



الأثر التفاعلي للروابط السياسية وخصائص مجلس الإدارة على عوائد أسهم الشركات المدرجة في البورصة المصرية

إعداد

بحث مُستل من رسالة ماجستير في إدارة الأعمال

د. سليمان عاطف شحاته رخا

د. أمير علي المرسي شوشة

مدرس إدارة الأعمال

أستاذ إدارة الأعمال

كلية التجارة – جامعة دمياط

كلية التجارة – جامعة دمياط

Soliman_Rakha@du.edu.eg

dr.amir.shusha@gmail.com

أ.ريم السيد الزفتاوي

معيدة بقسم إدارة الأعمال

كلية التجارة – جامعة دمياط

reemelzeftawi@du.edu.eg

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد السادس - العدد الثاني – الجزء الثالث - يوليو ٢٠٢٥

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

شوشة، أمير علي المرسي؛ رخا، سليمان عاطف شحاته؛ الزفتاوي، ريم السيد. (٢٠٢٥). الأثر التفاعلي للروابط السياسية وخصائص مجلس الإدارة على عوائد أسهم الشركات المدرجة في البورصة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٦(٢)، ٣-١٢٠٣-١٢٤١.

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

الأثر التفاعلي للروابط السياسية وخصائص مجلس الإدارة على

عوائد أسهم الشركات المدرجة في البورصة المصرية

د. أمير علي المرسي شوشة؛ د. سليمان عاطف شحاته رخا، أ.ريم السيد الزفتاوي

الملخص

الهدف: تهدف الدراسة لاختبار أثر كل من الروابط السياسية وخصائص مجلس الإدارة على عوائد الأسهم، وكذلك اختبار الأثر التفاعلي لكل من الروابط السياسية وخصائص المجلس على عوائد الأسهم. **المنهجية:** اعتمدت الدراسة على أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار أثر كل من الروابط السياسية وخصائص مجلس الإدارة على عوائد الأسهم، وكذلك اختبار الأثر التفاعلي لكل منها على العوائد. وتكونت عينة الدراسة من (١٢٩) شركة غير مالية مدرجة في البورصة المصرية في الفترة من ٢٠١٥ حتى ٢٠٢٣.

النتائج: أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي للروابط السياسية على العوائد، وعدم وجود أثر لحجم المجلس على العوائد، وكذلك وجود أثر سلبي لاستقلالية المجلس، وإيجابي لازدواجية الدور التنفيذي، وسلبي للتوزيع بين الجنسين على عوائد الأسهم. وكذلك كان للتفاعل بين الروابط السياسية وجميع الخصائص أثر سلبي على العوائد عدا ازدواجية الدور التنفيذي كان لها أثر إيجابي.

التوصيات: توصي الدراسة الشركات بالحرص على الحصول على روابط سياسية قوية واستغلالها بشكل أمثل بما يساهم في تعظيم عوائد المساهمين، وكذلك الإفصاح عنها لما لها من أثر على قرارات المستثمرين، كما توصي أيضاً بالالتزام بمعايير الحوكمة عند تشكيل مجالس الإدارة. وتقدم الدراسة أيضاً توصيات للمستثمرين حيث يُفضل أن يختار المستثمر عند تقييم استثماراته الشركة التي تتمتع بروابط سياسية قوية، ومجلس إدارة يلتزم بتطبيق آليات الحوكمة وأن يتمتع أعضاء المجلس بالمهارات اللازمة لإدارة الشركة ويسعون لحماية مصلحة المساهمين وتعظيم ثروتهم.

كلمات مفتاحية: عوائد الأسهم، الروابط السياسية، خصائص مجلس الإدارة، حوكمة الشركات، الشركات غير المالية.

مقدمة

تُعتبر أسواق الأسهم عن الوضع الاقتصادي حيث تُعتبر مؤشر للأنشطة الاقتصادية والعالمية، فالأسهم كانت أكثر الأوراق المالية تأثراً بالأزمات مثل أزمة كوفيد-١٩ والحرب الروسية الأوكرانية. حيث كان لكلا الأزمطين تأثيراً سلبياً على أسواق الأسهم العالمية ولكن التأثير السلبي لكوفيد-١٩ كان أكثر معنوية من التأثير الناتج عن الحرب الروسية الأوكرانية. (Babar et al., 2023) كما تؤثر المخاطر الجيوسياسية كذلك على الأسواق المالية وخاصة أسواق الأسهم، حيث تخلق حالة من عدم التأكد مما يؤثر على قرارات المستثمرين. فيتجه المستثمرون للاستثمار في الأدوات المالية الأكثر أماناً مثل السندات بدلاً من الاستثمار في الأسهم. كما أن المخاطر الجيوسياسية تؤدي إلى زيادة تقلبات أسعار الأسهم. وتتأثر بهذه المخاطر الدول المرتبطة بالصراعات بشكل مباشر - على سبيل المثال التوترات الجيوسياسية في الشرق الأوسط - بسبب هروب رؤوس الأموال والاضطرابات الاقتصادية الناتجة عن الصراعات. ولا تؤثر المخاطر الجيوسياسية فقط على الأسواق المحلية بل تنتقل مثل العدوى للأسواق العالمية بسبب الترابط بين الأنظمة المالية (Zheng et al., 2023).

وبالتالي تزداد أهمية دراسة عوائد الأسهم باعتبارها مقياس لأداء السهم. حيث يتوقع المساهمون أن يحصلوا على عوائد من استثمارهم في أسهم الشركة - سواء كانت أسهم عادية أو أسهم ممتازة - عن طريق توزيع حصص من الأرباح وتسمى توزيعات الأرباح، وهي عبارة عن توزيعات نقدية دورية للمساهمين؛ أو عن طريق تحقيق مكاسب من بيع الأسهم عند ارتفاع أسعارها في السوق وتسمى المكاسب الرأسمالية. (Gitman & Zutter, 2012)

وتتأثر عوائد الأسهم بالعديد من المتغيرات منها الروابط السياسية، حيث تشير الروابط السياسية إلى العلاقات بين الشركات والأفراد الذين يشغلون مناصب سياسية. وتعتبر الشركة مرتبطة أيضاً إذا كان واحداً أو أكثر من كبار المساهمين - يملك على الأقل ١٠٪ من أسهم الشركة - أو أحد أعضاء مجلس الإدارة يستوفي معايير معينة، كأن يكون عضواً في البرلمان، أو وزيراً أو رئيس دولة، أو أن يكون على صلة وثيقة - صداقة أو قرابة - بسياسي. (Faccio, 2006)

وتوفر الروابط السياسية للشركة العديد من المنافع على سبيل المثال دعم الحكومة، وتخفيف المتطلبات التنظيمية، كما قد تستفيد الشركات أيضاً من تراخيص الاستيراد على حساب منافسيها وتسهيل الوصول للتمويل، وانخفاض تكلفة التمويل مقارنة بالشركات غير المرتبطة سياسياً. كما قد تقوم الحكومات بدعم الشركات المرتبطة بها أثناء فترات الركود الاقتصادي. وقد تدفع الشركات المرتبطة سياسياً ضرائب أقل؛ مما يؤدي إلى انخفاض تكاليف التشغيل. (Boubakri et al., 2012) وتشير الدراسات (النجار وأحمد، ٢٠٢١؛ Lee et al., 2019; Wang et al, 2019) إلى وجود تأثير إيجابي للروابط السياسية على عوائد الأسهم.

ومن ناحية أخرى، يشير كل من Bertrand et al. (2018) إلى أن السياسيين قد يستغلون موارد الشركة لتحقيق منافع شخصية على سبيل المثال تمويل الحملات الانتخابية مما يؤثر بشكل سلبي على أداء الشركة. كما أنهم يسعون لتحقيق مصالحهم الشخصية على حساب مصلحة المساهمين. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات المرتبطة سياسياً تدفع ضرائب أعلى من غير المرتبطة، كما أنها تحقق معدلات ربحية أقل. وتشير الدراسات إلى وجود تأثير سلبي للروابط السياسية على سعر السهم (Rahman & Chen, 2022) وأداء الشركة (Bertrand et al., 2022; La Rocca et al., 2022). (2018; Boubakari et al., 2008)

وتشير دراسة (Chen et al. (2017 إلى أن الروابط السياسية لها آثار إيجابية (منافع) وآثار سلبية (تكاليف) وعندما تفوق منافع الروابط السياسية تكاليفها يكون لها تأثير إيجابي على نتائج الشركة في حين إذا كانت المنافع أقل من التكاليف يكون لها تأثير سلبي. كما تشير (Faccio (2006 إلى أن الروابط السياسية تحقق قيمة للشركة في حالة تجاوز منافعها تكاليفها. فالمزاي التي يوفرها السياسيون للشركة ليست بلا مقابل، وقد تُحمل الشركة تكاليف تفوق هذه المنافع. وعندما تكون منافع الروابط السياسية أكبر من تكاليفها سوف تحقق الشركة زيادة في عوائد الأسهم.

وبالتالي ومن خلال اختلاف نتائج الدراسات التي تناولت تأثير الروابط السياسية على عوائد الأسهم فمن المتوقع وجود متغيرات أخرى يمكنها أن تؤثر على تلك العلاقة، وسوف نتناول هذه الدراسة خصائص مجلس الإدارة؛ حيث يُعد وجود مجلس إدارة أحد أهم المتطلبات التنظيمية لتأسيس شركة؛ ويتمثل دور مجلس الإدارة في الرقابة وتقديم النصح والمشورة وتوفير الموارد. حيث يستلزم الدور الرقابي قيام المديرين بمراعاة مصلحة المساهمين، وتشتمل مسؤوليات أعضاء مجلس الإدارة في هذا الدور على تعيين وإقالة المدير التنفيذي وأعضاء مجلس الإدارة الآخرين، وتحديد الرواتب

والتعويضات، وغير ذلك من مراقبة المديرين للتأكد من أنهم لا يضررون بمصالح المساهمين. في حين يتمثل الدور الاستشاري لمجلس الإدارة في تقديم المديرين المشورة للمدير التنفيذي بشأن القضايا الاستراتيجية والمسائل الإدارية الأخرى. ويُعتبر دور توفير الموارد دوراً مهماً حيث يعمل المديرون على تسهيل حصول الشركة على الموارد اللازمة، كما يُعد المديرون أنفسهم مورداً بما يمتلكونه من خبرات ومهارات (Johnson et al., 1996).

ولكي يقوم مجلس الإدارة بدوره بشكل فعال يجب أن يتصف بمجموعة من الخصائص، منها أن يتكون من عدد مناسب من الأعضاء، ويتمتع بتوازن بين نسبة الأعضاء التنفيذيين وغير التنفيذيين، والفصل أو الدمج بين منصب المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة حسب مصلحة الشركة، وتمثيل النساء في المجلس. وتتمثل خصائص مجلس الإدارة التي سوف يتم التركيز عليها في هذه الدراسة في: حجم مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، ازدواجية الدور التنفيذي، التنوع بين الجنسين.

ونظراً لأهمية دور مجلس الإدارة كأحد آليات الحوكمة الداخلية، واختلاف نتائج الدراسات السابقة في العلاقة بين الروابط السياسية وعوائد الأسهم؛ يتضح أن أثر الروابط السياسية على عوائد الأسهم يتوقف على خصائص مجلس الإدارة، حيث أن التوليفة الأنسب من خصائص مجلس الإدارة ستؤدي لزيادة منافع الروابط السياسية وتقليل التكاليف الناتجة عنها.

تتأثر عوائد الأسهم كمقياس لأداء الشركات بالعديد من المتغيرات الخارجية. ويتضح ذلك في السوق المصري من خلال مؤشر البورصة الرئيسي (EGX 30)؛ حيث حقق المؤشر معدل عائد ٧,١% في عام ٢٠١٩ وتأثر بأزمة كوفيد-١٩ حيث انخفض ليصبح -٢٢,٣% في عام ٢٠٢٠ وبدأ بالتعافي في عام ٢٠٢١ ليصل إلى ١٠,١%، ولكن يتضح من المؤشر أن الأزمة الروسية - الأوكرانية لم تؤثر بشكل كبير على سوق الأسهم في مصر حيث حقق المؤشر معدل عائد ٢٢,١% في ٢٠٢٢ وازداد في ٢٠٢٣ ليصبح ٧٠,٥%. كما أن الروابط السياسية تُعد ظاهرة منتشرة في مصر، حيث أوضحت جاد الله (٢٠٢٢) أن ٥٣,٤% من الشركات المصرية مرتبطة سياسياً، وقد كان النصيب الأكبر للروابط السياسية من خلال مجلس الإدارة حيث بلغت ٣٦,٥%، في حين بلغت الروابط السياسية من خلال الملكية الحكومية نسبة ٢٦%، وأخيراً مثلت الروابط السياسية من خلال كبار المساهمين أقل انتشار بنسبة ٦,٣%.

وبالتالي نظراً لأن الروابط السياسية ظاهرة منتشرة في البيئة المصرية، كما أنها تؤثر على نتائج الشركة مثل عوائد الأسهم. وكانت نتائج الدراسات السابقة في سياق العلاقة بين الروابط السياسية وعوائد الأسهم متناقضة؛ كما تم التوضيح سابقاً؛ وبالتالي فإن هذه العلاقة تتوقف على متغيرات أخرى من الممكن أن تؤثر عليها، مثل خصائص مجلس الإدارة. حيث أن خصائص المجلس تُعتبر أحد آليات الحوكمة الداخلية التي تؤثر على عوائد الأسهم، فتشكيل المجلس بما يتفق مع معايير الحوكمة يؤثر بشكل إيجابي على العوائد. كما أن خصائص المجلس يمكن أن تؤثر على العلاقة بين الروابط السياسية والعوائد من خلال زيادة التأثير الإيجابي للروابط السياسية والحد من التأثير السلبي لها.

وفي ضوء ما سبق تهدف الدراسة إلى اختبار أثر كل من الروابط السياسية وخصائص مجلس الإدارة على عوائد الأسهم، وكذلك اختبار الأثر التفاعلي للروابط السياسية وخصائص مجلس الإدارة على عوائد الأسهم. وتتمثل أهمية الدراسة في تفسير جزء من تقلبات عوائد الأسهم من خلال الروابط السياسية وخصائص مجلس الإدارة، كما بينت نتائج الدراسة أن العلاقة بين الروابط السياسية وعوائد الأسهم تتوقف على مدي الالتزام بتشكيل مجلس الإدارة وفقاً لمعايير الحوكمة. كما تُسهم الدراسة في

مساعدة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية فيما يخص الشركات المرتبطة سياسياً وكذلك الشركات التي تتمتع بتشكيل مجلس قوي يلتزم بمعايير الحوكمة. وكذلك تقديم توصيات للشركات بالتوليفة الأنسب من خصائص المجلس والتي تؤثر بشكل إيجابي على عوائد الأسهم، وتحقيق أقصى استفادة ممكنة من الروابط السياسية للشركة وكذلك الحد من التأثيرات السلبية للروابط.

أدبيات وفروض الدراسة

العلاقة بين الروابط السياسية وعوائد الأسهم

تشير الروابط السياسية إلى العلاقات بين الشركات والأفراد الذين يشغلون مناصب سياسية. وتعتبر الشركة مرتبطة سياسياً إذا كان واحداً أو أكثر من كبار المساهمين - يملك على الأقل ١٠٪ من أسهم الشركة - أو أحد أعضاء مجلس الإدارة يستوفي معايير معينة، كأن يكون عضواً في البرلمان، أو وزيراً أو رئيس دولة، أو أن يكون على صلة وثيقة - صداقة أو قرابة - بسياسي سواء كان سياسي حالي أو سابق أو ينتمي لأحد الأحزاب السياسية، أو تمتلك الدولة حصة في رأس مال الشركة لا تتجاوز ٥٠ ٪ من رأس مال الشركة (Faccio, 2006).

يمكن أن توفر الروابط السياسية العديد من المنافع للشركات مثل دعم الحكومة، وتخفيف المتطلبات التنظيمية، كما قد تستفيد الشركات أيضاً من تراخيص الاستيراد على حساب منافسيها وتسهيل الوصول للتمويل، وانخفاض تكلفة التمويل مقارنة بالشركات غير المرتبطة سياسياً. كما قد تقوم الحكومات بدعم الشركات المرتبطة بها أثناء فترات الركود الاقتصادي. وقد تدفع الشركات المرتبطة سياسياً ضرائب أقل، مما يؤدي إلى انخفاض تكاليف التشغيل (Boubakri et al., 2012).

وفي المقابل تتحمل الشركات بعض التكاليف نتيجة للارتباط السياسي، حيث يُشير كل من Bertrand et al. (2018) إلى أن الشركات المرتبطة سياسياً قد لا تستفيد من الوصول إلى الموارد الحكومية، مثل الإعانات أو الإعفاءات الضريبية بل على العكس تُشير نتائج الدراسة إلى أن هذه الشركات تدفع ضرائب أعلى من الشركات غير المرتبطة سياسياً. وتحقق الشركات المرتبطة سياسياً ربحية أقل من الشركات غير المرتبطة. كما قد يستخدم السياسيون موارد الشركة لتحقيق منافع شخصية على سبيل المثال تمويل الحملات الانتخابية مما يؤثر بشكل سلبي على أداء الشركة. ويرى كل من Boubakari et al. (2008) أن المديرين المرتبطين سياسياً قد يسعون لتحقيق مصالحهم الشخصية دون الأخذ في الاعتبار مصلحة المساهمين، وقد لا يكون لديهم المهارات الكافية لإدارة الشركة مما يؤثر سلباً على الأداء (Liang et al., 2020).

وبشكل عام يمكن القول إن للروابط السياسية منافع وتكاليف. حيث يرى كل من La Rocca et al. (2022) أنه على الرغم من أن الروابط السياسية التي تتمتع بها الشركات تعتبر في كثير من الأحيان وسيلة مهمة للحصول على امتيازات ومعاملة خاصة من الحكومات (والسياسيين)، فإنها تُحمل الشركات تكاليف. حيث لا يوجد شيء بدون مقابل فالروابط السياسية تُحمل الشركات تكاليف سواء الموارد المالية أو غير المالية المخصصة للحفاظ على هذه الروابط من خلال تقديم الهدايا والدعم للسياسيين. كما تُشير Faccio (2006) إلى أن الروابط السياسية تُحقق قيمة للشركة في حالة تجاوز منافعها تكاليفها. فالمزايا التي يوفرها السياسيون للشركة ليست بلا مقابل، وقد تُحمل الشركة تكاليف تفوق هذه المنافع. وعندما تكون منافع الروابط السياسية أكبر من تكاليفها سوف تحقق الشركة زيادة في عوائد الأسهم غير العادية.

وتختلف المنافع التي توفرها الروابط السياسية باختلاف قوة الروابط، حيث توصلت دراسة Tian et al. (2019) إلى أن الروابط السياسية تنقسم من حيث قوتها إلى ارتباط سياسي مركزي وارتباط سياسي محلي. ولتوضيح هذه المستويات المختلفة من الروابط السياسية، يمكن القول إنه يوجد ارتباط سياسي مركزي عندما يكون رئيس مجلس إدارة الشركة أو الرئيس التنفيذي أو أحد أعضاء مجلس الإدارة لديهم خبرة عمل حالية أو سابقة في الحكومة المركزية أو تربطهم علاقة وثيقة - سواء كانت علاقة قرابة أو صداقة - برئيس الدولة أو أحد الوزراء. وفي المقابل، يكون الارتباط السياسي محلياً إذا كان واحد منهم على الأقل ينتمي للحكومة المحلية. كما توصلت الدراسة إلى أن الروابط السياسية للشركات الحكومية أقوى من الشركات غير الحكومية، والروابط السياسية من خلال الحكومة المركزية أقوى من الحكومة المحلية.

في أدبيات الروابط السياسية، تُعد نظرية الاعتماد على الموارد ونظرية الوكالة أساساً نظرياً؛ حيث تُشير نظرية الاعتماد على الموارد (Resource dependency theory) إلى أن المنظمة تتفاعل مع العديد من الأطراف الخارجية في البيئة المحيطة بها، ويمكن أن تستفيد من هذا التفاعل بإنشاء علاقات مع هذه الأطراف تعمل هذه العلاقات على تسهيل حصول الشركة على الموارد الاقتصادية وهو ما يمكن تحقيقه من خلال الروابط السياسية. (Pfeffer & Salancik, 1979) فيرى كل من Li et al. (2008) أن الشركة المرتبطة سياسياً يسهل عليها الوصول إلى التمويل، والحصول على القروض، وتقليل تكلفة هذه القروض. ويُشير كلٌّ من النجار وأحمد (٢٠٢١)؛ Wang et al. (2019) and Lee et al. (2019) إلى وجود تأثير إيجابي للروابط السياسية على عوائد الأسهم. كما يرى Faraji et al. (2020) and Goldman et al. (2009) أن للروابط السياسية تأثير إيجابي على عوائد الأسهم غير العادية.

ومن جانب آخر، يمكن تفسير تأثير الروابط السياسية على نتائج الشركة من خلال نظرية الوكالة (Agency theory). فوفقاً للنظرية، تعتبر علاقة الوكالة بمثابة عقد بين طرفين بموجبه يقوم المؤسسون (المساهمون) باختيار وكلاء للنيابة عنهم في إدارة أمور الشركة (مجلس الإدارة) وذلك بهدف تعظيم ثورتهم. ولكن لا يمكن ضمان أن الوكلاء سوف يعملون دائماً لتحقيق مصالح المساهمين وتعظيم ثروتهم، بل قد يسعون لتحقيق مصالحهم الشخصية (Fama & Jensen, 1983). حيث يرى كل من Boubakari et al. (2008) أن المديرين المرتبطين سياسياً قد يسعون لتحقيق مصالحهم الشخصية دون الأخذ في الاعتبار مصلحة المساهمين، وقد لا يكون لديهم المهارات الكافية لإدارة الشركة مما يؤثر سلباً على الأداء (Liang et al., 2020). وتُشير الدراسات إلى وجود تأثير سلبي للروابط السياسية على سعر السهم (Rahman & Chen, 2022)، وأداء الشركة (Khan, 2024)، وربحية البنك (Haris et al., 2019) وأداء البنك (Khanchel et al., 2025).

بالإضافة إلى ما سبق، يُشير كلٌّ من Chen et al. (2017) إلى أن الروابط السياسية لها آثار إيجابية (منافع) وآثار سلبية (تكاليف) وعندما تفوق منافع الروابط السياسية تكاليفها يكون لها تأثير إيجابي على نتائج الشركة في حين إذا كانت المنافع أقل من التكاليف يكون لها تأثير سلبي. حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة غير خطية بين الروابط السياسية وقيمة الشركة. وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة الفرض التالي:

الفرض الأول: تؤثر الروابط السياسية تأثيراً معنوياً على عوائد الأسهم.

العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وعوائد الأسهم

يُعد مجلس الإدارة السلطة المسؤولة عن وضع الأهداف والاستراتيجيات ومتابعة أداء إدارة الشركة وفقاً لنظامها الأساسي (دليل الحوكمة المصري، ٢٠١٦). ويمكن تصنيف الدور الذي يقوم به مجلس الإدارة وفقاً لكل من Johnson et al. (1996) إلى ثلاثة أدوار محددة، تتمثل في الرقابة وتقديم النصح والمشورة وتوفير الموارد. يستلزم الدور الرقابي قيام المديرين بمراعاة مصلحة المساهمين، حيث تشتمل مسؤوليات أعضاء مجلس الإدارة في هذا الدور على تعيين وإقالة المدير التنفيذي وأعضاء مجلس الإدارة الآخرين، وتحديد الرواتب والتعويضات، وغير ذلك من مراقبة المديرين للتأكد من أنهم لا يضررون بمصالح المساهمين. في حين يتمثل الدور الاستشاري لمجلس الإدارة في تقديم المديرين المشورة للمدير التنفيذي بشأن القضايا الاستراتيجية والمسائل الإدارية الأخرى. ويُعتبر دور توفير الموارد دوراً مهماً حيث يعمل المديرين على تسهيل حصول الشركة على الموارد اللازمة، كما يُعد المديرين أنفسهم مورداً بما يمتلكونه من خبرات ومهارات.

ويتمثل دور مجلس الإدارة وفقاً لدليل الحوكمة المصري (٢٠١٦) في وضع الأهداف والاستراتيجيات، وإقرار الخطط والميزانيات العامة التي تُحدد سير العمل بالشركة، والتأكد من فعالية نظام الرقابة الداخلية وإدارة المخاطر بالشركة، وتحديد الأسلوب الأنسب لتطبيق الحوكمة. وبالتالي فإن لقرارات مجلس الإدارة تأثير جوهري على أداء الشركة.

ولكي يقوم مجلس الإدارة بدوره بشكل فعال يجب أن يتصف بمجموعة من الخصائص، منها أن يتكون من عدد مناسب من الأعضاء، ويتمتع بتوازن بين نسبة الأعضاء التنفيذيين وغير التنفيذيين، والفصل أو الدمج بين منصب المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة حسب مصلحة الشركة، وتمثيل النساء في المجلس.

ويُعتبر تشكيل مجلس الإدارة جزء مهم من حوكمة الشركات، ويتمثل الهدف من تشكيل مجلس الإدارة في الوصول إلى التوليفة المناسبة من الخصائص التي تتوافق مع مصالح الإدارة ومصالح المساهمين وأصحاب المصلحة (Rose, 2007). ويمكن تفسير تأثير خصائص مجلس الإدارة على نتائج الشركة في ضوء وظائف المجلس (الرقابة، تقديم المشورة، توفير الموارد) من خلال ثلاث نظريات وهي: الوكالة، والإدارة الإشرافية، والاعتماد على الموارد.

توضح نظرية الوكالة العلاقة بين المؤسسين (المساهمين) والوكلاء (مجلس الإدارة) الذين يقومون بأداء بعض الخدمات نيابة عن المؤسسين والتي تنطوي على تفويض سلطة اتخاذ القرار إلى الوكلاء. حيث تركز النظرية على تضارب المصالح الذي ينشأ بسبب فصل الملكية والسلطة. ولأنه لا يمكن ضمان أن الوكلاء سوف يعملون دائماً على تحقيق مصالح المساهمين وتعظيم ثرواتهم وعدم الاتجاه إلى تحقيق مصالحهم الشخصية، فإن هذا يستلزم بعض الآليات التي تضمن الرقابة على سلوك المديرين من هذه الآليات، صغر حجم مجلس الإدارة واستقلاليته ومنع ازدواجية الدور التنفيذي (Fama & Jensen, 1983).

ومن ناحية أخرى، تُشير نظرية الإدارة الإشرافية إلى اتفاق كل من أهداف المؤسسين والوكلاء وبالتالي لا يوجد تضارب في المصالح مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة. حيث يُعد المديرين مشرفين جديرين بالثقة ويسعون لتحقيق مصالح المساهمين. وتُشير النظرية إلى أن المديرين التنفيذيين يجب أن يمارسوا السلطة الكاملة على الشركة، ويتحقق ذلك عندما يكون المدير التنفيذي هو رئيس مجلس الإدارة (Donaldson, 1990).

بالإضافة إلى نظريتي الوكالة والإدارة الإشرافية، يمكن تفسير دور توفير الموارد من خلال نظرية الاعتماد على الموارد. حيث تُشير النظرية إلى أن المنظمة تتفاعل مع العديد من الأطراف الخارجية في البيئة المحيطة بها، ويمكن أن تستفيد من هذا التفاعل بإنشاء علاقات مع هذه الأطراف تُسهل هذه العلاقات حصول الشركة على الموارد الاقتصادية، كما أن المنظمة - ككيان مستقل - يعمل بها أفراد قادرين على إمدادها بالموارد (مثل: الخبرة والتعليم) (Pfeffer & Salancik, 1979). وبالتالي، يمكن افتراض أن كل من حجم مجلس الإدارة وتنوعه - في ضوء النظرية - قد تؤثر بشكل إيجابي على نتائج الشركة.

ويتضح مما سبق أن نظرية الوكالة تُركز على المصالح المتضاربة بين المديرين والوكلاء بينما تنظر نظرية الإدارة الإشرافية إلى المديرين التنفيذيين على أنهم قادة وتُقرح المواءمة بين أهداف المديرين والمساهمين. ومن ناحية أخرى، تؤكد نظرية الاعتماد على الموارد على أهمية مجلس الإدارة كمورد وتُقدم دوراً لمجلس الإدارة يتجاوز مسؤولية الرقابة التقليدية من منظور نظرية الوكالة.

حجم مجلس الإدارة

يُشير حجم مجلس الإدارة إلى إجمالي عدد المديرين الذين يعملون في مجلس إدارة الشركة (Githaiga & Kosgei, 2022). وفقاً لنظرية الوكالة فإن زيادة حجم مجلس الإدارة سيؤدي إلى زيادة مشاكل الوكالة وضعف الرقابة وخلق نوع من الصراع بين أعضاء مجلس الإدارة وصعوبة التنسيق والتواصل بينهم مما يؤثر على عملية صنع القرار (Fama & Jensen, 1983).

وتُشير دراسة (Daadaa, 2020) إلى أن مجالس الإدارة الأكبر حجماً أقل فعالية من المجالس الأصغر حجماً. حيث يؤدي زيادة حجم المجلس إلى صعوبة التواصل والتنسيق بين الأعضاء، كما أن زيادة الحجم يعني زيادة تنوع المجلس مما يخلق العديد من المشاكل بسبب اختلاف المصالح والأهداف. بالإضافة إلى ذلك، فإن زيادة حجم المجلس ينتج عنه زيادة في التكاليف بسبب التعويضات والمكافآت المدفوعة لأعضاء المجلس. ويرى كل من (Varghese and Sasidharan, 2021) أن زيادة حجم مجلس الإدارة يؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة نتيجة لتضارب المصالح بين أعضاء المجلس.

توصلت نتائج الدراسات إلى وجود تأثير سلبي لحجم المجلس على عوائد الأسهم (Fariha, 2013; Khan, 2024; Daadaa, 2020; et al., 2021; Pathan & Faff, 2013)، وقيمة الشركة (Liang et al., 2013)، وقيمة الشركة (Varghese & Sasidharan, 2021).

ومن ناحية أخرى، تُشير نظرية الاعتماد على الموارد إلى أن كبر حجم مجلس الإدارة يوفر للشركة تنوعاً في المهارات والتعليم والخبرة والقدرة على الوصول إلى الموارد. حيث يؤدي التنوع الناتج عن زيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة إلى تحسين عملية صنع القرار (Pfeffer & Salancik, 1979).

كما يشير كل من (Pucheta-Martínez and Gallego-Álvarez, 2019) إلى أن مجالس الإدارة التي تضم عدداً كبيراً من المديرين توفر للشركة خبرات ومهارات وخلفيات مهنية متنوعة، مما يُحسن من عملية صنع القرار. بالإضافة إلى ذلك، سيكون الأمر أكثر تعقيداً بالنسبة للرؤساء التنفيذيين أو المديرين للضغط على المديرين في مجلس إدارة أكبر. حيث تُشير دراسة القحطاني (٢٠٢٣) إلى أن زيادة حجم مجلس الإدارة يُحسن من قدرة المساهمين على الرقابة على أداء المجلس. ويرى كل من (Mishra and Kapil, 2017) أن حجم المجلس الكبير يوفر روابط خارجية للمديرين مما يسهل على الشركة الوصول إلى الموارد. وغالباً ما تتميز مجالس الإدارة الأكبر حجماً بتنوع أكبر مما يُساهم في حل المشكلات، وتحسين سمعة الشركة (Githaiga & Kosgei, 2022).

وتشير الدراسات إلى وجود علاقة إيجابية بين حجم المجلس وعوائد الأسهم (Al Farooque et al., 2019; Ndegwa, 2021; et al., 2014; AL-Farooque et al., 2019; Fariha et al., 2021; Alajmi & Mishra & Kapil, 2017; Worthington, 2025; Sunny & Hoque, 2024; Kismawadi, 2025; Saha & Maji, 2022; AL-Matari, 2020) والقيمة السوقية للشركة (القحطاني، ٢٠٢٣).

استقلالية مجلس الإدارة

تشير استقلالية مجلس الإدارة إلى عدد المديرين المستقلين غير التنفيذيين في المجلس (Francis, et al., 2012). ويهدف وجود المديرين المستقلين في مجلس الإدارة إلى التخفيف من تضارب المصالح المحتمل بين المديرين والمساهمين، وبالتالي تقليل تكاليف الوكالة، ومراعاة مصالح المساهمين (Fama & Jensen, 1983). ومن ناحية أخرى يمكن لأعضاء مجلس الإدارة الخارجيين تزويد الشركة بمعلومات عن البيئة الخارجية للمساعدة في صنع القرارات بشكل أكثر فعالية. كما يمكن أن يكون لأعضاء المجلس المستقلين دور يفوق دورهم الرقابي، حيث يمكنهم تقديم المشورة للشركة والمساهمة في توفير الموارد (Zhou et al., 2018).

طبقاً لنظرية الوكالة فإن مجلس الإدارة يقوم بدور مهم في عملية الرقابة والإشراف على المديرين لحماية مصالح المساهمين، وبالتالي يجب أن تكون الآلية الرقابية مستقلة لضمان فعالية عملية الرقابة (Fama & Jensen, 1983). وتشير دراسة (AL Farooque et al., 2019) إلى أن استقلالية المجلس تؤدي إلى أداء أفضل للشركات وخاصة الأداء السوقي، فالمستثمرون يعتمدون على مديرين مستقلين لحماية مصالحهم. حيث تلزم بورصة تايلاند الشركات المدرجة بتعيين ثلث أعضاء المجلس مديرين مستقلين، وبما لا يقل عن ثلاثة أشخاص.

ويشير كل من (Abdul Gafoor et al., 2018) إلى أن تعيين المزيد من المديرين المستقلين في مجلس الإدارة يؤدي إلى تحسين الدور الرقابي والاستشاري لمجلس الإدارة. حيث يوفر المديرين المستقلين لمجلس الإدارة فرصاً أفضل للرقابة على المديرين الداخليين، مما يسهم في التوفيق بين مصالح المديرين والمساهمين. وعلاوة على ذلك، قد يكون لدى المديرين المستقلين وجهة نظر مختلفة حول المشكلات التي تواجهها الشركة. حيث يمكن النظر لأعضاء مجلس الإدارة المستقلين باعتبارهم موردًا استراتيجيًا يمد الشركة بخبرات وتجارب مختلفة. كما يوفر الموارد للتعامل مع الظروف الخارجية التي تواجه الشركة، من خلال علاقاتهم الخارجية (القحطاني، ٢٠٢٣).

وتشير الدراسات إلى وجود علاقة إيجابية بين استقلالية المجلس وعوائد الأسهم (Leung et al., 2021; AL-Farooque et al., 2019; Fariha et al., 2021; Alajmi & Mishra & Kapil, 2017; Worthington, 2025; Khan, 2024; Bhatia & Gulati, 2021; AL-Matari, 2020) والقيمة السوقية (القحطاني، ٢٠٢٣).

ومن ناحية أخرى وتشير دراسة (Suberahmanyam et al., 1997) إلى أن التأثير السلبي للمديرين المستقلين على عوائد الأسهم غير العادية يرجع لأن سبب اختيار المديرين المستقلين ليس لخبرتهم أو لتحسين عملية الرقابة، ولكن للاستفادة من علاقاتهم الخارجية أو قد يكون نتيجة لضغط اللوائح التنظيمية. وبالتالي، يكون استقلال مجلس الإدارة استقلال شكلي وليس فعلي. وقد يرجع التأثير السلبي لاستقلالية مجلس الإدارة لأهمية الدور الاستشاري للمديرين المستقلين مقارنة بالدور الرقابي (Zhou et al., 2018).

كما يُشير كل من (Leung et al., 2014) إلى أن تعيين مديرين مستقلين في مجالس إدارة الشركات قد لا يؤدي بالضرورة إلى تعزيز أداء الشركات في جميع أنواع الشركات في جميع الدول، وخاصة في الشركات العائلية في الاقتصادات النامية. علاوة على ذلك، فمن المحتمل أن تكون هناك نسبة مئوية أقل من المديرين المستقلين في مجالس إدارة الشركات العائلية لأن العائلات المسيطرة على هذه الشركات قد تعتبر المديرين المستقلين بمثابة تدخل غير ضروري في عمليات صنع القرار ومصدر إزعاج وتهديد محتمل لسلطتهم. وتشير هذه النتيجة إلى أن فعالية مجالس الإدارة المستقلة في تحسين أداء الشركة تعتمد على هيكل ملكية الشركة، وأن استقلالية مجلس الإدارة لا تؤثر على أداء الشركات العائلية. ولكن ترتبط استقلالية المجلس واللجان المستقلة بشكل إيجابي بأداء الشركات غير العائلية. وبالتالي، يمكن النظر لاستقلالية مجلس الإدارة كآلية للتخفيف من صراع الوكالة بين المديرين والمساهمين، والتي قد تكون مفيدة بشكل أكبر في الشركات غير العائلية مقارنة بالشركات العائلية.

وتُشير نتائج الدراسات لوجود تأثير سلبي لاستقلالية المجلس على عوائد الأسهم (Pathan & Sunny, 2022; Faff, 2013; Andoh et al., 2022; Kismawadi, 2024; Hoque, 2024; Zhou et al., 2018; Shiah-Hou & Cheng, 2012; Sahoo et al., 2023).

ازدواجية الدور التنفيذي

وفقاً لنظرية الوكالة فإن تعظيم ثروة المساهمين يتطلب تنفيذ آليات الحوكمة، والتي توصي بفصل الدور الرقابي لرئيس مجلس الإدارة عن الدور التنفيذي أي منع ازدواجية الدور التنفيذي (Fama & Jensen, 1983). يُقصد بازدواجية الدور التنفيذي الجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي في نفس الوقت (Ujunwa, 2012). وتؤدي ازدواجية الدور التنفيذي إلى ضعف الحماية التي يسعى إليها المساهمون، بسبب تركيز السلطة في يد المدير التنفيذي مما يؤدي إلى تقليل فعالية عملية الرقابة على مجلس الإدارة (Ciaffa et al., 2021).

كما يؤدي الفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي إلى تحسين عملية الرقابة على أداء مجلس الإدارة من خلال توفير آلية رقابية مستقلة لعمل الرئيس التنفيذي. وينظر المستثمرون لفصل دور رئيس مجلس الإدارة عن الدور التنفيذي على أنه إشارة لفعالية عملية الرقابة (Anis et al., 2017). وتحد ازدواجية الدور التنفيذي من سلطة مجلس الإدارة الرقابية، ومن جودة عملية الإفصاح عن المعلومات، وقد يستخدم المدير التنفيذي موارد الشركة لتحقيق مصالح شخصية (Varghese & Sasidharan, 2021).

وتوصلت الدراسات إلى وجود تأثير سلبي لازدواجية الدور التنفيذي على عوائد الأسهم (Ciaffa et al., 2021; AL-Farooque et al., 2019; Fariha et al., 2021; Khan, 2024; Mishra & Kapil, 2017; Francis et al., 2015).

ومن ناحية أخرى، فإن ازدواجية الدور التنفيذي - وفقاً لنظرية الإدارة الإشرافية - تعني أن المدير سيكون مُخططاً ومُنَفِّذاً في نفس الوقت، حيث ستؤدي ازدواجية الدور التنفيذي إلى تحسين الأداء وتعظيم ثروة المساهمين بسبب وحدة القيادة والتوجيه (Donaldson, 1990). مما يعني أن المديرين التنفيذيين يكونون على دراية أكبر بأمور الشركة، والبيئة المحيطة، بالإضافة إلى إدراك المزايا والعيوب التنافسية للشركة ومنافسيها (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2019). وتشير دراسة (Christensen et al., 2010) إلى وجود علاقة إيجابية بين ازدواجية الدور التنفيذي والأداء السوقي. حيث يُشير ذلك إلى أن المستثمرين يدركون أهمية تركيز السلطة في يد شخص واحد على دراية بأمور الشركة ويمتلك المهارات اللازمة للتعامل معها، ولديه دوافع لزيادة الأرباح.

بالإضافة إلى ذلك، فإن فصل الدور التنفيذي يُحمل الشركة تكاليف إضافية وقد تسعى الشركات لتخفيض التكلفة من خلال دمج دور رئيس مجلس الإدارة ودور المدير التنفيذي. كما أن فصل الدور التنفيذي يخلق فجوة في المعلومات بين رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي حيث سيفصح المدير التنفيذي عن المعلومات التي يُريد لرئيس مجلس الإدارة معرفتها والتي تدعم وجهة نظره (Abdul Gafoor et al., 2018).

وتُشير الدراسات إلى وجود علاقة إيجابية بين ازدواجية الدور التنفيذي وعوائد الأسهم (دخل الله، ٢٠١٥)، الأداء (Varghese & Sasidharan, 2021; Fariha et al., 2021) والربحية (Haris et al., 2019).

التنوع بين الجنسين

تقوم المرأة بدور مهم في مجلس الإدارة، حيث يُحسّن وجود المرأة في المجلس من جودة عملية الرقابة. ويوفر وجهات نظر وأفكار مختلفة تدعم الدور الاستشاري لمجلس الإدارة. ويُشير التنوع بين الجنسين إلى تمثيل المرأة في مجلس الإدارة (Groening, 2019). وفقًا لنظرية الوكالة فإن زيادة استقلالية مجلس الإدارة وتحقيق التوازن بين المديرين التنفيذيين وغير التنفيذيين يؤدي إلى تحسين مراقبة المديرين (Fama & Jensen, 1983). ويمكن تحقيق ذلك من خلال التنوع بين الجنسين وزيادة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة. ويؤدي هذا التنوع إلى تحسين مستوى الرقابة، والتنوع في الخبرات ووجهات النظر مما يُساهم بفعالية في عملية صنع القرار، كما يؤدي التنوع بين الجنسين إلى تعظيم ثروة المساهمين وزيادة عوائد الأسهم غير العادية (Groening, 2019).

كما يمكن تفسير دور التنوع بين الجنسين في المجلس الإدارة من خلال نظرية الاعتماد على الموارد، حيث تُشير النظرية إلى أن التنوع يمكن أن يكون أداة للوصول إلى الموارد اللازمة لنجاح الشركة وتعزيز القدرة على حل المشكلات، نتيجة لتنوع وجهات النظر الناتج عن التفاعل بين الذكور والإناث وبالتالي يُعتبر التنوع مصدر للميزة التنافسية (Pfeffer & Salancik, 1979). حيث يوفر التنوع بين الجنسين وصول الشركة للموارد، وتنوع في المهارات والمؤهلات العلمية في المجلس (Saha, 2023).

وتوصلت نتائج الدراسات إلى وجود تأثير إيجابي للتنوع بين الجنسين وعوائد الأسهم (Bahatia & Groening, 2019; Pathan & Faff, 2013; Ndegwa, 2021)، والأداء (Gulati, 2021; Andoh et al., 2022).

ومن ناحية أخرى، يُعد التنوع بين الجنسين مصدر محتمل للصراعات، كما قد يؤدي إلى بطء عملية صنع القرار، وهو ما قد يكون له تأثير سلبي وخاصة في البيئات التنافسية حيث قد تكون سرعة اتخاذ القرارات أمرًا بالغ الأهمية (Gallego-Álvarez et al., 2010). بالإضافة إلى ذلك، قد لا ينظر المستثمرون إلى التنوع بين الجنسين على أنه وسيلة لتحسين عملية الرقابة حيث يرون أنه توجد طرق أخرى أكثر فعالية للرقابة على الأداء (Bennouri et al., 2018). كما قد يكون تمثيل المرأة في مجلس الإدارة امتثالاً للمتطلبات التنظيمية (Gallego-Álvarez et al., 2010).

بالإضافة إلى ذلك، يرجع التأثير السلبي للتنوع بين الجنسين على أداء الشركة إلى الأعراف الاجتماعية في مجتمعات معينة والتي تضع تصور أن النساء يفتقرن للكفاءة اللازمة لشغل عضوية مجلس الإدارة، أو قد يكن يفتقرن فعلاً للتعليم والمهارات المطلوبة. وقد يتعرض النساء في مجلس

الإدارة لكونهن أقلية إلى التهميش أو التقليل من مساهمتهن أو التحكم في قراراتهن من الأغلبية وهو ما يؤثر بشكل سلبي على أدائهم. وقد لا يكون هناك فرق واضح بين أداء الرجال والنساء في مجلس الإدارة من الأساس. وعلى الجانب الآخر في الشركات العائلية، يرتبط تعيين النساء في مجلس الإدارة برغبة الملاك وليس لامتلاكهن المهارات أو المؤهلات المطلوبة. وتظهر هذه العوامل بشكل أكبر في الدول النامية مثل مصر عن الدول المتقدمة مثل المملكة المتحدة والولايات المتحدة (Anis et al., 2017).

وتشير نتائج الدراسات لوجود تأثير سلبي للتنوع بين الجنسين على أداء الشركة (Sunny & Hoque, 2024; Khan, 2024; Fariha et al., 2021; Andoh et al., 2022; Ujunwa, 2012).

وبناء على ما سبق يمكن صياغة الفرض الثاني للدراسة كما يلي:

الفرض الثاني: تؤثر خصائص مجلس الإدارة تأثيراً معنوياً على عوائد الأسهم.

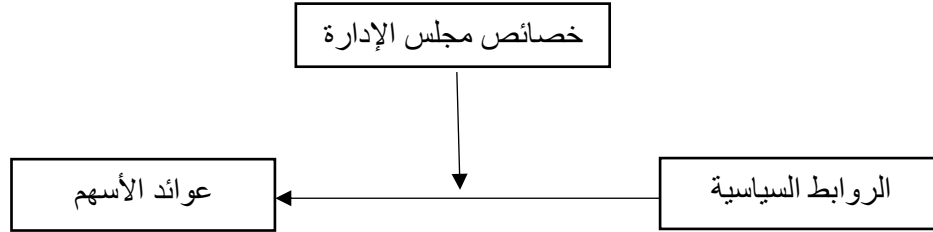
الأثر التفاعلي للروابط السياسية وخصائص مجلس الإدارة على عوائد الأسهم

نظراً لاختلاف نتائج الدراسات السابقة في العلاقة بين الروابط السياسية وعوائد الأسهم، يُمكن القول إن هذه العلاقة قد تتوقف على متغير آخر على سبيل المثال خصائص مجلس إدارة الشركة. حيث يوفر وجود المديرين المرتبطين سياسياً للشركة العديد من المزايا، منها: سهولة الوصول للموارد المالية، وتخفيض قيمة الضرائب، وتحقيق الروابط السياسية أيضاً قوة للشركة في السوق من خلال حصة سوقية كبيرة، وكذلك الامتيازات والتراخيص التي سوف تحصل عليها الشركة كنتيجة لارتباطها السياسي (Ling et al., 2016). ومن ناحية أخرى، فالروابط السياسية تُحمل الشركة تكاليف. حيث يمكن النظر إلى الروابط السياسية على أنها إشارة لضعف هيكل الحوكمة بالشركة وانخفاض مستوى الرقابة واتجاه المديرين لتحقيق مصالحهم الشخصية دون الأخذ في الاعتبار مصلحة المساهمين (Boubakari et al., 2008).

وتشير Faccio (2006) إلى أن الروابط السياسية توفر للشركة مزايا وتُحملها تكاليف في نفس الوقت. فيمكن للروابط السياسية أن تُحقق قيمة للشركة في حالة تجاوز منافعها تكاليفها. فالمزايا التي يوفرها السياسيون للشركة ليست بلا مقابل، وقد تُحمل الشركة تكاليف تفوق هذه المنافع. وعندما تكون منافع الروابط السياسية أكبر من تكاليفها سوف تحقق الشركة زيادة في عوائد الأسهم. وتوصلت دراسة Brahma et al. (2023) إلى وجود تأثير إيجابي للتفاعل بين الروابط السياسية – للشركات الحكومية والخاصة على حد سواء – وحوكمة الشركات متمثلة في الخصائص التالية: حجم مجلس الإدارة، واستقلالية المجلس، وازدواجية الدور التنفيذي، والتنوع بين الجنسين على عوائد الأسهم للشركات الصينية؛ كما توصلت دراسة Khan (2024) أيضاً إلى وجود تأثير إيجابي للتفاعل بين كلٍ من حجم المجلس وازدواجية الدور التنفيذي والتنوع بين الجنسين على أداء الشركة، في حين كان أثر التفاعل بين الروابط السياسية واستقلالية المجلس سلبي. وفي هذا السياق، يتضح أن أثر الروابط السياسية على عوائد الأسهم يتوقف على خصائص مجلس الإدارة، حيث أن التوليفة الأنسب من خصائص مجلس الإدارة ستؤدي لزيادة منافع الروابط السياسية وتقليل التكاليف الناتجة عنها. وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة الفرض التالي:

الفرض الثالث: يوجد أثر تفاعلي للروابط السياسية وخصائص مجلس الإدارة على عوائد الأسهم.

في ضوء استعراض الدراسات السابقة وأدبيات الدراسة فإن الدراسة تسعى لاختبار النموذج التالي:



شكل ١: نموذج الدراسة

منهجية الدراسة مجتمع وعينة الدراسة

يوضح جدول ١ مجتمع الدراسة والمكون من ٢٣٠ شركة مدرجة على قائمة البورصة المصرية في يوليو ٢٠٢٤ (The Egyptian Exchange Website). ونظرًا للطبيعة الخاصة للصناعة المالية فقد تم استبعاد قطاع البنوك وقطاع الخدمات المالية بإجمالي ٤٥ شركة، وكذلك تم استبعاد ٣ شركات كانت تنتمي لقطاع الخدمات المالية في بعض سنوات فترة الدراسة، وحيث أن الفترة محل الدراسة تتعلق ببيانات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية من عام ٢٠١٥ حتى عام ٢٠٢٣، فقد تم استبعاد ٤٦ شركة تنتمي لقطاعات مختلفة نظرًا لعدم استكمال سلسلة البيانات لهذه الشركات، وتم أيضًا استبعاد ٧ شركات لعدم توافر بيانات كافية، ليصبح المتبقي من الشركات ١٢٩ شركة تمثل عينة الدراسة.

وتم جمع البيانات من تقارير مجلس الإدارة وتقارير الحوكمة والقوائم المالية للشركات وتم الحصول عليها من موقع البورصة المصرية (www.egx.com.eg)، وموقع مباشر مصر (www.mubasher.info/countries/eg)، وشركة مصر لنشر المعلومات. وتم الحصول على أسعار الأسهم من شركة مصر لنشر المعلومات (www.egidegypt.com). كما تم جمع بيانات السيرة الذاتية لأعضاء المجلس يدويًا من موقع من هم (www.manhom.com) وحسابات لينكد إن الخاصة بهم.

جدول ١: مجتمع وعينة الدراسة

النسبة	عدد الشركات بعينة الدراسة	عدد الشركات المقيدة	القطاع
% ١٨,٧٥	٢٤	٢٨	أغذية ومشروبات وتبغ
% ٥,٤٧	٧	٩	منسوجات وسلع معمرة
% ٨,٥٩	١١	١٦	موارد أساسية
-	-	١٢	بنوك
% ٧,٠٣	٩	١٢	مقاولات وإنشاءات هندسية
% ٣,٩١	٥	٧	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
-	-	٣٣	خدمات مالية غير مصرفية
% ٣,١٣	٤	٦	خدمات النقل والشحن
% ١,٥٦	٢	٣	طاقة وخدمات مساندة
% ٨,٥٩	١١	٢٠	رعاية صحية وأدوية
% ١٦,٤٢	٢١	٣٣	عقارات
% ٨,٥٩	١١	١٢	مواد بناء
% ١,٥٦	٢	٥	خدمات تعليمية
% ٢,٣٤	٣	٨	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات
% ٩,٣٨	١٢	١٣	سياحة وترفيه
% ٢,٣٤	٣	٥	تجارة وموزعون
% ٢,٣٤	٣	٦	ورق ومواد تعبئة وتغليف
% ٠,٧٨	١	٢	مرافق
% ١٠٠	١٢٩	٢٣٠	إجمالي

المصدر: The Egyptian Exchange Website.

مقاييس متغيرات الدراسة

تتمثل متغيرات الدراسة في المتغير التابع عوائد الأسهم والمتغير المستقل الروابط السياسية والمتغير المعدل خصائص المجلس والمتغيرات الضابطة. ولقياس عوائد الأسهم سوف يتم الاعتماد على عوائد الأسهم غير العادية التراكمية (CAR).

مقياس عوائد الأسهم

تم حساب العوائد غير العادية التراكمية بشكل يومي ومن ثم حساب المتوسط السنوي لها وهو ما تم الاعتماد عليه لقياس العوائد غير العادية التراكمية (CAR). ولحساب عوائد الأسهم غير العادية يمكن استخدام المعادلة التالية: عوائد الأسهم غير العادية = العوائد الفعلية - العوائد المتوقعة (Tian et al., 2019)، ويمكن حساب العوائد الفعلية (Tian et al., 2019) كما يلي:

$$R = \frac{(p_t - p_{t-1})}{p_{t-1}}$$

حيث: R العائد الفعلي، p_t سعر الإغلاق، p_{t-1} سعر الفتح.

ويتم حساب العوائد المتوقعة للسهم باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Asset Pricing Model CAPM) كما يلي: العوائد المتوقعة = معدل العائد الخالي من المخاطرة + علاوة المخاطرة (Sharpe, 1964)،

$$ER = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

حيث: ER العائد المتوقع للسهم، R_f معدل العائد الخالي من المخاطرة، β معامل بيتا للسهم (مخاطرة السهم المنتظمة)، R_m عائد مؤشر السوق.

وقد تم الاعتماد على معدل العائد على أذن الخزانة ٩١ يوم كمؤشر للعائد الخالي من المخاطرة (R_f)، كما تم حساب معامل بيتا للسهم (β) سنوياً من خلال المعادلة التالية:

$$\beta = \frac{COV(R_i, R_m)}{VAR(R_m)}$$

حيث: $COV(R_i, R_m)$ معامل التباين المشترك بين عائد الشركة الفعلي وعائد السوق، $VAR(R_m)$ تباين عائد السوق.

ثم حساب العوائد غير العادية كما يلي:

$$AR = \text{Actual } R - ER$$

حيث: AR العوائد غير العادية، $\text{Actual } R$ العوائد الفعلية، ER العوائد المتوقعة.

وأخيراً، يُمكن حساب العوائد غير العادية التراكمية كما يلي (Tian et al., 2019):

$$CAR_{(t_1, t_i)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t$$

حيث: $CAR_{(t_1, t_i)}$ العوائد غير العادية التراكمية، AR_t العوائد غير العادية.

ثم يتم حساب المتوسط السنوي للعوائد غير العادية التراكمية اليومية كما يلي:

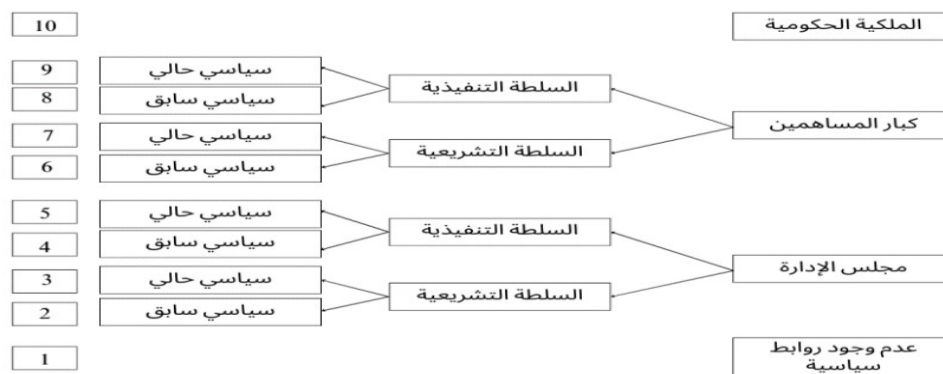
$$CAR_{(t_1, t_i)} = \frac{1}{N} \sum_{t=t_1}^{t_i} AR_t$$

حيث: $CAR_{(t_1, t_i)}$ العوائد غير العادية التراكمية، AR_t العوائد غير العادية، N عدد أيام السنة.

مقياس الروابط السياسية

وبالنسبة للروابط السياسية سوف يتم استخدام مقياس (Chen et al. (2017 لقياس قوتها ولكن سيتم تعديله بما يتناسب مع البيئة السياسية في مصر نظراً لتطبيق المقياس في الصين، وكذلك قد اعتمد المقياس على الروابط السياسية من خلال مجلس الإدارة فقط، ولكن في المقياس الحالي سوف يتم قياس الروابط السياسية من خلال هيكل الملكية ومجلس الإدارة معاً. وقد قسم كل من (Chen et al. (2017 مجلس الإدارة إلى أربع فئات: رئيس المجلس، المدير التنفيذي، عضو مجلس الإدارة، والمديرين. ويتمثل النظام السياسي الصيني في الحكومة ومجلس النواب والمجلس الاستشاري (مجلس الشورى)، يأخذ أعضاء المجلس درجات حسب المستوى السياسي الذي ينتمون له. ويتكون المؤشر النهائي لقوة الروابط السياسية من مجموع الدرجات التي حصل عليها كل من رئيس المجلس، المدير التنفيذي، أعضاء المجلس، والمديرين.

وفي النظام السياسي المصري، تأتي السلطة التنفيذية في قمة الهرم السياسي متمثلة في رئيس الدولة ومجلس الوزراء (يشمل رئيس الوزراء والوزراء ونوابهم) والمحافظين، تليها السلطة التشريعية متمثلة في مجلس النواب ومجلس الشيوخ (هيئة الاستعلامات المصرية). ومع توسيع نطاق مصدر الرابطة السياسية ليشمل الارتباط السياسي من خلال الملكية الحكومية والارتباط السياسي من خلال كبار المساهمين بالإضافة إلى الارتباط السياسي من خلال مجلس الإدارة وكذلك الأخذ في الاعتبار إذا كان الارتباط السياسي حالي أم سابق. ولقد أشارت (Faccio (2006 في دراستها إلى أن الروابط السياسية من خلال هيكل الملكية أقوى من الروابط من خلال مجلس الإدارة، كما أشار كل من Tian et al. (2019 إلى أن الروابط السياسية للشركات الحكومية أقوى من الشركات غير الحكومية. وبناءً على ما سبق يمكن تطوير مقياس رتبي لقوة الروابط السياسية من واحد إلى ١٠ حيث واحد يمثل عدم وجود رابطة سياسية و ١٠ الارتباط السياسي من خلال الملكية الحكومية. ويشمل المقياس مصدر الرابطة السياسية (ملكية حكومية، كبار المساهمين، مجلس الإدارة)، والمستوى السياسي (السلطة التنفيذية، السلطة التشريعية)، وكذلك تحديد ما إذا كان الارتباط السياسي حالي أم سابق كما يوضح شكل رقم ٢:



شكل ٢: مكونات مقياس قوة الروابط السياسية

وبالتالي إذا كان لدى أحد الشركات على سبيل المثال أحد كبار المساهمين ينتمي حاليًا للسلطة التنفيذية سوف يأخذ الدرجة ٩، وإذا كان لديها أحد أعضاء مجلس الإدارة كان ينتمي للسلطة التشريعية سوف يأخذ الدرجة ٢، وبالتالي يُصبح المؤشر النهائي لقوة الروابط السياسية لهذه الشركة هو مجموع المؤشرين أي ١١.

وتمثلت المتغيرات الضابطة في كل من عمر وحجم الشركة والرافعة المالية والقيمة السوقية للدفترية في ضوء مراجعة الدراسات السابقة (Ujunwa et al. (2012 ; Ameer et al. (2009 ; Mishra and Kapil (2017 ; and Chen et al. (2017). ويوضح جدول ٢ مقاييس متغيرات الدراسة،

جدول ٢: مقاييس متغيرات الدراسة

المتغير	المقياس	المصدر
أ. المتغير التابع		
عوائد الأسهم غير العادية	المتوسط السنوي للعوائد غير العادية التراكمية اليومية.	Tian et al (2019)
ب. المتغير المستقل		
وجود الروابط السياسية	وجود الرابطة السياسية: متغير ثنائي يساوي اثنين إذا كانت الشركة مرتبطة سياسيًا، وواحد إذا كانت غير مرتبطة. وتحصل الشركة على اثنين إذا كان: رئيس مجلس الإدارة أو أحد أعضاء المجلس أو المدير التنفيذي أو أحد كبار المساهمين (يمتلك على الأقل ٥ ٪ من أسهم الشركة) ذو رابطة سياسية أو تمتلك الدولة أكبر من ٥ ٪ من هيكل رأسمال الشركة.	Faccio (2002)
قوة الروابط السياسية	قوة الرابطة السياسية: مقياس رُتبي يُصنف الروابط السياسية حسب مصدر الرابطة السياسية ومستوى الارتباط السياسي حيث يُعطي رُتب من ١ إلى ١٠ حسب قوة الروابط السياسية (١ أقل رتبة سياسية و ١٠ أعلى رتبة سياسية).	Chen et al. (2017)
ج. المتغير المعدل:		
خصائص مجلس الإدارة	عدد أعضاء مجلس الإدارة.	Githaiga and Kosgei (2022)
حجم المجلس	نسبة المديرين المستقلين في مجلس الإدارة.	Francis, Hasan, and Wu (2012)
استقلالية المجلس	متغير ثنائي يساوي اثنين إذا كان رئيس مجلس الإدارة يشغل منصب المدير التنفيذي في نفس الوقت، وواحد إذا كان غير ذلك.	Ujunwa (2012)
ازدواجية الدور التنفيذي	نسبة النساء في مجلس الإدارة.	Greoning (2019)
التنوع بين الجنسين	عدد السنوات منذ تاريخ التأسيس حتى تاريخ القوائم المالية محل التحليل.	Mishra and Kapil (2017)
د. المتغيرات الضابطة		
عمر الشركة	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.	Li et al. (2008)
حجم الشركة	تُحسب نسبة الرافعة المالية بقسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول.	Li et al. (2008)
نسبة الرافعة المالية	تُحسب القيمة السوقية للدفترية بقسمة سعر السهم على القيمة الدفترية حيث:	Lee et al. (2019)
القيمة السوقية للقيمة الدفترية	القيمة الدفترية = حقوق الملكية / عدد الأسهم	

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

يوضح هذا الجزء الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المتمثلة في وجود الروابط السياسية وقوتها كمتغير مستقل، وعوائد الأسهم غير العادية التراكمية كمتغير تابع، والمتغير المعدل خصائص مجلس الإدارة: حجم المجلس، واستقلالية المجلس، وازدواجية الدور التنفيذي، التنوع بين الجنسين. بالإضافة إلى المتغيرات الضابطة المتمثلة في عمر الشركة وحجمها والقيمة السوقية للقيمة الدفترية وأيضاً الرافعة المالية. وذلك بناءً على ١١٦١ مشاهدة لمدة ٩ سنوات تمثل ١٢٩ شركة مقيدة بالبورصة المصرية في الفترة من ٢٠١٥ إلى ٢٠٢٣. كما يوضح جدول ٣ ترميز متغيرات الدراسة كما يلي:

جدول ٣: ترميز متغيرات الدراسة.

المتغير	الرمز	المصطلح باللغة الإنجليزية
العوائد غير العادية التراكمية	CAR	Cumulative abnormal return
الروابط السياسية	PC	Political connection
قوة الروابط السياسية	PCS	Political connection strength
حجم المجلس	BS	Board size
استقلالية المجلس	BI	Board independence
ازدواجية الدور التنفيذي	DUAL	Executive role duality
التنوع بين الجنسين	BG	Board gender diversity
عمر الشركة	FA	Firm age
حجم الشركة	FS	Firm size
الرافعة المالية	LEV	Leverage
القيمة السوقية للدفترية	MTB	Market to book ratio

في ضوء الرموز السابقة يوضح جدول ٤ الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة كما يلي،

جدول ٤: الإحصاء الوصفي

المتغير	أقل قيمة	أكبر قيمة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الالتواء	التفرطح
CAR	-5.53	11.84	-1.28	1.492	3.380	30.051
PC	1	2	1.41	0.492	0.363	-1.872
PCS	1	24	4.41	5.052	1.332	0.778
BS	2	17	7.89	2.639	0.762	0.481
BI	0	0.89	0.11	0.169	1.655	3.185
DUAL	1	2	1.48	0.500	0.085	-1.996
BG	0	0.8	0.12	0.124	0.897	0.733
FA	6	136	39.53	22.148	1.714	3.67
FS	5.75	11.30	8.95	0.791	0.304	-0.015
MTB	-505.47	3929.66	6.56	117.180	32.356	1085.98
LEV	0	20.11	0.09	0.625	28.628	907.442

بلغت أكبر قيمة للعوائد غير العادية التراكمية ١١,٨٤ وأقل قيمة -٥,٥٣ بمتوسط -١,٢٨ وانحراف معياري قيمته ١,٤٩ ويُشير كل من معاملي الالتواء والتفرطح إلى أن العوائد غير العادية التراكمية لا تتبع التوزيع الطبيعي. وقد بلغت نسبة الشركات غير المرتبطة سياسيًا في العينة ٥٨,٩ % والشركات المرتبطة ٤١,١ %. وتتراوح قوة الروابط السياسية بين ١ (شركات غير مرتبطة سياسيًا) و ٢٤ (أقوى الشركات المرتبطة سياسيًا) بمتوسط ٤,٤١ وانحراف معياري ٥,٠٥ وتوزيع يقترب من التوزيع الطبيعي.

وبالنسبة لخصائص مجلس الإدارة، كان حجم المجلس يتراوح بين ٢ و ١٧ بمتوسط ٧,٨٩ أي أن أغلب الشركات لديها مجالس تقترب من الحجم الأمثل. وكانت استقلالية المجلس تتراوح بين صفر و ٨٩ % بمتوسط ١١ % أي أن أغلب المجالس بالعينة ليست مستقلة. بالإضافة إلى ذلك تم الفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة ودور العضو المنتدب في أغلب المجالس بنسبة ٥٢,١ % مقارنة بنسبة ٤٧,٩ % من المجالس كان بها ازدواجية في الدور التنفيذي. في حين كانت نسبة التنوع بين الجنسين تتراوح بين صفر و ٨٠ % بمتوسط ١٢ % مما يعكس أن نسبة تمثيل النساء في مجالس الإدارة قليلة نوعًا ما في معظم الشركات بالعينة.

مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

يوضح جدول ٥ مصفوفة ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة. ويتضح من الجدول وجود ارتباط سلبي (-٠,٠١١) غير معنوي بين وجود الروابط السياسية وعوائد الأسهم، ولكن ارتباط إيجابي (٠,٠١٤) وغير معنوي مع قوة الروابط السياسية مما يُشير إلى أنه كلما زادت قوة الروابط السياسية أدى ذلك إلى زيادة في عوائد الأسهم.

جدول ٥: مصفوفة الارتباط

المتغير	CAR	PC	PCS	BS	BI	Dual	BG	FA	FS	MTB	LEV
CAR	1										
PC	-0.01	1									
PCS	0.01	0.58***	1								
BS	-0.05***	0.19***	0.14***	1							
BI	-0.16***	0.02	0.04**	0.20	1						
Dual	0.19***	0.11***	0.18***	-0.01	-0.21***	1					
BG	-0.15***	0.01	-0.06***	0.05**	0.13***	-0.20***	1				
FA	-0.09***	0.18***	0.22***	-0.02	-0.08***	-0.008	-0.10***	1			
FS	-0.19***	0.27***	0.28***	0.40***	0.18***	-0.11***	-0.03*	0.06***	1		
MTB	0.06***	0.03**	0.02***	-0.02	-0.03*	-0.05***	0.02	0.15***	-0.02	1	
LEV	-0.02	0.14***	0.12***	0.03	0.053**	-0.11**	-0.01	0.002	0.30	-0.04	1

حيث: مستوى المعنوية *، **، *** على التوالي ١٠ %، ٥ %، ١ %.

ومن ناحية أخرى، يتضح من الجدول وجود ارتباط سلبي (-٠,٠٥٦، -٠,١٦١) ومعنوي عند ١ % بين حجم المجلس واستقلالية المجلس على الترتيب وعوائد الأسهم، وهو ما يعني أن زيادة حجم المجلس وزيادة نسبة استقلالية المجلس ترتبط بشكل سلبي على عوائد الأسهم. كما يتضح من الجدول أيضاً أن للتنوع بين الجنسين تأثير سلبي (-٠,١٥٤) ومعنوي عند ١ % على عوائد الأسهم وهو ما يُشير إلى أن تمثيل المرأة في المجلس يرتبط بشكل سلبي بعوائد الأسهم، في حين أن ازدواجية الدور التنفيذي ترتبط إيجابياً بالعوائد (٠,١٩٠) ويعني ذلك أن دمج دور رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي يؤدي إلى زيادة في عوائد الأسهم. وأخيراً بالنسبة للمتغيرات الضابطة فإن كل من عمر وحجم الشركة يرتبط بالعوائد ارتباط سلبي -٠,٠٥٩، و-٠,١٩٨ على الترتيب ومعنوي عند ١ %، كما ترتبط الرافعة المالية أيضاً بالعوائد ارتباط سلبي ولكن غير معنوي. في حين أن القيمة السوقية للدفترية ترتبط بالعوائد ارتباط إيجابي ٠,٠٦٨ ومعنوي عند ١ %.

نماذج الدراسة

تهدف الدراسة لاختبار أثر كل من الروابط السياسية وخصائص مجلس الإدارة على عوائد الأسهم. كما تهدف أيضاً لاختبار الأثر التفاعلي للروابط السياسية وخصائص مجلس الإدارة على عوائد الأسهم. ولاختبار الفروض تم استخدام الانحدار المتعدد، وتم تطوير ستة نماذج لاختبار الفروض، النموذج الأول لدراسة المتغيرات الضابطة كما يلي:

$$CAR = \alpha + \beta_{1it} FA + \beta_{2it} FS + \beta_{3it} LEV + \beta_{4it} MTB + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

النموذج الثاني الثالث:

$$CAR = \alpha + \beta_{1it} PC + \beta_{2it} FA + \beta_{3it} FS + \beta_{4it} LEV + \beta_{5it} MTB + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$CAR = \alpha + \beta_{1it} PC + \beta_{2it} PCS + \beta_{3it} FA + \beta_{4it} FS + \beta_{5it} LEV + \beta_{6it} MTB + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

لاختبار الفرض الأول: تؤثر الروابط السياسية تأثيراً معنوياً على عوائد الأسهم.

النموذج الرابع:

$$CAR = \alpha + \beta_{1it} PC + \beta_{2it} PCS + \beta_{3it} Board\ Characteristics + \beta_{4it} FA + \beta_{5it} FS + \beta_{6it} LEV + \beta_{7it} MTB + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

لاختبار الفرض الثاني: تؤثر خصائص المجلس تأثيراً معنوياً على عوائد الأسهم.

النموذج الخامس والسادس:

$$CAR = \alpha + \beta_{1it} PC + \beta_{2it} PCS + \beta_{3it} Board\ Characteristics + \beta_{4it} PC \times Board\ Characteristics + \beta_{5it} FA + \beta_{6it} FS + \beta_{7it} LEV + \beta_{8it} MTB + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$CAR = \alpha + \beta_{1it} PC + \beta_{2it} PCS + \beta_{3it} Board\ Characteristics + \beta_{4it} PCS \times Board\ Characteristics + \beta_{5it} FA + \beta_{6it} FS + \beta_{7it} LEV + \beta_{8it} MTB + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

لاختبار الفرض الثالث: يوجد أثر تفاعلي للروابط السياسية وخصائص مجلس الإدارة على عوائد الأسهم.

النتائج

يعرض هذا الجزء نتائج اختبار الفروض، ويتضمن جدول ٦ نتائج اختبار النموذج الأول والذي يختبر أثر المتغيرات الضابطة على عوائد الأسهم، وكذلك يتضمن الجدول نتائج كل من النموذج الثاني والثالث والذين يختبران أثر الروابط السياسية (كل من وجود وقوة الروابط السياسية) على عوائد الأسهم في ضوء المتغيرات الضابطة.

يوضح جدول ٦ نتائج اختبار ثلاث نماذج، يختبر النموذج الأول أثر المتغيرات الضابطة على عوائد الأسهم. وتُشير النتائج أن كل من عمر وحجم الشركة كان لهما تأثير سلبي ومعنوي على عوائد الأسهم، في حين كان للقيمة السوقية للدفترية تأثير إيجابي ومعنوي؛ ولكن الرافعة المالية لم يكن لها تأثير على العوائد. كما فسرت متغيرات النموذج الأول ٤,٥% من التغير في عوائد الأسهم. بالإضافة إلى النموذج الأول يتضمن الجدول نتائج النموذجين الثاني والثالث؛ يختبر النموذج الثاني أثر وجود الروابط السياسية على عوائد الأسهم، وأشارت النتائج إلى أن وجود الروابط السياسية لم يكن له تأثير على العوائد، كما أن وجود الروابط السياسية يُفسر فقط ٠,١% من التغير في العوائد. ويختبر النموذج الثالث أثر قوة الروابط السياسية على العوائد وأشارت النتائج إلى وجود أثر إيجابي ومعنوي (١%) على عوائد الأسهم، وتُفسر قوة الروابط السياسية ٠,٥% من التباين في العوائد.

وتُشير النتائج إلى قبول الفرض الأول بشكل جزئي، حيث كانت قوة الروابط السياسية تؤثر بشكل إيجابي ومعنوي على العوائد في حين كان وجود الروابط السياسية لم يكن له تأثير.

جدول ٦: اختبار أثر المتغيرات الضابطة والروابط السياسية على عوائد الأسهم.

المتغيرات النماذج	النموذج (١) $\beta(t\text{-value})$ sig	النموذج (٢) $\beta(t\text{-value})$ sig	النموذج (٣) $\beta(t\text{-value})$ sig
الثابت (α)	1.067 (3.14)***	1.117 (3.21)***	1.283 (3.7)***
FA	-0.002 (-1.95)**	-0.003 (-2.2)**	-0.003 (-2.52)***
FS	-0.267 (-6.91)***	-0.284 (-7.07)***	-0.29 (-7.41)***
LEV	0.427 (1.46)	0.392 (1.34)	0.38 (1.32)
MTB	0.031 (2.61)***	0.03 (2.58)***	0.03 (2.6)***
PC		0.086 (1.42)	0.014 (0.35)
PCS			0.016 (2.43)***
F sig	0.000***	0.000***	0.000***
R ²	0.048	0.05	0.055
Adj. R ²	0.045	0.046	0.050
Δ Adj. R ²	0.045	0.001	0.005

حيث: مستوى المعنوية **، *** ٥%، ١% على التوالي.

يوضح جدول ٧ نتائج تحليل الانحدار للنموذج الرابع والذي يختبر أثر خصائص مجلس الإدارة على عوائد الأسهم، بالتحكم في كل من عمر الشركة وحجمها والقيمة السوقية للقيمة الدفترية والرافعة المالية، وأوضحت النتائج معنوية جميع النماذج عند مستوى معنوية ١ %.

تشير النتائج إلى أن حجم المجلس لم يكن له تأثير على العوائد كما أنه يُفسر فقط ٠,٥ % من التباين في عوائد الأسهم. كما كانت استقلالية المجلس تؤثر بشكل سلبي ومعنوي (١ %) على العوائد وتُفسر ١,٦ % من التباين في عوائد الأسهم. بالإضافة إلى ذلك تشير النتائج إلى أن ازدواجية الدور كان لها تأثير إيجابي ومعنوي (١ %)، كما أنها تُفسر ١,٨ % من التباين في عوائد الأسهم. وأخيرًا كان التنوع بين الجنسيتين يؤثر تأثيرًا سلبيًا ومعنويًا (١ %) على العوائد كما أنه يُفسر ١,٦ % من التباين في عوائد الأسهم.

وتشير النتائج إلى قبول الفرض الثاني للدراسة بشكل جزئي، حيث لم يكن لكل خصائص المجلس أثر معنوي على عوائد الأسهم. وتوصلت الدراسة إلى أن كل الخصائص كان لها أثر معنوي على العوائد فيما عدا حجم المجلس.

جدول ٧: اختبار أثر خصائص مجلس الإدارة على عوائد الأسهم.

CAR				المتغيرات
النموذج (٤)				النماذج
$\beta(t\text{-value})$ sig	$\beta(t\text{-value})$ sig	$\beta(t\text{-value})$ sig	$\beta(t\text{-value})$ sig	
0.815 (2.15)**	0.469 (1.24)	1.133 (3.21)***	1.325 (3.77)***	الثابت (α)
-0.004 (-3.14)***	-0.003 (-2.67)***	-0.004 (-2.92)***	-0.003 (-2.45)***	FA
-0.268 (6.18)**	-0.249 (-5.6)**	-0.27 (-6.08)***	-0.311 (-7.04)***	FS
0.526 (1.81)*	0.547 (1.85)	0.393 (1.33)	0.412 (1.39)	LEV
0.035 (3.07)***	0.034 (2.95)***	0.03 (2.54)***	0.031 (2.59)***	MTB
0.013 (0.29)	-0.064 (-0.151)	0.004 (0.11)	0.01 (0.23)	PC
0.09 (1.38)	0.01 (1.55)	0.017 (2.63)***	0.016 (2.44)***	PCS
0.01 (0.84)	0.06 (0.51)	0.06 (0.49)	0.01 (0.78)	BS
-0.538 (-2.56)***	-0.622 (-2.88)***	-0.80 (-3.67)***		BI
0.246 (4.07)***	0.301 (4.99)***			DUAL
-1.013 (-4.77)***				BG
0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***	F sig
0.108	0.091	0.075	0.055	R ²
0.100	0.084	0.066	0.050	Adj. R ²
0.016	0.018	0.016	0.005	Δ Adj. R ²

حيث: مستوى المعنوية **، *** ٥ %، ١ % على التوالي.

يتضمن جدول ٨ نتائج النموذج الخامس، والذي يختبر الأثر التفاعلي لوجود الروابط السياسية وخصائص مجلس الإدارة على عوائد الأسهم بالتحكم في كل من عمر الشركة وحجمها والقيمة السوقية للقيمة الدفترية والرافعة المالية، وأوضحت النتائج معنوية جميع النماذج عند مستوى معنوية ١ %.

أوضحت النتائج أن التفاعل بين وجود الروابط السياسية وحجم المجلس كان له أثر سلبي ومعنوي (١ %)، كما أنه يُفسر ٠,٦ % من التباين في العوائد. كما كان التفاعل بين وجود الروابط السياسية واستقلالية المجلس يؤثر أيضًا بشكل سلبي ومعنوي (١ %) على العوائد، ويُفسر ١,٩ % من التباين في عوائد الأسهم. في حين كان للتفاعل بين وجود الروابط السياسية وازدواجية الدور التنفيذي أثر إيجابي ومعنوي (١ %)، ويُسهّم التفاعل بينهما في تفسير ١٠ % من التباين في العوائد. وأخيرًا لم يكن للتفاعل بين وجود الروابط السياسية والتنوع بين الجنسين أثر على عوائد الأسهم.

جدول ٨: اختبار أثر التفاعل بين وجود الروابط السياسية وخصائص المجلس على عوائد الأسهم.

المتغيرات النماذج	CAR			
	النموذج (٥)			
	$\beta(t\text{-value})$ sig	$\beta(t\text{-value})$ sig	$\beta(t\text{-value})$ sig	$\beta(t\text{-value})$ sig
الثابت (α)	1.117 (2.95)***	0.902 (2.34)**	1.22 (3.14)***	1.637 (4.15)***
FA	-0.005 (-4.3)***	-0.005 (-3.93)***	-0.005 (-3.79)***	-0.004 (-2.87)***
FS	-0.258 (-6.01)***	-0.237 (-5.4)***	-0.269 (-6.08)***	-0.322 (-7.22)***
LEV	0.434 (1.51)	0.464 (1.6)*	0.275 (0.94)	0.344 (1.17)
MTB	0.035 (2.99)***	0.033 (2.92)***	0.027 (2.27)**	0.029 (2.44)***
PC	0.173 (1.89)**	0.149 (1.64)*	0.152 (1.67)*	0.185 (1.97)**
PCS	-0.000 (-0.10)	-0.000 (-0.00)	0.009 (1.11)	0.004 (0.5)
BS	0.009 (0.71)	0.005 (0.42)	0.007 (0.55)	0.013 (1)
PC*BS	-0.049 (-3.85)***	-0.045 (-3.54)***	-0.026 (-2.23)**	-0.029 (-2.53)***
BI	-0.637 (-3.5)***	-0.721 (-3.87)***	-0.88 (-4.68)***	
PC*BI	-1.61 (-4.5)***	-1.59 (-4.37)***	-1.735 (-4.74)***	
DUAL	0.274 (4.54)***	0.326 (5.4)***		
PC*DUAL	0.341 (3)***	0.344 (3)***		
BG	-1.05 (-4.73)***			
PC*BG	0.456 (1.01)			
F sig	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***
R ²	0.14	0.12	0.096	0.060
Adj. R ²	0.13	0.12	0.088	0.054
Δ Adj. R ²	0	0.1	0.019	0.006

حيث: مستوى المعنوية *، **، *** على التوالي ١٠ %، ٥ %، ١ %.

جدول ٩: اختبار أثر التفاعل بين قوة الروابط السياسية وخصائص المجلس على عوائد الأسهم.

CAR				المتغيرات
النموذج (٦)				النماذج
$\beta(t\text{-value})^{sig}$	$\beta(t\text{-value})^{sig}$	$\beta(t\text{-value})^{sig}$	$\beta(t\text{-value})^{sig}$	
1.13	0.928	1.21	1.589	الثابت (α)
(3.01)***	(2.43)***	(3.15)***	(4.08)***	
-0.006	-0.005	-0.006	-0.004	FA
(-4.47)***	(-4.06)***	(-4.17)***	(-2.97)***	
-0.251	-0.23	-0.258	-0.318	FS
(-5.86)***	(-5.28)***	(-5.86)***	(-7.18)***	
0.539	0.558	0.386	0.41	LEV
(1.86)*	(1.9)*	(1.31)	(1.39)	
0.036	0.035	0.03	0.03	MTB
(3.14)***	(3.06)***	(2.51)***	(2.57)***	
-0.04	-0.057	-0.05	-0.014	PC
(-1.08)	(-1.49)	(-1.32)	(-0.35)	
0.037	0.037	0.047	0.021	PCS
(4.24)***	(4.13)***	(5.72)***	(2.91)***	
0.011	0.006	0.008	0.015	BS
(0.86)	(0.50)	(0.63)	(1.15)	
-0.006	-0.006	-0.006	-0.003	PCS*BS
(-3.29)***	(-3.14)***	(-4.17)***	(-1.6)*	
0.001	-0.103	-0.25		BI
(0.00)	(-0.38)	(-0.91)		
-0.136	-0.131	-0.137		PCS*BI
(-4.18)***	(-3.97)***	(-4.11)***		
0.262	0.315			DUAL
(4.29)***	(5.23)***			
0.018	0.02			PCS*DUAL
(1.39)	(1.66)*			
-1.09				BG
(-4.75)***				
0.021				PCS*BG
(0.4)				
0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***	F sig
0.13	0.11	0.090	0.058	R ²
0.12	0.10	0.083	0.052	Adj. R ²
0	0	0.014	0.002	Δ Adj. R ²

حيث: مستوى المعنوية *، **، *** على التوالي ١٠ %، ٥ %، ١ %.

يتضمن جدول ٩ نتائج النموذج السادس، والذي يختبر الأثر التفاعلي لقوة الروابط السياسية وخصائص مجلس الإدارة على عوائد الأسهم بالتحكم في كل من عمر الشركة وحجمها والقيمة السوقية للقيمة الدفترية والرافعة المالية، وأوضحت النتائج معنوية جميع النماذج عند مستوى معنوية ١ %.

أوضحت النتائج أن التفاعل بين قوة الروابط السياسية وحجم المجلس كان له أثر سلبي ومعنوي (١٠ %)، كما أنه يُفسر ٠,٢ % من التباين في العوائد. كما كان التفاعل بين قوة الروابط السياسية واستقلالية المجلس يؤثر أيضًا بشكل سلبي ومعنوي (١ %) على العوائد، ويُفسر ١,٤ % من التباين في عوائد الأسهم. في حين كان للتفاعل بين قوة الروابط السياسية وازدواجية الدور التنفيذي أثر إيجابي ومعنوي (١٠ %)، ولكنه لا يُفسر التباين في العوائد. وأخيرًا لم يكن للتفاعل بين قوة الروابط السياسية والتنوع بين الجنسين أثر على عوائد الأسهم.

وتُشير نتائج النموذج الخامس والسادس إلى قبول الفرض الثالث بشكل جزئي أيضًا، حيث كان الأثر التفاعلي للروابط السياسية وخصائص المجلس على عوائد الأسهم معنوي لجميع الخصائص فيما عدا التنوع بين الجنسين، والتفاعل بين قوة الروابط السياسية وازدواجية الدور التنفيذي.

المناقشة

تُشير نتائج الدراسة إلى أنه لا يوجد تأثير لوجود الروابط السياسية على عوائد الأسهم وهو ما يتفق مع دراسة (Ameer et al (2009، في حين أظهرت النتائج أن قوة الروابط السياسية كان لها تأثير إيجابي على العوائد وهو ما يتفق مع دراسة (Wong and Hooy (2018 ودراسة (Fung et al (2015) ودراسة (Tian et al (2019. ويُشير ذلك إلى أن وجود الروابط السياسية في حد ذاته ليس عامل مهم في التأثير على عوائد الأسهم، ولكن المستويات المرتفعة من الروابط السياسية تؤثر بشكل مختلف على العوائد حيث كلما زادت قوة الروابط السياسية كان التأثير الإيجابي على عوائد الأسهم أكبر، وكانت المنافع التي تُقدمها الروابط السياسية للشركة أكبر. ولكن تختلف النتائج التي توصلت إليها الدراسة مع نتائج الدراسات (Bertrand et al. (2018; Boubakari et al. (2008; and Liang et al. (2020).

كما توصلت نتائج الدراسة أيضًا إلى عدم وجود تأثير لحجم المجلس على عوائد الأسهم. حيث يُعبر حجم المجلس فقط عن عدد أعضاء المجلس ولا يعكس بالضرورة ما يُقدمه المجلس للشركة. حيث يختلف حجم المجلس من شركة لأخرى حسب احتياجات الشركة، كما قد يكون السبب في زيادة عدد أعضاء المجلس مجرد الامتثال لقواعد الحوكمة التي تفرض وجود عدد معين من أعضاء المجلس وليس لأن هذه الزيادة قد تؤدي فعلاً إلى تحقيق منفعة حقيقية للشركة. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Musallam (2020 ودراسة كل من (Assenga et al (2018. ولكن تختلف هذه النتيجة مع نتائج الدراسات (Mishra and Kapil (2017 و (Al-Farooque et al (2019 و (Fariha et al (2021 والتي توصلت إلى معنوية تأثير حجم المجلس على نتائج الشركة سواء كان تأثيرًا إيجابيًا أو سلبيًا.

وتُشير النتائج إلى أن استقلالية المجلس لها تأثير سلبي على عوائد الأسهم. يرجع ذلك إلى أن المديرين المستقلين قد لا يكون لديهم المعلومات الكافية التي تمكنهم من اتخاذ القرارات مما يؤدي إلى ضعف جودة القرار أو إبطاء عملية صنع القرار. وقد لا يكون لدى المديرين المستقلين الخبرة الكافية التي تُؤهلهم لاتخاذ القرارات، ويرجع ذلك لأن اختيار المدير المستقل لا يرتبط بخبرته أو تعليمه بل بعلاقاته الخارجية التي من الممكن أن توفر للشركة منافع وبالتالي يكون سبب اختيارهم هو الاستفادة

من علاقاتهم الخارجية وليس لخبرتهم. كما قد يرى المدير المستقل أنه لن يستفيد من منفعة الشركة، وبالتالي لا يستخدم مهاراته أو خبراته أو علاقاته لمصلحة الشركة بل وقد يستغل موارد الشركة لمصلحته الشخصية. أو قد يكون السبب لأن استقلال المديرين المستقلين مجرد استقلال شكلي للامتثال لمتطلبات الحوكمة التي تنص على وجود نسبة معينة من المديرين المستقلين في مجلس إدارة الشركة وليس استقلالاً فعلياً، وهو ما يتفق مع دراسة (Francis et al. (2012، ودراسة Zhou et al. (2018 ودراسة (Kismawadi (2025 ودراسة (Sunny and Hoque (2024.

ومن ناحية أخرى، قد يكون سبب التأثير السلبي لاستقلالية المجلس على العوائد أنه ليس بالضرورة أن تؤدي الاستقلالية إلى تحسين أداء الشركة في كل أنواع الشركات وخاصة الشركات العائلية. كما أشار كل من (Leung et al. (2014 في دراستهم إلى أنه من المحتمل أن تكون نسبة المديرين المستقلين في مجلس إدارة الشركات العائلية أقل من غيرها، نظراً لأن العائلات المسيطرة على هذه الشركات قد تعتبر وجود المديرين المستقلين بمثابة تهديد محتمل لسلطتها وتدخل غير ضروري في عملية صنع القرار. وبالتالي فإن استقلالية المجلس قد لا تكون مفيدة بشكل كبير في الشركات العائلية مقارنة بغيرها من الشركات.

وتختلف النتائج التي توصلت إليها الدراسة مع نظرية الوكالة، فوفقاً للنظرية يهدف وجود المديرين المستقلين في المجلس إلى التخفيف من تضارب المصالح بين أعضاء المجلس والمساهمين وتقليل تكاليف الوكالة ومراعاة مصالح المساهمين (Fama & Jensen, 1983). كما تختلف النتائج أيضاً مع نتائج الدراسات السابقة (Zhou et al. (2018 and AL Farooque et al. (2019.

وتؤثر ازدواجية الدور التنفيذي تأثير إيجابي على عوائد الأسهم. يُمكن تفسير هذه النتيجة في ضوء نظرية الإدارة الإشرافية والتي تُشير إلى أن وحدة القيادة والتوجيه تؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين نتيجة لأن المدير التنفيذي يكون على دراية أكبر بأمر الشركة والبيئة المحيطة بها. ويُشير ذلك إلى أن المستثمرين يُدركون أهمية تركيز السلطة في يد شخص واحد لديه المهارات والخبرات اللازمة لإدارة الشركة. ومن ناحية أخرى فإن فصل الدور التنفيذي يُحمّل الشركة تكاليف إضافية قد تسعى الشركة إلى تخفيفها من خلال دمج كل من دور رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Pucheta-Martinez and Gallego-Alvariz (2019 ودراسة Abdul gafoor et al. (2018. ولكنها تختلف مع نظرية الوكالة والتي تُشير إلى أن تعظيم ثروة المساهمين يتطلب تطبيق آليات الحوكمة التي توصي بفصل الدور الرقابي لرئيس مجلس الإدارة علن الدور التنفيذي، حيث أن تركيز السلطة في يد واحدة يُضعف عملية الرقابة ويضر بمصالح المساهمين (Fama & Jensen, 1983). كما تختلف نتيجة الدراسة الحالية عن نتائج الدراسات Al-Fariha et al (2021) وFarooque et al (2019).

كما تُشير الدراسة إلى وجود تأثير سلبي للتبوع بين الجنسين على عوائد الأسهم. ويرجع التأثير السلبي إلى أن التبوع بين الجنسين يعتبر مصدر صراع محتمل بسبب تنوع وجهات النظر مما يؤدي إلى إبطاء عملية صنع القرار وضعف فعاليتها. كما قد يكون تمثيل المرأة في المجلس امتثالاً للمتطلبات التي تفرضها قواعد الحوكمة على الشركات وليس بهدف تحسين أداء الشركة. وهو ما يتفق مع دراسة (Fariha et al. (2021 ودراسة (Andoh et al. (2022 ودراسة (Sunny and Hoque (2024).

بالإضافة إلى ذلك، يرجع التأثير السلبي للتنوع بين الجنسين على أداء الشركة إلى الأعراف الاجتماعية في مجتمعات معينة والتي تضع تصور أن النساء يفتقرن للكفاءة اللازمة لشغل عضوية مجلس الإدارة، أو قد يكن يفتقرن فعلاً للتعليم والمهارات المطلوبة. وقد يتعرض النساء في مجلس الإدارة لكونهن أقلية إلى التهميش أو التقليل من مساهمتهن أو التحكم في قراراتهن من الأغلبية وهو ما يؤثر بشكل سلبي على أدائهم. وقد لا يكون هناك فرق واضح بين أداء الرجال والنساء في مجلس الإدارة من الأساس. وعلى الجانب الآخر في الشركات العائلية، يرتبط تعيين النساء في مجلس الإدارة برغبة الملاك وليس لامتلاكهن المهارات أو المؤهلات المطلوبة. وتظهر هذه العوامل بشكل أكبر في الدول النامية مثل مصر عن الدول المتقدمة مثل المملكة المتحدة والولايات المتحدة (Anis et al., 2017). وتختلف نتائج الدراسة مع نتائج الدراسات السابقة (Saha (2023) ; Groening (2019) ; and Bennouri et al. (2018).

وفيما يخص نتائج الأثر التفاعلي للروابط السياسية وخصائص مجلس الإدارة على عوائد الأسهم، فستتم مناقشتها في الفقرات التالية.

تشير النتائج إلى أن أثر التفاعل بين الروابط السياسية وحجم المجلس كان سلبي. يُمكن تفسير ذلك بأن الصراعات والمشاكل الناتجة عن كبر حجم المجلس تكون أكبر من الفوائد التي توفرها الروابط السياسية للشركة مما يؤثر بشكل سلبي على عوائد الأسهم. ولكن لأن المنافع التي يوفرها وجود الروابط السياسية ليست بنفس الدرجة لكل المستويات من الروابط - حيث تزداد المنافع بزيادة قوة الروابط السياسية - فإن التأثير السلبي لحجم المجلس يزداد بزيادة قوة الروابط السياسية. وبالتالي فإن حجم المجلس يقوم بدور معدل على العلاقة بين الروابط السياسية وعوائد الأسهم حيث يقلل من الأثر الإيجابي للروابط السياسية على العوائد.

كما توصلت الدراسة إلى أن التفاعل بين الروابط السياسية واستقلالية المجلس كان له تأثير سلبي على عوائد الأسهم. تشير النتائج إلى أن استقلالية المجلس تقلل من الأثر الإيجابي للروابط السياسية على العوائد، حيث يظل الأثر سلبياً حتى مع زيادة قوة تلك الروابط. ويمكن تفسير ذلك بعدة عوامل، منها نقص المعلومات لدى المديرين المستقلين، مما قد يؤثر على جودة قراراتهم، أو افتقارهم للخبرة اللازمة لاتخاذ قرارات فعالة. بالإضافة إلى ذلك، قد يواجه المديرون المستقلون تحديات في التعاون مع الأعضاء الآخرين المرتبطين سياسياً لعدم رغبتهم في الاستفادة من هذه الروابط، وإذا كان المديرون المستقلون هم المرتبطون سياسياً فقد لا يكون لديهم الحافز الكافي لتوظيف علاقاتهم لصالح الشركة، خاصة إذا لم يكن ذلك يحقق لهم مكاسب شخصية مباشرة. كما أنهم قد يستغلون موارد الشركة لمصلحتهم الشخصية بدلاً من مصلحة الشركة.

وكان التفاعل بين وجود الروابط السياسية وازدواجية الدور التنفيذي لا يؤثر على عوائد الأسهم، في حين كان التفاعل بين قوة الروابط السياسية وازدواجية الدور التنفيذي إيجابياً. ويرجع ذلك لوحدة القيادة حيث يكون رئيس مجلس الإدارة هو المدير التنفيذي وبالتالي فإن لديه السلطة الكاملة على المجلس ويسعى للاستفادة من كل الموارد التي يوفرها المجلس والتي منها المنافع التي توفرها الروابط السياسية حيث تزداد أهميتها بزيادة قوة الروابط. ولذلك فإن ازدواجية الدور التنفيذي تعمل على زيادة الأثر الإيجابي للروابط السياسية على عوائد الأسهم وتقوم بدور معدل على هذه العلاقة.

وتوصلت نتائج الدراسة إلى عدم وجود أثر للتفاعل بين الروابط السياسية والتنوع بين الجنسين على عوائد الأسهم. وتُشير هذه النتائج إلى أن تمثيل المرأة في المجلس ليس عامل مهم في التأثير على العلاقة بين الروابط السياسية والعوائد، فالمنافع التي توفرها الروابط السياسية يمكن الاستفادة منها عندما يتم توظيفها بشكل فعال وهو ما يحتاج إلى أعضاء يتمتعون بمستوى كفاءة عالي بغض النظر عن نوعهم. وبالتالي فإن التنوع بين الجنسين لا يؤثر على العلاقة بين الروابط السياسية وعوائد الأسهم.

ومما سبق عرضه يتضح أن خصائص المجلس تؤثر على العلاقة بين الروابط السياسية وعوائد الأسهم، حيث تقوم بدور معدل. وكان للتفاعل بين الروابط السياسية وازدواجية الدور التنفيذي فقط أثر إيجابي على عوائد الأسهم حيث تؤدي ازدواجية الدور إلى زيادة المنافع الناتجة عن وجود الروابط السياسية وتعزيز الاستفادة منها. في حين كان التفاعل بين الروابط السياسية وجميع خصائص المجلس سلبي حيث يقلل وجود هذه الخصائص من الأثر الإيجابي للروابط السياسية على عوائد الأسهم. فيما عدا التفاعل بين الروابط السياسية والتنوع بين الجنسين كان غير معنوي. وتختلف هذه النتيجة مع دراسة (Brahma et al. (2023 ودراسة (Khan (2024 حيث توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي للتفاعل بين الروابط السياسية وخصائص المجلس على عوائد الأسهم.

ويتضح مما سبق أنه على الرغم من التأثير الإيجابي للروابط السياسية على عوائد الأسهم والنتائج عن المنافع التي يوفرها المديرين المرتبطين سياسيًا للشركة، فإن تحقيق الاستفادة من هذه المنافع وتوظيفها بشكل فعال يُعزز من أداء الشركة هو دور مجلس الإدارة. ولكي يقوم المجلس بدوره يجب أن يتمتع بتشكيل مناسب من الأعضاء بما يتفق مع معايير الحوكمة، ونظرًا لأن الشركات بعينة الدراسة كانت غير ملتزمة بأغلب المعايير فإن مجالس الإدارة كانت غير قادرة على أداء دورها بشكل فعال. وهو ما يؤكد على أن فعالية تشكيل المجلس عامل مهم في تحسين أداء الشركات في العموم سواء كانت مرتبطة سياسيًا أو غير مرتبطة، وأن وجود مجلس إدارة كفء بالإضافة إلى الروابط السياسية يُمكن أن يُعزز أداء الشركة بشكل أكبر.

التوصيات

في سياق النتائج التي توصلت إليها الدراسة، والتي تُشير إلى أهمية دور كل من الروابط السياسية وخصائص المجلس في تفسير عوائد الأسهم. وكذلك الأثر التفاعلي للروابط السياسية وخصائص المجلس على عوائد الأسهم. يُمكن اقتراح مجموعة من التوصيات من الممكن أن تساعد الشركات في تشكيل مجالس الإدارة بما يناسب الشركة ويُعزز من ثقة المستثمرين فيها، كما يُمكن أن تساعد أيضًا المستثمرين في تحسين عملية اتخاذ القرار. يوضح القسم التالي توصيات قابلة للتنفيذ تهدف إلى تعزيز ممارسات حوكمة الشركات وتحسين الشفافية وتخفيف المخاطر المحتملة المرتبطة بالشركات المرتبطة سياسيًا وتعزيز الاستفادة من المنافع التي توفرها الروابط السياسية.

نظرًا لما توصلت إليه الدراسة من وجود أثر إيجابي للروابط السياسية على عوائد الأسهم، من الواضح أن الروابط السياسية تُعتبر مهمة للشركة. ولذلك يجب على الشركة استغلال المنافع التي توفرها الروابط السياسية بشكل فعال بما يحقق مصلحة الشركة. كما يجب على الشركة أن تسعى إلى الحصول على روابط سياسية قوية – سواء من خلال المساهمين أو تعيين مديرين مرتبطين سياسيًا أو من خلال الملكية الحكومية – واستغلالها بشكل أمثل بما يُساهم في تعظيم العوائد، نظرًا لأن الفوائد الناتجة عن الروابط السياسية تزداد أهميتها بزيادة قوة الرابطة. ومن ناحية أخرى، يجب على الشركة الإفصاح عن الروابط السياسية في تقريرها السنوية (تقارير الحوكمة وتقارير مجلس الإدارة) حيث أن المستثمرين ينظرون بتفاؤل للروابط السياسية، ويسعون للاستثمار في الشركة المرتبطة سياسيًا.

وبالنسبة لمجلس الإدارة، كانت أغلب خصائص المجلس تؤثر بشكل سلبي على عوائد الأسهم. وبالتالي يجب على الشركة مراعاة النقاط التالية عند تشكيل المجلس لتجنب التأثير السلبي للمجلس على أداء الشركة:

- يجب أن يكون المدير المستقل يتمتع باستقلالية فعلية وليس مجرد استقلال شكلي، كما يجب أن يتمتع بمستوى معين من الخبرة والتعليم يساعده على إدارة أمور الشركة.
- وفيما يخص ازدواجية الدور التنفيذي كما ينص دليل الحوكمة فإنه لا مانع من دمج دور رئيس المجلس والعضو المنتدب إذا كان ذلك في صالح الشركة.
- وبالنسبة لتنوع المجلس، يجب مراعاة أن يكون التنوع بنسبة معينة يُفضل أن تتراوح بين ٢٥ % إلى ٥٠ % مما يحد من الصراعات بين أعضاء المجلس الناتجة عن التنوع.

وعلى الجانب الآخر، ينبغي للجهات التنظيمية تعديل آليات الحوكمة بما يتناسب مع السوق المصري. فليس من الضروري أن تكون آليات الحوكمة التقليدية فعالة في كل الأنظمة الاقتصادية بنفس الدرجة، ولكنها تتأثر بالعديد من العوامل حسب كل دولة. كما يجب تعزيز آليات الرقابة لضمان أن مجلس الإدارة يحمي مصالح المساهمين فعلاً. بالإضافة إلى ذلك، يجب على الهيئة العامة للرقابة المالية إلزام الشركات بالإفصاح عن أي معلومات من الممكن أن تساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم وحماية مصالحهم، بما في ذلك الإلزام بالإفصاح عن السير الذاتية لأعضاء المجلس كأحد الأجزاء الأساسية من تقرير الحوكمة.

وأخيراً، يُفضل أن يختار المستثمر عند تقييم استثماراته الشركة التي تتمتع بروابط سياسية أقوى. ومجلس إدارة يوافق ما سبق طرحه، من حيث تطبيق آليات الحوكمة وأن يتمتع أعضاء المجلس بالمهارات اللازمة لإدارة الشركة ويسعون لحماية مصلحة المساهمين وتعظيم ثروتهم.

مقترحات البحوث المستقبلية

نظراً لأن الدراسة الحالية تضمنت سلسلة زمنية من ٢٠١٥ إلى ٢٠٢٣ دون التركيز على حدث محدد، فيمكن اقتراح إعادة تطبيقها بالتركيز على حدث محدد على سبيل المثال الأزمة العالمية ٢٠٠٨، ثورة يناير ٢٠١١، أزمة كوفيد-١٩، الحرب الروسية الأوكرانية.

كما يُمكن توسيع نطاق الدراسة لتشمل اقتصادات متقدمة لأن مصر تُعتبر اقتصاد ناشئ، كما يمكن تطبيق الدراسة على القطاع المالي حيث أن الدراسة الحالية تركز على القطاع غير المالي، ويُمكن أيضاً المقارنة بين نتائج القطاعين.

وتقترح الدراسة استخدام مقياس آخر لخصائص المجلس يقيس فعالية تشكيل المجلس بدلاً من قياس الخصائص نفسها.

كما توصي الدراسة باختبار الدور المعدل لمتغيرات أخرى على سبيل المثال: هيكل الملكية، خصائص المدير التنفيذي على العلاقة بين الروابط السياسية وعوائد الأسهم. وكذلك دراسة الفروق في تأثير الأنواع المختلفة من الروابط السياسية على عوائد الأسهم.

وأخيراً، يمكن استخدام نواتج أخرى للشركة على سبيل المثال الأداء المالي، قيمة الشركة ودراسة أثر كل من الروابط السياسية وخصائص المجلس عليها.

المراجع

المراجع باللغة العربية

القحطاني، عبد الله سعيد المزراقي (٢٠٢٣). قياس أثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة بالسوق المالية السعودية: دراسة حدث. مجلة البحوث المحاسبية.

<http://search.mandumah.com/Record/1396778>. ٥٤١-٤٥٥

النجار، سامح محمد & أحمد، أحمد سعيد (٢٠٢١). قياس أثر العلاقة التفاعلية بين الروابط السياسية وممارسات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على عوائد الأسهم: دليل تطبيقي من البورصة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، ٣(٤)، ٣٥٠-٤٢٧.

الهيئة العامة للرقابة المالية. *الدليل المصري لحوكمة الشركات*. (٢٠١٦). الإصدار الثالث. مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية.

جاد الله، حنان حسن (٢٠٢٢). الأثر التفاعلي للروابط السياسية وحوكمة الشركات على قيمة المنشأة: دراسة تطبيقية على الشركات المصرية المقيدة في سوق الأوراق المالية. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، ٣(١)، ٩٢٣-٩٦٣.

المراجع باللغة الإنجليزية

Abdul Gafoor, C. P., Mariappan, V., & Thiagarajan, S. (2018). Board characteristics and Bank Performance in India. *IIMB Management Review*, 30(2), 160–167. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2018.01.007>

Alajmi, A., & Worthington, A. C. (2025). Corporate governance in Kuwait: Joining the dots between regulatory reform, organisational change in boards and audit committees and firm market and accounting performance. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 23(3), 902–935. <https://doi.org/10.1108/JFRA-04-2022-0133>

Al Farooque, O., Buachoom, W., & Sun, L. (2019). Board, Audit Committee, ownership and Financial Performance – Emerging Trends from Thailand. *Pacific Accounting Review*, 32(1), 54–81. <https://doi.org/10.1108/par-10-2018-0079>

Al-Matari, E. M. (2020). Do characteristics of the board of directors and top executives have an effect on corporate performance among the financial sector? evidence using stock. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(1), 16–43. <https://doi.org/10.1108/cg-11-2018-0358>

-
-
- Ameer, R., Ramli, F., & Zakaria, H. (2009). A new perspective on board composition and firm performance in an emerging market. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 9(5), 484–500. <http://doi.org/10.1108/14720701011085607>
- Andoh, J. A. N., Abugri, B. A., & Anarfo, E. B. (2022). Board characteristics and performance of listed firms in Ghana. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 23(1), 43–71. <https://doi.org/10.1108/cg-08-2020-0344>
- Anis, M., Chizema, A., Lui, X., & Fakhreldin, H. (2017). The Impact of Board Characteristics on Firms Financial Performance - Evidence from the Egyptian listed companies. *Global Journals Inc.* 17(5), 57-75.
- Assenga, M. P., Aly, D., & Hussainey, K. (2018). The impact of board characteristics on the financial performance of Tanzanian firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(6), 1089–1106. <https://doi.org/10.1108/cg-09-2016-0174>
- Babar, M., Ahmad, H., & Yousaf, I. (2023). Returns and volatility spillover between agricultural commodities and emerging stock markets: New evidence from COVID-19 and Russian-Ukrainian war. *International Journal of Emerging Markets*, 19(5), 1123–1145. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-02-2022-0226>
- Bennouri, M., Chtioui, T., Nagati, H., & Nekhili, M. (2018). Female Board directorship and Firm Performance: What really matters? *Journal of Banking & Finance*, 88, 267–291. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.12.010>
- Bertrand, M., Kramarz, F., Schoar, A., & Thesmar, D. (2018). The cost of political connections. *Review of Finance*, 22(3), 849–876. <https://doi.org/10.1093/rof/rfy008>
- Bhatia, M., & Gulati, R. (2021). Board governance and Bank Performance: A meta-analysis. *Research in International Business and Finance*, 58, 101425. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2021.101425>
- Boubakri, N., Cosset, J.-C., & Saffar, W. (2008). Political connections of newly privatized firms. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 654–673. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.08.003>

-
-
- Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D., & Saffar, W. (2012). Political connections and the cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 541–559. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.02.005>
- Brahma, S., Zhang, J., Boateng, A., & Nwafor, C. (2023). Political connection and M&A performance: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 85, 372–389. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.01.026>
- Caiffa, M., Farina, V., & Fattobene, L. (2021). CEO Duality: Newspapers and stock market reactions. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(1), 35. <https://doi.org/10.3390/jrfm14010035>
- Chen, C. R., Li, Y., Luo, D., & Zhang, T. (2017). Helping hands or grabbing hands? an analysis of political connections and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 80, 71–89. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.03.015>
- Christensen, J., Kent, P., & Stewart, J. (2010). Corporate Governance and Company Performance in Australia. *Australian Accounting Review*, 20(4), 372–386. <https://doi.org/10.1111/j.1835-2561.2010.00108.x>
- Daadaa, W. (2020). Board characteristics and bank performance in emerging stock markets. *International Journal of Business and Emerging Markets*, 12(2), 119. <https://doi.org/10.1504/ijbem.2020.107728>
- Does cultural diversity of board of directors and Audit Committee Dynamics Affect Firm Performance? evidence from firms in Karachi meezan index. (2018). *Journal of Islamic Business and Management (JIBM)*, 8(2). <https://doi.org/10.26501/jibm/2018.0802-008>
- Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: Organizational Economics and Management theory. *Academy of Management Review*, 15(3), 369–381. <https://doi.org/10.5465/amr.1990.4308806>
- Faccio, M. (2006). Politically-connected firms. *American Economic Review*, 96(1), 369–386. <https://doi.org/10.2139/ssrn.305099>
- Faccio, M. (2010). Differences between politically connected and nonconnected firms: A cross-country analysis. *Financial Management*, 39(3), 905–928. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053x.2010.01099.x>

-
-
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327–349. <https://doi.org/10.1086/467038>
- Faraji, O., Kashanipour, M., MohammadRezaei, F., Ahmed, K., & Vatanparast, N. (2020). Political connections, political cycles and stock returns: Evidence from Iran. *Emerging Markets Review*, 45, 100766. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100766>
- Fariha, R., Hossain, Md. M., & Ghosh, R. (2021). Board characteristics, Audit Committee attributes and firm performance: Empirical evidence from emerging economy. *Asian Journal of Accounting Research*, 7(1), 84–96. <https://doi.org/10.1108/ajar-11-2020-0115>
- Francis, B. B., Hasan, I., & Wu, Q. (2012). Do corporate boards matter during the current financial crisis? *Review of Financial Economics*, 21(2), 39–52. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2012.03.001>
- Francis, B., Hasan, I., & Wu, Q. (2015). Professors in the boardroom and their impact on corporate governance and firm performance. *Financial Management*, 44(3), 547–581. <https://doi.org/10.1111/fima.12069>
- Fung, S. Y. K., Gul, F. A., & Radhakrishnan, S. (2015). Corporate political connections and the 2008 Malaysian election. *Accounting, Organizations and Society*, 43, 67–86. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2015.04.001>
- Gallego-Álvarez, I., García-Sánchez, I. M., & Rodríguez-Dominguez, L. (2010). The influence of gender diversity on corporate performance. *Revista de Contabilidad*, 13(1), 53–88. [https://doi.org/10.1016/s1138-4891\(10\)70012-1](https://doi.org/10.1016/s1138-4891(10)70012-1)
- Githaiga, P. N., & Kosgei, J. K. (2022). Board characteristics and Sustainability Reporting: A case of listed firms in East Africa. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 23(1), 3–17. <https://doi.org/10.1108/cg-12-2021-0449>
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2012). *Principles of Managerial Finance* (13th ed.). Pearson Education South Asia Pte Ltd.
- Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2009). Do politically connected boards affect firm value? *Review of Financial Studies*, 22(6), 2331–2360. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn088>

-
-
- Groening, C. (2019). When do investors value board gender diversity? *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(1), 60–79. <https://doi.org/10.1108/cg-01-2018-0012>
- Haris, Yao, Tariq, Javaid, & Ain. (2019). Corporate governance, political connections, and Bank Performance. *International Journal of Financial Studies*, 7(4), 62. <https://doi.org/10.3390/ijfs7040062>
- Johnson, J. (1996). Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of Management*, 22(3), 409–438. [https://doi.org/10.1016/s0149-2063\(96\)90031-8](https://doi.org/10.1016/s0149-2063(96)90031-8)
- Khan, A. U. (2024). Political connection and firm's financial performance: The role of corporate governance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. <https://doi.org/10.1108/CG-04-2024-0223>
- Khanchel, I., Lassoued, N., & Ferchichi, O. (2025). Are political connections a curse for banks of the MENA region? The moderating effect of ownership structure. *International Journal of Emerging Markets*, 20(1), 387–406. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-03-2022-0480>
- Kismawadi, E. R. (2025). Improving Islamic bank performance through agency cost and dual board governance. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 16(3), 461–483. <https://doi.org/10.1108/JIABR-01-2023-0035>
- Lam, T., & Lee, S. (2010). Family ownership, board committees and Firm Performance: Evidence from Hong Kong. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 12(3), 353–366. <https://doi.org/10.1108/14720701211234609>
- La Rocca, M., Fasano, F., Cappa, F., & Neha, N. (2022). The relationship between political connections and firm performance: An Empirical Analysis in Europe. *Finance Research Letters*, 49, 103157. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103157>
- Lee, J.-S., Yen, P.-H., & Lee, L.-C. (2019). Political connection and stock returns: Evidence from party alternation in Taiwan. *International Review of Economics & Finance*, 63, 128–137. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.08.015>
- Leung, S., Richardson, G., & Jaggi, B. (2014). Corporate Board and Board Committee independence, Firm Performance, and Family Ownership

Concentration: An analysis based on Hong Kong firms. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 10(1), 16–31.
<https://doi.org/10.1016/j.jcae.2013.11.002>

Li, H., Meng, L., Wang, Q., & Zhou, L.-A. (2008). Political connections, financing and firm performance: Evidence from Chinese private firms. *Journal of Development Economics*, 87(2), 283–299.
<https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2007.03.001>

Liang, L., Lin, T., Yu, H., & Li, Y. (2020). The impact of political connection and board diversity on Company Performance: Evidence from China. *Managerial and Decision Economics*, 43(6), 2347–2357.
<https://doi.org/10.1002/mde.3529>

Liang, Q., Xu, P., & Jiraporn, P. (2013). Board characteristics and Chinese Bank Performance. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 2953–2968.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.04.018>

Ling, L., Zhou, X., Liang, Q., Song, P., & Zeng, H. (2016). Political Connections, Overinvestments and firm performance: Evidence from Chinese listed real estate firms. *Finance Research Letters*, 18, 328–333.
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.05.009>

Mishra, R. K., & Kapil, S. (2018). Effect of board characteristics on firm value: Evidence from India. *South Asian Journal of Business Studies*, 7(1), 41–72.
<https://doi.org/10.1108/sajbs-08-2016-0073>

Musallam, S. R. M. (2020). Effects of board characteristics, Audit Committee and Risk Management on Corporate Performance: Evidence from Palestinian listed companies. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 13(4), 691–706. <https://doi.org/10.1108/imefm-12-2017-0347>

Ndegwa, J. N. (2021). Do markets react to corporate governance reforms? evidence from a developing economy. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 23(2), 422–439. <https://doi.org/10.1108/cg-05-2022-0228>

Pathan, S., & Faff, R. (2013). Does board structure in Banks really affect their performance? *Journal of Banking & Finance*, 37(5), 1573–1589.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.12.016>

-
-
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1979). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Harper and Row Publishers.
- Pucheta-Martínez, M. C., & Gallego-Álvarez, I. (2019). Do board characteristics drive firm performance? an international perspective. *Review of Managerial Science*, 14(6), 1251–1297. <https://doi.org/10.1007/s11846-019-00330-x>
- Rahman, M. J., & Chen, X. (2022). CEO characteristics and firm performance: Evidence from private listed firms in China. *Corporate Governance*, 23(3), 458–477. <https://doi.org/10.1108/cg-01-2022-0004>
- Rose, C. (2007). Does Female Board representation influence firm performance? the Danish evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 404–413. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00570.x>
- Saha, R., & Maji, S. G. (2022). Board Human Capital Diversity and firm performance: Evidence from top listed Indian firms. *Journal of Indian Business Research*, 14(4), 382–402. <https://doi.org/10.1108/jibr-08-2021-0289>
- Sahoo, M., Srivastava, K. B. L., Gupta, N., Mittal, S. K., Bakhshi, P., & Agarwal, T. (2023). Board meeting, promoter CEO and Firm Performance: Evidence from India. *Cogent Economics & Finance*, 11(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2175465>
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425. <https://doi.org/10.2307/2977928>
- Shiah-Hou, S., & Cheng, C. (2012). Outside director experience, compensation, and performance. *Managerial Finance*, 38(10), 914–938. <https://doi.org/10.1108/03074351211255146>
- Subrahmanyam, V., Rangan, N., & Rosenstein, S. (1997). The role of outside directors in Bank Acquisitions. *Financial Management*, 26(3), 23. <https://doi.org/10.2307/3666211>
- Sunny, S. A., & Hoque, M. (2024). The impact of board characteristics on financial performance in an emerging economy: The moderating role of nomination and remuneration committee. *European Journal of Management and Business Economics*. <https://doi.org/10.1108/EJMBE-06-2024-0195>

-
-
- Tian, M., Xu, G., & Zhang, L. (2019). Does environmental inspection led by central government undermine Chinese heavy-polluting firms' stock value? the buffer role of political connection. *Journal of Cleaner Production*, 236, 117695. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.117695>
- Ujunwa, A. (2012). Board characteristics and the financial performance of Nigerian quoted firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 12(5), 656–674. <https://doi.org/10.1108/14720701211275587>
- Varghese, G., & Sasidharan, A. (2021). Impact of ownership structure and board characteristics on firm value: Evidence from China and India. *Research in Finance*, 217–234. <https://doi.org/10.1108/s0196-382120200000036012>
- Wang, Y., Yao, C., & Kang, D. (2019). Political connections and firm performance: Evidence from government officials' site visits. *Pacific-Basin Finance Journal*, 57, 101021. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.05.003>
- Wong, W.-Y., & Hooy, C.-W. (2018). Do types of political connection affect firm performance differently? *Pacific-Basin Finance Journal*, 51, 297–317. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.08.009>
- Zheng, J., Wen, B., Jiang, Y., Wang, X., & Shen, Y. (2023). Risk spillovers across geopolitical risk and global financial markets. *Energy Economics*, 127, 107051. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2023.107051>
- Zhou, H., Owusu-Ansah, S., & Maggina, A. (2018). Board of Directors, Audit Committee, and Firm Performance: Evidence from Greece. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 31, 20–36. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2018.03.002>

المواقع الإلكترونية

موقع البورصة المصرية: www.egx.com.eg

موقع مباشر مصر: www.mubasher.info

موقع من هم: www.manhom.com

The Interactive Effect of Political Connections and Board Characteristics on the Stock Returns of Firms Listed on the Egyptian Exchange

Aim of the paper: This study aims to examine the impact of both political connections and board characteristics on stock returns, as well as their interactive effect.

Methodology: The study employed multiple regression analysis to investigate the impact of political connections and board characteristics on stock returns, in addition to examining their interactive effect. The sample consisted of (129) non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period from 2015 to 2023.

Results: The results indicate that political connections positively affect stock returns. In contrast, both board independence and gender diversity have negative effects. But CEO duality shows a positive impact on returns. While board size has no statistically significant effect. Moreover, the interaction between political connections and most board characteristics has a negative impact on stock returns, with the exception of CEO duality, which exhibits a positive interaction.

Recommendations: The study recommends that companies maintain and disclose strong political connections due to their influence on investor decision-making. It also emphasizes the importance of adhering to corporate governance standards when forming boards. For investors, the study suggests prioritizing investments in companies with strong political connections and a board of directors that is committed to implementing governance mechanisms, as well as board members who possess the necessary skills to manage the company effectively, safeguard shareholders' interests, and enhance firm value.

Keywords: Stock returns, political connections, board characteristics, corporate governance, non-financial companies.