيرية للنماذج في فترات الأزمة السياسية، أزمة كورونا، وفترة الاستقرار. كما بلغت قيم F المحسوبة في فترتي الاستقرار والأزمة المالية (3.481، 2.901) على الترتيب وهي أكبر من قيمة F الجدولية التي بلغت (1.92، 1.97) على الترتيب عند مستوى معنوية (0.001، 0.005) على الترتيب. بما يشير إلى دقة نموذجي فترتي الاستقرار والأزمة المالية واستقلالية العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال.

كما يتضح تباين أثر القوة السياسية على تكلفة رأس المال بتباين فترات الأزمات والاستقرار، حيث لوحظ وجود أثر سلبي للقوة السياسية على تكلفة رأس المال في فترتي الأزمة المالية، والأزمة السياسية بمعاملي انحدار بلغا (−0.033، −0.043) على الترتيب عند مستوى معنوية (0.045، 0.015) على الترتيب. وقد يرجع ذلك إلى ميل المستثمرين للتعامل مع الشركات ذات الروابط السياسية القوية اعتقاداً منهم بانخفاض مستوى المخاطر فيها مقارنة بالشركات ذات الروابط السياسية المنخفضة (Boubakri et al., 2008). فضلاً عن قدرة الشركات المرتبطة سياسياً على الحصول على معدلات فائدة منخفضة من المقرضين نتيجة للعلاقات السياسية لمديري هذه الشركات (Bliss and Gul, 2012). ويتفق ذلك مع نتائج دراسة كل من (Harjan et al., 2019; Pupitasari et al., 2019; Junus et al., 2022).

بينما لوحظ عدم وجود أثر معنوي للقوة السياسية على تكلفة رأس المال في فترتي أزمة كورونا، والاستقرار، وقد يرجع ذلك إلى أنه في فترات الأزمات تنخفض ثقة المقرضين في قدرة الشركة على سداد التزاماتها حيث ترتفع أسعار الفائدة بالشكل الذي يجعل الشركة تلجأ إلى المصادر الداخلية لتمويل عملياتها الاستثمارية وبالتالي لا يكون للقوة السياسية تأثير على السياسة التمويلية للشركة.

إلا أنه لوحظ عدم تباين أثر القوة السياسية كمتغير مُعدِّل على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال بتباين فترات الأزمات والاستقرار حيث بلغت قيم معاملات الانحدار (0.255، 0.421، −0.109، −0.277) على الترتيب عند مستويات معنوية (0.107، 0.145، 0.745، 0.397) على الترتيب. بما يشير إلى أن **القوة السياسية ليس لها تأثير معنوي على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار.**

كما يتضح تباين أثر الاتصال السياسي على تكلفة رأس المال بتباين فترات الأزمات والاستقرار، حيث لوحظ وجود أثر ايجابي للاتصال السياسي على تكلفة رأس المال في فترة الأزمة المالية بمعامل انحدار بلغ (0.075) عند مستوى معنوية (0.024). وقد يرجع ذلك إلى ردود الفعل السلبية من السوق التي تحاول الحد من الفساد وتحسين البيئة السياسية في فترة الأزمات (El− Shayeb, 2023). كما أن الشركات

المرتبطة سياسياً تقوم بدفع المزيد من الضرائب وتقوم بتشغيل المزيد من العاملين وتعاني بشكل كبير في أدائها المالي (Liu and Zhao, 2023).

في حين لوحظ عدم وجود أثر معنوي للاتصال السياسي على تكلفة رأس المال في الفترات الأخرى، إلا أنه لوحظ عدم تباين أثر الاتصال السياسي كمتغير مُعدِّل على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال بتباين فترات الأزمات والاستقرار حيث بلغت معاملات الانحدار (−0.036، −0.270، −0.437، −0.088) على الترتيب عند مستويات معنوية (0.920، 0.621، 0.431، 0.852) على الترتيب. **بما يشير إلى أن الاتصال السياسي ليس له تأثير معنوي على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار.**

ويمكن صياغة نماذج الانحدار (9، 10، 11، 12) لأثر الروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار من خلال الجدول رقم (11) التالي:

جدول 11: نماذج انحدار أثر الروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار

الفترات	رقم النموذج	نماذج الانحدار
الأزمة المالية	(9)	WACC = 0.095 - **0.321 EV** - **0.033 PCS** + **0.075 PCC** +0.255 PCS×EV- 0.036 PCC×EV+0.003 Size - **0.091 Lev** - **0.195 ROA** + 0.007 AGR
الأزمة السياسية	(10)	WACC = 0.200 - 0.247 EV - **0.043 PCS** + 0.029 PCC + 0.421 PCS×EV - 0.270 PCC×EV - 0.002 Size - **0.079 Lev** - 0.079 ROA - **0.068 AGR**
أزمة كورونا	(11)	WACC = - 0.473 + 0.308 EV - 0.032 PCS + 0.062 PCC - 0.109 PCS×EV - 0.437 PCC×EV + **0.027 Size** - 0.052 Lev + 0.001 ROA - 0.005 AGR
الاستقرار	(12)	WACC = 0.055 + 0.248 EV - 0.002 PCS + 0.038 PCC - 0.277 PCS×EV-0.088 PCC×EV+ 0.002 Size - 0.046 Lev + **0.138 ROA** - **0.065 AGR**

يتضح مما سبق أنه يمكن قبول الفرض الثالث والقائل بأنه "**لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار**"، حيث توصلت نتائج الدراسة إلى عدم وجود أثر معنوي للروابط السياسية التي تتمثل في القوة السياسية والاتصال السياسي على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار.

6-8 اختبار أثر الروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار

لاختبار أثر الروابط السياسية على تفسير العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار يتم التحقق من مدى صحة الفرض الرابع والقائل بأنه "**لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار**". وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لتحديد معاملات الانحدار للمتغيرات التي تمثل التفاعل بين الروابط السياسية وتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية. فإذا كان هذا المعامل معنوياً فإنه يشير إلى وجود أثر معنوي للروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال. ويمكن توضيح نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لأثر الروابط السياسية كمتغير مُعدِّل على تفسير العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال من خلال الجدول رقم (12) التالي:

جدول 12: نتائج تحليل الانحدار لأثر الروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال

Model (16) فترة الاستقرار				Model (15) أزمة كورونا				Model (14) الأزمة السياسية				Model (13) الأزمة المالية				Variable
B	Sig.	VIF	Tol.	B	Sig.	VIF	Tol.	B	Sig.	VIF	Tol.	B	Sig.	VIF	Tol.	
-.092	.390	2.555	.391	.098	.666	2.856	.350	-.470	**.000**	1.219	.821	-.195	**.000**	1.084	.922	COFV
-.006	.619	3.611	.277	-.031	.212	5.049	.198	-.056	**.005**	4.363	.229	-.034	**.023**	5.795	.173	PCS
.025	.257	2.810	.356	.084	**.077**	2.823	.354	-.007	.804	3.986	.251	.097	**.003**	3.561	.281	PCC
-.040	.392	6.156	.162	.013	.898	4.544	.220	.560	**.045**	4.459	.224	.257	**.023**	5.440	.184	PCS×COFV
.107	.564	6.621	.151	-.563	**.067**	4.130	.242	.369	.322	3.935	.254	-.387	.144	3.511	.285	PCC×COFV
.002	.592	1.489	.672	.019	**.044**	1.651	.606	-.006	.274	1.550	.645	-.003	.678	1.882	.531	Size
-.054	**.095**	1.515	.660	-.057	.340	1.478	.677	-.070	**.067**	1.475	.678	-.095	**.019**	1.426	.701	Lev
.147	**.015**	1.261	.793	.128	.530	1.330	.752	-.051	.570	1.413	.708	-.207	**.027**	1.352	.740	ROA
-.064	**.014**	1.140	.877	-.005	.731	1.075	.930	-.063	**.054**	1.060	.943	.012	.367	1.049	.953	AGR
1.937				2.207				2.052				1.916				D-W
.076				-.311				.282				.209				Constant
.377				.508				.528				.582				R
14.2%				25.8%				27.9%				33.9%				R^2
10.2%				14.3%				20.8%				27.4%				Adj. R^2
(9,194)				(9,58)				(9,92)				(9,92)				d.f.
3.568				2.243				3.954				5.244				$F_{Stat.}$
1.92				2.04				1.97				1.97				$F_{Tab.}$
.000				.032				.000				.000				Sig.

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

يتبين من نتائج الجدول رقم (12) تباين معامل التحديد المعدل والذي يعبر عن المقدرة التفسيرية للنموذج بتباين فترات الأزمات والاستقرار حيث بلغت قيم معامل التحديد المعدل في فترات الأزمة المالية، الأزمة السياسية، أزمة كورونا، والاستقرار (27.4%، 20.8%، 14.3%، 10.2%) على الترتيب. حيث لوحظ أن فترتي الأزمة المالية والأزمة السياسية هما أعلى مقدرة تفسيرية لتكلفة رأس المال مقارنة بفترتي أزمة كورونا والاستقرار، بما يشير إلى ارتفاع المقدرة التفسيرية للنموذج على تفسير التباينات في تكلفة رأس المال في فترتي الأزمة المالية والأزمة السياسية، وانخفاض المقدرة التفسيرية للنماذج في فترتي أزمة كورونا والاستقرار، كما بلغت قيم F المحسوبة (5.244، 3.954، 2.243، 3.568) على الترتيب وهى أكبر من قيمة F الجدولية التي بلغت (1.97، 1.97، 2.04، 1.92) على الترتيب عند مستويات معنوية (0.000، 0.000، 0.032، 0.000) على الترتيب، بما يشير إلى دقة النماذج واستقلالية العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار.

كما يتضح تباين أثر القوة السياسية على تكلفة رأس المال بتباين فترات الأزمات والاستقرار، حيث لوحظ وجود أثر سلبي للقوة السياسية على تكلفة رأس المال في فترتي الأزمة المالية، والأزمة السياسية بمعاملي انحدار بلغ (−0.034، −0.056) على الترتيب عند مستوى معنوية (0.023، 0.005) على الترتيب. بينما لوحظ عدم وجود أثر معنوي للقوة السياسية على تكلفة رأس المال في فترتي أزمة كورونا، والاستقرار.

إلا أنه لوحظ تباين أثر القوة السياسية كمتغير مُعدِّل على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال بتباين فترات الأزمات والاستقرار حيث لوحظ وجود أثر ايجابي للمتغير التفاعلي القوة السياسية وتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترتي الأزمة المالية والأزمة السياسية بمعاملي انحدار بلغ (0.257، 0.560) على الترتيب عند مستوى معنوية (0.023، 0.045) على الترتيب. بينما لوحظ عدم وجود أثر معنوي للمتغير التفاعلي القوة السياسية وتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترتي أزمة كورونا وفترة الاستقرار حيث بلغ مستوى المعنوية (0.898، 0.392) على الترتيب، بما يشير إلى أن **القوة السياسية لها أثر ايجابي على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترتي الأزمة المالية والأزمة السياسية حيث تؤدي إلى ضعف الأثر السلبي لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال. فضلاً عن عدم وجود أثر معنوي للقوة السياسية على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترتي أزمة كورونا وفترة الاستقرار.**

كما يتضح تباين أثر الاتصال السياسي على تكلفة رأس المال بتباين فترات الأزمات والاستقرار، حيث لوحظ وجود أثر ايجابي للاتصال السياسي على تكلفة رأس المال في فترتي الأزمة المالية وأزمة كورونا بمعاملي انحدار بلغ (0.097، 0.084) على الترتيب عند مستوى معنوية (0.003، 0.077) على

الترتيب. بينما لوحظ عدم وجود أثر معنوي للاتصال السياسي على تكلفة رأس المال في فترتي الأزمة السياسية والاستقرار.

إلا أنه لوحظ تباين أثر الاتصال السياسي كمتغير مُعدِّل على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال بتباين فترات الأزمات والاستقرار حيث لوحظ وجود أثر سلبي للمتغير التفاعلي الاتصال السياسي وتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترة أزمة كورونا بمعامل انحدار بلغ (−0.563) عند مستوى معنوية (0.067). بينما لوحظ عدم وجود أثر معنوي للمتغير التفاعلي الاتصال السياسي وتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترات الأزمة المالية، الأزمة السياسية، وفترة الاستقرار حيث بلغت مستويات المعنوية (0.144، 0.322، 0.564) على الترتيب، بما يشير إلى أن **الاتصال السياسي له أثر سلبي على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترة أزمة كورونا حيث يؤدي إلى زيادة الأثر السلبي لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال، فضلاً عن عدم وجود أثر معنوي للاتصال السياسي على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمة المالية، الأزمة السياسية، وفترة الاستقرار.**

ويمكن صياغة نماذج الانحدار (13، 14، 15، 16) لأثر الروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار من خلال الجدول رقم (13) التالي:

جدول 13: نماذج انحدار أثر الروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار

الفترات	رقم النموذج	نماذج الانحدار
الأزمة المالية	(13)	WACC = 0.209 - **0.195 COFV** - **0.034 PCS** + **0.097 PCC** + **0.257 PCS×COFV** - 0.387 PCC× COFV - 0.003 Size - **0.095 Lev** - **0.207 ROA** + 0.012 AGR
الأزمة السياسية	(14)	WACC = 0.282 - **0.470 COFV** - **0.056 PCS** - 0.007 PCC + **0.560 PCS×COFV** + 0.369 PCC× COFV - 0.006 Size - **0.070 Lev** - 0.051 ROA - **0.063 AGR**
أزمة كورونا	(15)	WACC = - 0.311 - 0.098 COFV - 0.031 PCS + **0.084 PCC** + 0.013 PCS×COFV - **0.563 PCC× COFV** + **0.019 Size** - 0.057 Lev + 0.128 ROA - 0.005 AGR
الاستقرار	(16)	WACC = 0.076 - 0.092 COFV - 0.006 PCS + 0.025 PCC - 0.040 PCS×COFV + 0.107 PCC× COFV + 0.002 Size - **0.054 Lev** + **0.147 ROA** - **0.064 AGR**

يتضح مما سبق أنه يمكن رفض الفرض الرابع والقائل بأنه "**لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للروابط السياسية على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار**"، حيث توصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر ايجابي للقوة السياسية على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترتي الأزمة المالية والأزمة السياسية حيث تؤدي إلى ضعف الأثر السلبي لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال، فضلاً عن عدم وجود أثر معنوي للقوة السياسية على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترتي أزمة كورونا وفترة الاستقرار. كما خلصت نتائج الدراسة إلى وجود أثر سلبي للاتصال السياسي على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترة أزمة كورونا حيث يؤدي إلى زيادة الأثر السلبي لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال، فضلاً عن عدم وجود أثر معنوي للاتصال السياسي على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمة المالية، الأزمة السياسية، وفترة الاستقرار.

8-7 اختبار مدى الاختلاف بين فترات الأزمات والاستقرار حول تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال والروابط السياسية

لفحص الفروق المعنوية بين فترات الأزمات والاستقرار حول تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال والروابط السياسية يتم التحقق من مدى صحة الفرض الخامس والقائل بأنه "**لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين فترات الأزمات والاستقرار حول تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال والروابط السياسية**". وقد اعتمدت الدراسة على اختبار Kruskal-wallis للمقارنة بين فترات الأزمات والاستقرار، فإذا كانت قيمة معنوية الاختبار (.Sig) أقل من (0.05) فإن هذا يشير إلى وجود فروق معنوية بين فترات الأزمات والاستقرار (بالانت، 2015). ويمكن توضيح نتائج الفروق المعنوية بين فترات الأزمات والاستقرار من خلال الجدول رقم (14) التالي:

جدول 14: نتائج الفروق المعنوية بين فترات الأزمات والاستقرار حول متغيرات الدراسة

PCC			PCS			WACC			COFV			EV			Periods
Mean rank	Chi-Square	Sig.	Mean rank	Chi-Square	Sig.	Mean rank	Chi-Square	Sig.	Mean rank	Chi-Square	Sig.	Mean rank	Chi-Square	Sig.	
228.50	8.742	0.033	239.80	8.075	0.044	246.48	2.614	0.455	253.32	4.540	0.209	265.73	8.471	0.037	الأزمة المالية
219.17			223.17			241.60			214.25			234.39			الأزمة السياسية
270.50			263.96			214.07			243.26			256.09			أزمة كورونا
242.50			237.03			241.11			241.62			221.08			فترة الاستقرار

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج الجدول رقم (14) وُجد أن قيمة معنوية الاختبار لتقلبات الأرباح (0.037) وهي أقل من (0.05) بما يشير إلى وجود فروق معنوية بين فترات الأزمات والاستقرار وذلك عند قيمة (كا^2) بلغت (8.471)، ويتضح ذلك من اتساع مدى رتب المتوسط الحسابي لتقلبات الأرباح بين فترات الأزمات والاستقرار والذي تراوح بين الحد الأدنى والحد الأعلى (221.08، 265.73) على الترتيب.

وبفحص رتب المتوسط الحسابي لتقلبات الأرباح لوحظ أن رتب المتوسط الحسابي لفترات الأزمة المالية، أزمة كورونا، الأزمة السياسية، وفترة الاستقرار بلغ (265.73، 256.09، 234.39، 221.08) على الترتيب. بما يشير إلى اختلاف رتب المتوسط الحسابي لتقلبات الأرباح بين فترات الأزمات والاستقرار وما يستتبعه من وجود فروق معنوية بين تلك الفترات حول تقلبات الأرباح.

بينما لوحظ أن قيمة معنوية الاختبار لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية (0.209) وهي أكبر من (0.05) بما يشير إلى عدم وجود فروق معنوية بين فترات الأزمات والاستقرار وذلك عند قيمة (كا^2) بلغت (4.540). ويتضح ذلك من تقارب مدى رتب المتوسط الحسابي لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية بين فترات الأزمات والاستقرار والذي تراوح بين الحد الأدنى والحد الأعلى (214.25، 253.32) على الترتيب.

وبفحص رتب المتوسط الحسابي لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية لوحظ أن رتب المتوسط الحسابي لفترات الأزمة المالية، أزمة كورونا، فترة الاستقرار، والأزمة السياسية بلغ (253.32، 243.26، 241.62، 214.25) على الترتيب. بما يشير إلى تقارب رتب المتوسط الحسابي لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية بين فترات الأزمات والاستقرار وما يستتبعه من عدم وجود فروق معنوية بين تلك الفترات حول تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية.

كما لوحظ أن قيمة معنوية الاختبار للمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (0.455) وهي أكبر من (0.05) بما يشير إلى عدم وجود فروق معنوية بين فترات الأزمات والاستقرار وذلك عند قيمة (كا^2) والتي بلغت (2.614). ويتضح ذلك من تقارب مدى رتب المتوسط الحسابي للمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بين فترات الأزمات والاستقرار والذي تراوح بين الحد الأدنى والحد الأعلى (214.07، 246.48) على الترتيب.

وبفحص رتب المتوسط الحسابي للمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لوحظ أن رتب المتوسط الحسابي لفترات الأزمة المالية، الأزمة السياسية، فترة الاستقرار، وأزمة كورونا، بلغ (246.48، 241.60، 241.11، 214.07) على الترتيب. بما يشير إلى تقارب رتب المتوسط الحسابي للمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بين فترات الأزمات والاستقرار وما يستتبعه من عدم وجود فروق معنوية بين تلك الفترات حول المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

فى حين لوحظ أن قيمة معنوية الاختبار للقوة السياسية (0.044) وهي أقل من (0.05) بما يشير إلى وجود فروق معنوية بين فترات الأزمات والاستقرار وذلك عند قيمة (كا^2) والتي بلغت (8.075). ويتضح ذلك من اتساع مدى رتب المتوسط الحسابي للقوة السياسية بين فترات الأزمات والاستقرار والذي تراوح بين الحد الأدنى والحد الأعلى (223.17، 263.96) على الترتيب.

وبفحص رتب المتوسط الحسابي للقوة السياسية لوحظ أن رتب المتوسط الحسابي لفترات أزمة كورونا، الأزمة المالية، فترة الاستقرار، والأزمة السياسية بلغ (263.96، 239.80، 237.03، 223.17) على الترتيب. بما يشير إلى اختلاف رتب المتوسط الحسابي للقوة السياسية بين فترات الأزمات والاستقرار وما يستتبعه من وجود فروق معنوية بين تلك الفترات حول القوة السياسية.

كما لوحظ أن قيمة معنوية الاختبار للاتصال السياسي (0.033) وهي أقل من (0.05) بما يشير إلى وجود فروق معنوية بين فترات الأزمات والاستقرار وذلك عند قيمة (كا^2) والتي بلغت (8.742). ويتضح ذلك من اتساع مدى رتب المتوسط الحسابي للاتصال السياسي بين فترات الأزمات والاستقرار والذي تراوح بين الحد الأدنى والحد الأعلى (219.17، 270.50) على الترتيب.

وبفحص رتب المتوسط الحسابي للاتصال السياسي لوحظ أن رتب المتوسط الحسابي لفترات أزمة كورونا، فترة الاستقرار، الأزمة المالية، والأزمة السياسية بلغ (270.50، 242.50، 228.50، 219.17) على الترتيب. بما يشير إلى اختلاف رتب المتوسط الحسابي للاتصال السياسي بين فترات الأزمات والاستقرار وما يستتبعه من وجود فروق معنوية بين تلك الفترات حول الاتصال السياسي.

يتبين مما سبق أنه يمكن رفض الفرض الخامس والقائل **بأنه "لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين فترات الأزمات والاستقرار حول تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال والروابط السياسية"**. حيث خلصت نتائج الدراسة إلى وجود فروق معنوية بين فترات الأزمة المالية، الأزمة السياسية، أزمة كورونا، وفترة الاستقرار حول تقلبات الأرباح، القوة السياسية، والاتصال السياسي.

9- نتائج الدراسة

استهدفت الدراسة تحديد أثر تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار، فضلاً عن الدور المُعدِّل للروابط السياسية وذلك للشركات المقيدة والمتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية المصري. وفي ضوء ذلك فقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج يمكن تناولها على النحو التالي:

9-1 تباين أثر تقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال بتباين فترات الأزمات والاستقرار حيث خلصت نتائج الدراسة إلى وجود أثر سلبي لتقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال في فترة الأزمة المالية بمعامل انحدار بلغ (−0.298) عند مستوى معنوية (0.003)، بينما توصلت نتائج الدراسة إلى عدم وجود أثر معنوي لتقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال في فترات الأزمة السياسية، أزمة كورونا، وفترة الاستقرار.

9-2 تباين أثر تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال بتباين فترات الأزمات والاستقرار حيث كشفت نتائج الدراسة عن وجود أثر سلبي لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترات الأزمة المالية، الأزمة السياسية، وأزمة كورونا بمعاملات انحدار بلغت (−0.203، −0.370، −0.330) على الترتيب عند مستويات معنوية بلغت (0.000، 0.002، 0.039) على الترتيب. فى حين توصلت نتائج الدراسة إلى وجود أثر سلبي لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال في فترة الاستقرار بمعامل انحدار بلغ (−0.128) عند مستوى معنوية بلغ (0.064).

9-3 عدم تباين أثر الروابط السياسية كمتغير مُعدِّل على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال بتباين فترات الأزمات والاستقرار. إذ أشارت نتائج الدراسة إلى عدم تباين أثر القوة السياسية والاتصال السياسي على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار، حيث لم يكن للقوة السياسية والاتصال السياسي أي أثر معنوي على العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار.

9-4 تباين أثر الروابط السياسية كمتغير مُعدِّل على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال بتباين فترات الأزمات والاستقرار. إذ توصلت نتائج الدراسة إلى تباين أثر القوة السياسية على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار حيث كان للقوة السياسية أثر ايجابي على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترتي الأزمة المالية والأزمة السياسية حيث تؤدي إلى ضعف الأثر السلبي لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال وذلك بمعاملي انحدار بلغا (0.257، 0.560) على الترتيب عند مستوى معنوية (0.023، 0.045) على الترتيب، فضلاً عن عدم وجود أثر معنوي للقوة السياسية على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترتي أزمة كورونا وفترة الاستقرار. كما خلصت نتائج الدراسة إلى تباين أثر الاتصال السياسي على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار حيث كان للاتصال السياسي أثر سلبي على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترة أزمة كورونا حيث يؤدي إلى زيادة الأثر السلبي لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال وذلك بمعامل انحدار بلغ (-0.563) عند مستوى معنوية (0.067)، فضلاً عن عدم وجود أثر معنوي للاتصال السياسي على العلاقة بين تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال في فترات الأزمة المالية، الأزمة السياسية، وفترة الاستقرار.

9-5 وجود فروق معنوية بين فترات الأزمة المالية، الأزمة السياسية، أزمة كورونا، وفترة الاستقرار حول تقلبات الأرباح، القوة السياسية، والاتصال السياسي حيث بلغت قيم معنوية الاختبار (0.037، 0.044، 0.033) على الترتيب، وبلغت قيم كا^2 (8.471، 8.075، 8.742) على الترتيب. بينما خلصت نتائج الدراسة إلى عدم وجود فروق معنوية بين فترات الأزمات والاستقرار حول تقلبات التدفقات النقدية التشغيلية، وتكلفة رأس المال.

10- توصيات الدراسة

في ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة، فإنه يمكن تقديم التوصيات التالية:

10-1 ضرورة قيام سوق الأوراق المالية المصري من خلال دوره الاعلامي والتثقيفي بتوعية أصحاب المصالح المختلفة بأهمية خصائص فترات الأزمات والاستقرار في بيئة الأعمال المصرية كأحد المحددات الهامة لتباين تقلبات الأرباح، والروابط السياسية التي تؤثر على تقدير تكلفة رأس المال. بما يؤدي إلى ترشيد قرارات أصحاب المصالح المختلفة وما يستتبعه من دعم مناخ الاستثمار وتحقيق التنمية الاقتصادية.

10-2 العمل على تعزيز الوعي لدى الشركات بتأثير مخاطر تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على ارتفاع تكلفة رأس المال في فترات الأزمات والاستقرار، ومحاولة اتخاذ التدابير اللازمة للحد من الآثار السلبية لتلك التقلبات على تكلفة رأس المال والتي منها الروابط السياسة. بما يؤدي إلى زيادة القدرة على التمويل الخارجي من خلال إقبال المستثمرين على ضخ استثماراتهم في الشركات أو جذب الاستثمارات من خلال ضخ رؤوس أموال المساهمين وما يستتبعه من قدرة الشركات على تنفيذ استثماراتها وخططها المستقبلية.

10-3 ضرورة اهتمام المستثمرين بصفة عامة، ومانحي القروض والمساهمين المرتقبين بشكل خاص، بالأزمات المالية كإحدى الصدمات الداخلية التي تتعرض لها الشركات والتي يزيد خلالها الأثر السلبي لتقلبات الأرباح على تكلفة رأس المال مقارنة بفترتي الأزمة السياسية وأزمة كورونا. بما يؤدي إلى ترشيد اتخاذ قراراتهم حول الإقراض أو شراء أصول مالية خاصة في فترات الأزمة المالية.

10-4 ضرورة اهتمام أصحاب المصالح المختلفة بالروابط السياسية للشركات على تفسير العلاقة بين تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال حيث تؤدي القوة السياسية إلى ضعف الأثر السلبي لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال خاصة خلال فترتي الأزمة المالية والسياسية. كما يؤدي الاتصال السياسي إلى زيادة الأثر السلبي لتقلبات التدفقات النقدية التشغيلية على تكلفة رأس المال خاصة خلال فترة أزمة كورونا، فضلاً عن عدم وجود أثر للروابط السياسية على تفسير العلاقة بين تقلبات الأرباح وتكلفة رأس المال خلال فترات الأزمات والاستقرار. بما يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال وترشيد قرارات أصحاب المصالح المختلفة.

10-5 ضرورة إعادة النظر في مستويات الإفصاح خلال فترات الأزمات، وقيام سوق الأوراق المالية المصري بتشجيع الشركات على زيادة مستوى الافصاح المحاسبي خاصة في تلك الفترات، وجعل الالتزام بها ضمن متطلبات الإدراج أو استمرار القيد في السوق، بما يؤدي إلى ارتفاع مستوى الإفصاح وزيادة القدرة على دراسة وتحليل العديد من المتغيرات الأخرى المحددة لتكلفة رأس المال في البيئة المصرية خلال فترات الأزمات.

11-مجالات الدراسة المستقبلية

في ضوء ما توصلت إليه نتائج الدراسة، يمكن اقتراح العديد من المجالات التي تمثل اساساً لدراسات مستقبلية والتي تتمثل فيما يلي:

11-1 دراسة وتحليل الدور المُعدِّل للعديد من المتغيرات المختلفة التي تمثل آليات حوكمة داخلية وخارجية والتي قد تؤثر على العلاقة بين تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية وتكلفة رأس المال، والتي منها

على سبيل المثال تغطية المحللين الماليين، أنماط هياكل الملكية، خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة، وآليات التحصين الإداري.

11-2 اختبار أثر تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية على تكلفة رأس المال وانعكاس ذلك على مخاطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية.

11-3 دراسة وتحليل خصائص المعلومات المحاسبية في فترات الأزمات والاستقرار ومدى تأثير الروابط السياسية على تلك الخصائص.

11-4 إجراء المزيد من الدراسات على قطاعي البنوك والخدمات المالية للتعرف على مدى الاختلاف بين تلك القطاعات حول أثر تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية على تكلفة رأس المال خلال فترات الأزمات والاستقرار.

11-5 الاعتماد على مقاييس أخري لتكلفة رأس المال مثل تكلفة رأس المال المملوك، وتكلفة رأس المال المقترض بغرض دراسة وتحليل أثر تقلبات الأرباح والتدفقات النقدية على تلك المقاييس والتي قد تؤدي إلى نتائج مختلفة.

المراجـــــع

أولاً: المراجع باللغة العربية

البورصة المصرية، (2022).

Available at: http://www.egx.com.eg

الحناوي، السيد محمود، (2018)، "أثر مستوى التحفظ المحاسبي على تكلفة رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، ***مجلة البحوث المحاسبية***، كلية التجارة، جامعة طنطا، المجلد الخامس، العدد الأول، ص ص 198-259.

الفقي، رشا علي; والزكي، رحاب كمال، (2019)،" قياس الأثر التفاعلي بين الروابط السياسية ومستوى التحفظ المحاسبي على قيمة الشركات المدرجة في قطاعي التشييد ومواد البناء بالبورصة المصرية"، ***مجلة الدراسات والبحوث المحاسبية***، كلية التجارة، جامعة بنها، العدد الأول، ص ص 1-54.

بالانت، جولي، (2015)، ***التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS***"، ترجمة: خالد العامري، دار الفاروق، القاهرة.

بريك، دعاء أحمد سعيد فارس، (2020)، "أثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، ***مجلة الفكر المحاسبي***، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد الرابع والعشرون، العدد الأول، ص ص 685-742.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

Abdel-Fattah, H., El-Shayeb, N., and Ameria, H., (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***, Vol. 10, No. 9, PP. 393-413.

Abdul Wahab, E, Agustia, D., Azmi, N., Harymawan, I., and Zakaria, N., (2020), "Political Connections, Corporate Governance and the Cost of Equity in Malaysian", ***International Journal of Innovation, Creativity and Change***, Vol. 10, No. 11, PP. 795-817.

Ahmed, A., McMartin, A., and Safdar, I., (2020), "Earnings Volatility, Ambiguity, and Crisis- period Stock returns", ***Accounting and Finance***, Vol. 60, PP. 2939-2963.

Ahmed, F., and McMillan, D., (2021), "Capital Structure and Political Connections: Evidence from GCC Banks and the Financial Crisis", ***International Journal of Emerging Markets***, available at: https://doi. org/10.1108/IJOEM-03-2020-0261.

Aldamen, H. and Duncan, K., (2012), "Does Adopting Good Corporate Governance Impact the Cost of Intermediated and Non-intermediated Debt?", ***Accounting and Finance***, Vol. 52, PP. 49-76.

Al-Hadi, A., Habib, A., Al-Yahyaee, K.H. and Eulaiwi, B., (2017), "Joint Audit, Political Connections and Cost of Debt Capital", ***International Journal of Auditing***, Vol. 21, No. 3, PP. 1-45.

Allyannis, G., and Weston, J., (2003), "Earnings Volatility, Cash Flow Volatility, and Firm Value", ***Working Paper***, University of Virginia.

Al- Momani, M., and Obeidat, M., (2017)," Towards More Undestanding of the Financial Leverage Controversy: The Evidence of the Industrial Firms at Amman Stock Exchange", ***International Journal of Economics and Financial Issues***, Vol. 7, No. 4, PP. 189-198.

Alonso, M., Palma, N., and Simon-Yarza, (2022), "The Value of Political Connections: Evidence from Chines Anti- Corruption Compaign", ***Journal of Institutional Economics***, Vol. 18, PP. 785-805.

Arianpoor, A., and Asali, F., (2023), "The Impact of Earnings Volatility, Environmental uncertainty and COVID-19 Pandemic on Accounting Comparability in an Emerging Economy", ***Asian Review of Accounting***, available at: https://doi.org/10.1108/ARA-10-2022-0257.

Aubert, N., Kern, A., and Hollands, X., (2017), "Employee Stock Ownership and the Cost of Capital", ***Research in International Business and Finance***, El-sevier, available at: http: www.Sciencedirect.com /science /article/ pii/ S0275531916304524.

Basheer, S., (2003), "**Your Guide to the Statistical Program SPSS**", Tenth Edition, Arab Institute for Training and Research in Statistics, Iraq.

Beatty, A., Weber, J. and Yu, J., (2008), "Conservatism and Debt", ***Journal of Accounting and Economics***, Vol. 45, Nos. 2-3, PP. 154-174.

Bencheikh, F., and Taktak, N., (2017), "Political Connections and Debt Access: The Case of Tunisian Firms", ***International Journal of Economics and Financial Issues***, Vol. 7, No. 3, PP. 180-185.

Bliss, M., and Gul, F., (2012), "Political Connection and Cost of Debt: Some Malaysian Evidence", ***Journal of Banking and Finance***, Vol. 36, PP. 1520-1527.

Block, S., Hirt, G. and Danielsen, B., (2012), "Foundations of Financial Management", McGraw-Hill International, International Edition, available at: https://www.amazon.com.

Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D., and Saffar, W., (2008), "Political Connections and the Cost of Equity Capital", ***Journal of Corporate Finance***, Vol. 18, No. 3, PP. 541-559.

Brealey, R., Myers, S. and Allen, F., (2014), "**Principles of Corporate Finance**", McGraw Hill Education, 11th Edition, available at: https://www.amazon.com.

Chen, Y., Chiplunker, G., Sekhri, S., Sen, A., and Seth, A., (2023), "***How Do Political Connections of Firms Matter During an Economic Crisis?***", Discussion Paper Series. I Z A Institute of Labor Economics.

Coman, F. (2011). "How does Information Asymmetry Manifest in the Cost of Capital?", ***Economics, Management, and Financial Markets***, Vol. 6, No. 3, PP. 154–159.

Dreyer, J., (2010), "***Capital Structure: Profitabilty, Earnings Volatility and the Probability of Financial Distress***", Master Thesis, University of Pretoria.

Dudley, E. and James, C., (2015), "Cash Flow Volatility and Capital Structure", Available at: http://www. SSRN.com 2492152.

Egghe, L., (2019), "***Political connections and tax avoidance analysis in Belgium***", Unpublished Master dissertation, Ghent University.

El-Shayeb, N., (2023)," The Moderating Impact of Political Connections on the relationship between Cash Holdings and Firm Viability in Emerging Economies: Empirical Evidence from Egypt", ***Scientific Journal for Financial and Commercial Studies and Research***, Faculty of Commerce, Damietta University, Vol. 4, No.1, PP.69-103.

Frank, M. and Shen, T., (2016), "Investment and the Weighted Average Cost of Capital", ***Journal of Financial Economics***, Vol. 119, No. 2, PP. 300-315.

Gujarati, D., (2004), "**Basic Econometrics**", Fourth Edition, New York, the McGraw–Hill Companies.

Hallsten, M., Korpi, T., and Tahlin, M., (2010), "Globalization and Uncertainty: Earnings Volatility in Sweden, 1985-2003", ***Industrial Relations Journal***, Vol. 49, No. 2, PP. 165-189.

Harjan, S., Teng, M., Shah, S., and Mohammed, J., (2019), "Political Connections and Cost of Debt Financing: Empirical Evidence from China", ***International Journal of Economics and Financial Issues***, Vol. 9, No. 1, PP. 212-216.

Hunt, A., Moyyer, S. and Shevlin, T., (1997), "Earnings Volatility, Earnings Management, and Equity Value", ***Working Paper***.

Huq, A., (2016), ***"Effects of Earnings Volatility on Cost of Debt: the Case of Swedish Limited Companies"***, Master Thesis, Dalarna University, Sweden.

Hussain, H., Rus, R., and Al-Jaifi, H., (2019), "Direct Agency Cost of Equity, Cash Flow Volatility and Dividend Pay-Out: Evidence from Pakistan", ***Journal of Social Science and Humanities***, Vol. 27, No. 1, PP. 327-344.

Ikhsan, S., (2022)," The Effect of Return on Equity, Current Ratio, and Earnings Volatility on Capital Structure", ***International Journal of Social Science and Business***, Vol. 6, No. 4, PP. 478-485.

Ilyas, M., Jehangir, M., and Ahmed, A., (2016)," Earnings Volatility and Capital Structure: Empirical Evidence of Non-Financial Firms of Pakistan", ***Journal of Business and Tourism***, Vol. 2, No. 1, PP.33-39.

Jayarman, S., (2008), "Earnings Volatility, Cash Flow Volatility, and Informed Trading", ***Journal of Accounting Research***, Vol. 46, No. 4, PP. 809- 851.

Joos, O., and Ohlin, J., (2017), "Capital Structures Influence on Volatility in Times of Financial Distress: An Investigation on Capital Structure as a Volatility influencer before, during and after the European Debt Crisis on the Stockholm Stockholm Exchange", ***Working Paper,*** Umea School of Business and Economics.

Junus, O., Nasih, M., Anshori, M. and Harymawan, I., (2022), "Politically Connected Independent Commissioners and Independent Directors on the Cost of Debt", ***International Journal of Financial Studies***, Vol. 10, No. 1, PP. 1-19.

Karimli, T., (2018), "***The Impact of cash Flow Volatility on Corporate Debt Decision***", Master Thesis, University of Budapset, Hungray.

Keefe, M., and Nguen, H., (2020), "The Influence of Cash Flow Volatility on Firm use of Debt of Different Maturities or Zero- debt: International Evidence", ***International Review of Economics and Finance***, Vol. 86, PP. 684-700.

Keefe, M., and Yaghoubi, M., (2014), "Does cash Flow Volatility Affect Firm Capital Structure?", ***Working Paper***, Victoria University of Wellington.

Lee, E., Walker, M., and Christensen, H.,(2008), "Mandating IFRS: its Impact on the Cost of Equity Capital in Europe" **The Association of Chartered Certified Accountants**, Available at: http://www.accaglobal .com/content.

Liu, H., (2010), "**The Influence of Ultimate Ownership Structure on Capital Cost**", Master Thesis, Southwest Jiaotong University (People's Republic of China), available at: www.proquest.com.

Liu, H., and Zhao, W., (2023), "The Role of Political Connections in Bad Times: Evidence from the COVID-19 Panademic", ***Economic Letters Journal***, Vol. 224, PP. 1-5.

Mehta, A., Sohail, A., Rehman, S., Naqvi, F. and Sair, S., (2020), "Pakistan's Political Economy and Stock Market Returns", ***Academy of Accounting and Financial Studies Journal***, Vol. 24, No. 4, PP. 1-10.

Memon, Z., Chen, Y., Tauni, M., and Ali, H., (2018), "The Impact of Cash Flow Volatility on Firm Leverage and Debt Maturity Structure: Evidence from China", ***China Finance Review International Journal***, Vol. 8, No. 1, PP. 69-91.

Minton , B., and Schrand, C., (1998), " The Impact of Cash Flow Volatility on Discretionary Investment and the Cost of Debt and Equity Financing", ***Journal of financial economics***, Vol. 54, No. 3, PP. 423-460.

Nguyet, A., (2017), "The Impact of Eanings Volatility on Earnings Predictabilty", ***Global Business and Finance Review***, Vol. 22, No. 2, PP. 82-89.

O'Brien, R., (2007), "A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors", ***Quality & Quantity***, Vol. 41, No. 5, PP. 673-690.

Orens, R., Aerts, W., and Cormier, D., (2010), "Web-based Non-Financial Disclosure and the Cost of Finance", ***Journal of Business Finance and Accounting***, Vol. 37, Nos. 8/9, PP. 1057-1093.

Pongrangga, G., and Kurniawati, A., (2020), "The Effect of Earnings Volatility on Borrowers Cost of Debt: Evidence from Indonesia", ***Media Ekonomi dan Manajemen***, Vol. 35, No. 1, PP. 19-33.

Puspitasari, N., Simbolon, I., and Sari, N., (2019), "Cost of Equity: Disclosure, Size, and Political Connection ", ***Advances in Economics, Business and Management Resrarch***, Vol. 143, PP. 46- 53.

Roddenhof, J., (2019), "***Identifying the Value of Liquidity: Cash Flow Volatility, Real Asset Liquidity and the Implied Cost of Equity Capital***", Master's Thesis, University of Twente.

Rusdiyanto, I., and Nasra, M., (2019), " The Effects of Earnings Volatility, Net Income and Comprehensive Income on Stock Prices on Banking Companies on the Indonesia stock Exchange", ***International Review of Management and Marketing***, Vol. 9, No. 6, PP. 18-24.

Santosuosso, P., (2015), "How Cash Flow Volatility Affects Debt Financing and Accounts Payable?", ***International Journal of Economics and Finance***, Vol. 7, No. 8, PP. 138-145.

Sengupta, P.,(1998) , "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt", ***The Accounting Review***, Vol. 73, No. 4, PP. 459-474

Shahid, M., (2018), "***The Impact of Earning Volatility and Cash Flow Volatility on Firm Value: Evidence from Pakistan***", Master Thesis, Capital University of Science and Technology, Islamabad, Pakistan.

Suto, M. and Takehara, H., (2017), "CSR and Cost of Capital: Evidence from Japan", **Social Responsibility Journal**, Vol. 13, No. 4, PP. 798-816.

Tawfik, O., Elmaasarawy, H., and Albitar, K., (2022), "Political Connections, Financial Decisions and Cash Holding: Empirical Evidence from Gulf Cooperation Council" ***Journal of Financial Reporting and Accounting***, available at: https://doi.org/10.1108/JFRA-10-2021-0382.

Tee, c., (2018), "Political Connections, Institutional Monotoring and the Cost of Debt: Evidence from Malaysian Firms", ***International Journal of Managerial Finance***, Vol. 14, No. 2, PP. 210-229.

Tjondro, E., Halim, M., and Iskandar, A., (2020), "Earnings Management, Income Volatility, and Cost of Debt", ***Advances in Economic, Business and Management Research***, Vol. 158, Proceedings of the 5th International Conference on Tourism, Economics, Accounting, Management and Social Science (Teams 2020).

Wisnu, W., (2019), " The Effect of Mandatory IFRS Adoption on Earning Management and Political Connection as Moderation Variables in Companies Listed in Indonesia Stock Exchange", ***Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic***,Vol. 86, No. 2, PP. 203-215.

Xie, J., and Zhang, Y., (2020)," Anti-corruption, Government Intervention, and Corporate Cash Holdings: Evidence from China", ***Economic Systems***, Vol. 44, No.1, PP. 1-23.

Zachariadis, K., (2020), "***Corporate Capital Structure Determinants: Evidence in the US Market***", Master Thesis, University of Thessaloniki, Greece.

Zhang, J., (2013), "Accounting Standards, Cost of Capital, Resource Allocation and Welfare in a Large Economy", ***The Accounting Review***, Vol. 88, No. 4, PP. 1459-1488.