



أثر خصائص مجلس الإدارة على تقلبات عوائد الأسهم وإنعكاس ذلك على إستمرارية الشركات في ضوء الأزمة الروسية الأوكرانية: دراسة تطبيقية

د/ أحمد سعيد عبد العظيم أحمد
مدرس بقسم المحاسبة والمراجعة
كلية التجارة- جامعة قناة السويس

ملخص البحث

هدفت الدراسة إلى توضيح أثر خصائص مجلس الإدارة (الإستقلالية- التمثيل النسائي بمجلس الإدارة- الخبرة المالية- فترة بقاء المدير التنفيذي) على تقلبات عوائد أسهم الشركات وإنعكاس ذلك على إستمرارية الشركات أثناء فترة الأزمة الروسية الأوكرانية، وذلك لعينة من شركات المساهمة غير المالية في سوق الأوراق المالية المصرية والمدرجة في مؤشر (EGX100)، خلال السنوات المالية (2018، 2019، 2020، 2021) باستخدام برنامج (SPSS V.25)، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إرتباط سلبية معنوية بين (إستقلالية مجلس الإدارة، الخبرة المالية، التمثيل النسائي بمجلس الإدارة، فترة بقاء المدير التنفيذي) وتقلبات عوائد الأسهم، مع وجود علاقة إرتباط عكسية معنوية بين تقلبات عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات، وكذلك إستنتجت الدراسة وجود فروق مالهيه بين تقلبات عوائد الأسهم قبل وبعد الفترة الزمنية لحدوث الأزمة الروسية الأوكرانية مع إنفاق بين آراء عينة الدراسة من (أعضاء مجلس الإدارة والإدارة المالية) لشركات العينة (68) شركة على أنه يؤدي تفعيل خصائص مجلس الإدارة إلى خفض حدة تقلبات عوائد الأسهم وتدعيم الإستمرارية للشركات في ظل الأزمة الروسية الأوكرانية، وأوصت الدراسة قيام الهيئة العامة للرقابة المالية بمتابعة كافة المستجدات والإصدارات المهنية المالية والمحاسبية لتفعيل خصائص مجلس الإدارة الأكثر احتياجاً لظروف الأزمات مع الإلزام بتطبيقها في ضوء الإهتمام بحوكمة الشركات في سوق الأوراق المالية المصري مع إصدار معيار محاسبي مصري أو دولي مقترح لتحقيق التوافق العلمي والتطبيقي بين المحاسبة والسياسة على المستوى المحلي والدولي وإقتراح بناء نظرية عامة للمحاسبة السياسية.

الكلمات المفتاحية: خصائص مجلس الإدارة، تقلبات عوائد الأسهم، إستمرارية الشركات، الأزمة الروسية الأوكرانية.

E.mail: ahmed_saied@commerce.suez.edu.eg

The Impact of the Characteristics of the Board of Directors on the volatility of Stock Returns and Its Reflection on The Going Concern of Companies in The Light of the Russian-Ukrainian Crisis: An Applied Study

Abstract

The study aimed to clarify the impact of the characteristics of the board of directors (independence – women's representation on the board of directors– financial experience– the duration of the executive director's stay) on the volatility of corporate stock returns and its reflection on the Going Concern of companies during the period of the Russian–Ukrainian crisis, for a sample of non–financial joint stock companies in the stock market. The Egyptian financial institutions included in the (EGX100) index, during the fiscal years (2018, 2019, 2020, 2021) using the (SPSS V.25) program. Management, the period of stay of the CEO and the volatility of stock returns, with a significant inverse correlation between the volatility of stock returns and the Going Concern of companies. The board of directors and financial management) for the sample companies (68) companies, according to which the activation of the characteristics of the board of directors reduces the volatility in stock returns and supports the Going Concern of companies considering the financial crisis. The study recommended that the Financial Supervisory Authority follow up all developments and professional publications to activate the characteristics of the board of directors most in need of crisis conditions with the obligation to apply them in light of the interest in corporate governance in the Egyptian stock market with the issuance of an Egyptian or international accounting standard proposed to achieve scientific and applied compatibility between accounting and politics At the local and international levels, and suggesting building a general theory of political accountability.

Keywords: Characteristics of the Board of Directors, volatility in Stock Returns, Corporate Going Concern, The Russian–Ukrainian crisis.

أولاً: المقدمة

في بداية عام (2022) كان هناك تفاؤل بشأن النمو الإقتصادي بعد فيروس كورونا (COVID)، حيث كثفت العديد من الدول جهودها للسيطرة على إرتفاع التضخم وتحفيز النمو، مما أدى إلى نظرة مستقبلية إيجابية للنمو العالمي الذي كان من المتوقع أن يرتفع إلى (4,4%) أو (4,9%) عام (2022) وفقاً للتوقعات العالمية لصندوق النقد الدولي (WEO)، ولكن خلال تلك الفترة غزت روسيا أوكرانيا في فبراير (2022) مما سبب توترات جيوسياسية بين الغرب وروسيا وبالتالي إنخفضت توقعات النمو العالمي بسبب عدم اليقين بشأن تأثير الصراع الروسي الأوكراني على سلاسل التوريد العالمية. (Ozili, 2022)

وسعت العقوبات الغربية إلى ضعف الإقتصاد الروسي وإنهيار الروبل، ورفع البنك المركزي سعر الخصم إلى (20%) وتصفية الشركات الأجنبية وخفضت (S&P Global Rating Fitch) تصنيف البنوك الروسية مع تعيين الديون السيادية بالقرب من درجة التخلف عن السداد، مع إنخفاض قيمة أكبر بنك في روسيا بأكثر من (96%) من قيمته، كما إنخفضت الأسهم الأوروبية إلى أدنى مستوياتها في سبعة أشهر مع شعور المستثمرين بالقلق من احتمال فرض عقوبات إقتصادية على روسيا التي نشرت قواتها في إقليمين إنفصاليين بشرق أوكرانيا، وهبط المؤشر (STOXX60) الأوروبي بنسبة (1,7%)، وتراجع المؤشر بنحو (10%) عن أعلى مستوياته الذي سجله في أوائل يناير، وفي ضوء التغييرات الجيوسياسية، وفرض الولايات المتحدة وحلفاؤها الأوروبيون عقوبات صارمة جديدة على روسيا، وإرتفاع أسعار أسهم شركات النفط والغاز بنسبة (0,7%)، حيث سجل سعر البرميل (97,66) دولار للبرميل وذلك للعقود الأجلة لخام القياس العالمي برنت وهو أعلى مستوى له منذ شهر سبتمبر (2014)، و(94,32) دولار للبرميل وذلك لخام غرب تكساس الوسيط الأمريكي بمقدار إرتفاع (3,6%) وبالتالي لجأ المستثمرون إلى الأصول الآمنة مثل الذهب والسندات الحكومية وزادت المخاوف في الأسواق من إرتفاع الأسعار والتضخم.

ويعتبر مجلس الإدارة من أهم عوامل نجاح الشركات حيث يتحمل أعباء عديدة في سبيل القيام بدوره في حماية حقوق كافة المتعاملين مع الشركة وتحديد الأهداف والإستراتيجية ومراقبة الأداء الإداري والمحاسبي للشركة بما يتماشى مع وضعها وفقاً لآليات حوكمة الشركات المصرية (2016)، كما تمارس خصائص مجلس الإدارة دوراً جوهرياً في الحد من تقلبات عوائد الأسهم وتساهم بصورة فعالة في إستمراريته، و تصاحب الممارسة الفعالة لآليات حوكمة الشركات بعض خصائص مجلس

الإدارة التي يمكن أن تحد من تضارب المصالح وتساهم في مراقبة وتحسين التحكم في أسعار الأسهم الشركات في الأسواق المالية (Abu Afifa et al., 2022)، وفي ذات السياق أوضحت دراسة (Chouaibi et al., 2021) أن مجلس إدارة الشركة له دور كبير في السيطرة على تقلبات عوائد الأسهم وإفلاس الشركات، كما أكدت دراسة (Raja and selvam, 2011) على أن التقلبات لا يمكن ملاحظتها بشكل مباشرة، فالسلاسل الزمنية المالية مثل أسعار الأسهم وأسعار الصرف غالباً ما تحتوي على التقلبات العنقودية أي أن الفترات التي تكون فيها الأسعار متقلبة لفترة زمنية ممتدة يتبعها فترات تتسم بالهدوء النسبي.

ثانياً: دوافع ومشكلة الدراسة

قام الباحث بالإستناد إلى ثلاث دوافع رئيسية لإشتقاق مشكلة الدراسة وهي:

1- تصعيد روسيا والحرب على أوكرانيا

نتيجة لإستنزاف الإتحاد الأوروبي وحلف الناتو لروسيا لجأت إلى الحرب بعد أن بلغ أقصى درجاته وتعرض أمن بلاده لخطر حقيقي، حيث يرى (المعهد المصري للدراسات، 2022) أن العملية التي أقدم عليها الرئيس الروسي هي بالفعل خطوة دفاعية استباقية لوجود تهديد أمني واستراتيجي لبلاده متمثلاً في وجود حلف الناتو قريباً من حدوده، وهو ما لم يلتزم به الناتو منذ التسعينات من القرن الماضي، حيث عمل تدريجياً في التوسع على معظم دول الحلف وتم إدراج ثلاث دول سابقة كانت في الإتحاد السوفيتي، مما يمثل خطراً على روسيا، والتي بدورها تحركت لوقف هذا الخطر القريب من حدودها، كما أن روسيا في حربها على أوكرانيا لا تتردد في إستخدام أساليب مختلفة كالبطاقة العرقية الدينية لهدم المصالح الروسية إذ تطلب الأمر إستخدامها لزيادة الضغط على الحكومة الأوكرانية (Golani, 2011)، وأضافت إلى تلك الأساليب غزواً عسكرياً في (24 فبراير 2022) وشنت هجمات أدت إلى إلحاق الضرر بالمدارس والمنازل والمباني المدنية والمستشفيات ومقتل وإصابة العديد من المدنيين (Human Rights Watch, 2022)

2- المبادرة الروسية في مواجهة العقوبات الأمريكية الأوروبية بفرض عملتها

(الروبل) كشرط لبيع الغاز والبتترول

حيث طرحت نظام (مير) في مواجهة (السوفيت) الذي أوقفت أوروبا وأمريكا للعمل في روسيا، مما أدى إلى إرتفاع قيمة "الروبل" الروسي، بعد إنخفاض قيمته في مواجهة الدولار واليورو، ويشار

هنا أن قيمة الدولار بعد التدخل الروسي في أوكرانيا، قد وصلت إلى (140) روبل، إلا أنه بعد المبادرة الروسية أرتفعت قيمة الروبل الروسي، لتتراوح قيمته بين (40 إلى 50) روبل مقابل كل دولار، مع تكوين نظام نقدي بعملات وطنية بالتحالف بين روسيا والصين والهند، وعدد من الدول الآسيوية الأخرى، والذي يقتضي مبادلة السلع فيما بينهما بالعملات الوطنية لهذا التجمع من الدول الكبرى، مع العلم أنه يبلغ سكان الدول الثلاث (روسيا- الصين- الهند) (3,5) مليار نسمة و يمثل (50%) من إجمالي سكان العالم وهو ما يترجم بلغة الإقتصاد إلى حتمية إعادة هيكلة الإقتصاد العالمي، وبالتالي أصبحت العملات (الروبل واليوان) عملة دولية ذات قيمة كبيرة.

3- تزايد الضغوط على الأسعار العالمية وتقلبات عوائد الأسهم في البورصات العالمية مما يهدد إستمرارية الشركات

تمثل كل من روسيا وأوكرانيا نسبة كبيرة من الصادرات العالمية لعدد كبير من السلع الإستراتيجية، تعد روسيا مصدراً أساسياً للغاز الطبيعي وثاني أكبر مصدر للنفط الخام، حيث تمثل روسيا نحو (25%) من صادرات الغاز الطبيعي العالمي، و(18%) من صادرات الفحم، و(14%) من صادرات البلاتين و(11%) من صادرات النفط الخام العالمي، كما هو مبين بالشكل (1) ومن ثم فإن المخاطر المحتملة ستؤدي إلى ضغوط بالإنخفاض الحاد في المعروض من هذه السلع، وهذا يؤدي بدوره إلى إعاقة أعمال الشركات الخاصة بالبناء والبتروكيماويات والنقل، مما يهدد معدلات النمو الإقتصادي بالإنخفاض وكذلك إستمرارية تلك الشركات

كما تؤدي كل من أوكرانيا وروسيا دوراً محورياً في أسواق الغذاء العالمية كما هو مبين بالشكل (1)، حيث يمثلان منتجان رئيسان للقمح والشعير والذرة، حيث تمثل روسيا ما يقرب من (21%) من الصادرات العالمية بينما تمثل أوكرانيا (42%) أي ما يقرب من نصف الصادرات العالمية، وبالتالي سيكون للحرب الروسية الأوكرانية تداعيات كبيرة على جميع أنحاء العالم، بما في ذلك الأمن الغذائي والأسعار العالمية، وأسعار أسهم الشركات، مع خلق أزمة غذائية عالمية نتيجة النقص العالمي في الصادرات من روسيا وأوكرانيا وإختلال الاسواق المالية وأوقفت بورصتا نيويورك للأوراق المالية وناسداك الأمريكيتين تداول أسهم العديد من الشركات الروسية في أعقاب موجة من العقوبات الأمريكية مثل شركة (ياندكس) ، وشركة التجارة الإلكترونية (أوزون هولدنغر) والخدمات المالية

2. هل أثرت الأزمة الروسية الأوكرانية على إستمرارية الشركات في بيئة الأعمال المصرية؟
3. ما هو أثر خصائص مجلس الإدارة (الإستقلالية - التمثيل النسائي بمجلس الإدارة - الخبرة المالية - فترة بقاء المدير التنفيذي) على تقلبات عوائد الأسهم وانعكاس ذلك على إستمرارية الشركات في بيئة الأعمال المصرية؟

ثالثاً: أهداف الدراسة

1. إظهار أسباب نشأة الأزمة الروسية الأوكرانية وأثرها على بعض دول العالم.
2. تحديد العلاقة بين الأزمة الروسية الأوكرانية وتقلبات عوائد أسهم الشركات وإستمراريتها.
3. توضيح أثر خصائص مجلس الإدارة (الإستقلالية- التمثيل النسائي بمجلس الإدارة- الخبرة المالية- فترة بقاء المدير التنفيذي) على تقلبات عوائد أسهم الشركات وانعكاس ذلك على إستمرارية الشركات أثناء فترة الأزمة.
4. توفير إطار مرجعي مدعوماً بأدلة تطبيقية حديثة لأثر خصائص مجلس الإدارة على تقلبات عوائد الأسهم وانعكاسها المالي والمحاسبي على إستمرارية الشركات في بيئة الأعمال المصرية أثناء فترة قبل وبعد الأزمة الروسية الأوكرانية.

رابعاً: أهمية الدراسة

- في ضوء دوافع وتساؤلات وأهداف الدراسة يمكن للباحث تحديد أهميته في النقاط التالية:
1. تستمد الدراسة أهميتها من خلال وجود ندرة الدراسات- في حدود علم الباحث- التي تناولت أثر خصائص مجلس الإدارة (الإستقلالية- تمثيل العنصر النسائي في مجلس الإدارة- الخبرة المالية- فترة بقاء المدير التنفيذي) على تقلبات عوائد الأسهم الشركات وإستمراريتها خلال فترة الأزمة الروسية الأوكرانية، بالإضافة إلى ندرة الدراسات التي تناولت تأثير الأزمة الروسية الأوكرانية على أسعار الشركات وإستمراريتها في بيئة الأعمال المصرية، مما يتيح للجهات المهنية تحديد ما إذا كانت هناك حاجة إلى إتباع إرشادات معينة لمجالس الإدارات أو المساهمين لتجنب الآثار غير المتوقعة للأزمة أو تعزيز آليات من شأنها تقادي الآثار السلبية للأزمة على الإقتصاد المصري وبيئة الأعمال المصرية.
 2. توفير مرجع إسترشادي حديث لخدمة مجالس إدارة الشركات والمستثمرين الحاليين والمرتقبين حول دور خصائص مجلس الإدارة في الحد من تقلبات عوائد الأسهم وتحسين إستمرارية الشركات

- في بيئة الأعمال المصرية، مع الإفصاح عن الإنعكاسات المحاسبية الإيجابية والسلبية لتقلبات عوائد الأسهم علي إستراتيجية الشركات في ضوء الأزمة الروسية الأوكرانية.
3. توفير دليل تطبيقي حديث لأثر خصائص مجلس الإدارة على تقلبات عوائد الأسهم وانعكاس ذلك على إستراتيجية الشركات في البيئة المصرية خلال فترة الأزمة الروسية الأوكرانية.
4. إضافة إلي الأهمية العلمية والأهمية العملية يقترح الباحث إضافة الأهمية الإقتصادية والتي تتمثل في تحسين تجارب الشركات للتعامل مع الأحداث الإقتصادية (مثل إنخفاض إمدادات الطاقة، وإرتفاع أسعار المواد الغذائية، نقص معدلات التشغيل) مما يجعل تلك الشركات أكثر خبرة في توفير مواردها الإقتصادية وإحتياجاتها بصورة تمكنها من تحقيق أعلي معدلات نمو إقتصادي دون التأثير بتلك الأحداث مع المحافظة علي إستراتيجيتها في الأسواق المالية.

خامساً: فروض الدراسة

إستناداً إلى الأهداف التي يسعى الباحث لتحقيقها، يمكن للباحث صياغة مجموعة من الفروض على النحو التالي:

- 1- الفرض الرئيسي الأول: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين خصائص مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم.
- 2- الفرض الرئيسي الثاني: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلبات عوائد الأسهم وإستراتيجية الشركات.
- 3- الفرض الرئيسي الثالث: يوجد فروق بين تقلبات عوائد الأسهم قبل وبعد الفترة الزمنية لحدوث الأزمة الروسية الأوكرانية.
- 4- الفرض الرئيسي الرابع: يؤدي تفعيل خصائص مجلس الإدارة إلى خفض حدة تقلبات عوائد الأسهم وتدعيم الإستراتيجية للشركات في ظل الأزمة الروسية الأوكرانية.

سادساً: حدود الدراسة

تقتصر الدراسة على إظهار أثر خصائص مجلس الإدارة على تقلبات عوائد الأسهم الشركات وانعكاس ذلك على إستراتيجيتها أثناء فترة الأزمة الروسية الأوكرانية، وبالتالي يقع خارج نطاق هذه الدراسة الخصائص الأخرى لمجلس الإدارة ويقتصر الباحث على (الإستقلالية- تمثيل العنصر النسائي في المجلس- الخبرة المالية لأعضاء مجلس الإدارة- فترة بقاء المدير التنفيذي)، وبالتالي لم يتم التعرض لأي خصائص أخرى قد تؤثر على تقلبات عوائد الأسهم أو الإستراتيجية أثناء فترة الأزمة

الأوكرانية، وأخيراً تقتصر الدراسة التطبيقية على عينة من شركات المساهمة غير المالية في سوق الأوراق المالية المصرية والمدرجة في مؤشر (EGX100)، خلال السنوات المالية (2018، 2019، 2020، 2021).

سابعاً: منهج البحث

يعتمد البحث على المنهجين الإستقرائي والإستنباطي بهدف التحقق من مدى التوافق بين الإطار النظري والتطبيقي للدراسة، حيث يتم إستخدام المنهج الإستقرائي من خلال مراجعة وتحليل أدبيات الفكر المحاسبى المتعلقة بموضوع البحث بهدف التعرف على ما توصلت إليه من نتائج وتوصيات والإستفادة منها فى صياغة الإطار النظرى، والمنهج الإستنباطى لإستكشاف وتفسير اثر خصائص مجلس الإدارة علي تقلبات عوائد الاسهم وانعكاس ذلك على إستمرارية الشركات، ثم أسلوب تحليل المحتوى (Content Analysis) بالدراسة التطبيقية لفحص التقارير المالية لعينة من شركات المساهمة غير المالية في سوق الأوراق المالية المصرية والمدرجة في مؤشر (EGX100)، خلال السنوات المالية (2018، 2019، 2020، 2021) (وفقاً لمجموعة من الشروط) ، وذلك بغرض تطوير نماذج كمية لقياس هذه العلاقات وإختبار الفروض البحثية، ثم تفسير النتائج وتوضيح مدى إمكانية تعميمها بالممارسة الفعلية فى بيئة الأعمال المصرية.

ثامناً: تقسيمات الدراسة

في ضوء مشكلة الدراسة وأهميتها وتحقيقاً لأهدافها، فقد قام الباحث بتقسيم الدراسة إلي القسم الأول ويمثل الإطار النظري للدراسة، وإستعرض القسم الثاني مراجعة الدراسات السابقة وتحديد الفجوة البحثية وتطوير فروض الدراسة، بينما قدم القسم الثالث منهجية الدراسة التطبيقية، فيما تناول القسم الرابع تحليل نتائج الدراسة وإختبار الفروض وأظهر القسم الخامس نتائج وتوصيات الدراسة، وإنتهى الباحث بعرض الدراسات المستقبلية في القسم السادس.

القسم الأول: الإطار النظري للدراسة

1-1 أسباب نشأة الأزمة الروسية الأوكرانية وآثارها على بعض الدول:

بعد تفكك الإتحاد السوفيتي في عام (1991) واصلت أوكرانيا وروسيا الإحتفاظ بعلاقات وثيقة، حيث وافقت أوكرانيا عام (1994) على التخلي عن ترسانتها النووية، ووقعت على مذكرة (بودابست) بشأن الضمانات الأمنية بشرط أن تصدر روسيا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة ضماناً ضد

إستخدام القوة الذي يهدد السلامة الإقليمية أو الإستقلال السياسي للدولة الأوكرانية وعلى الرغم من كونها دولة مستقلة معترف بها منذ عام (1991) فقد نظرت القيادة الروسية إلى أوكرانيا على أنها جزء من مجال نفوذها واعترضت في عام (2008) بشكل مباشر ضد عضوية أوكرانيا في الناتو (Ozili, 2022; Umar et al., 2022).

وعقب ذلك ظهرت مجموعة من الإحتجاجات الواسعة، إلا أن وقع الرئيس الأوكراني الموالي لروسيا (فيكتور يانوكوفيتش) وزعماء المعارضة البرلمانية الأوكرانية في (فبراير، 2014) إتفاقية تسوية دعت إلى إجراء إنتخابات مبكرة، مما أدى إلى عزلة من سلطاته كرئيس، كما قد أعلن قادة المناطق الشرقية الناطقة بالروسية في أوكرانيا إستمرار ولائهم (ليانوكوفيتش) وهو ما تسبب فيما يعرف إعلامياً باسم الإضرابات الموالية للأزمة الروسية الأوكرانية، عقب ذلك سيطرة روسيا وضمها لشبه جزيرة القرم في (مارس، 2014) ثم إندلعت الحرب في دونباس وذلك في (أبريل، 2014) في الوقت الذي كانت تعمل فيه روسيا على إنشاء (شبه دول) داخل الأراضي الأوكرانية مثل (جمهورية دونيتسك ولوهانسك الشعبيتين) (Nia et al., 2022).

وفي ذات السياق أرجعت دراسة (Bharti, 2022) سبب الأزمة الأوكرانية إلى إعلان إستقلالها في عام (1991) حيث عانت من سلسلة أزمات سياسية بسبب الأهمية الجيوستراتيجية التي تتمتع بها بالدرجة الأولى، حيث دخلت خلال الفترة من عام (2004) إلى عام (2014) في ثلاث أزمات جيوسياسية وجيوستراتيجية تميزت بالترابط والتداخل بشكل كبير، وذلك كنتيجة للصراع الروسي الأمريكي، والأمريكي الغربي وكان أول تلك الأزمات في عام (2004) والتي عرفت باسم "الثورة البرتقالية السلمية" ثم حدث في عام (2010) ما يعرف بإنقسام قطبي الثورة البرتقالية "فيكتور يوشتشيلكو ويوليا تيموشليك" وعقب ذلك في عام (2013) حدث تعليق الحكومة الأوكرانية توقيع إتفاقية الشراكة مع الإتحاد الأوروبي، ثم حدث بعد ذلك مجموعة من التدخلات الأمريكية الروسية في الشأن الداخلي الأوكراني بقصد التأثير على الخارطة السياسية الأوكرانية بشكل يحقق مصالح كلاً منهما.

وعقب ذلك بدأت بوادر الإنقسام تدخل الأراضي الأوكرانية حيث ظهرت أوكرانيا الشرقية والتي تمثل الشيوعية (حكم القلة) وتمثل أوكرانيا الغربية "الشخصية الوطنية الحديثة"، وتم إلغاء نتائج الإنتخابات التي فاز بها "يانوكوفيتش" بسبب عملية التلاعب في صناديق الإقتراع، وخروج الشعب الأوكراني إلى الشوارع يحمل لافتات برتقالية لإصراره على إعادة الإنتخابات الموالية للغرب والتي

إعتبرتها روسيا مؤامرة كما إتهمت روسيا الغرب لتعمدها التدخل في الشؤون الداخلية للشعب الأوكراني. (Nia, et al., 2022)

وفي سبتمبر (2020) وافق الرئيس الأوكراني (فولوديمير زيلينسكي) على إستراتيجية الأمن القومي الجديدة لأوكرانيا والتي كانت مضمونها هو "تطوير شراكة مميزة مع حلف الناتو تهدف إلى الحصول على عضوية داخل الحلف" كما وقع على المرسوم رقم (2021/117) بالموافقة على "إستراتيجية إنهاء الإحتلال وإعادة دمج الأراضي المحتلة لجمهورية القرم المتمتعة بالحكم الذاتي ومدينة سيفاستوبول" (Ahluwalia & Miller, 2022)، ونتيجة للصراع الروسي الأوكراني بداية من أكتوبر (2021) بدأت الحملة العسكرية في (24) فبراير (2022) وغزت روسيا أوكرانيا وأعقبها دخول القوات المسلحة الروسية إلى منطقة دونباس في شرق أوكرانيا وبعد خطاب أعلن فيه الرئيس الروسي "فلاديمير بوتين" عن عملية عسكرية بدأ القصف على مواقع في جميع أنحاء البلاد بما في ذلك مناطق في العاصمة "كييف"، زادت حدة المخاطر الجيوسياسية التي تواجهها الأسواق المالية الإقليمية والدولية.

ونظراً لدور روسيا كلاعب مؤثر في أسواق الطاقة العالمية وحجم إقتصادها الهائل تم إلحاق الضرر بالأسواق المالية بصورة مباشرة وغير مباشرة نتيجة للإضطرابات الشديدة وفترات عدم اليقين بسبب إنتقال الأخطار والآثار غير المباشرة والتي تمثلت في زيادة الطلب على الأصول التي يمكن أن تحافظ على الثروة وإنخفاض الطلب على الأصول ذات عرضة للمخاطر والتي تؤدي إلى إنخفاض الثروة. (Umar et al., 2022)

ويمكن للباحث توضيح آثار الأزمة الروسية الأوكرانية على بعض الدول في الجدول التالي:

جدول 1: يوضح آثار الأزمة الروسية الأوكرانية على بعض الدول

الدولة	آثار الأزمة الروسية الأوكرانية
كندا (Bharti, 2022)	<p>1- تأثر سلسلة التوريد الكندية خاصة فيما يتعلق بأسعار المواد الغذائية.</p> <p>2- إنخفاض سعر الدولار الكندي من (78,63) سنناً أمريكياً يوم الأربعاء إلى (77,93) سنناً يوم الخميس بسبب الأزمة.</p> <p>3- إرتفاع أسعار الغاز حيث أن كندا تستورد ما قيمته (550) مليون دولار من النفط سنوياً من روسيا وفقاً لتقرير الصادر عن الرابطة الكندية لمنتجي البترول.</p> <p>4- تسببت في قلق المستثمرين من المخاطر السياسية المرتبطة بالإستثمار في أوكرانيا.</p>

<p>1- يشير تقرير صدر عام (2022) عن المجلس الأوروبي للعلاقات الخارجية إلى أن الأزمة الروسية الأوكرانية ستكون سبب رئيسي في تغير فكر الأوروبيين بالإضافة إلى تباطؤ معدل النمو الإقتصادي.</p> <p>2- ارتفاع أسعار الطاقة وانخفاض الثقة في الأعمال التجارية حيث تعتمد الدول الأوروبية في الإستيراد من روسيا على حوالي (25%) من نفطها و(40%) من الغاز الطبيعي.</p> <p>3- أشارت (Christina Lagarde) رئيسة البنك المركز الأوروبي إلى تأثر منطقة اليورو بأسعار الطاقة والمنتجات الغذائية كما تمثل حالة عدم اليقين المستمرة عبئاً على الإستهلاك والإستثمار وتكون عائقاً على النمو.</p> <p>4- كشفت توقعات المفوضية الأوروبية أن تأثير الأزمة الروسية الأوكرانية يتمثل في انخفاض منحى النمو الإقتصادي لجميع دول الإتحاد الأوروبي التي تستخدم اليورو إلى (4%) بحلول نهاية (2022) التي تقل عن (4,3%) كما كان متوقعاً في نوفمبر (2021).</p> <p>5- أظهر كبير الإقتصاديين في بنك بيرنبرغ أن الأزمة خفضت نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في منطقة اليورو من (4,3%) إلى (3,7%) لعام (2022).</p>	<p>دول الإتحاد الأوروبي (Lanktree, 2022)</p>
<p>1- على الرغم من إستيراد الولايات المتحدة الأمريكية كمية ضئيلة من النفط من روسيا مقارنة بأوروبا إلا أن تغير سعر النفط العالمي أثر على أسعار النفط في كل مكان بما في ذلك الولايات المتحدة الأمريكية.</p> <p>2- إعاقة خطط الإتحاد الفيدرالي لزيادة أسعار الفائدة بحلول مارس (2022).</p> <p>3- يتوقع المحللين الماليين من وول سترريت أن تظل مؤشرات الأسهم الأمريكية غير متوقعة خلال فترة الأزمة كما أنه يؤدي إلى تقليل حجم الأموال المتاحة للمستهلكين الأمريكيين.</p> <p>4- النقص المحتمل في الإمدادات العالمية من المعادن الحيوية مثل النيكل والألومنيوم والبلاتينيوم مع آثار مخاوف من التضخم الجامح.</p>	<p>الولايات المتحدة الأمريكية (Egan, (Ivanova, 2022)</p>
<p>1- على الرغم من إنتاج المملكة المتحدة لـ (90%) من قمحها إلا أن الأزمة أثرت على أسعار أسمدة نترات الأمونيوم التي يستخدم المزارعون ويتم إستردادها من روسيا.</p> <p>2- أشار الرئيس التنفيذي لشركة (Nick Allen) إلى أن الأزمة الروسية الأوكرانية تمثل سبب رئيسي في تضخم تكلفة سلسلة التوريد.</p> <p>3- أدى الضغط التضخمي إلى ارتفاع أسعار الفائدة كرد فعل لإرتفاع التضخم من قبل بنك إنجلترا.</p> <p>4- حذر (Martin young) محلل مجموعة (Investec) المصرفية من أن الإستهلاك المنزلي السنوي للوقود قد يصل إلى (3000) جنية إسترليني.</p> <p>5- زيادة أسعار المنتجات الزراعية مما قد يؤدي إلى زيادة الضغط على ميزانيات الأسر والأعمال في المملكة المتحدة.</p>	<p>المملكة المتحدة UK (Lanktree, 2022)</p>

المصدر: من إعداد الباحث

وفي ذات السياق نوهت دراسة (Ozili, 2022) أن الأزمة الروسية الأوكرانية سوف تحدث تأثير ضئيلاً على النظام المصرفي العالمي نظراً لأن التأثير الأكبر يتمثل في العقوبات المالية الدولية المفروضة على البنوك الروسية، إلا أنه قد يعاني النظام المصرفي العالمي من عواقب غير مباشرة للحرب إذا إنتقلت الجماعات الموالية لروسيا من العقوبات المالية الغربية من خلال تنفيذ هجوم إلكتروني كبير على نظام الدفع العالمي، مما يؤدي إلى خسائر عالمية محتملة قد تصل إلى (50) مليون دولار أمريكي يومياً.

1-2 أهمية أوكرانيا بالنسبة لروسيا والولايات المتحدة الأمريكية (دوافع التدخل- التحديات)

نتج عن التدخل الدولي للقوى الكبرى في زيادة حدة الأزمة الأوكرانية الروسية ولا يمكن إعتبار ما يحدث في أوكرانيا مجرد أزمة داخلية حيث أوضحت تلك الأزمة الصراع الدولي على مناطق النفوذ، وتؤكد على الصراع الإستراتيجي والمصلحي بين أمريكا وروسيا ما زال قائماً بينهما، حيث بمجرد إستعادة روسيا قوتها بدأت في محاولة السيطرة على أوكرانيا بعد إستقلالها في عام (1991)، بإعتبارها إمتداد لروسيا ودولة تماس مع موسكو من جانب أوروبا والحلف الأطلسي جهة الولايات المتحدة الأمريكية. (Ozili, 2022)

1-2-1 أهمية أوكرانيا بالنسبة لروسيا

تتوعد أهمية دولة أوكرانيا إلى روسيا سواء من الناحية اللوجستية أو الإقتصادية أو الجيوسياسية، فهي تمثل منطقة (البطن) أو الضعف في جسد دائرة النفوذ الروسي وفقاً لتحليل "Dogin Alexander" حيث تعد المركز الأمني للغرب في مناطق القطب الشرقي، حيث أدى الإنفصال الأوكراني الروسي إلى مضاعفة أهميتها في الإستراتيجية لدولة روسيا على العديد من المستويات وأصبح عائق يهدد كافة المصالح القومية لدولة لروسيا (Lanktree, 2022).

1-2-2-1 على المستوى الإقتصادي

تمثل روسيا مصدراً للطاقة بالنسبة لأوكرانيا، حيث تمددها بالغاز الروسي مقابل أسعار أقل من الأسعار التي يباع بها إلى دول الإتحاد الأوروبي في مقابل أن تحصل روسيا على ضمانات عسكرية منها حق التواجد العسكري الروسي في ميناء "سيفاستيبول" وفي ذات السياق أوضحت دراسة (بن قيطة، 2018) إستحواذ شركة "غاز بروم" الروسية على أكثر من (50%) من أسهم شركة "أوكر بروم" وبالتالي تمثل روسيا المسيطر الرئيسي على الصناعات الأوكرانية والتي تعتمد بصفة أساسية على الغاز الطبيعي، وأضافت دراسة (عباس الربيعي، 2016) بتمثل أوكرانيا حلقة الوصل لمعظم البنية التحتية الروسية التي تربطها مع دول الغرب.

1-2-2-2 على مستوى أمن الطاقة

بينت دراسة (Tuna, 2022) أن أوكرانيا تمر بها أكثر من (82%) الطاقة الروسية إلى دول الإتحاد الأوروبي، كما زادت تلك الفائدة مع تراجع إحتياطي الطاقة في دول الشرق الأوسط في ظل

الإحتياج الشديد لدول الغرب إلى إمدادات الطاقة مستقبلاً، مما دفع روسيا إلى السعي نحو الحفاظ على أوكرانيا كمر آمن لخطوطها من الطاقة وتلائم ذلك مع إنهاء فرص دول الإتحاد الأوروبي من السيطرة على نفط بحر قزوين وبالتالي عدم قدرة دول الإتحاد الأوروبي على قيام المشروع الأوروبي التركي الذي يهدف للسيطرة على النفط بتلك المنطقة.

1- 2- 3- على المستوى الثقافي التاريخي

تمثل أوكرانيا جزء من دولة روسيا تاريخياً حيث كان هناك ترابط وثيق بينهما ناتج عن علاقات متعدد الجوانب العرقية والإقتصادية والإستراتيجية والثقافية، حيث أعتبر البعض أن أوكرانيا هي المكان الذي أسست عليه السلاسل الروسية، كما أنها تشمل جزئين، الجزء الأول ويمثل الوسط والغرب الذي يعيش فيه السكان الأوكرانيون الأصليون المرتبطين بالحدود مع أوروبا الغربية، ومنطقة الشرق والجنوب التي يعيش بها سكان من أصول روسية وتطل على البحر الأسود (Boubaker et al., 2022).

1- 2- 4- على المستوى الإستراتيجي العسكري

ساهم الموقع الإستراتيجي لأوكرانيا بإعتبارها العازل الوحيد لروسيا عن دول حلف الناتو وكذلك تمثل خط الدفاع الأولي عن روسيا، حيث تمثل المخرج الوحيد لدولة روسيا على البحر الأسود ثم إلى البحر الأبيض المتوسط، هذه الأهمية الإستراتيجية دفعت روسيا إلى ضم شبه جزيرة القرم، مما أعتبره البعض (Umar et al., 2022) أنه تأكيد على حقها الجيوبولتيكي في مناطق ذات أهمية مميزة نظراً لعدم إحتواء موقع روسيا على ممرات مائية، لذلك تعتبر أوكرانيا بالنسبة لروسيا الممر الوحيد لتحقيق الأمن الإقتصادي من جهة وقبلة الأمن العسكري الإستراتيجي من جهة أخرى.

1- 2- 2- أهمية أوكرانيا بالنسبة للولايات المتحدة

تعتبر مركزاً هام لتوسيع حلف الناتو بإتجاه الشرق نظراً لكونها دولة عازلة بين أوروبا وروسيا، حيث تعمل الولايات المتحدة إلى ضم أوكرانيا إلى دول الإتحاد الأوروبي ضمن إستراتيجيتها العسكرية والإقتصادية والسياسية المتكاملة، كما أن الولايات المتحدة تهدف إلى السيطرة على طريق الحرير الذي يقع تحت سيطرة الصين مما يمكنها من السيطرة على العالم بصورة حقيقية، من خلال إمتلاك حق السيطرة على الأراضي التي تقع بين أوروبا الشرقية وأوروبا الغربية مروراً بآسيا الوسطي والصين والتوقاز وهذه السيطرة لا تتم إلا من خلال المنافذ البحرية لأوكرانيا.

1-2-3 التحديات التي تواجه تطبيق الأمن القومي الروسي

تواجه دولة روسيا مجموعة من التحديات الإقتصادية الداخلية والخارجية التي تعوق تحقيق الأهداف الروسية بصورة كاملة إلى جانب التحديات النابعة من العلاقات المتوترة مع الغرب وهي كالتالي (Umar et al, 2022; Ahluwalia & Miller, 2022; Bharti,2022) :

1-2-3-1 التحديات الإقتصادية

تلقى الإقتصاد الروسي مجموعة من الهزات العنيفة على مدار الثلاثة أعوام الماضية نتيجة لتدهور أسعار النفط حيث تمثل صادرات الطاقة نصف إيرادات روسيا، وتشكل ثلثي الصادرات الروسية، إلا أن هناك مجموعة من المؤشرات الإيجابية التي تؤكد على التحسين بشأن الإقتصاد الروسي حيث أقرت منظمة "أوبك" بضرورة خفض حجم الإنتاج مما دفع أسعار النفط إلى التحسين التدريجي مرة أخرى.

1-2-3-2 زيادة حدة التوترات في العلاقات الروسية الأمريكية

حيث ظهرت عدة تناقضات بين الدولتين حملت تصعيداً غير مسبقاً في العلاقات وأكدت على التنافس وتناقض المصالح في العلاقات وتتمثل تلك التناقضات فيما يلي:

- توسع حلف الناتو شرقاً، حيث يمثل ذلك لروسيا تهديداً صريحاً لإستراتيجيتها الأمنية وأمنها القومي.
- إقامة العديد من الدروع المضادة للصواريخ التي أنشئتها واشنطن وتم نشرها في العديد من دول شرق أوروبا.

- الأزمة الأوكرانية والتي تمثل سبب في زيادة حدة التوتر بين البلدين بالإضافة إلى العقوبات التي فرضها الغرب على روسيا ورد فعل روسيا على تلك العقوبات.

بناء على ما سبق يرى الباحث أن أوكرانيا تعد مركز لصراع دولي متشابك الأطراف وليس فقط منطقة صراع روسي أمريكي أوكراني، كما أنها تعد العامل المسيطر على روسيا والصين لأي توسع نحو المصالح الأمريكية الأوروبية ومقر إستراتيجي ومركز دفاع متقدم، حيث تمثل الصين المنافس الإقتصادي الأول لدول الإتحاد الأوروبي والولايات المتحدة.

1-3 خصائص مجلس الإدارة

إن مجلس الإدارة مسئول عن وضع سياسات وإستراتيجيات فعالة لمصلحة الشركة ويمثل أحد أقوى آليات حوكمة الشركات للإشراف على مدى إستمرار وإزدهار الشركة، كما يكون له دوراً كبير في الإشراف والمراقبة على تصرفات الإدارة العليا عند إتخاذ قرارات متعلقة بعملية التقرير المالي وتعتمد فعالية وكفاءة مجلس الإدارة في تنفيذ هذه المهمة على حجم وإستقلال مجلس الإدارة والتمثيل النسائي، وتوافر الخبرة المالية والمهنية لأعضاء المجلس وبقاء المدير التنفيذي لفترات طويلة، وغيرها (Karim et al., 2022) كما أن مجلس الإدارة يقرر السياسات المتبعة والتي تدعم إستمرارية الشركة وتحد من تباين أسعار الأسهم، حيث تعد خصائص مجلس الإدارة من أهم العوامل المؤثرة على تقلبات عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات، وهو ما تناوله في العناصر التالية:

1-3-1 إستقلالية مجلس الإدارة

يمثل إستقلال المجلس عنصراً مهماً لتحقيق فعالية المجلس في متابعة الإدارة التنفيذية والإشراف عليها بشكل فعال، ويشير إلى نسبة المديرين الخارجيين إلى المديرين الداخليين (Li, S., et al., 2022) وعرف الدليل المصري لحوكمة الشركات (2016) عضو مجلس الإدارة المستقل، بأنه عضو غير تنفيذي بمجلس الإدارة، وغير مساهم بالشركة، ويتم تعيينه كعضو من ذوي الخبرة وتتنحصر علاقته بالشركة في عضويته بمجلس إدارتها ولا يتقاضى منها أجر وعمولات أو أتعاب بإستثناء ما يتقاضاه مقابل عضويته بمجلس الإدارة كما يقوم بدور مهم في الحد من تعارض المصالح بين الملاك والمديرين مع مراعاة أن يكون العضو قادراً على تخصيص الوقت والإهتمام الكافي للشركة وألا يكون هناك تعارضاً مع مصالح أخرى له كما أوصى الدليل بأن تكون أغلبية أعضاء المجلس من غير التنفيذيين بينهم عضوين مستقلين على الأقل مما لديهم المهارات الفنية والتحليلية التي تساعد على تقديم النصح والإرشاد للمجلس حيث يقلل ذلك إحتتمالات تركيز السلطة، كما يتولى المجلس إنتخاب رئيسه وتعيين العضو المنتدب.

وأثبتت دراسة (Tam, et al., 2021) أن تواجد مديرين مستقلين في مجالس إدارة الشركات بشكل فعال يؤدي إلى زيادة مستويات شفافية الشركات و تدعيم العملية الرقابية بشكل أكثر فعالية، وذلك بسبب إمتلاك المديرين التنفيذيين القدرة على تقديم آراء موضوعية وبناءه تفيد الشركة وحوافز عالية أيضاً لتدعيم إستمرارية الشركات وتخفيض تقلبات عوائد الأسهم، وبالتالي يمثل ذلك عدم التواطؤ

مع الوكلاء وقدرتهم على تحسين قيمة الشركة في السوق، حيث أنهم لا يكون لهم مصالح مالية أو غيرها من المصالح في أعمال الشركة أو الشركات التابعة لها، كما أنهم لا ينتمون إلى مساهم معين أو مجموعة من المساهمين.

ووفقاً لدراسة مقارنة حول الصين والهند (Hu & Tam, 2020) إتفقت على أربع سمات رئيسية للمدير وهي (الإستقلال والخبرة والتحفيز والإلتزام) ، بينما أبرزت بعض الدراسات أهمية خصائص المدير المستقل في الأداء والتقييم، و خلصت دراسة (Li, S., et al.,2022) التي تمت على مجموعة من الشركات الأسبانية إلى أن الإستقلالية مشروطة بخصائص معينة في المدير تعتمد على فعاليته في أداء الواجبات الرقابية والمسئوليات الإدارية.

1-3-2 الخبرة المالية والمهنية لأعضاء مجلس الإدارة

تعرف الخبرة على أنها المعرفة أو المهارة المكتسبة خلال فترة من الخبرة العملية لشيء ما، أو المكتسبة من مهنة معينة، وتعد أحد أهم خصائص مجلس الإدارة ويتم قياسها من خلال نسبة الأعضاء الذين لديهم خلفية تعليمية وخبرة في المجالات المالية أو المحاسبية (Golka & van der Zwan, 2022) وقد تم قياس الخبرة المالية بواسطة دراستي (Minton et al. 2014) بطريقتين، أولهما، الخبرة المالية المحاسبية وتتمثل في المديرين الذين عملوا كمسؤول تنفيذي في مؤسسة مصرفية أو مؤسسة مالية (غير مصرفية) تنفيذية، أو كمدير مالي أو محاسب أو نائب لرئيس الشؤون المالية، أو كمستثمر محترف، وثانيهما، الخبرة المالية غير المحاسبية ويشمل المديرين الذين عملوا إما كرئيس تنفيذي أو رئيس ذات خبرة لشركات تهدف لتحقيق الربحية.

كما وصفت لجنة الأوراق المالية والبورصات (SEC) الخبراء الماليين بمجلس الإدارة بأنهم مديرين لديهم خبرة سابقة في إعداد التقارير المالية للجنة الأوراق المالية والبورصات، مما يشير إلى أنهم يمثلون خبراء في المحاسبة والشؤون المالية، والمراجعة، الحسابات العامة، وكافة النواحي المالية (Das et al., 2022) وذلك لعينة بلغت (592) شركة بالولايات المتحدة الأمريكية خلال فترة من (1993-2002).

1-3-3 تمثيل العنصر النسائي في مجلس الإدارة

إهتمت بقية دول العالم وفي مقدمتهم النرويج بتمثيل المرأة في عضوية مجلس الإدارة وذلك في عام (2003) ثم تبع ذلك دول الإتحاد الأوروبي مثل إيطاليا والسويد وألمانيا وأسبانيا ودول الشرق

الأوسط وكذلك الهند والصين بهدف زيادة تمثيل المرأة في عضوية مجلس الإدارة (Seebeck & Vetter, 2022) وفي هذا الصدد أشارت دراسة (Chouaib et al., 2021) أن تواجد الإناث في مجالس إدارات الشركات الإيطالية يؤثر إيجابياً على معدلات الإنتاجية بتلك الشركات كما أن هذه العلاقة تختلف من بيئة لأخرى وتتأثر بالإختلافات البيئية والقانونية التي تعمل في إطارها الشركة، كما أكدت دراسة (Fensore, 2020) على العلاقة الإيجابية بين تولي المرأة منصب رئيس مجلس الإدارة والأداء في البنوك وذلك على عينة من (101) بنك في أفريقيا وأوروبا والشرق الأوسط خلال الفترة من (2000 إلى 2016)، وإستنتجت دراسة (Harakeh, et al, 2019) أن التنوع بين الجنسين يعمل كدور إشرافي على عمليات الإحتيال، كما أن إستجابة سوق الأوراق المالية للإحتيالات عند توافر العنصر النسائي في مجلس الإدارة يكون منخفض، وأكدت على أن الإناث أكثر فعالية من الذكور في الصناعات التي تكون مرتبطة بعمليات إحتيالية وذلك على عينة من الشركات الصينية التي أرتكبت الإحتيال في الأوراق المالية وبلغت (1442 حالة إحتيال) خلال الفترة من (2001 وحتى 2010)

وبإستخدام عينة شملت على (1021) شركة على مستوى أسواق آسيا والمحيط الهادئ أوضح (Qayyum et al., 2021) إلى أن التنوع بين الجنسين في مجالس إدارة الشركات يمكن من تقليل مخاطر إنهيار أسعار الأسهم لتلك الشركات، كما أن الشركات التي لديها أكثر من ثلاث مديرات أو أكثر تكون أقوى إقتصادياً وأقل عرضه لمخاطر إنهيار أسعار الأسهم مقارنة بالشركات التي لديها عدد أقل من ذلك، وفي ذات السياق توصلت دراسة (Seebeck & Vetter, 2022) إلى أن التنوع بين الجنسين يمكن الشركات من الحد من المخاطر المالية ومرتبطة بشكل إيجابي بالإفصاح عن مخاطر الشركات وذلك على عينة من الشركات البريطانية المدرجة في مؤشر (FTSE 350) ببورصة لندن وذلك خلال الفترة من (2015 إلى 2017).

وإستهدفت دراسة (Tam et al., 2021) بيان أثر التنوع بين الجنسين على التأثير الإقتصادي لعمليات الإندماج المصرفي والإستحواذ، بإستخدام عينة من عمليات الإندماج والشراء التي أعلنت عنها البنوك الأوروبية، وتوصلت الدراسة إلى أن تواجد الإناث في مجلس الإدارة له تأثير إيجابي على مكاسب البنوك المستحوذ، والبنوك التي يتواجد بها أكثر من (25%) من الإناث في مجلس الإدارة (3 نساء فأكثر) كما تعمل بشكل أفضل بعد عملية الإندماج والشراء وتعزز قيمة الشركة والمساهمين أثناء الأزمات المالية، كما فحصت دراسة (Vieira, 2018) العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة

والأداء في الشركات العائلية، وذلك على عينة من الشركات البرتغالية المدرجة في بورصة (Euronext Lisbon)، بين عامي (2002 و 2013)، وتوصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين تواجد الإناث في مجلس الإدارة والأداء في الشركات العائلية كما يساهم في تقليل تكاليف الوكالة، وذلك أثناء فترات الإستقرار وكذلك أثناء الأزمات المالية.

1-3-4 فترة بقاء المدير التنفيذي

فقد عرفت فترة بقاء المدير التنفيذي بعدد السنوات التي شغلها في منصب المدير التنفيذي، ويرى (Krishnamurti et al., 2021) أن بقاء المدير في منصبه لفترات طويلة يجعله قادراً على الاستحواذ على المعلومات الهامة والحرية، والسيطرة على نظم المعلومات الداخلية للشركة، مما يساعده على التأثير على الخطط الحالية والمستقبلية لمجلس الإدارة، وبينت دراسة (Mayo et al., 2022) أن كلما زادت فترة بقاء المدير التنفيذي زادت مهاراته الإدارية في الشركة، ويكون قادراً على إتخاذ قرارات دقيقة، وإكتساب نظم المعلومات الداخلية للشركة، ويصبح أكثر تحصناً في وظيفته نظراً لإمتلاكه الوقت الكافي لبناء علاقات وتحالفات قوة.

وأشارت دراسة (Ahmad et al., 2022) أنه كلما زادت فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، زادت العلاقات الإجتماعية الخارجية، والمعرفة بالمعلومات الإستراتيجية والموارد وكذلك تكوين رؤية أكبر حول هيكل الشركة وثقافتها ومواردها وأصحاب المصالح الخارجية وبالتالي يتمكن من مساعدتهم في الوصول إلى الفرص الخارجية، ونوهت دراسة (Kumar & Zbib, 2022) أن بقاء المدير التنفيذي لفترة قصيرة تمكنه من بناء قدرات ديناميكية أقوى وإكتساب المعرفة حيث يتمكن من مشاركة أصحاب المصالح في عملية صنع القرار في الشركة، ويمكن لهذا العلاقات أن تساعد في الحصول على تعليقات خارجية أكبر لتقييم المخاطر ونتائج السوق إلا أنه مع إستمراريته في منصبه لمدة طويلة يؤثر ذلك سلباً على الإفصاح الإجتماعي والبيئي للشركات وذلك على جميع الشركات الصينية غير المالية المدرجة خلال الفترة من (2008 إلى 2016).

1-4 مفهوم الإستمرارية ونماذج قياسها

1-4-1 مفهوم إستمرارية الشركات

تعتبر الإستمرارية بمثابة الأساس في بناء النظرية المحاسبية، وأنها فرض أساسي للعمل المحاسبي وأحد أعراف المحاسبة التقليدية، كما أنها إنعكاس هام لقدرة الشركة على البقاء والنمو والإستمرار، كما

أنها تمثل موضع إهتمام الكثير من الأطراف أصحاب المصالح بالشركة، و تعتبر مؤشراً على القدرة المستقبلية للشركات للتقدم في السوق أو الصناعة التي تعمل بها، بصورة تجعلها قادرة بشكل كامل على إدارة مواردها وتمييزها وسداد إلتزاماتها وتنفيذ خططها المستقبلية دون عوائق ولفترة زمنية غير معلومة (mayew et al, 2016).

1- 4 - 2 نماذج قياس إستمرارية الشركات

1- 4 - 2- 1 نموذج ألتمان (Altman Z-Score Model)

تهتم الدراسة الحالية بقياس أثر خصائص مجلس الإدارة على تقلبات عوائد الأسهم وانعكاس ذلك على إستمرارية الشركات بإستخدام نموذج ألتمان (Altman Z-Score Model) حيث يحتوي على جميع خصائص الوحدة الإقتصادية وهي متمثلة في المتغيرات المتعددة والتي تتمثل في:

$$\text{Zig} = \text{C1R1} + \text{C2R2} + \dots + \text{CnRn}$$

وتمثل $\text{Zig} = g$ داخل المجموعة للشركة وتسمى المؤشر .

$\text{R1} \dots \text{Rn}$ قيم النسب المالية المستخدمة والتي تمثل المتغيرات المستقلة أو المميزة.

$\text{C1} \dots \text{Cn}$ معاملات التمييز التي تستخدم كأوزان ترجيحية عند حساب المؤشر العام Z .

$N =$ عدد الشركات، وحيث أن:

$Y1 =$ نسبة رأس المال العامل إلى إجمالي الأصول وهي تستخدم كمقياس للسيولة والحجم

$Y2 =$ تشير إلى نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول كمقياس للربحية المجمعة، وتعمل هذه النسبة على حجز عمر الشركة

$Y3 =$ تشير إلى نسبة المكاسب قبل الفوائد والضريبة لإجمالي الأصول كمؤشر للإنتاجية الفعلية للأصول التي تملكها الشركة بعد إستبعاد أثر الضرائب والرافعة المالية

$Y4 =$ تشير إلى نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى إجمالي القيمة الدفترية للإلتزامات كمقياس لمدى إمكانية إنخفاض قيمة الأصول قبل أن تتعدى الإلتزامات قيمة الأصول أو تعرض الشركة للإفلاس.

$Y5 =$ تشير إلى إجمالي قيمة المبيعات إلى إجمالي الأصول كمقياس قدرة الشركة على تحقيق إيرادات، كما تمثل قيم معاملات المتغيرات المستقلة (Y) أوزان تحليل التمييز المتعدد بما

يعظم الفرق بين مجموعتين بالإضافة إلى تذبذبة الفرق بين قيم المؤشر (Z) ومتوسط قيمة

هذا المؤشر داخل المجموعة الواحدة (Gleason, et al., 2022)

إلا أنه قد تم تحديث نموذج ألتمان على مدار سنوات (1968، 1977، 1994، 2002، 2004، 2010، 2014) ويعد هذا النموذج أكثر النماذج إستخداماً بسبب سهولة إستخدامه، مع الأخذ في الإعتبار مجموعة التحديثات التي أعدها ألتمان على هذا النموذج جعلته من أنسب النماذج للتنبؤ بتعثر الشركات وبموجبه يقاس القدرة على إستمرارية للشركات، كما أن هذا النموذج وجه إليه مجموعة من الإنتقادات والتي من أهمها عدم توافر أساس نظري لهذا النموذج عند إختياره النسب المالية كمتغيرات مستقلة للنموذج، ولذلك إتجهت العديد من الدراسات بإضافة متغيرات جديدة للنموذج ذات أساس نظري لتقادي تلك العيوب، كما أن نموذج ألتمان أفضل من نموذج (Beaver) نظراً لكونه يشمل مجموعة من النسب المالية الأكثر تأثيراً وفعالية من نموذج (Beaver).

1-4-2-2- Beaver نموذج

يعتمد على معايير محددة لقياس فشل الشركات وهي تحفظ الشركات عن سداد أرباح الأسهم الممتازة، عدم القدرة على الوفاء بديونها، إفلاس الشركة، ولا بد أن تكون هذ الشركات في نفس الصناعة أو القطاع ولها نفس حجم من الأصول، ويمثل هذا المؤشر من أقدم المؤشرات التي تم الإعتماد عليها في بناء النماذج الكمية، وسميت بالمؤشرات المركبة، وتضمنت مقارنة لمتوسط المؤشرات المالية لـ (79) شركة فاشلة وقابلها (79) شركة أخرى غير فاشلة خلال الفترة من (1954-1964) وتمثل مؤشراتته المالية في (Alexeyeva & Sundgren, 2022):

نسبة السيولة- المديونية: إجمالي الأصول ، التدفقات النقدية التشغيلية: إجمالي الإلتزامات، صافي الربح قبل الفوائد والضرائب: إجمالي الأصول ، صافي رأس المال العامل: إجمالي الأصول

1-4-2-3 Zmijewski نموذج

يتكون هذا النموذج من ثلاث نسب مالية هي نسب الربحية ونسب السيولة ونسب الرفعة المالية، وتم بدأ العمل بهذا النموذج عام 1984 وتتمثل الصيغة الرياضية للنموذج كمايلي:

$$\text{Badjusted} = -8.7117 - 6.5279 X1 + 9.8054 X2 - 0.1814 X3$$

حيث أن

X1: معدل العائد على مجموع الأصول = صافي الربح/ إجمالي الأصول.

X2: نسبة المديونية = إجمالي الديون/ إجمالي الأصول.

X3: نسبة التداول = الأصول المتداولة/ الخصوم المتداولة.

وبالتالي فإن هذا النموذج إستخدم خطوة إضافية عن تلك المستخدمة في نموذج Altman، وذلك بضرب المتغيرات الثابتة والمستقلة بالعدد (854.5)، ووفقاً للمعادلة السابقة إذا كانت النتيجة تقع بين (1-0) فإن هذا يعني أن الشركة مهددة بخطر الفشل المالي إذا كانت النتيجة تزيد عن (0.5). (Gong, et al., 2021)

1-5 الموقف الدولي من الأزمة الروسية الأوكرانية وأثره على إستمرارية الشركات

أثرت الحرب الروسية الأوكرانية على جميع الأسواق الإقتصادية والمالية الرئيسية ، كما تواجه الصناعات والحكومات تحديات مرتبطة بالظروف الإقتصادية، حيث شهدت منشآت البيع بالتجزئة إنخفاض في إيراداتها وقد تأثرت المؤسسات الصغيرة أكثر مقارنة بالمؤسسات الكبيرة ويعاني أصحاب المنشآت من إنخفاض الدخل بسبب القيود والتحذيرات الدولي، ويعني إستمرارية الشركات أن الشركة وجدت لتستمر في عملياتها في المستقبل لفترة من الزمن تكفي لتحقيق أهدافها والوفاء بإلتزاماتها الموجودة وأن التصفية غير مطروحة وتعتبر حالة إستثنائية ، وفي ذات السياق أوضحت دراسة (Alexeyeva & Sundgren, 2022) أنه من الضروري الحفاظ على إستمرارية الشركات وذلك بغرض الحفاظ على تدفق الإستثمارات والأرباح وكذلك التأكد من مساهمة منشآت الأعمال في التنمية الإقتصادية والإجتماعية وزيادة رفاهية المجتمع.

إلا أن إدارة الشركات تأخذ في إعتبارها الآثار الحالية والمتوقعة للأزمة الأوكرانية والروسية على أنشطة الشركة وتقييمها لمعرفة مدى ملائمة قدرة الشركة على الإستمرار في الإنتاج وبالنظر إلى عدم القدرة على التنبؤ بالآثار المحتمل للأزمة الأوكرانية الروسية فقد يكون هناك شكوك حول إستمرارية بعض الشركات (Umar et al., 2022)، وذلك بسبب التعرض لإلتزامات قانونية بسبب أخطاء المراجعين المتعلقة بإبداء آراءهم بخصوص قدرة الشركات على الإستمرار، أو فشل مراقب الحسابات من تحذير مستخدمي القوائم المالية عن مخاطر فشل الشركة في المستقبل القريب، ويستوجب ذلك التأكد من أن الشركة تقييم مدى مناسبة إعداد القوائم المالية على أساس الإستمرارية في الفترة اللاحقة لتاريخ نهاية السنة المالية وقبل نشرها للقوائم المالية مع تطبيق متطلبات المعيار الدولي رقم 10 (Gleason et al., 2022).

وفي ذات السياق بينت دراستي (Ahluwalia & Miller, 2022; Umar et al., 2022) الموقف الدولي لبعض الدول من الحرب الروسية الأوكرانية والذي هدد إستمرارية الشركات فيما يلي:

1- منع بعض البنوك الروسية من إستخدام نظام (سويفت للمدفوعات العالمية (SWIFT)، مع حظرت الولايات المتحدة تصدير تكنولوجيا الحرب إلى روسيا للحد من قدرة روسيا على النهوض بقطاعها العسكري والفضائي

2- أوقفت ألمانيا التصديق على مشروع خط أنابيب الغاز نورد ستريم 2 الذي يهدف إلى توزيع الطاقة إلى أوروبا، مع فرض الإتحاد الأوروبي عقوبات مالية على روسيا، إستهدفت (70%) من سوق البنوك والشركات الروسية المملوكة للدولة، حيث تم حظر ودائع روسية بمقدار يزيد عن 100000 يورو في بنوك الإتحاد الأوروبي.

3- حظر الإتحاد الأوروبي إدراج أسهم الكيانات المملوكة للدولة الروسية في مواقع التجارة الأوروبية كما حظرت نيوزيلندا تصدير البضائع إلى القوات العسكرية والأمنية الروسية.

4- منعت الولايات المتحدة المؤسسات المالية الروسية والبنك المركزي الروسي من الوصول إلى إحتياجاتها الخارجية بالدولار الموجود في الولايات المتحدة وألغت كندا جميع تصاريح التصدير السارية المرتبطة بروسيا.

5- أزال الإتحاد الأوروبي روسيا من جميع الأحداث الثقافية والرياضية وقامت سويسرا واليابان بتجميد أصول بعض الأفراد الروس المودعة في البنوك السويسرية واليابانية.

أما عن رد فعل روسيا على تلك العقوبات وانعكاسة على إستمرارية الشركات أثناء فترة الحرب فبينت دراسة (Bernier & Cecchetti, 2022) مايلي:

1- حظر تصدير أكثر من 200 منتج حتى نهاية عام 2022 مع منع المستثمرين الأجانب الذين يمتلكون مليارات الدولارات من الأسهم والسندات الروسية من بيعها.

2- منع الشركات الروسية من دفع أموال للمساهمين في الخارج، وزيادة سعر الفائدة الرئيسي لوقف تراجع قيمة الروبل وهو العملة الروسية ومنع دفع الفوائد للمستثمرين الأجانب الذين يحملون سندات حكومية روسية.

3- تعهدت روسيا بفرض المزيد من العقوبات على جميع الدول التي فرض عقوبات عليها. ويرى الباحث أن تلك العقوبات التي فرضتها دول العالم على روسيا نتيجة للتدخل الروسي في الأراضي الأوكرانية وكذلك رد الفعل الروسي على ذلك يمثل تهديداً صريحاً لإستمرارية الشركات سواء كانت دولية أو محلية أو إقليمية، حيث سبب ذلك في فقد التوقعات الواقعية لتجديد أو سداد القروض محددة المدة أو توافر إتمادات زائدة على الإقتراض قصير الأجل لتمويل أصول طويلة الأجل، وظهرت نسبة مالية عكسية مع وجود خسائر تشغيل كبيرة وكذلك عدم القدرة على سداد مستحقات الدائنين في تواريخ إستحقاقها، وصعوبة الوفاء بالشروط والإتفاقيات المبرمة نظراً لنقص إمدادات الغاز والطاقة في معظم بلاد العالم، وبالتالي ظهر عجز في التدفقات النقدية الناتجة من التشغيل سواء في القوائم المالية التاريخية أو المستقبلية ، كما أن تهديد إستمرارية الشركات يعتبر خطر لا يمكن للشركات أن تديره بمفردها، كما أنه من المتوقع في ظل إستمرار الحرب الروسية الأوكرانية أن تكون هناك عواقب غير عادية في سوق الأوراق المالية، كإرتفاع أسعار بعض السلع والخدمات نتيجة لإنخفاض إنتاجها وزيادة البطالة، مما يتسبب في إغلاق بعض المصانع والشركات خاصة التي تقوم بتصنيع السلع الكمالية مما يهدد فرص الشركات في الإستمرارية.

6-1 الإنعكاسات الإيجابية والسلبية للإفصاح المحاسبي عن تقلبات عوائد الأسهم علي إستمرارية الشركات في ضوء الأزمة الروسية الأوكرانية

بينت دراستي (Bharti, 2022; Boubaker et al., 2022) أن الإفصاح المحاسبي عن تلك التقلبات يكون له مردود إيجابي يتمثل في تخفيض عدم تماثل المعلومات بين إدارات الشركات وأصحاب المصالح مع تقليل حجم المخاطر المتعلقة بالتدخل الأخلاقي مع إمكانية التنبؤ بحجم الأرباح المستقبلية والتدفقات النقدية المتوقعة والقيمة المستقبلية بصورة تمكن أصحاب المصالح من إتخاذ قرارات رشيدة بالإضافة إلي فرص تحسين النمو وتقييم قدرة الشركات علي الإستمرار والوفاء بالإلتزاماتها وتواريخ إستحقاقها مما يمكن من تحسين جودة الإقرار الإئتماني، مع تمكين المحليين الماليين من تعديل تنبؤاتهم المستقبلية مما يعمل علي تخفيض حدة تقلبات عوائد الإسهام، وتحسين سيولة الأسهم وزيادة القيمة السوقية لسعر السهم بينما يتمثل المردود السلبي للإفصاح المحاسبي عن تقلبات عوائد الأسهم علي إستمرارية الشركات في الخوف من الإضرار بالمركز المالي والتنافسي

للشركات نتيجة إطلاع المستثمرين علي معلومات تفصيلية عن خطط الشركة ومواردها مع صعوبة وضع مدخل متكامل للإفصاح عن المعلومات الحالية والمستقبلية نظرا لظروف الأزمة ويعتقد الباحث أن هذا النوع من الإفصاح قد يكون سبباً جوهرياً للحفاظ علي الوضع التنافسي للشركات نظراً لانه يشمل معلومات إجمالية وليست تفصيلية كما أنه يحمي الشركات من مخاطر التقاضي ويقترح أن يكون الإفصاح في صلب القوائم المالية أو في قائمة مالية مستقلة عن الإنعكاسات الإيجابية والسلبية لتقلبات عوائد الأسهم علي إستمرارية الشركات في ضوء الأزمة الروسية الأوكرانية.

القسم الثاني: مراجعة الأدبيات السابقة وتحديد الفجوة البحثية وتطوير الفروض

2-1 الدراسات التي تناولت العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم

إن فعالية الدور الرقابي للمجلس تتوقف على ما يتسم به من خصائص وتعد خصائص مجلس الإدارة من أهم العوامل المؤثرة على تقلبات عوائد الأسهم خلال فترة الأزمة الروسية الأوكرانية مثل: إستقلالية مجلس الإدارة، حجم المجلس وبقاء المدير التنفيذي، إزدواجية الدور، الخبرة المالية، عدد إجتماعات المجلس ومدى توافر عنصر نسائي في مجلس الإدارة، وسوف يتناول الباحث في هذا الجزء من البحث وجهات النظر المختلفة بشأن خصائص مجلس الإدارة التي سيتم التركيز عليها في هذا البحث والتي تتضمن كلاً من: إستقلال مجلس الإدارة، بقاء المدير التنفيذي، الخبرة المالية، مدى توافر عنصر النساء في المجلس، وأثرها على تقلبات عوائد الأسهم يضاف إلى ذلك، أثر الأزمة الروسية الأوكرانية على تقلبات عوائد الأسهم، مع تقديم مجموعة من المقترحات لتفعيل دور خصائص مجلس الإدارة في الحد من تقلبات عوائد الأسهم وبناء على ما سبق تم صياغة الفرض الرئيس الأول التالي:

"توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين خصائص مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم"

ويتفرع من تلك الفرض أربعة فروض فرعية تم إشتقاقها من خلال العلاقات التالية:

2-1-1 الدراسات المتعلقة بالعلاقة بين إستقلالية مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم

وجدت دراسة (Li, S., et al.,2022) أن خبرة المديرين المستقلين ترتبط إيجابياً بعائدات الولايات المتحدة الأمريكية حيث يمكن للأعضاء المستقلين تعزيز فعالية المجلس في حماية حقوق

المساهمين من خلال تخفيض ممارسات إدارة الأرباح، وغالباً ما ينظر إلى المديرين غير التنفيذيين على أنهم خبراء مهنيون وأعضاء مرموقون في مجلس الإدارة يلعبون دوراً إستشارياً وليس لهم علاقة بالإدارة التنفيذية أو دوراً في صنع القرار (El-Deeb & Elsharkawy., 2019)، نظراً لتعيينهم على أساس الشخصية المستقلة والخبرة المهنية والكفاءة التي تمكنهم من تحسين زيادة الموارد وتدعيم جودة النقاشات داخل المجلس.

وقد تناولت العديد من الدراسات إختبار العلاقة بين إستقلال مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم حيث أشارت دراسة (Jin et al., 2022) إلى وجود علاقة عكسية بين إستقلال مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم خلال فترات الأزمات، حيث أن وجود المديرين المستقلين يؤدي إلى مراقبة فعالة على كافة وظائف الإدارة، وقد إتفقت نتائج تلك الدراسات مع نتائج دراسة كل من (Abu Afifa et al., 2022; Gong et al., 2021) التي خلصت إلى وجود تأثيراً سلبياً لإستقلال مجلس الإدارة على تقلبات عوائد الأسهم أثناء فترات الأزمات، حيث كلما زاد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين كلما أدى ذلك إلى إنخفاض تقلبات عوائد الأسهم، وأكدت ذلك دراسة (Tam et al., 2021) التي إستنتجت أنه كلما زاد إستقلالية مجلس الإدارة بنسبة (1%) كلما قل تقلب أسعار الأسهم بنسبة (26,8%).

إلا أن نتائج تلك الدراسات إختلفت مع نتائج دراسة (Brandes et al., 2022)، التي أشارت إلى وجود علاقة إيجابية بين إستقلال مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم، وقد إتفقت نتائج تلك الدراسة مع نتائج دراسة (Yang et al., 2022) التي خلصت إلى وجود تأثيراً إيجابياً لإستقلال مجلس الإدارة على تقلبات عوائد الأسهم، وأكد ذلك دراسة (Teodósio et al., 2022) التي إستنتجت أن زيادة عدد المديرين المستقلين يمثل خطراً كبيراً على مجلس الإدارة وأداء الشركة وذلك على عينة مكونه من (38) شركة برتغالية غير مالية مدرجة في (Euronext Lisbon) خلال الفترة من (2007 وحتى 2017) بينما توصلت دراسة إلى (Caiffa et al., 2021) عدم وجود تأثير لإستقلال مجلس الإدارة على تقلبات عوائد الأسهم.

ويرى الباحث أن إستقلال مجلس الإدارة يمثل آلية فعالة لحوكمة الشركات والتي تساهم في تحسين إستقرار أسعار الأسهم وينعكس إيجابياً على تحسين جودة التقارير المالية ويساعد في الحد من عدم تماثل المعلومات وتحسين مستويات الإفصاح وحد المخاطر غير المتوقعة، حيث أن توافر أعضاء مجلس إدارة مستقلين يساعد على توفير آراء محايدة حول تقييم المعاملات التجارية والإستحواذ على

شركات أخرى والإشراف على الأنشطة التشغيلية وحماية أصول الشركة أو تقييم المشاريع التي تم تقييمها من طرف الشركة نظراً لخبراتهم ونزاهة أحكامهم لذا من المتوقع أن تؤدي مشاركة الأعضاء المستقلين في المجلس إلى الإهتمام بمصالح المساهمين والسيطرة على معدلات الرفع المالي وتعزيز الأوضاع المالية وكذلك إستقرار عوائد أسعار الأسهم.

2-1-1-1 الفجوة البحثية وتطوير الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الأول

في ضوء عرض الباحث للدراسات السابقة في مجال العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم، فقد لاحظ تضارب النتائج، وهو الأمر الذي دفع الباحث لتطوير الفرض الأول من الفرض الرئيسي الأول من الدراسة، وقام بصياغته كالتالي:

"توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إستقلال أعضاء مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم".

2-1-2 الدراسات التي تناولت العلاقة بين توافر الخبرة المالية والمهنية لأعضاء

مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم

إعتبرت دراسة (Karim et al., 2022) أن الخبرة المالية قد تساعد الشركات على التقييم السوقي للأصول والالتزامات ويخلق فرصاً للتأثير على العمليات السياسية من خلال الإستفادة من مكانتهم المؤسسية وخبراتهم المالية التي تسمح لهم التفاوض على عمليات تجعل الشركات أكثر ربحية، بالإضافة إلى ذلك قدمت دراسة (Alqudah et al., 2019) دليلاً ميدانياً من البنوك التجارية المدرجة في بورصة عمان على وجود علاقة طردية بين الخبرة المالية لأعضاء مجلس الإدارة والأداء المالي للبنوك، وذلك على عينة من (15) بنكاً خلال الفترة من (2013 إلى 2017)، كما أشارت دراسة (Thompson & Adasi Manu, 2020) أن توافر الخبرة المالية (محاسبة وغير محاسبية) في عضواً على الأقل من أعضاء مجلس الإدارة يؤدي إلى زيادة درجة ثبات الشركة في السوق في مواجهة الأزمات غير المتوقعة، وأن هذه الزيادة تكون معنوية أكثر عندما تتمثل الخبرة المالية في الخبرة المحاسبية لأنها تمكن أعضاء مجلس الإدارة من دور رقابي أكثر فاعلية.

وفي ذات السياق فحصت دراسة (Das et al., 2022) أثر الخبرة المحاسبية لأعضاء مجلس الإدارة على جودة التقارير المالية وإعادة صياغة التقارير المالية، ووجدت أن الخبرة المالية (المحاسبية) تؤدي إلى تقليل التأثير السلبي على أسعار الأسهم ومعدل دوران الرئيس التنفيذي، وكذلك تقليل احتمالية إعادة صياغة القوائم المالية، وذلك على عينة بلغت (266) شركة خلال الفترة من (1997

إلى 2005)، وبينت دراسة (Golka & van der Zwan, 2022) أن المديرين ذوي الخبرة المالية يتركز الإهتمام الأكبر لهم على الإحتفاظ بالنقدية ولا يفضلون إقتراح توزيعات الأرباح حتي يتسنى للشركة كسب الفرص الإستثمارية المستقبلية وذلك لعينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من (2007 وحتى 2018)، وبناء على ما سبق يتضح للباحث عدم تناول الدراسات السابقة- في حدود علم الباحث- العلاقة بين الخبرة المالية وتقلبات عوائد الأسهم بشكل مباشر .

2-1-2 الفجوة البحثية وتطوير الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الأول

في ضوء عرض الباحث للدراسات السابقة في مجال العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم، فقد لاحظ تضارب النتائج، وهو الأمر الذي دفع الباحث لتطوير الفرض الثاني من الفرض الرئيسي الأول من الدراسة، وقام بصياغته كالتالي:

"توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الخبرة المالية والمهنية لمجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم"

2-1-3 الدراسات التي تناولت العلاقة بين التمثيل النسائي في مجلس الإدارة وتقلبات عوائد

الأسهم

وبشأن العلاقة بين التنوع الجنسي في مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم، فقد توصلت الدراسات إلى نتائج مختلفة، فمن ناحية توصلت دراسة (Harakeh et al., 2019) إلى وجود تأثير سلبي لوجود أعضاء إناث بمجلس الإدارة على تقلبات عوائد الأسهم، وذلك بإستخدام عينة من الشركات العامة في المملكة المتحدة (FTS 350) خلال الفترة من (2007 وحتى 2015)، ويتفق مع ذلك ما توصلت إليه دراسة (Sun et al., 2022) من أن وجود أعضاء إناث بمجلس الإدارة يؤثر سلباً على تقلبات عوائد الأسهم وذلك خلال أزمة (COVID-19) كما أكدت على أن الدول التي تنص في قوانينها ولوائحها على تنوع مجالس الإدارة يكون لديها أسواق مالية أكثر إستقراراً عن غيرها من الدول التي لا تنص على غير ذلك، وذلك لعينة مكونة من (30) دولة خلال الفترة من (2015 إلى 2020). وبإستخدام عينة من الشركات الأمريكية المدرجة بالبورصة خلال الفترة من (2009 إلى 2018)، أيدت دراسة (Abu Afifa et al., 2022) التأثير السلبي لتنوع مجلس الإدارة بنسبة الأعضاء من الإناث على تقلبات عوائد الأسهم كما أكدت على أنه يمكن من تحسين الأداء الإجمالي للمسئولية الإجتماعية لشركات حيث يكون أكثر سلبية عندما يكون هناك تمثيل نسائي أقل في مجلس الإدارة ومن ناحية أخرى، توصلت دراستي (Musa et al., 2020; Gudjonsson et al., 2020) إلى عدم وجود تأثير معنوي لنسبة الأعضاء الإناث بمجلس الإدارة على تقلبات عوائد الأسهم، وذلك

باستخدام بيانات عينة من (1134) شركة إسبانية خلال الفترة من (2003 إلى 2020)، ويتفق مع ذلك ما توصلت إليه دراسة (Brodmann et al., 2022) من عدم وجود علاقة معنوية بين تنوع مجلس الإدارة مقاساً بنسبة الأعضاء الإناث وتقلبات عوائد الأسهم الشركات، وذلك لعينة من (18557) شركة خلال الفترة من (2003 إلى 2017).

ويرى الباحث أن تواجد الإناث في مجلس الإدارة يؤثر إيجابياً على معدلات إنتاج الشركات والأداء المالي والإقتصادي للشركات وقيمتها وكذلك نمو الأصول والمبيعات والحد من المخاطر غير المتوقعة للأزمات المالية كتقلبات عوائد الأسهم نظراً لتمتع النساء بالمهارات الإدراكية وقدرتهم على حل المشكلات وتكثيف جهود أعمال المجلس نحو الرقابة والمتابعة وتمكنها من مقومات الذكاء العاطفي.

2-1-3-1 الفجوة البحثية وتطوير الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الأول

في ضوء عرض الباحث للدراسات السابقة في مجال العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم، فقد لاحظ تضارب النتائج، وهو الأمر الذي دفع الباحث لتطوير الفرض الثالث من الفرض الرئيسي الأول من الدراسة، وقام بصياغته كالتالي:

"توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تمثيل عنصر النساء في مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم".

2-1-4 الدراسات التي تناولت العلاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي وتقلبات عوائد

الأسهم

وبشأن العلاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي وتقلبات عوائد الأسهم، فحصت دراسة (Krishnamurti et al., 2021) العلاقة بينهم وتوصلت إلى أن الشركات التي يكون لديها فترة بقاء أطول للمدير التنفيذي تتخفف بها مخاطر تقلبات أو إنهيار أسعار الأسهم في المستقبل كما توصلت إلى أن طول فترة المدير التنفيذي تعمل على تكوين علاقات قوية مما يقلل احتمالية التلاعب بالحسابات وإدارة الأرباح ويمنع تكوين الأخبار السيئة عن الشركة وذلك بالتطبيق على عينة بلغت (1500) شركة S&P خلال الفترة من (1999 وحتى 2019)، وفي ذات السياق بحثت دراسة (Chen et al., 2022) ما إذا كان المديرين التنفيذيين المحليين يقللون مخاطر تقلبات عوائد الأسهم مقارنةً بالمديرين التنفيذيين غير المحليين، وأظهرت النتائج أن المديرين التنفيذيين المحليين يقللون مخاطر إنهيار أسعار الأسهم الشركات بصورة أكبر من غير المحليين، وذلك على عينة من الشركات الصينية خلال الفترة من (2007 وحتى 2019). كما أشارت دراسة (Hamid & Purbawangsa, 2022)

إلى أنه كلما زادت فترة بقاء المدير التنفيذي إنخفضت تقلبات أسعار الأسهم وتحسن الأداء المالي للشركات وذلك على عينة من (31) شركة مالية في بورصة إندونيسيا خلال الفتره من (2010 وحتى 2016).

وباستخدام عينة بلغت (17816) ملاحظة، توصلت دراسة (Katerina, 2018) إلى وجود تأثيراً سلبياً لتقلبات عوائد الأسهم على قوة الرئيس التنفيذي وسلطته داخل الشركة وهذا يتماشى مع إتفاق وجهة نظر نظرية الوكالة بأن منصب المدير التنفيذي له علاقة سلبية بأداء الشركة، وفي ذات السياق أكدت دراسة (Gong et al., 2021) على وجود علاقة سلبية بين فترة بقاء المدير التنفيذي وتقلبات عوائد الأسهم وذلك على عينة بلغت (116) شركة خلال الفترة من (2007 إلى 2017) كما وجدت أن تطابق الجنسين بين الرئيس التنفيذي والمدير المالي يحسن جودة معالجة المعلومات وحوكمة الشركات مما يقلل مخاطر تقلبات عوائد الأسهم، بينما توصلت دراسة (Sheikh, 2022) أن طول الفترة للمديرين التنفيذيين في الشركة تجعلهم أكثر عرضة لزيادة أرباح الأسهم في أوقات الربحية المنخفضة والتقلبات في التدفقات النقدية وذلك على عينة بلغت (25308) ملاحظة خلال الفترة ما بين (1992 إلى 2016).

وقد أوضحت دراسة (Mandala et al., 2017) عدم وجود علاقة إرتباط بين فترة بقاء المدير التنفيذي وتقلبات عوائد الأسهم الشركات، بالإضافة إلى وجود علاقة إيجابية بين طول فترة بقاء المدير التنفيذي وأداء الشركات وذلك على عينة بلغت (98) شركة خلال الفترة من (2006 إلى 2015)، ونوهت دراسة (Colak & Liljeblom, 2022) على أن طول فترة بقاء المدير التنفيذي يمكن أن تسبب ضعف في أداء الشركة، حيث وجدت إنخفاض في الأداء التشغيلي لعوائد المخزون، وزيادة تكاليف إعادة الهيكلة، وذلك بالتطبيق على عينة من (4000) شركة خلال الفترة من (2003 وحتى 2013).

2-1-4-1 الفجوة البحثية وتطوير الفرض الفرعي الرابع من الفرض الرئيسي الأول

في ضوء عرض الباحث للدراسات السابقة في مجال العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم، فقد لاحظ تضارب النتائج، وهو الأمر الذي دفع الباحث لتطوير الفرض الرابع من الفرض الرئيسي الأول من الدراسة، وقام بصياغته كالتالي:

"توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين بقاء المدير التنفيذي وتقلبات عوائد الأسهم".

ويرى الباحث أن توافر خصائص مجلس الإدارة المتمثلة في (الإستقلالية، الخبرة المالية، وتوافر العنصر النسائي، وبقاء المدير التنفيذي) يؤدي ذلك إلى تخفيض حد تقلبات أسعار الأسهم نظراً لأن توافر أعضاء مجلس إدارة مستقلين يساعد على توفير آراء محايدة حول تقييم المعاملات التجارية والإستحواذ على شركات أخرى والإشراف على الأنشطة التشغيلية وحماية الأصول كما أن توافر الخبرة المالية يؤدي إلى تقليل التأثير السلبي على أسعار الأسهم ومعدل دوران الرئيس التنفيذي، وكذلك تقليل احتمالية إعادة صياغة القوائم المالية في حين أن تمثيل العنصر النسائي في مجلس الإدارة يؤثر إيجابياً على معدلات الإنتاج ، كما أن طول الفترة للمديرين التنفيذيين في الشركة تجعلهم أكثر عرضة لزيادة أرباح الأسهم في أوقات الربحية المنخفضة والتقلبات في التدفقات النقدية.

2-2 الدراسات التي تناولت العلاقة بين تقلبات عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات

يمثل التقلب في عوائد الأسهم مقياساً للمخاطر التي يواجهها المستثمرين في أسواق الأسهم العالمية، ويصعب في كثير من الظروف قياسه بسبب تعدد وتنوع العناصر التي تؤثر في حركة الأسواق على سبيل المثال ظهور أحداث أو أخبار أو معلومات أو حروب تؤدي نظرياً إلى إرتفاع السعر أو إنخفاضه، وأكدت دراسة (Teodósio, et al., 2022) على وجود العديد من العوامل التي تؤثر في حركة الأسعار بالسوق، فقد تكون عوامل تتعلق بالمستثمرين والمتداولين بالسوق، أو عوامل إقتصادية، أو عوامل تتعلق بالقطاع الذي تصنف فيه الشركة أو بالشركة المدرجة التي تصدر الأسهم.

وفي ذات السياق أكدت دراسة (Sun et al., 2022) على أن تقلبات عوائد الأسهم قد تؤدي إلى زيادة مخاطر الشركة، أو يمكن إعتبارها مؤشراً سلبياً على قيمة المنشأة وإستمراريتها، كما تشكل تقلبات عوائد الأسهم مصدر خطر وقلق لأي مستثمر، كما طورت دراسة (Jiang & Jin, 2021) نموذج مقترح لدراسة آثار معنويات المستثمرين على تقلب عائد الأسهم، بإستخدام بيانات عن الأسهم من بورصة شنغهاي للأوراق المالية من يناير (2012 وحتى ديسمبر 2018)، وتوصلت الدراسة إلى أن معنويات المستثمرين تؤثر بشكل إيجابي على تقلب عوائد الأسهم، بالإضافة إلى أن هذا التأثير غير مباشر زمنياً ومكانياً، وأن التأثير المكاني والزمني أكثر حساسية للعوامل الإقتصادية من العوامل الجغرافية، وأوصت الدراسة بضرورة فهم تلك التأثير للتقليل من المخاطر، مع دراسة النموذج المقترح نظراً لأهميته إلى صانعي السياسات الإستثمارية والمستثمرين، وبإستخدام نموذج (GARCH) توصلت دراسة (AL-Najjar, 2016) إلى أن التقلبات الشرطية في عوائد الأسهم لبورصة الخرطوم (KSE)

هي تقلبات ضخمة، في حين أن عوائد الأسهم في بورصة مصر (CASE) ثابتة تماماً، كما أكد نموذج (TGARCH, EGARCH) على وجود تأثير للرافعة المالية في كلتا البورصتين.

ونوهت دراسة (Nia et al., 2022) عن تأثير الأزمة الروسية الأوكرانية المستجدة على النشاط الإقتصادي العالمي نظراً لتطبيق مجموعة من العقوبات الإقتصادية التي فرضتها بعض الدول على روسيا لحد من قوة وسيطرة روسيا على الأراضي الأوكرانية، حيث أنكمش الإقتصاد العالمي نتيجة تراجع الناتج المحلي العالمي بنسبة (3.5%) وتمت خسارة أكثر من (238) مليون وظيفة عام (2022) مقارنة بعام (2020)، وإنعكس ذلك على الأسواق المالية. ونظراً لأن تقلبات عوائد الأسهم مرادفة للمخاطر، فإن الفهم الجيد لتقلبات سوق الأسهم أمر ضروري لتحديد تكلفة رأس المال وتقييم القرارات الإستثمارية، وفي ذات السياق حللت دراسة (Alexeyeva & Sundgren, 2022) تأثير الصراع الروسي الأوكراني على عوائد الأسهم خلال الفترة من (21 نوفمبر 2013 إلى 29 سبتمبر 2014)، وتوصلت الدراسة إلى أن تصعيد الصراع يمثل أنباء سيئة للمستثمرين في كلتا البورصتين، حيث إنخفضت عوائد الأسهم الروسية بحوالي (21 نقطة أساس)، وإنخفضت عوائد الأسهم الأوكرانية بأكثر من (30 نقطة أساس) وهو ما يشير إلى التأثير الإيجابي للنزاع الروسي الأوكراني على تقلبات عوائد الأسهم مما يهدد إستمرارية الشركات.

وفي ذات السياق أوضحت دراسة (Sadiq , et al. 2021) تأثير جائحة كورونا على أسواق الأسهم الناشئة في سبع دول من رابطة جنوب شرق آسيا (ASEAN-7) خلال الفترة من (مارس 2020 وحتى 31 أبريل 2020) بإستخدام نموذج (ST-HAR) لمعرفة أثر الأزمة في سوق الأوراق المالية المستمرة والناجمة عن تفشي جائحة كورونا وتوصلت الدراسة إلى وجود إختلافات لشدة الأزمة والتوقيت، حيث كان أكثر القطاعات متأثر هو الرعاية الصحية وخدمة المستهلك والمرافق والتقنيات، وإستجبت الدراسة وجود تأثير إيجابي على تقلبات عوائد الأسهم وتأثير سلبي لجائحة كورونا على أداء سوق الأوراق المالية في جميع الدول وتسببت في إهتمام المستثمرين بتقلبات سوق الأسهم وهو مآثر على إستمرارية بعض الشركات في قطاعات إقتصادية مختلفة.

2-2-1 الفجوة البحثية وتطوير الفرض الرئيسي الثاني

في ضوء عرض الباحث للدراسات السابقة في مجال العلاقة بين تقلبات عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات، فقد لاحظ عدم إتفاق النتائج، وهو الأمر الذي دفع الباحث إلى تطوير الفرض الرئيسي الثاني، وقام بصياغته كالتالي:

"توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلبات عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات"

2-2-3 الدراسات المتعلقة بأثر الأزمة الروسية الأوكرانية على تقلبات عوائد

الأسهم خلال الفترة الزمنية قبل وبعد الأزمة

جسدت العملية العسكرية الخاصة التي أطلقتها روسيا بداية الصراع العسكري بين روسيا وأوكرانيا حيث تسببت تلك العملية في خسائر فادحة في الأرواح وأسرع أزمة لاجئين متنامية منذ الحرب العالمية الثانية، وزيادة الإنفاق الدفاعي أثناء وقت الحرب، وعدم اليقين للمستثمرين بشأن ربحية المستقبلية للشركة، مما يؤثر سلباً على إنتاج الشركات وربحياتها والتدفقات النقدية المتوقعة وأسعار الأسهم بالإضافة إلى إحداث تدهور في القطاعات الإقتصادية (Yousaf et al., 2022).

وفي ذات السياق أوضحت دراسة (Basnet et al., 2022) التأثير السلبي للصراع الروسي الأوكراني على مستوى السياحة الأوروبية والشرق الأوسط وإفريقيا يوم حدوث العملية العسكرية، إلا أن توصلت دراسة (Boubaker et al., 2022) إلى وجود الترابط بين الأسواق العالمية خلال فترة الحدث مقارنة بفترة ما قبل الحدث، كما أوضحت الدراسة تأثير التغيير غير المتوقع في بيئة سوق الأوراق المالية على أسعار أسهم الشركات في قطاع الطاقة، حيث تغيرت أسعار الكثير من السلع الأساسية، وأرتفع سعر الغاز الطبيعي والبترو، وكذلك أرتفع سعر الفحم بنسبة (150%) بعد إعلان الحرب الروسية الأوكرانية، بالإضافة إلى الرد الروسي على العقوبات السياسية والإقتصادية ضدها، حيث أعلنت عن نقص محتمل أو توقف في إمدادات الغاز، ويمكن إعتبار ذلك بمثابة إعادة تقييم خطط الطاقة العالمية، ولذلك توقع المستثمرين والمشاركين في أسواق رأس المال تعديلات كبيرة في خطط الإنتاج والطاقة مما أثر على أسواق الأسهم، حيث شهدت شركات قطاع الطاقة عوائد تراكمية إيجابية بصورة غير طبيعية (CAARs) خلال ثلاثة أيام فقط من الحرب الروسية الأوكرانية، بينما أظهرت الشركات الأوروبية تقارير (CAARs) سلبية وذلك لعينة من (834) شركة خلال فترة ثلاث أسابيع من حدوث تلك الحرب.

وبينت دراسة (Bharti, 2022) أنه عقب إقرار روسيا بإستقلال منطقتين مواليتين لروسيا في منطقتي دونيستيك ولوهانسك، تأثرت الأسواق المالية بهذا الإقرار، تحسباً للعقوبات الإقتصادية المستقبلية وإندلاع الصراع المسلح بين البلدين، حيث يرتبط الإقتصاد الروسي إرتباطاً وثيقاً ببقية دول العالم من خلال العمليات التجارية للسلع والخدمات وإعتبارها ثالث أكبر مصدر للنفط في العالم وأكبر مصدر للغاز والأغذية إلى أوروبا وغيرها، وبالتالي فإن تأثير الضرر الذي ينشأ في روسيا سيؤثر على الأسواق المالية الأخرى، وإستنتجت الدراسة أن تحليل العوائد غير الطبيعية كان سلبياً لأسواق الأسهم المختارة في تاريخ وقوع الحرب الروسية الأوكرانية، كما كشفت عن عوائد غير طبيعية سلبية على مستوى أسواق الأسهم في دول (المجر، وروسيا، بولندا، سلوفاكيا) وذلك خلال فترة ما قبل الحرب الروسية الأوكرانية وبعدها، بينما سجلت دول (أستراليا، فرنسا، ألمانيا، الهند، إيطاليا، اليابان، رومانيا، جنوب أفريقيا، تركيا، أسبانيا) عوائد سلبية في أيام ما بعد الحرب الروسية الأوكرانية فقط، وأشارت إلي أن المناطق الأوروبية والآسيوية هي أكثر المناطق تأثراً عن غيرها، في يوم الحدث وأيام قليلة بعد الحدث، وفي ذات السياق أوصت دراسة (Yousaf et al., 2022) المستثمرين ضح إستثمارهم في مناطق أمريكا الشمالية واللاتينية والشرق الأوسط وأفريقيا أثناء الحرب الروسية الأوكرانية لأنها أقل تأثراً بتلك الحرب، وإقترحت النظر في عولمة أسواق الأوراق المالية أثناء وضع السياسات لتحقيق الإستقرار في أسواق الأسهم.

وأكدت دراسة (Lo, et al, 2022) على أنه لا يزال النطاق والتأثير النهائي للحرب الأوكرانية الروسية غير معلوم، بسبب كبر حجم الأضرار والخسائر البشرية والإصابات، والدمار والتكاليف المالية والإجتماعية، وكذلك ردود فعل الأسواق المالية والبورصات العالمية أصبحت غير مستقرة، كما سعت العقوبات الغربية إلى تقييد الإقتصاد الروسي، وذلك عن طريق إنهيار الروبل الروسي، ورفع البنك سعر الخصم بنسبة (20%)، وتصفية الشركات الأجنبية، وخفض (S&P Global Ratings and Fitch) تصنيف البنوك الروسية، مع وضع الديون السيادية بالقرب من درجة التخلف عن السداد، مما أدى إلى إنخفاض قيمة أكبر بنك في روسيا، (سبير بنك) بأكثر من (96%)، وعملاق الطاقة (جاز بروم بنسبة 90%) و(روسفنت) بنسبة (50%) وبالتالي ظهور تقلبات حادة في أسعار الأسهم (Bloomberg, 2022)، كما كشفت مجموعة الدول السبع (كندا، فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، اليابان، المملكة المتحدة، الولايات المتحدة) عن سياسات لإلغاء حالة الدولة الأولي بالرعاية (MFN) في روسيا.

وإستنتجت دراسة (Gleason et al., 2022) ردود فعل سلبية لأسعار الأسهم عند إندلاع الحرب العالمية الأولى وذلك من خلال فحص إستجابة أسعار الأصول لأحداث الحرب، وتوصلت دراسة (Ahundjanov et al., 2020)، إلى الأسباب التي تؤكد تأثير مخاطر الحرب على الأسواق المالية العالمية، الأول، يتعلق بتبادل الأسواق والإعتماد على النفط في الأسواق الأوروبية والروسية ، حيث خلال الأشهر الثلاثة الأولى للحرب الأوكرانية الروسية أرتفع سعر النفط الخام وفقاً لمؤشر غرب تكساس، بنسبة (68.43%) من (66.26) دولاراً في 3 ديسمبر 2021، إلى (111.60) دولار في (22 مارس 2022) وبلغت أقصى قيمة للنفط في (8 مارس 2022) (123.7) دولاراً للبرميل وذلك يمثل إرتفاعاً بنسبة (86.67%)، أما عن السبب الثاني، يتمثل في إعتماد إقتصاد معظم الدول على السلع الروسية، ويتمثل السبب الثالث، في مخاطر الحرب الروسية الأوكرانية على الأسواق المالية وإضطرابات في سلاسل التوريد العالمية

ويرى الباحث إختلاف تأثير الحرب الروسية الأوكرانية من دولة إلى أخرى فضلاً عن إختلاف تأثيرها على تقلبات عوائد الأسهم من شركة إلى أخرى، وبالتالي فمن الأهمية تحديد طرق لتقادي التقلبات في عوائد الأسهم حتى يتم المحافظة على إستمرارية الشركات وإستثمارتها فضلاً عن حماية مصالح المساهمين وتعظيم ثراوتهم وما يستتبعه من التأثير على القيمة السوقية للسهم، حيث أقرت معظم الدول بحدوث صدمات بالأسواق المالية وخفض عائدات الأصول كما إختلف التأثير قبل وبعد الفترة الزمنية لحدوث الأزمة الروسية الأوكرانية، وبينت أن الدول التي تعتمد على السلع الروسية أو الأوكرانية من المتوقع أن تتأثر بإنهيار سلاسل التوريد العالمية، كما أن العقوبات الإقتصادية التي تم فرضها على روسيا زادت من حدة تقلبات عوائد الأسهم وألحقت الضرر بكافة الإقتصاديات العالمية خلال فترة الأزمة عن ما قبلها بما فيها الدول التي أقرت تلك العقوبات.

2-3-1 الفجوة البحثية وتطوير الفرض الثالث

في ضوء عرض الباحث للدراسات السابقة في مجال العلاقة بين الأزمة الروسية الأوكرانية وتقلبات عوائد الأسهم، فقد لاحظ تضارب النتائج، وهو الأمر الذي دفع الباحث لتطوير الفرض الرئيسي الثالث، وقام بصياغته كالتالي:

"يوجد فروق بين تقلبات عوائد الأسهم قبل وبعد الفترة الزمنية لحدوث الأزمة الروسية الأوكرانية"

4-2 الدراسات التي تناولت العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وتقلبات

عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات

يؤدي مجلس الإدارة دور خاص في نجاح منظمات الأعمال، حيث يتحمل مجلس الإدارة مهام كثيرة في سبيل القيام بدورة في حماية حقوق كافة المتعاملين كما يعد أحد الركائز الأساسية لتفعيل حوكمة الشركات ولضمان فعالية مجلس الإدارة في الرقابة والإشراف وتدعيم إستمرارية الشركات فإن الأمر يتطلب ضرورة توافر عدد من الخصائص في مجلس الإدارة، إلا أنه لوحظ إختلاف تلك الخصائص من دولة إلى أخرى فضلاً عن إختلاف تأثيرها على إستمرارية الشركات وبالتالي فمن الضروري تحديد أهم خصائص مجلس الإدارة المؤثرة على تقلبات عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات في البيئة المصرية.

وعن العلاقة بين إستقلال مجلس الإدارة وإستمرارية الشركات فبينت دراسة (Nguyen &

Thanh, 2021) أنه قد يؤدي إرتفاع نسبة الأعضاء المستقلين إلى أداء مالي متفوق وقيمة أكبر للشركة ، وأكدت الدراسة على أن المديرين المستقلين يؤثرون بشكل إيجابي على قيمة الشركات الهندية، وقد يتعرض الأعضاء المستقلين لمخاطر أعلى من باقي الأعضاء مثل فقدان السمعة الشخصية لذلك فيكون لديهم حوافز أكثر من باقي الأعضاء لزيادة الشفافية والإفصاح بالتقارير المالية للشركات مما ينعكس إيجابياً على أسعار أسهم الشركات (Abrham and Cox, 2007)، وفي ذات السياق وجدت دراسة (Zhu et al., 2016) علاقة إيجابية بين إستقلالية مجلس الإدارة وأداء البنوك في تايوان وكوريا، كما فحصت دراسة (dams and Mehran, 2012)، العلاقة بين الإستقلالية وأداء البنوك في الولايات المتحدة وتوصلت إلى أنها علاقة ليست مهمة.

كما أكدت دراسة (Li, S., et al., 2022) إلى وجود تأثيراً إيجابياً لإستقلال مجلس الإدارة على إستمرارية المنشأة أثناء فترات الأزمات، وأكدت دراسة (Caiffa et al., 2021) على أن إستقلال أعضاء مجلس الإدارة يساهم في الحفاظ على أصول الشركة ونجاح الأنشطة التشغيلية حيث يمارسون وظيفتهم الرقابية بشكل أكثر كفاءة لكونهم أقل عرضة لتضارب المصالح وتمتعهم بالموضوعية ونزاهة الحكم والكفاء المهنية التي تسمح لهم في حل النزاعات بين مساهمي الأقلية والأغلبية مما يحافظ على إستمرارية الشركة، كما خلصت الدراسة إلى أنه قد تنخفض فرص الإستمرارية للشركات نتيجة لإنخفاض نسبة إستقلال مجلس الإدارة.

وعن العلاقة بين الخبرة المالية وإستمرارية الشركات، فجادلت دراسة (Alqudah et al., 2019) وإعتبرت عمر عضو مجلس الإدارة أو الرئيس التنفيذي مؤشراً على وجود الخبرة والكفاءة، أي أن الأعضاء الأكبر سناً في مجلس الإدارة هم أكثر خبرة في إتخاذ القرارات، كما أن الأعضاء ذو الخبرة المالية يتعاملون مع بيئة الأعمال والقرارات الإستثمارية بشكل أفضل، وفي ذات السياق أكدت دراسة (Golka & van der Zwan, 2022) على أن عمر عضو مجلس الإدارة يكون عاملاً مؤثراً في الحكم على خبرته المالية بالإضافة إلى الخبرة الصناعية والخبرة العملية، ومستوى التعليم، وأوضحت دراسة (Minton et al, 2014) أن الخبرة المالية لأعضاء مجلس الإدارة ترتبط بتأثير إيجابي على أداء الشركة، كما أن الخبراء الماليين بمجلس الإدارة يمكنهم من المساهمة في نمو وإزدهار الشركة بسبب رؤيتهم للعمليات والمهام المختلفة، وبينت أنه يتوافر أعضاء ذات خبرة مالية في مجلس الإدارة يعطي الشركة مهارات التعامل مع البيئة الخارجية ونظرة ثاقبة حول المدخلات المختلفة مما يحسن الأداء المالي والإقتصادي للشركة.

ويرى الباحث أن لم يتم دراسة العلاقة بين الخبرة المالية لأعضاء مجلس الإدارة والإستمرارية على نطاق واسع في الدول النامية والمتقدمة، ولا توجد دراسات تجريبية حول ذلك- في حدود علم الباحث ويتوقع أن تؤثر الخبرة المالية على إستمرارية الشركة، إذا أن الخبرة المالية تجعل المديرين على دراية بكافة النواحي المالية وتمكنهم التنبؤ بالأزمات والحد من المخاطر المستقبلية وتقاديها من الأزمات المالية مما يدعم إستمرارية الشركات .

بينما عن العلاقة بين تمثيل العنصر النسائي في مجلس الإدارة وإستمرارية الشركات فأصدرت الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (123) لسنة (2019) والذي تضمن تعديل قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، بإضافة بند إلى المادة (6) حيث يشترط للقيد بداول البورصة المصرية أن يتضمن تشكيل مجلس الإدارة عنصراً نسائياً على الأقل ، وبينت دراسة (Jebran et al., 2020) أن التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة يؤدي دوراً هاماً في الحد من عدم تناسق المعلومات مما يؤدي إلى تقليل مخاطر إنهيار سعر السهم، وأوصت بتواجد ثلاث مديرات أو أكثر في مجلس الإدارة لتحقيق النتائج التنظيمية بصورة فعالة، وتحسين حوكمة الشركات وذلك على عينة من جميع الشركات الصينية المدرجة في بورصتي شنغهاي وشينزن خلال الفترة من (2003 وحتى 2015) وفي دراسة (الطحان & النخال، 2020) تم التعرف على أثر تنوع مجلس الإدارة وفقاً للجنس على الأداء المالي للشركات ، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين نسبة تواجد الإناث

في مجالس إدارات الشركات غير المالية المدرجة بالبورصة المصرية والأداء المالي لتلك الشركات وذلك على عينة بلغ قوامها (300) مشاهدة تمثل بيانات (50) شركة من الشركات غير المالية المدرجة بالبورصة المصرية خلال الفترة من (2014 وحتى 2019)

كما أشارت دراسة (Gharbi & Othmani, 2022) إلى وجود تأثيراً إيجابياً لتواجد الإناث في مجلس الإدارة على بقاء الشركة وذلك لعينة مكونة من (284) شركة فرنسية مدرجة (Euronext Paris) خلال الفترة من (2009 إلى 2017)، وأكدت ذلك دراسة (Mastella et al., 2021) لعينة من (150) شركة برازيلية مطروحة للتداول العام خلال الفترة من (2010 إلى 2018) ، ومن ناحية أخرى أظهرت دراسة (Ghaleb et al., 2021) بوجود تأثيراً سلبياً لتنوع الجنسين في مجلس الإدارة على إستمرارية الشركة وذلك لعينة مكونة من 475 ملاحظة سنوية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من (2011 وحتى 2016).

ويري الباحث بأنه على الرغم من عدم تواجد دراسات سابقة تناولت العلاقة بين التمثيل النسائي في مجلس الإدارة وإستمرارية الشركة- في حدود علم الباحث-، إذا أن التمثيل النسائي يتمتع بخبرات ومهارات وقدرات خاصة، وبالتالي فإن إستمرارية الشركة قد تتأثر بتلك النواحي كما يوصي الباحث بالإستناد إلى إرشادات (هيئة سوق المال والأوراق المالية) (CMSA's, 2002) بأن تكون عملية تعيين أعضاء مجلس الإدارة حساسة لتمثيل الجنسين إستناداً إلى نظرية الإعتماد على الموارد، حيث يمكن لتواجد العنصر النسائي بمجلس الإدارة أن يعزز شرعية الشركة مع توفير المزيد من الروابط مع البيئة الخارجية.

وبدراسة علاقة فترة بقاء المدير التنفيذي وإستمرارية الشركات وجدت دراسة (Alshorman & Shanahan, 2022) علاقة سلبية بين فترة بقاء المديرين التنفيذيين وإدارة الأرباح بالشركة، وقد أشارت الدراسة إلى أن المديرين التنفيذيين الذين لديهم مدة خدمة أطول يهتمون بتلبية توقعات سوق الأوراق المالية من خلال توفير إرشادات لتنبؤات الإدارة، وبالتالي يصبح المدير التنفيذي متحصناً أكثر في وظيفته نظراً لإملاكه الوقت الكافي والفرص لتكوين تحالفات قوية، ولذلك يتجه نحو السيطرة على المجالس وكافة الآليات الداخلية للرقابة، وتحقيق مصالحه الخاصة بدلاً من مصالح المساهمين وهو ما يؤثر سلبياً على الأداء، وفي ذات السياق أوضحت دراسة (Harakeh, et al, 2019) أن

الرؤساء التنفيذيين الذين لديهم مدة خدمة أقصر يهتمون بالممارسات التنافسية للإفصاح المالي وذلك من خلال التلاعب في الأرباح

وفي ذات السياق، فقد فحصت دراسة (Kumar & Zbib, 2022) العلاقة بين القدرة الإدارية للمدير التنفيذي وأداء الشركة خلال فترة أزمة (Covid-19)، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إرتباط إيجابية بين القدرة الإدارية للمدير التنفيذي وأداء الشركات أثناء فترة الأزمة، كما أن زيادة فترة بقاء المديرين التنفيذيين في الشركة يمكن من زيادة العائد على حقوق الملكية بالإضافة إلى تحسين معدل المرونة الداخلية عن غيرها من الشركات وذلك على عينة من (738) شركة أمريكية خلال فترة الأزمة من (3 فبراير 2021 وحتى 23 مارس 2021).

ومن ناحية العلاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي والإستمرارية، يرى الباحث أن لم يتم دراسة العلاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي والإستمرارية على نطاق واسع في الدول النامية والمتقدمة، ولا توجد دراسات تجريبية حول ذلك- في حدود علم الباحث- تأتي مساهمة البحث من خلال دراسة العلاقة بين فترة بقاء المدير التنفيذي والإستمرارية ويتوقع الباحث أن تؤثر فترة بقاء المدير التنفيذي، إذا أن طول فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه سوف تساعده على إقامة المزيد من العلاقات داخل وخارج الشركة والتي قد يترتب عليها العديد من المنافع للمدير التنفيذي مما يؤثر إيجابياً على أداء الشركة وإستمراريتها، أو أن طول الفترة قد تجعله قادراً على تفهم الصعوبات التي تواجه الشركة، وأكثر كفاءة في التعامل مع القضايا الفنية في ظل معرفته بجميع العمليات الخاصة بالشركة.

2-4-1 الفجوة البحثية وتطوير الفرض الرئيسي الرابع

في ضوء عرض الباحث للدراسات السابقة في مجال العلاقة بين الأزمة الروسية الأوكرانية وتقلبات عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات، فقد لاحظ تضارب النتائج، وهو الأمر الذي دفع الباحث لتطوير الفرض الرئيسي الرابع، وقام بصياغته كالتالي:

"يؤدي تفعيل خصائص مجلس الإدارة إلى خفض حدة تقلبات عوائد الأسهم وتدعيم الإستمرارية للشركات في ظل الأزمة الروسية الأوكرانية"

القسم الثالث منهجية الدراسة التطبيقية

تأتي الدراسة التطبيقية لتدعيم الجانب النظري للبحث، وحتى تحقق الدراسة التطبيقية الهدف منها فلا بد من تناول منهجية الدراسة التطبيقية والنماذج الكمية التي تعبر عن فروض البحث، وذلك من خلال تناول النقاط التالية:

3-1 هدف الدراسة التطبيقية

يتمثل الهدف العام للدراسة التطبيقية في إختبار العلاقة بين بعض خصائص مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم وأثر ذلك على إستمرارية الشركات فى ضوء الأزمة الروسية الأوكرانية، وذلك لعينة من شركات المساهمة غير المالية في سوق الأوراق المالية المصرية والمدرجة فى مؤشر (EGX100) (*)، خلال السنوات المالية (2018، 2019، 2020، 2021)، ولذلك يشق من هذا الهدف أهداف فرعية هي:

- تحليل المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية لعينة من الشركات المسجلة في البورصة المصرية خلال السنوات المالية (2018، 2019، 2020، 2021) باستخدام أسلوب تحليل المحتوى وذلك لتفريغ البيانات الكمية لبعض خصائص مجلس الإدارة وهي (إستقلالية مجلس الإدارة، الخبرة المالية والمهنية لمجلس الإدارة، تمثيل عنصر النساء فى مجلس الإدارة، بقاء المدير التنفيذي)، وبيان أثر كل خاصية على تقلبات عوائد الأسهم لهذه الشركات.
- إختبار أثر تقلبات عوائد الأسهم لشركات عينة الدراسة على إستمرارية الشركات.
- دراسة مدى وجود تباين بين تقلبات عوائد الأسهم في الفترة الزمنية قبل وبعد حدوث الأزمة الروسية الأوكرانية.
- إختبار دور تفعيل خصائص مجلس الإدارة في خفض حدة تقلبات عوائد الأسهم وتدعيم إستمرارية الشركات في ظل الأزمة الروسية الأوكرانية من خلال دراسة إختبارية بالإعتماد على قائمة إستقصاء توجه إلى عينة من (أعضاء مجلس الإدارة والإدارة المالية) من نفس شركات المساهمة الممثلة لعينة الدراسة والتي واجهت تقلبات في عوائد الأسهم خلال فترة الدراسة التطبيقية.

(*) إختار الباحث مجتمع الدراسة وهو الشركات المدرجة ضمن مؤشر EGX 100 بإعتبارها أنشط الشركات الموجودة داخل سوق الأوراق المالية المصرية، حيث إنه يتكون من الشركات المدرجة في مؤشر EGX 30 وهي الشركات الأنشط وفقاً لرأس المال السوقي المرجح، بالإضافة الي الشركات المدرجة في مؤشر EGX 70 بإعتبارها أنشط الشركات وفقاً لحجم التداول، مما يعد مؤشر EGX 100 ممثلاً جيداً لمختلف القطاعات.

3-2 فروض الدراسة التطبيقية

في ضوء الإطار النظري للبحث واستناداً إلى الأهداف التي يسعى البحث لتحقيقها، يمكن للباحث صياغة مجموعة من الفروض على النحو التالي:

3-2-1 الفرض الرئيسي الأول: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين خصائص مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم.

▪ **الفرض الفرعي الأول:** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين إستقلالية مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم.

▪ **الفرض الفرعي الثاني:** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الخبرة المالية والمهنية لمجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم.

▪ **الفرض الفرعي الثالث:** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تمثيل عنصر النساء في مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم.

▪ **الفرض الفرعي الرابع:** توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين بقاء المدير التنفيذي وتقلبات عوائد الأسهم.

3-2-2 الفرض الرئيسي الثاني: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلبات عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات.

3-2-3 الفرض الرئيسي الثالث: يوجد فروق بين تقلبات عوائد الأسهم قبل وبعد الفترة الزمنية لحدوث الأزمة الروسية الأوكرانية.

3-2-4 الفرض الرئيسي الرابع: يؤدي تفعيل خصائص مجلس الإدارة إلى خفض حدة تقلبات عوائد الأسهم وتدعيم الإستمرارية للشركات في ظل الأزمة الروسية الأوكرانية.

3-3 مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المدرجة بمؤشر البورصة بالمصرية (EGX 100) خلال الفترة من عام (2018 حتى عام 2021)، وقد إختار الباحث عينة الدراسة موزعة على عدد من القطاعات الإقتصادية المختلفة وفقاً لمدى إستيفاء الشركات لمجموعة من المحددات والضوابط وهي:

- توافر التقارير المالية عن الشركة بانتظام خلال فترة الدراسة، ويتم الإفصاح عنها بالعملة المحلية المصرية (الجنيه المصري).

- أن تكون الشركة قد مضى على قيدها في البورصة أربعة سنوات أو أكثر وهي فترة الدراسة.
 - ألا تكون الشركة قد تعرضت للشطب أو الإندماج أو التوقف خلال فترة الدراسة.
 - إستبعاد قطاعي البنوك والخدمات المالية لما لهما من خصائص تميز طبيعة عملهما، والتي تنعكس على المعلومات الواردة في التقارير المالية، بالإضافة إلى إختلاف المتطلبات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها هذه المؤسسات.
- وقد أسفر تطبيق المعايير السابقة عن اختيار عدد (70) شركة بإجمالي (280) مشاهدة لتمثل عينة الدراسة موزعة على عدد من القطاعات الإقتصادية المختلفة، ويوضح الجدول التالي مجتمع الدراسة وإجراءات اختيار العينة، وذلك كما يلي:

جدول 2: إجراءات اختيار العينة

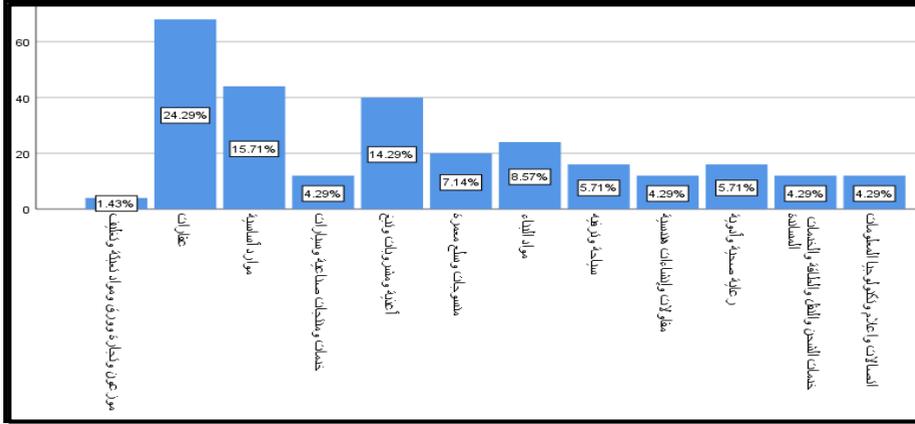
اسم القطاع	عدد الشركات	عدد المشاهدات (مدة الدراسة 4 سنوات)	النسبة
إجمالي شركات المجتمع (EGX100)	100	400	100%
تستبعد شركات قطاعي البنوك والخدمات المالية	21	84	21%
تستبعد شركات لعدم توافر باقي شروط العينة بها	9	36	9%
عينة الدراسة	70	280	70%

وفي ضوء الجدول السابق يمكن للباحث تحديد شركات العينة ونسبة كل قطاع من القطاعات المكونة للعينة بعد إستبعاد القطاعات المالية ودمج بعض القطاعات مع بعضها البعض كما يلي:

جدول 3: القطاعات التي تمثل عينة الدراسة

اسم القطاع	عدد الشركات	عدد المشاهدات (مدة الدراسة 3 سنوات)	النسبة على مستوى العينة
موزعون وتجارة وورق ومواد تعبئة وتغليف	1	4	1.4%
عقارات	17	68	24.3%
موارد أساسية	11	44	15.7%
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	3	12	4.3%
إغذية ومشروبات وتبغ	10	40	14.3%
منسوجات وسلع معمرة	5	20	7.1%
مواد البناء	6	24	8.6%
سياحة وترفيه	4	16	5.7%
مقاولات وإنشاءات هندسية	3	12	4.3%
رعاية صحية وأدوية	4	16	5.7%
خدمات الشحن والنقل والطاقة والخدمات المساندة	3	12	4.3%
اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات	3	12	4.3%
الإجمالي	70	280	100.0%

ويوضح الشكل التالي القطاعات الممثلة في عينة الدراسة



شكل 2: القطاعات التي تمثل عينة الدراسة

3-4 مصادر الحصول على البيانات

إعتمدت الدراسة التطبيقية على أسلوب تحليل المحتوى، سواء كان ذلك ضمن القوائم المالية السنوية للشركة، أو الإيضاحات المتممة للقوائم المالية، المعلومات المتوفرة على الموقع الإلكتروني للشركة، أو من المعلومات المتوفرة على موقع البورصة المصرية <https://egx.com.eg>، ومواقع التحليل الإحصائي ذات الصلة مثل موقع مباشر مصر www.Mubasher.info، وموقع شركة <https://sa.investing.com>.

3-5 فترة وحدود الدراسة التطبيقية

تغطي الدراسة السنوات المالية (2018، 2019، 2020، 2021) وذلك بهدف قياس متغيرات الدراسة في هذه الفترة، ونظراً للطبيعة الديناميكية لشبكة الإنترنت حيث لا يمكن زيارة مواقع الإنترنت عن فترات سابقة والتعرف على محتوياتها لذلك إختار الباحث الفترة من (2022/11/1 وحتى 2022/12/15) لزيارة المواقع الإلكترونية لشركات العينة لتفريغ بيانات المتغيرات المستهدفة في التحليل الإحصائي للدراسة.

ويقتصر الباحث عند إختباره أثر خصائص مجلس الإدارة على تقلبات عوائد الأسهم على بعض الخصائص وهي (إستقلالية مجلس الإدارة، الخبرة المالية والمهنية لمجلس الإدارة، تمثيل عنصر النساء في مجلس الإدارة، بقاء المدير التنفيذي)، وذلك إتساقاً مع العديد من الدراسات السابقة التي

تناولت هذه المتغيرات عند قياسها العلاقة بين خصائص الإدارة وعوائد الأسهم، كما يقتصر الباحث عند قياسه لإستمرارية الشركة مالياً على نموذج (ألتمان) دون باقى النماذج، وذلك لما أثبتته الدراسات السابقة من جودة هذا النموذج ودقة نتائجه عند قياس التنبؤ بالفشل المالي للشركة وبالتالي عدم إستمراريتها بالإضافة إلى أنه مناسب لظروف البيانات المالية للشركات فى بيئة الأعمال المصرية.

3-6 طرق قياس متغيرات الدراسة

يمكن للباحث توضيح طريقة قياس متغيرات الدراسة ومبررات إختيار المتغيرات الرقابية كما يلي:

3-6-1 خصائص مجلس الإدارة (BC) Board characteristics

في ضوء نتائج الجانب النظرى وقياساً على دراسة (Jin et al., 2022) إختار الباحث بعض خصائص مجلس الإدارة وهي (إستقلالية مجلس الإدارة، الخبرة المالية والمهنية لمجلس الإدارة، تمثيل عنصر النساء فى مجلس الإدارة، بقاء المدير التنفيذي) لتمثل المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تؤثر على تقلبات عوائد الأسهم وفيما يلي طريقة قياس هذه المتغيرات من خلال الجدول (4) التالي:

جدول 4: طريقة قياس المتغيرات المستقلة التي تؤثر على عوائد الأسهم

الدراسات السابقة	العلاقة المتوقعة مع المتغير التابع (تقلبات عوائد الأسهم)	طريقة القياس	الرمز	خصائص مجلس الإدارة
Abu Afifa et al., 2022 Gong et al., 2021; Tam et al., 2021	عكسية (-)	يقاس إستقلالية مجلس الإدارة من خلال نسبة الأعضاء المستقلين (غير التنفيذيين) فى مجلس إدارة الشركة إلى إجمالى أعضاء مجلس الإدارة	BIND	إستقلالية مجلس الإدارة
Golka & van der Zwan, 2022 Das et al., 2022	عكسية (-)	يقاس من خلال نسبة الأعضاء التي لديهم خبرات مالية ومهنية (الحاصلين على بكالوريوس تجارة أو دبلومات وشهادات مهنية متخصصة فى المحاسبة) فى مجلس إدارة الشركة إلى إجمالى أعضاء مجلس الإدارة	BEXP	الخبرة المالية والمهنية لمجلس الإدارة
Brodmann et al., 2022 Musa et al., 2020	عكسية (-)	يقاس من خلال نسبة النساء فى مجلس إدارة الشركة إلى إجمالى أعضاء مجلس الإدارة	FEM ALE	تمثيل عنصر النساء فى مجلس الإدارة
Gong et al., 2021 Colak & Liljebloom, 2022	عكسية (-)	يقاس كمتغير وهمى يأخذ القيمة (1) فى حالة بقاء المدير التنفيذي فى منصبه خلال فترة الدراسة والقيمة (0) فى غير ذلك.	CEOS	بقاء المدير التنفيذي

3-6-2 تقلبات عوائد الأسهم (SRETVOL) (stock returns volatility)

لأغراض الدراسة الحالية، وإتساقاً مع بعض أدبيات المحاسبة التطبيقية المعاصرة والمعنية بقياس تقلبات عوائد أسهم الشركات المقيدة في أسواق المال (Habib & Hanan, 2017; Mazzacato & Tancloni, 2012) إعتمدت الدراسة الحالية في قياسها المحاسبي لتقلبات عوائد الأسهم وفي ضوء طبيعة البيانات المالية المتاحة لسوق المال المصري، على قيمة الانحراف المعياري للعوائد الشهرية لسهم كل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كلاً على حدة خلال كل سنة مالية داخل نطاق فترة الدراسة، وذلك وفقاً للخطوتين التاليتين:

- الخطوة الأولى: قياس العائد الشهري لسهم شركة، وفقاً للصيغة الرياضية التالية:

$$\text{Stock Return}_{i,m} = (\text{Stock Price}_m - \text{Stock Price}_{m-1}) / \text{Stock Price}_{m-1} \dots (1)$$

حيث $\text{Stock Return}_{i,m}$ عائد سهم الشركة i خلال الشهر m ، Stock Price_m سعر إغلاق سهم الشركة i آخر الشهر m ، Stock Price_{m-1} سعر إغلاق سهم الشركة i آخر الشهر $m-1$.
1.

- الخطوة الثانية: قياس قيمة الانحراف المعياري للعوائد الشهرية لسهم الشركة خلال السنة المالية، وفقاً للصيغة الرياضية التالية:

$$\text{STDEV}_{i,t} = \sqrt{\frac{\sum (\text{Stock Return}_{i,m} - \text{Average Stock Return}_{i,t})^2}{(n-1)}} \dots (2)$$

حيث، $\text{STDEV}_{i,t}$ الانحراف المعياري للعوائد الشهرية لسهم الشركة i خلال الفترة t ، $\text{Average Stock Return}_{i,t}$ الوسط الحسابي لعوائد سهم الشركة i خلال الفترة t ، n عدد المشاهدات خلال الفترة والتي تمثل عدد شهور تحقق عوائد الأسهم خلال السنة المالية.

3-6-3 إستمرارية الشركات (Altman Z-Score)

من إستقراء وتحليل الدراسات السابقة (Hu & Tam, 2020; Thompson & Adasi Manu, 2020; Caiffa et al., 2021; Oskouei & Sureshjani, 2021) وجد الباحث أن معظمها يعتمد على مقاييس مالية لقياس إستمرارية الشركة في المستقبل ومن أشهر هذه المقاييس نموذج ألتمان

للتنبؤ بالفشل المالي للشركة وبالتالي عدم القدرة على الإستمرار والذي اعتمد عليه الباحث في قياس إستمرارية الشركة.

ويتم قياسه بالإعتماد على نموذج Altman Z للتنبؤ بالتعثر المالي للشركة وبالتالي إستمراريتها، وذلك قياساً على دراسات (Nia 2015, Mahama 2015)، وذلك من خلال المعادلة الآتية:

$$Z=1.2*X1+1.4*X2+3.3*X3+0.6*X4+1.0*X5$$

حيث: X1: رأس المال/ إجمالي الأصول، X2: الأرباح المحتجزة/ إجمالي الأصول، X3: الأرباح قبل الفوائد والضرائب/ إجمالي الأصول، X4: القيمة السوقية لحقوق الملكية/ القيمة الدفترية لإجمالي الديون، X5: صافي المبيعات/ إجمالي الأصول
وفي ضوء نتيجة المعادلة السابقة (قيمة Z) تم تقسيم الشركات إلى ثلاثة فئات من خلال متغير وهمي يأخذ القيم التالية حسب قيمة Z:

جدول 5: تقسيم الشركات

الفئة	المنطقة	Altman Z-Score	الدلالة	نتائج النموذج
1	المنطقة الحمراء	أقل من 1.81	عدم وجود إستمرارية للمنشأة	النموذج يتوقع أن المؤسسة سوف تفلس وهي مؤسسة فاشلة.
2	المنطقة الرمادية	يساوى أو أكبر من 1.81 حتى أقل من 2.99	لا يمكن الحكم على إستمرارية المنشأة	النموذج لا يستطيع الحكم بدقة على إمكانية إفلاس المؤسسة أو عدم إفلاسها
3	المنطقة الخضراء	يساوى أو أكبر من 2.99	وجود إستمرارية للمنشأة	النموذج يتوقع أن المؤسسة لن تفلس وهي مؤسسة ناجحة

3-6-4 متغيرات الرقابة (CONTROL VARIABLE)

تشمل متغيرات الرقابة بعض العوامل المؤثرة على المتغيرات التابعة (قد تكون ذات تأثير محتمل على تقلبات عوائد الأسهم وبالتالي إستمرارية الشركات)، ولكنها لا تدخل في نطاق الدراسة محل البحث، وتم إضافتها من أجل ضبط العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، ومن أهم هذه المتغيرات: (ربحية الشركة، ودرجة الرفع المالي، وجودة حوكمة الشركات)، ويمكن تناول هذه المتغيرات كما يلي (Chouaibi et al., 2021)

• **ربحية الشركة (ROA):** ويعبر عنه بمعدل العائد على الأصول ويكشف عن جودة الأداء المالي للشركة وقدرتها على الإستمرار في الأعمال ويحسب من خلال صافي ربح العام قبل الضرائب مقسوماً على إجمالي الأصول.

• **درجة الرفع المالي (Lev):** تشير الرافعة المالية إلى إستخدام الموارد المالية مثل (الديون والأموال المقترضة) لزيادة العائد على الأصول حيث تحتاج الشركة إلى إدارة أصولها بكفاءة لتحقيق أهدافها ومواجهة المنافسة في الأسواق المحلية والدولية، ومن ثم فقد أصبحت الرافعة المالية مكون مهم في مدى إستمرارية الشركة، ويتم قياس درجة الرفع المالي للشركة من خلال قسمة إجمالي الإلتزامات على إجمالي الأصول.

• **جودة حوكمة الشركات (CGQ):** ويعتبر من المتغيرات التي تؤثر على أداء الشركة السوقي وإستمراريتها، حيث أن الشركات التي تلتزم بتطبيق آليات الحوكمة تتخضع لديها ممارسات إدارة الأرباح، وبالتالي تتخضع بها تقلبات عوائد الأسهم وتكون قادرة على الإستمرار في بيئة الأعمال واستخدم الباحث مؤشر تجميعي لقياس جودة آليات الحوكمة داخل الشركة، حيث يأخذ القيمة من (صفر إلى 10) حسب مدى توافر مؤشرات جودة الحوكمة والتي تتمثل في إستقلال أكثر من نصف أعضاء المجلس، وعدم الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب، وعدد أعضاء لجنة المراجعة لا يقل عن ثلاثة أعضاء، وإستقلال أعضاء اللجنة، وتوافر الخبرات المالية والمحاسبية في أعضاء اللجنة، وعدد مرات اجتماع لجنة المراجعة لا يقل عن (4) مرات سنويًا، وجود دليل عمل للجنة المراجعة، وجود لجنة للحوكمة، وجود لجنة لإدارة المخاطر، إرتباط الشركة بأحد مكاتب المراجعة الكبرى (الدليل المصري لحوكمة الشركات- الإصدار الثالث، 2016).

ويمكن للباحث تليخيص طرق قياس متغيرات الدراسة من خلال الجدول التالي:

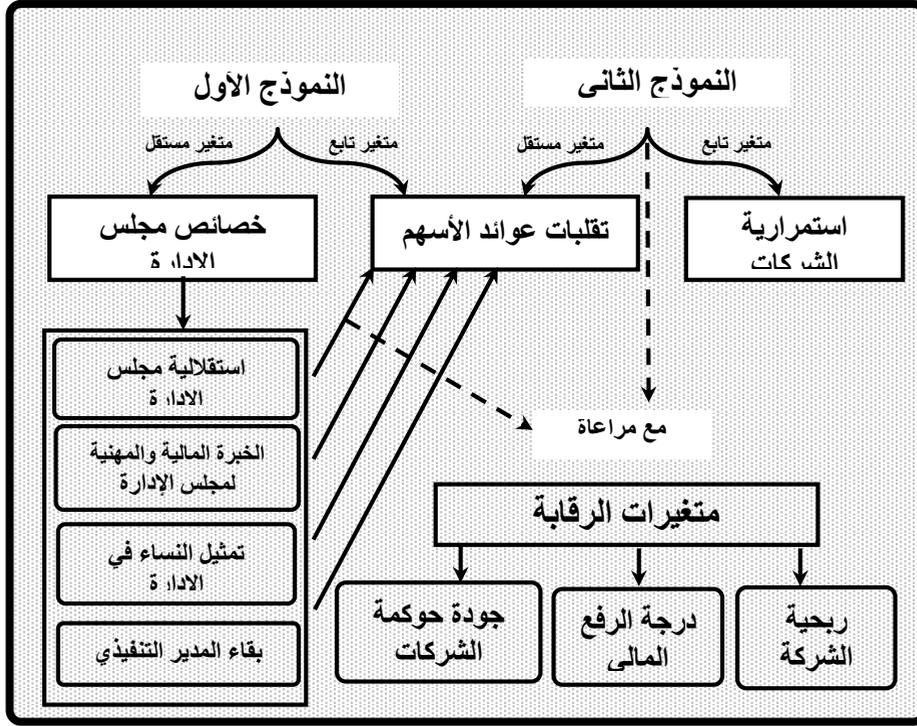
جدول 6: التعريف بمتغيرات الدراسة وطريقة قياسها

المتغيرات	الرمز	طريقة القياس	مصدر البيانات
أولاً: المتغيرات المستقلة: (خصائص مجلس الإدارة)			
إستقلالية مجلس الإدارة	BIND	يقاس إستقلالية مجلس الإدارة من خلال نسبة الأعضاء المستقلين (غير التنفيذيين) في مجلس إدارة الشركة إلى إجمالي أعضاء مجلس الإدارة.	الإيضاحات المتممة والموقع الرسمي للشركة وتقرير مجلس الإدارة
الخبرة المالية والمهنية لمجلس الإدارة	BEXP	يقاس من خلال نسبة الأعضاء التي لديهم خبرات مالية ومهنية (الحاصلين على بكالوريوس تجارة أو دبلومات وشهادات مهنية متخصصة في المحاسبة) في مجلس إدارة الشركة إلى إجمالي أعضاء مجلس الإدارة.	مجلس الإدارة

	يفاس من خلال نسبة النساء في مجلس إدارة الشركة إلى إجمالي أعضاء مجلس الإدارة.	FEMALE	تمثيل عنصر النساء في مجلس الإدارة
	يفاس كمتغير وهمى يأخذ القيمة (1) في حالة بقاء المدير التنفيذي في منصبه خلال فترة الدراسة والقيمة (0) في غير ذلك.	CEOS	بقاء المدير التنفيذي
ثانياً: المتغيرات التابعة:			
القوائم المالية ومواقع التحليل الإحصائي والموقع الرسمي للبورصة	بالإعتماد على قيمة الانحراف المعياري للعوائد الشهرية للشركات المتمثلة في عينة الدراسة كل على حدة خلال كل سنة مالية من خلال قياس العائد الشهري لسهم الشركة ثم قيمة الانحراف المعياري للعوائد الشهرية لسهم الشركة خلال السنة المالية.	SRETVOL	تقلبات عوائد الأسهم
	ويتم قياسه بالإعتماد على نموذج Altman Z للتنبؤ بالتعثر المالي للشركة وبالتالي إستمراريتها، وذلك قياساً على دراسات (Nia 2015, Mahama 2015).	Altman Z-Score	إستمرارية الشركات
ثالثاً: المتغيرات الرقابية:			
القوائم المالية والموقع الرسمي للبورصة	يحسب من خلال صافي ربح العام قبل الضرائب مقسوماً على إجمالي الأصول.	ROA	ربحية الشركة
	يتم قياس درجة الرفع المالي للشركة من خلال قسمة إجمالي الإلتزامات على إجمالي الأصول.	LEV	درجة الرفع المالي
	استخدم الباحث مؤشر تجميعي لقياس جودة الحوكمة داخل الشركة، حيث يأخذ القيمة من (صفر إلى 10) حسب مدى توافر مؤشرات جودة الحوكمة.	CGQ	جودة آليات حوكمة

7-3 نماذج الدراسة التطبيقية

في إطار العرض السابق لمتغيرات الدراسة وإستناداً لفروض البحث يمكن صياغة نموذج الدراسة من خلال الشكل التالي:



شكل 3: نموذج البحث

وفى ضوء الشكل السابق يتكون نموذجين أساسيين كما يلي

- **النموذج الأول للدراسة:** هو نموذج لإختبار أثر خصائص مجلس الإدارة وهي (إستقلالية مجلس الإدارة، الخبرة المالية والمهنية لمجلس الإدارة، تمثيل عنصر النساء في مجلس الإدارة، بقاء المدير التنفيذي) على تقلبات عوائد الأسهم في ضوء العوامل الرقابية، ويغطي هذا النموذج الفرض الرئيسي الأول للدراسة "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين خصائص مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم"، ويمكن التعبير عن النموذج بالمعادلة الكمية التالية:

معادلة النموذج الرئيسي الأول:

$$SRETVOL = \beta_0 - \beta_1 (BIND) - \beta_2 (BEXP) - \beta_3 (FEMALE) - \beta_4 (CEOS) - \beta_5 (ROA) + \beta_6 (LEV) - \beta_7 (CGQ) + \varepsilon_{it}$$

حيث (SRETVOL): تقلبات عوائد الأسهم، **BIND**: هو إستقلالية مجلس الإدارة، (**BEXP**) هو الخبرات المالية والمهنية لمجلس الإدارة، (**FEMALE**) نسبة تمثيل عنصر النساء فى مجلس الإدارة، (**CEOS**) هو مدى بقاء المدير التنفيذي، (**ROA**) ربحية الشركة، (**LEV**) درجة الرفع المالي للشركة، (**CGQ**) جودة حوكمة الشركات، والباحث إفترض مبدئياً وجود علاقة سلبية بين جميع المتغيرات المستقلة والمتغير التابع بإستثناء درجة الرفع المالي.

وفى ضوء النموذج السابق قام الباحث بإختبار النماذج الفرعية التالية والتي تمثل أثر كل خاصية من خصائص مجلس الإدارة منفردة على تقلبات عوائد الأسهم وذلك كما يلى:

معادلة النموذج الأول (أ): الفرض الفرعي الأول

$$SRETVOL = \beta_0 - \beta_1 (BIND) - \beta_2 (ROA) + \beta_3 (LEV) - \beta_4 (CGQ) + \varepsilon_{it}$$

معادلة النموذج الأول (ب): الفرض الفرعي الثاني

$$SRETVOL = \beta_0 - \beta_1 (BEXP) - \beta_2 (ROA) + \beta_3 (LEV) - \beta_4 (CGQ) + \varepsilon_{it}$$

معادلة النموذج الأول (ج): الفرض الفرعي الثالث

$$SRETVOL = \beta_0 - \beta_1 (FEMALE) - \beta_2 (ROA) + \beta_3 (LEV) - \beta_4 (CGQ) + \varepsilon_{it}$$

معادلة النموذج الأول (د): الفرض الفرعي الرابع

$$SRETVOL = \beta_0 - \beta_1 (CEOS) - \beta_2 (ROA) + \beta_3 (LEV) - \beta_4 (CGQ) + \varepsilon_{it}$$

▪ النموذج الثاني للدراسة: هو نموذج لإختبار أثر تقلبات عوائد الأسهم على إستمرارية الشركات فى ضوء العوامل الرقابية، ويغطي هذا النموذج الفرض الرئيسي الثاني للدراسة **توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلبات عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات**، ويمكن التعبير عن النموذج بالمعادلة الكمية التالية: **معادلة النموذج الرئيسي الثاني:**

$$Altman Z-Score = \beta_0 - \beta_1 (SRETVOL) - \beta_2 (ROA) + \beta_3 (LEV) - \beta_4 (CGQ) + \varepsilon_{it}$$

حيث (SRETVOL): تقلبات عوائد الأسهم، (Altman Z-Score) مقياس إستمرارية الشركة، (ROA) ربحية الشركة، (LEV) درجة الرفع المالي للشركة، (CGQ) جودة حوكمة الشركات، والباحث إفترض مبدئياً وجود علاقة سلبية بين جميع المتغيرات المستقلة والمتغير التابع بإستثناء درجة الرفع المالي. ويشير الباحث هنا أن الفرض الرئيسي الثالث والذي ينص على "يوجد فروق بين تقلبات عوائد الأسهم قبل وبعد الفترة الزمنية لحدوث الأزمة الروسية الأوكرانية" يتم إختباره من خلال دراسة مدى وجود تباين بين تقلبات عوائد الأسهم في الفترة الزمنية قبل وبعد حدوث الأزمة الروسية الأوكرانية، وبالتالي لا يحتاج إلى بناء نموذج كمي وهو نفس الأمر عند إختبار الفرض الرابع الرئيسي والذي ينص على "يؤدي تفعيل خصائص مجلس الإدارة إلى خفض حدة تقلبات عوائد الأسهم وتدعيم الإستمرارية للشركات في ظل الأزمة الروسية الأوكرانية" حيث يتم إختباره من خلال دراسة إختبارية بالإعتماد على قائمة استقصاء توجه إلى عينة من (أعضاء مجلس الإدارة والإدارة المالية) من نفس شركات المساهمة الممثلة لعينة الدراسة والتي واجهت تقلبات في عوائد الأسهم خلال فترة الدراسة التطبيقية.

القسم الرابع: تحليل نتائج الدراسة وإختبار الفروض

اعتمد تحليل نتائج الدراسة على ثلاث مراحل بدأت بالتحقق من صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي، ثم عرض الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة إنتهاء بتقدير نماذجها وإختبار الفروض إحصائياً، وذلك كما يلي:

4-1 إختبار صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي: ويتم ذلك من خلال القيام بما يلي:

أولاً: إختبار مدى إتباع البيانات للتوزيع الطبيعي (Normal Distribution Test)

للتحقق من مدى إقتراب البيانات من توزيعها الطبيعي تم إستخدام إختبار (Kolmogorov - Smirnov) وإختبار (Shapiro-Wilk) للتأكد من أن نمط التوزيع الذي تسلكه بيانات الدراسة هو توزيع طبيعي وذلك بالنسبة لمتغيرات الدراسة المتصلة، وذلك لتحديد نوع الإختبارات التي سيستخدمها الباحث في التحليل الإحصائي للبيانات ما بين إختبارات الإحصاء المعلمي وإختبارات الإحصاء اللامعلمي، والجدول التالي يوضح قيم الإختبارات ومستوى المعنوية لكل متغير أمام كل إختبار:

جدول 7: التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة المتصلة

Variables		Kolmogorov-Smirnov Statistic		Shapiro-Wilk Statistic	
		Value	Sig.	Value	Sig.
تقلبات عوائد الأسهم	SRETVOL	0.246	0.000	0.795	0.000
إستمرارية الشركات (نموذج ألتمان)	Altman Z	0.109	0.000	0.877	0.000
إستقلالية مجلس الإدارة	BIND	0.119	0.000	0.977	0.000
الخبرة المالية والمهنية لمجلس الإدارة	BEXP	0.127	0.000	0.949	0.000
تمثيل النساء في مجلس الإدارة	FEMALE	0.175	0.000	0.938	0.000
ربحية الشركة	ROA	0.117	0.000	0.936	0.000
درجة الرفع المالي	LEV	0.048	0.200	0.986	0.008
جودة حوكمة الشركات	CGQ	0.164	0.000	0.892	0.000

ويتضح من الجدول السابق أن قيمة مستوى المعنوية (Sig.) لإختبار (Kolmogorov-Smirnov) وإختبار (Shapiro-Wilk) أقل من (0,05) لجميع المتغيرات، وبناءً على ذلك فإن البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة لا تتبع التوزيع الطبيعي، وبناءً على النتيجة السابقة فإن البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة لا تتبع التوزيع الطبيعي، وهذا من وجهة نظر الباحث لا يؤثر على نتائج التحليل ويبرر ذلك بكون حجم المشاهدات والتي تمثلت في (280) مشاهدة، حيث وفقاً لنظرية النهاية المركزية الإحصائية تعتبر البيانات تتبع التوزيع الطبيعي إذا كان حجم المجتمع كبير (أمين 2013)، وبالإضافة إلى ذلك ولخفض أثر مشكلة عدم خطية البيانات قام الباحث باستخدام التحويلات الإحصائية (Transformation) من خلال أخذ اللوغاريتم الطبيعي لبعض المتغيرات (Log) وذلك لجعل التباين أكثر إستقراراً وتقريب البيانات من العلاقة الخطية (الزغبي، الطلاحفة 2012)، والجدير بالذكر أن البيانات الخاصة بباقي المتغيرات (بقاء المدير التنفيذي) لا تخضع لشروط إختبار التوزيع الطبيعي فهو متغير غير متصل (وهمي) (Dummy Variables) ذات قيم ثنائية، وفي ضوء ما سبق يلتزم الباحث عند إختبار الفروق المرتبطة بالمتغيرات التي لا تتبع بياناتها التوزيع الطبيعي استخدام الإختبارات اللامعلمية.

ثانياً: إختبار التداخل أو الإزدواج الخطي (Collinearity Test)

يتم التحقق من مشكلة التداخل أو الإزدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة من خلال إختبار (Multicollinearity Test) والذي من خلاله يتم حساب معامل تضخم التباين (Variance

Inflation Factor (VIF) لكل متغير من المتغيرات المستقلة التي تؤثر في المتغير التابع، وذلك لنماذج الدراسة كما يلي:

جدول 8: نتائج إختبار (M. I. Test) لنماذج الدراسة

Collinearity Test										المتغيرات المستقلة في نماذج الدراسة (مستقلة ورقابية)
النموذج الرئيسي الثاني	نتائج إختبار التداخل الخطي									
	النموذج الرئيسي الأول		النموذج الفرعي الثالث		النموذج الفرعي الثاني		النموذج الفرعي الأول			
المتغير التابع: إستمرارية الشركات		المتغير التابع: تقلبات عوائد الأسهم								
VIF	Tole	VIF	Tole	VIF	Tole	VIF	Tole	VIF	Tole	
-	-	-	-	-	-	-	-	1.86	0.537	إستقلالية مجلس الإدارة
-	-	-	-	-	-	1.41	0.706	-	-	الخبرة المالية والمهنية
-	-	-	-	2.30	0.434	-	-	-	-	تمثيل النساء في الإدارة
-	-	3.37	0.296	-	-	-	-	-	-	بقاء المدير التنفيذي
3.75	0.266	-	-	-	-	-	-	-	-	تقلبات عوائد الأسهم
1.32	0.753	1.33	0.750	1.33	0.747	1.32	0.753	1.32	0.753	ربحية الشركة
1.20	0.827	1.20	0.829	1.23	0.812	1.20	0.828	1.20	0.827	درجة الرفع المالي
4.14	0.241	3.98	0.251	2.53	0.394	1.90	0.525	2.33	0.428	جودة حوكمة الشركات

يتضح للباحث من الجدول السابق أن قيم (VIF) لجميع المتغيرات المستقلة ومتغيرات الرقابة في جميع نماذج الدراسة أقل من (10)، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة في كل نموذج لا تعاني من مشكلة التداخل أو الإزدواج الخطي فالإرتباط بينها ليس له دلالة إحصائية ومنخفض جداً، الأمر الذي يدل على قوة النموذج المستخدم في تفسير وتحديد تأثيرات المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة.

ثالثاً: إختبار الإرتباط الذاتي (Autocorrelation Test)

للتحقق من خلو متغيرات الدراسة في كل النماذج من مشكلة الإرتباط الذاتي تم إستخدام إختبار (Durbin Watson Test)، وهو ما يتضح من الجدول التالي:

جدول 9: نتائج إختبار الإرتباط الذاتي (Durbin Watson Test)

Durbin Watson Test					
النموذج الرئيسي الثاني	نتائج إختبار الإرتباط الذاتي				
	النموذج الرئيسي الأول				
	النموذج الفرعي الرابع	النموذج الفرعي الثالث	النموذج الفرعي الثاني	النموذج الفرعي الأول	
1.262	0.953	0.933	0.941	0.971	قيمة (D-W)

يتضح للباحث من الجدول السابق أن قيم (D-W) المحسوبة لجميع النماذج تقترب من المدى المثالي وهو الذي يزيد عن (1)، وفقاً لجدول (Durbin Watson Test) عند مستوى معنوية (0.05) مع أخذ في الاعتبار حجم المشاهدات وعدد المتغيرات الداخلة في النموذج، مما يدل على عدم وجود مشكلة للإرتباط الذاتي بين المتغيرات المستقلة في نماذج الدراسة تؤثر على صحة النتائج، وفي ضوء ما سبق يتضح للباحث أن المتغيرات المستقلة لا تعاني من مشكلة التداخل أو الإزدواج الخطي وعدم وجود مشكلة للإرتباط الذاتي فيما بينها، وبالتالي قوة نماذج الدراسة وزيادة قدرتها التفسيرية، ومن ثم صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي.

4-2 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

يظهر الجدول التالي نتائج توصيف متغيرات الدراسة وذلك على مدار سنوات الدراسة المشاهدات بالكامل (panel data)، وذلك كما يلي:

جدول 10: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات الكمية	النوع	متغيرات الدراسة	الرمز	الوسط	الانحراف المعياري	أقصى قيمة	أقل قيمة	التباين
المتغيرات الكمية	خصائص الإدارة	إستقلالية مجلس الإدارة	BIND	0.479	0.2008	0.95	0.00	0.040
		الخبرة المالية والمهنية	BEXP	0.303	0.1522	0.71	0.00	0.023
		تمثيل النساء في الإدارة	FEMALE	0.175	0.114	0.40	0.00	0.013
	المتغيرات التابعة	تقلبات عوائد الأسهم	SRETVOL	0.790	0.635	4.33	0.00	0.404
		إستمرارية الشركات	Altman Z	6.85	3.52	33.92	2.04-	12.422
	المتغيرات الرقابية	ربحية الشركة	ROA	0.066	0.106	0.448	0.181-	0.011
		درجة الرفع المالي	LEV	0.435	0.225	1.04	0.00	0.051
		جودة حوكمة الشركات	CGQ	7.95	1.742	10	4	3.034
تصنيف المشاهدات								
توصيف المتغيرات (غير الكمية) الوهمية	المتغير	الرمز	بقاء المدير التنفيذي	بقاء المدير التنفيذي	عدم بقاء المدير التنفيذي في منصبه			
	بقاء المدير التنفيذي	CEOS	204	72.9%	76	27.1%		
	المتغير	الرمز	المنطقة الحمراء	المنطقة الرمادية	المنطقة الخضراء			
	درجة الإستمرارية	Altman Z Score	عدد نسبة	12	8	260	92.9%	2.9%

يتضح للباحث من الجدول السابق النتائج التالية

4-2-1 بالنسبة لخصائص مجلس الإدارة

- بلغ متوسط درجة الإستقلالية لمجلس الإدارة على مدار الدراسة (0.47)، بنسبة (47%) وهي نسبة الأعضاء المستقلين (غير التنفيذيين) في مجلس إدارة الشركة إلى إجمالي أعضاء مجلس الإدارة، وتدل على الإلتزام بقواعد حوكمة الشركات والتي تنص على وجود أعضاء غير تنفيذيين في مجلس الإدارة وبمقارنة متوسط إستقلال مجلس الإدارة للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ وجود إنخفاض عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ متوسط إستقلال مجلس الإدارة (0,70)، (0,79)، (0,72)، (0,72) في دراسة (Sharma, 2011)، ودراسة (Reguera-Alvarado & Bravo, 2017)، (الحناوي، 2020)، (مصطفى ومحمد، 2020)، على الترتيب وتقاربت مع دراسة (Haque, 2017) حيث بلغ متوسط إستقلال مجلس الإدارة (0.49) وفي دراسة (Karim, et al., 2022) كما لوحظ وجود إرتفاع للدراسة الحالية عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ متوسط إستقلال مجلس الإدارة (0,22) في دراسة (الحوشي، 2020) و(0.36) في دراسة (محمد، 2021) و(0,37) في دراسة (Nguyen&Thanh 2021)، وبلغ (0,12) في دراسة (Chouaibi, et al., 2021).

- بلغ متوسط توافر الخبرة المالية والمهنية على مدار الدراسة (0.30)، بنسبة (30%) وهي نسبة تدل على توافر الخبرة المالية والمهنية في مجلس إدارة الشركة إلى إجمالي أعضاء مجلس الإدارة، بما يضمن التعامل مع الأزمات ومنها تقلبات عوائد الأسهم في ظل الأزمة الروسية الأوكرانية، بالإضافة إلى أهمية هذه الخبرة لحد من مشاكل الفشل المالي التي تهدد إستمرارية الشركة في الأزمات، وبمقارنة متوسط توافر الخبرة المالية والمهنية للدراسة الحالية مع الدراسات السابقة لوحظ وجود إرتفاع عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ متوسط توافر الخبرة المالية والمهنية (0,052) في دراسة (محمد، 2021)، كما لوحظ وجود إنخفاض عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ متوسط توافر الخبرة المالية (0.42) في دراسة (Al-matari, 2020).

- بلغ متوسط نسبة تمثيل النساء في مجالس الإدارات لشركات العينة (0.175) بنسبة 17.5% وهي نسبة ضعيفة، حيث هناك إلتزام من سوق المال على ضرورة أن تمثل النساء في المؤسسات المالية والشركات بنسبة لا تقل عن 25%، أو أن يتضمن تشكيل مجالس إدارتها عضويتين (الهيئة

العامة للرقابة المالية، قرار رقم 17 لسنة 2021)، وبمقارنة متوسط تمثيل النساء في مجلس الإدارات الشركات للدراسة الحالية عن الدراسات السابقة قد لوحظ إرتفاع عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ (0.08) في دراسة (Karim, et al., 2022) وبلغ (0.074) في دراسة (Vieira. 2018) ، كما قد لوحظ إنخفاض عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ (0.90) في دراسة (الحوشي، 2020) و(0.32) في دراسة (الحناوي، 2020).

- بلغت نسبة بقاء المدير التنفيذي في منصبه في مجالس الإدارات لشركات العينة (72.9%) وهي نسبة جيدة من وجهة نظر الباحث، تضمن الإستقرار الوظيفي للمدير التنفيذي في منصبه مما يمكنه من إتخاذ القرارات والتعامل مع تقلبات عوائد الأسهم خاصة في فترات حدوث الأزمات، وبمقارنة متوسط بقاء المدير التنفيذي للدراسة الحالية عن الدراسات السابقة قد لوحظ إرتفاع عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ (6.06) في دراسة (الإسداوي وسليم، 2020) و(5.9) في دراسة (Sheikh, 2022) كما قد لوحظ إنخفاض عن بعض الدراسات السابقة حيث بلغ (8,09) في دراسة (Colak & Liljeblom, 2022).

4-2-2 بالنسبة لتقلبات عوائد الأسهم: بلغ متوسط الإنحراف المعياري للعوائد الشهرية لسهم الشركة خلال السنة المالية بالنسبة لشركات العينة (4.33)، بمستوى تباين (0.404)، وتشير النتائج إلى وجود تباين كبير في تقلبات عوائد الأسهم بين شركات العينة، حيث بلغت أعلى قيمة مسجلة للمدى النسبي للتقلبات (4,33)، وأدنى قيمة صفر، وبمقارنة نتائج الدراسات الحالية مع نتائج الدراسات السابقة قد لوحظ إرتفاع عن الدراسات السابقة حيث بلغ متوسط الإنحراف المعياري للعوائد الشهرية (0,03) في دراسة (محمد، 2021) وبلغ (1,16) في دراسة (Zahid, et al., 2022)

4-2-3 بالنسبة لإستمرارية الشركات

- بلغ متوسط النسبة المحسوبة لشركات العينة على مدار سنوات الدراسة وفقاً لـ **Altman Z-Score** (6,85)، وهذه النسب تؤكد على إستمرارية شركات العينة حيث أنها كلها تزيد عن (2,99) وهي المنطقة المخصصة للشركات التي يتوقعها النموذج أنها لن تغلس وأنها مؤسسات ناجحة يتوقع إستمراريتها.

- بلغت عدد المشاهدات التي أكدت **Altman Z-Score** بشكل عام خلال سنوات الدراسة عن إستمرارية الشركات خلالها وعدم تعرضها للفشل المالي (260) مشاهدة بنسبة (92,8%) من إجمالي عدد المشاهدات وبلغت **Altman Z-Score** في هذه المشاهدات قيمة أكبر من (2,99) وبالتالي توقع لها النموذج أنها شركات ناجحة ومستمرة، مقابل (20) مشاهدة منهم (12) مشاهدة في المنطقة الحمراء، والتي بلغت **Altman Z-Score** في هذه المشاهدات قيمة أقل من (1,81)، و(8) مشاهدات في المنطقة الرمادية التي لا يستطيع نموذج **Altman** تحديد موقف الإستمرارية لها حيث بلغت **Altman Z-Score** في هذه المشاهدات قيمة تقع بين (1,81 و 2,99).

4-2-4 بالنسبة للمتغيرات الرقابية تؤكد نتائج الجدول السابق على ما يلي

- بلغ متوسط ربحية شركات العينة (6,6%) وأعلى متوسط نسبة ربحية وصلت إلى (44,8%)، وتؤكد النتائج على تذبذب ربحية شركات العينة على مدار سنوات الدراسة، وإنخفاضها بعد عام 2018 ويرجع الباحث ذلك إلى الآثار السلبية لجائحة كورونا والأزمة المالية على الأداء المالي لشركات المساهمة.

- بلغت درجة الرفع المالي لشركات العينة في المتوسط (0.435) وكانت أكبر درجة رفع بين سنوات الدراسة حيث بلغت (1,04)، وهذه النسبة تدل على مديونية الشركة كأحد العوامل التي تؤثر في إستمرارية الشركة وتقلبات عوائد أسهمها في السوق.

- بلغت متوسط إلتزام شركات العينة بقواعد وآليات الحوكمة (7,95) في ضوء المؤشر الذي وضعه الباحث والمكون من 10 بنود، وبلغ قيمة التباين بين شركات العينة (3,034) وهذه النسبة تعتبر هامة عند قياس العلاقة بين خصائص الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات.

وقام الباحث بدراسة مدى الإختلاف (مقارنة المتوسطات) بين القطاعات المختلفة المكونة لشركات العينة حول متغيرات الدراسة الأساسية وذلك من خلال الجدول التالي:

جدول 11: مقارنة المتوسطات بين القطاعات المكونة لشركات العينة حول متغيرات

الدراسة الأساسية

مقارنة المتوسطات بين القطاعات المختلفة المكونة لشركات العينة						عدد المشاهدات	اسم القطاع
إستمرارية الشركات Altman Score Z			تقلبات عوائد الأسهم SRETVOL				
متوسط الرتب	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	متوسط الرتب	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي		
234.7	0.56	9.58	45.75	0.066	0.2275	4	موزعون وتجارة وورق ومواد تعبئة
136.9	1.85	6.5	140.9	0.3853	0.7263	68	عقارات
131.7	4.33	6.17	144.4	1.0836	1.0514	44	موارد أساسية
112.5	1.13	5.8	167.7	0.0989	0.7942	12	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
142.4	2.47	6.52	140.2	0.663	0.8618	40	أغذية ومشروبات وتبغ
138.3	1.39	6.48	143.1	0.1958	0.703	20	منسوجات وسلع معمرة
63.71	1.48	4.31	217.2	0.6364	1.1988	24	مواد البناء
132.0	3.12	6.82	149.3	0.475	0.7375	16	سياحة وترفيه
143.0	1.12	6.5	138.7	0.404	0.8283	12	مقاولات وإنشاءات هندسية
181.5	2.5	8.03	99.50	0.3268	0.4631	16	رعاية صحية وأدوية
251.4	7.3	14.55	57.54	0.3052	0.31	12	خدمات الشحن والنقل والطاقة المساندة
182.9	4.28	9.34	98.67	0.4278	0.4158	12	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات
		3.52	6.85		0.6356	0.7902	280
			0.000				0.000

يلاحظ من الجدول السابق مايلي:

- بلغ مستوى المعنوية لإختبار (Kruskal-Wallis) قيمة (0.000) وهو أقل من (0.05) للتباين بين قطاعات العينة حول متغيرات الدراسة الأساسية (تقلبات عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات) ويدل ذلك على وجود فروق معنوية بين القطاعات تقلبات عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات.
- فى ضوء النتيجة السابقة ووفقاً لمتوسط الرتب لإختبار (Kruskal-Wallis Test) والمتوسطات الإحصائية يعد قطاع مواد البناء هو أعلى قطاعات العينة تعرضاً لتقلبات عوائد الأسهم، وهو بطبيعة الحال الأقل بين قطاعات العينة تحقيقاً للإستمرارية وفقاً لنموذج ألتمان، كما يعد قطاعات الموزعون والتجارة والورق ومواد التعبئة وقطاعات خدمات الشحن والنقل والطاقة

والخدمات المساندة هو أقل قطاعات العينة تعرضاً لتقلبات عوائد الأسهم، ومن ثم هي الأعلى بين قطاعات العينة في مؤشر ألتمان للإستمرارية.

ويرى الباحث أن عدم وجود فروق معنوية بين القطاعات المكونة للعينة سببه إختلاف خصائص الشركات لكل قطاع حيث لكل شركة خصائص تميزها عن الشركة الأخرى مثل الحجم والربحية ودرجة الرفع المالي ومدى الإلتزام بالحوكمة.

3-4 تحليل نتائج إختبار فروض الدراسة: ويتم ذلك من خلال القيام بما يلي:

1-3-4 تحليل نتائج إختبار الفرض الرئيسي الأول

نص الفرض الرئيسي الأول: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين خصائص مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم، ويتم إختبار هذا الفرض من خلال إعداد مصفوفة الإرتباط وتحليل الإنحدار وذلك كما يلي:

أولاً: مصفوفة الإرتباط بين متغيرات الفرض الرئيسي الأول

جدول 12: نتائج تحليل مصفوفة الإرتباط لمتغيرات الفرض الرئيسي الأول

جودة حوكمة الشركات	درجة الرفع المالي	ربحية الشركة	بقاء المدير التنفيذي	تمثيل النساء في مجلس الإدارة	الخبرة المالية والمهنية	إستقلالية مجلس الإدارة	تقلبات عوائد الأسهم	متغيرات الدراسة	
							1	تقلبات عوائد الأسهم	المتغير التابع
						1	**0.648-	إستقلالية مجلس الإدارة	المتغيرات المستقلة (خصائص مجلس الإدارة)
							0.000		
					1	**0.343	**0.479-	الخبرة المالية والمهنية	
						0.000	0.000		
				1	**0.458	**0.490	**0.699-	تمثيل النساء في مجلس الإدارة	
					0.000	0.000	0.000		
			1	**0.552	**0.428	**0.553	**0.696-	بقاء المدير التنفيذي	
				0.000	0.000	0.000	0.000		
		1	**0.387	**0.424	**0.275	**0.339	**0.437-	ربحية الشركة	المتغيرات الرقابية
			0.000	0.000	0.000	0.000	0.000		
	1	**0.226-	**0.351-	**0.396-	**0.254-	**0.313-	**0.377	درجة الرفع المالي	
		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000		
1	**0.413-	**0.496	**0.838	**0.743	**0.541	**0.680	**0.856-	جودة حوكمة الشركات	
	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000		

** تشير إلى معنوية معامل الإرتباط عند مستوى معنوية 0.01

من الجدول السابق يتضح للباحث النتائج الآتية:

- وجود علاقة إرتباط سلبية معنوية بين إستقلالية مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم، حيث أن معامل الإرتباط سالب بقيمة (-0.648) ومستوى المعنوية (sig) أقل من (0.01)، حيث كلما زادت نسبة الأعضاء المستقلين (غير التنفيذيين) في مجلس إدارة الشركة كلما أدى ذلك إلى إنخفاض تقلبات عوائد الأسهم، مما يدعم صحة الفرض الفرعي الأول للفرض الرئيسي الأول للدراسة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين إستقلالية مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم. ويرجع الباحث ذلك إلى أن توافر أعضاء مستقلين بمجلس الإدارة يمكن من إتخاذ قرارات موضوعية تضمن الرقابة الفعالة على كافة أعمال المجلس ووظائف الإدارة مع تحقيق الإستمرارية للشركات والتوازن بين جميع المساهمين والإدارة التنفيذية وبما يتماشى مع مصالح الشركات والمساهمة في تحسين إستقرار أسعار الأسهم مما ينعكس إيجابياً على تحسين جودة التقارير المالية والحد من عدم تماثل المعلومات وتحسين مستويات الإفصاح وهدد المخاطر غير المتوقعة.

- وجود علاقة إرتباط سلبية معنوية بين توافر الخبرة المالية والمهنية لأعضاء مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم، حيث أن معامل الإرتباط سالب بقيمة (-0.479) ومستوى المعنوية (sig) أقل من (0.01)، حيث كلما زادت نسبة الحاصلين على بكالوريوس تجارة أو دبلومات وشهادات مهنية متخصصة في المحاسبة في مجلس إدارة الشركة كلما أدى ذلك إلى إنخفاض تقلبات عوائد الأسهم، مما يدعم صحة الفرض الفرعي الثاني للفرض الرئيسي الأول للدراسة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الخبرة المالية والمهنية لمجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم. ويرجع الباحث ذلك إلى الخبرة المالية قد تساعد الشركات على التقييم السوقي للأصول والإلتزامات ويخلق فرصاً للتأثير على العمليات السياسية و يسمح لهم التفاوض على عمليات تجعل الشركات أكثر ربحية

- وجود علاقة إرتباط سلبية معنوية بين تمثيل عنصر النساء في مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم، حيث أن معامل الإرتباط سالب بقيمة (-0.699) ومستوى المعنوية (sig) أقل من (0.01)، حيث كلما زادت نسبة تمثيل عنصر النساء في مجلس الإدارة كلما أدى ذلك إلى إنخفاض تقلبات عوائد الأسهم، مما يدعم صحة الفرض الفرعي الثالث للفرض الرئيسي الأول للدراسة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تمثيل عنصر النساء في مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم. ويرجع الباحث ذلك إلى تواجد الإناث في مجلس الإدارة يؤثر إيجابياً على معدلات إنتاج الشركات والأداء المالي والإقتصادي للشركات وقيمتها وكذلك نمو الأصول والمبيعات والحد من المخاطر

غير المتوقعة الأزمات المالية نظراً لتمتع المرأة بالمهارات الإدراكية وقدرتهم على حل المشكلات وتكثيف جهود أعمال المجلس نحو الرقابة والمتابعة.

- وجود علاقة ارتباط سلبية معنوية بين بقاء المدير التنفيذي وتقلبات عوائد الأسهم، حيث أن معامل الارتباط سالب بقيمة (-0.696) ومستوى المعنوية (sig) أقل من (0.01)، حيث كلما زادت مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه كلما أدى ذلك إلى إنخفاض تقلبات عوائد الأسهم، مما يدعم صحة الفرض الفرعي الرابع للفرض الرئيسي الأول للدراسة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين بقاء المدير التنفيذي وتقلبات عوائد الأسهم. ويرجع الباحث ذلك إلى طول فترة المدير التنفيذي تعمل على تكوين علاقات قوية مما يقلل إحتمالية التلاعب بالحسابات وإدارة الأرباح ويمنع تكوين الأخبار السيئة عن الشركة مما يحد من تقلبات عوائد الأسهم.

ويخلص الباحث مما سبق أنه في ضوء ضوابط العينة المختارة فإنه كلما زادت إستقلالية مجلس الإدارة وخبراته المالية والمهنية وتم تمثيل النساء فيه وبقي المدير التنفيذي في منصبه كلما أدى ذلك إلى الحد من تقلبات عوائد الأسهم، مما يدعم صحة الفرض الرئيسي الأول للدراسة بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين خصائص مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم.

ويرى الباحث أن توافر خصائص مجلس إدارة المتمثلة في (الإستقلالية، الخبرة المالية، وتوافر عنصر النسائي، وبقاء المدير التنفيذي) يؤدي ذلك إلى تخفيض حد تقلبات أسعار الأسهم نظراً لأن توافر أعضاء مجلس إدارة مستقلين يساعد على توفير آراء محايدة حول تقييم المعاملات التجارية والإستحواذ على شركات أخرى والإشراف على الأنشطة التشغيلية وحماية أصول الشركة كما أن توافر الخبرة المالية تؤدي إلى تقليل التأثير السلبي على أسعار الأسهم ومعدل دوران الرئيس التنفيذي، في حين أن تمثيل العنصر النسائي في مجلس الإدارة يؤثر إيجابياً على معدلات إنتاج الشركات والأداء المالي والإقتصادي للشركات وقيمتها وكذلك نمو الأصول والمبيعات والحد من المخاطر غير المتوقعة الأزمات المالية نظراً لتمتع المرأة بالمهارات الإدراكية، كما أن طول الفترة للمديرين التنفيذيين في الشركة تجعلهم أكثر قدرة علي التحكم في تقلبات عوائد الأسهم.

ثانياً: تحليل الإنحدار بين متغيرات الفرض الأول

لقياس أثر خصائص مجلس الإدارة كمتغيرات مستقلة على المتغير التابع وهو تقلبات عوائد الأسهم قام الباحث بتحليل الإنحدار المتعدد في ظل إدخال المتغيرات الرقابية وهي (ربحية الشركة، درجة الرفع المالي، خصائص حوكمة الشركات)، ويعرض الجدول التالي نتائج الإنحدار كما يلي:

جدول 13: نتائج تحليل الإنحدار بين متغيرات الفرض الأول

النماذج الفرعية لإختبار الفرض الرئيسي الأول (أثر خصائص مجلس الإدارة على تقلبات عوائد الأسهم)												المتغيرات المستقلة في نماذج الدراسة (مستقلة ورقابية)
النموذج الفرعي الرابع			النموذج الفرعي الثالث			النموذج الفرعي الثاني			النموذج الفرعي الأول			
أثر بقاء المدير التنفيذي على تقلبات عوائد الأسهم			أثر تمثيل النساء في مجلس الإدارة على تقلبات عوائد الأسهم			أثر الخبرة المالية والمهنية على تقلبات عوائد الأسهم			أثر إستقلالية مجلس الإدارة على تقلبات عوائد الأسهم			المتغيرات التابعة
Sig.	T	قيمة B	Sig.	T	قيمة B	Sig.	T	قيمة B	Sig.	T	قيمة B	
0.00	21.6	3.28	0.000	23.09	3.073	0.00	24.65	3.185	0.00	24.5	3.14	المقدار التابع
-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.00	2.92-	0.38-	إستقلالية مجلس الإدارة
-	-	-	-	-	-	0.07	0.56-	0.08-	-	-	-	الخبرة المالية والمهنية
-	-	-	0.004	2.94-	0.76-	-	-	-	-	-	-	تمثيل النساء في الإدارة
0.02	1.24-	0.10-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	بقاء المدير التنفيذي
0.73	0.34-	0.07-	0.877	0.15-	0.03-	0.67	0.41-	0.08-	0.67	0.42-	0.08-	ربحية الشركة
0.39	0.858	0.082	0.676	0.419	0.040	0.41	0.818	0.079	0.47	0.711	0.06	درجة الرفع المالي
0.00	14.4-	0.32-	0.00	15.2-	0.27-	0.00	19.2-	0.30-	0.00	16.1-	0.2-	جودة حوكمة الشركات
معامل التحديد $R^2 = 0.735$			معامل التحديد $R^2 = 0.742$			معامل التحديد $R^2 = 0.734$			معامل التحديد $R^2 = 0.742$			القيمة التفسيرية (R^2)
قيمة $F = 190.820$			قيمة $F = 197.49$			قيمة $F = 189.67$			قيمة $F = 197.41$			قيمة F
مستوى (SIG.) = 0.000			مستوى (SIG.) = 0.000			مستوى (SIG.) = 0.000			مستوى (SIG.) = 0.000			المعنوية الكلية للنموذج

بالنظر لكل نموذج بشكل مستقل يتضح للباحث

- بالنسبة للمعنوية الكلية لنماذج الإنحدار التي تمثل الفرض الرئيسي الأول للدراسة من خلال تحليل التباين (ANOVA) للنموذج، بلغت مستوى المعنوية (0.000)، وهي أقل من (0.05) مما يدل على إرتفاع معنوية النماذج المستخدمة في الدراسة وصلاحيتها لتحقيق هدف الدراسة.
- أن قيمة معامل التحديد (R^2) لنماذج الدراسة الأربعة تبلغ (0.742)، (0.734)، (0.742)، (0.735) على الترتيب وهي قيمة تعكس درجة تفسير المتغيرات المستقلة للتغيرات التي تحدث في المتغير التابع في كل نموذج حيث يفسر (إستقلالية مجلس الإدارة، الخبرة المالية والمهنية لمجلس الإدارة، تمثيل عنصر النساء في مجلس الإدارة، بقاء المدير التنفيذي) التغيرات التي تحدث في

المتغير التابع (تقلبات عوائد الأسهم) بنسبة (74.2%، 73.4%، 74.2%، 73.5%) على الترتيب، بينما ترجع باقى التغيرات إلى أسباب ومتغيرات أخرى خارج الدراسة.

- وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05) لإستقلالية مجلس الإدارة على تقلبات عوائد الأسهم وذلك في ظل وجود المتغيرات الرقابية (ربحية الشركة ودرجة الرفع المالي وجودة الحوكمة)، حيث أن معامل الإنحدار سالب ومستوى المعنوية (sig) أقل من (0.05)، وبالتالي يؤثر إستقلالية مجلس الإدارة سلبياً على تقلبات عوائد الأسهم، مما يدعم صحة الفرض الفرعي الأول للفرض الرئيسي الأول للدراسة، ويمكن تكوين معادلة كمية كمايلي:

معادلة رقم (1)

$$\text{SRETVOL} = 3.14 - 0.38 (\text{BIND}) - 0.08 (\text{ROA}) + 0.06 (\text{LEV}) - 0.2 (\text{CGQ}) + \text{eit}$$

- وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.10) للخبرة المالية والمهنية لمجلس الإدارة على تقلبات عوائد الأسهم وذلك في ظل وجود المتغيرات الرقابية، حيث أن معامل الإنحدار سالب ومستوى المعنوية (sig) أقل من (0.10)، وبالتالي تؤثر خبرة مجلس الإدارة المالية والمهنية سلبياً على تقلبات عوائد الأسهم، مما يدعم صحة الفرض الفرعي الثاني للفرض الرئيسي الأول للدراسة، ويمكن تكوين معادلة كمية كمايلي:

معادلة رقم (2)

$$\text{SRETVOL} = 3.185 - 0.08 (\text{BEXP}) - 0.08 (\text{ROA}) + 0.079 (\text{LEV}) - 0.30 (\text{CGQ}) + \text{eit}$$

- وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05) لتمثيل النساء في مجلس الإدارة على تقلبات عوائد الأسهم وذلك في ظل وجود المتغيرات الرقابية، حيث أن معامل الإنحدار سالب ومستوى المعنوية (sig) أقل من (0.05)، مما يدعم صحة الفرض الفرعي الثالث للفرض الرئيسي الأول للدراسة، ويمكن تكوين معادلة كمية كمايلي:

معادلة رقم (3)

$$\text{SRETVOL} = 3.073 - 0.76 (\text{FEMALE}) - 0.03 (\text{ROA}) + 0.040 (\text{LEV}) - 0.27 (\text{CGQ}) + \text{eit}$$

- وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05) لبقاء المدير التنفيذي في منصبه على تقلبات عوائد الأسهم وذلك في ظل وجود المتغيرات الرقابية، حيث أن معامل الإنحدار

سالِب ومستوى المعنوية (sig) أقل من (0.05)، مما يدعم صحة الفرض الفرعي الرابع للفرض الرئيسي الأول للدراسة، ويمكن تكوين معادلة كمية كمايلي:

معادلة رقم (4)

$$SRETVOL = 3.28 - 0.10 (CEOS) - 0.07 (ROA) + 0.082(LEV) - 0.32 (CGQ) + \epsilon it$$

وبعد قياس الأثر الفردي لكل خاصية من خصائص مجلس الإدارة قام الباحث بإختبار خصائص مجلس الإدارة متجمعة في نموذج إنحدار متعدد وذلك كما في الجدول التالي:

جدول 14: نتائج تحليل الإنحدار المتعدد لمتغيرات الفرض الأول

المتغير التابع : تقلبات عوائد الأسهم					المتغير التابع	
الدلالة	مستوى المعنوية	قيمة T	قيم Beta	معامل الإنحدار (B)	المتغيرات المستقلة	
---	0.000	19.216		3.068	ثابت	Constant
دال إحصائياً	0.002	3.064-	0.127-	0.402-	إستقلالية مجلس الإدارة	BIND
غير دال إحصائياً	0.693	0.395-	0.014-	0.060-	الخبرة المالية والمهنية	BEXP
دال إحصائياً	0.004	2.887-	0.136-	0.755-	تمثيل النساء في الإدارة	FEMALE
غير دال إحصائياً	0.592	0.537	0.030	0.043	بقاء المدير التنفيذي	CEOS
غير دال إحصائياً	0.905	0.119-	0.004-	0.025-	ربحية الشركة	ROA
غير دال إحصائياً	0.788	0.269	0.009	0.026	درجة الرفع المالي	LEV
دال إحصائياً	0.000	8.353-	0.681-	0.248-	جودة حوكمة الشركات	CGQ
معامل التحديد $R^2 = 0.751$					القيمة التفسيرية للنموذج	
مستوى المعنوية لتحليل ANOVA = 0.000					المعنوية الكلية للنموذج	
قيمة F = 117.139					قيمة F	

يتضح للباحث من الجدول السابق النتائج الآتية:

- أن قيمة معامل التحديد (R^2) بالنسبة للنموذج ككل تبلغ (0.751)، وهو ما يعكس أن القيمة التفسيرية للنموذج عالية، حيث أنها تفسر فقط (75.1%) من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (تقلبات عوائد الأسهم)، بينما بلغت المعنوية الكلية لنموذج الإنحدار المستخدم من خلال تحليل التباين (ANOVA) لنموذج الإنحدار، (0.000)، مما يدل على إرتفاع معنوية النموذج المستخدم في الدراسة وصلاحيته لتحقيق هدف الدراسة.

- وجود أثر عكسي دال إحصائياً لإستقلالية مجلس الإدارة وتمثيل النساء في مجلس الإدارة وغير دال إحصائياً للخبرة المالية والإدارية للمجلس على تقلبات عوائد الأسهم حيث أن تواجد المديرات من عنصر النساء يعمل على تحسين وكفاءة اللجان المنبثقة من المجلس وبالتالي تحسين الأداء

الإداري وتحقيق الرقابة الفعالة على أعمال المجلس نظراً لما يتمتعن به من القدرة الكبيرة على التفكير النقدي المستقل وحرصهم من المخاطرة وتنوع خبراتهم ومعارفهم ويعملن على إيجاد الحلول الإبداعية تؤدي إلى إتخاذ قرارات تعزز من مصداقية ودور مجلس الإدارة في تحسين مستوى الشفافية، بينما لا يوجد أثر لبقاء المدير التنفيذي في منصبه على تقلبات عوائد الأسهم، وهذا يتفق مع دراستي (Mandala et al., 2017)، (Bhagat and Bolton, 2008).

- بالنسبة للمتغيرات الرقابية أكدت النتائج على وجود أثر عكسي دال إحصائياً لجودة حوكمة الشركات وغير دال إحصائياً لربحية الشركة على تقلبات عوائد الأسهم، بينما أكدت النتائج على وجود أثر إيجابي غير معنوي لدرجة الرفع المالي على تقلبات عوائد الأسهم.

وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة نموذج الإنحدار لتأثير خصائص مجلس الإدارة على تقلبات عوائد الأسهم كما يلي:

معادلة رقم(5) النموذج الرئيسي الأول:

$$\text{SRETVOL} = 3.068 - 0.402 (\text{BIND}) - 0.060 (\text{BEXP}) - 0.75 (\text{FEMALE}) + 0.43(\text{CEOS}) - 0.02 (\text{ROA}) + 0.026(\text{LEV}) - 0.24(\text{CGQ}) + \varepsilon_{it}$$

حيث (SRETVOL): تقلبات عوائد الأسهم، BIND: هو إستقلالية مجلس الإدارة، (BEXP) هو الخبرات المالية والمهنية لمجلس الإدارة، (FEMALE) نسبة تمثيل عنصر النساء في مجلس الإدارة، (CEOS) هو مدى بقاء المدير التنفيذي، (ROA) ربحية الشركة، (LEV) درجة الرفع المالي للشركة، (CGQ) جودة حوكمة الشركات.

وبعد تناول الباحث لنتائج إختبار الفرض الرئيسي الأول (تحليل الارتباط وتحليل الإنحدار) يخلص الباحث إلى ثبوت صحة الفرض الأول للدراسة والذي ينص على "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين خصائص مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم".

4-3-2 تحليل نتائج إختبار الفرض الرئيسي الثاني:

نص الفرض الرئيسي الثاني: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلبات عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات.

ويتم إختبار مدى صحة هذا الفرض وتكوين معادلة كمية له من خلال إتباع الآتى:

أولاً: التحليل أحادي المتغير (تحليل الإرتباط) لمتغيرات الفرض الثاني

لإختبار العلاقة ما بين تقلبات عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات تم إجراء تحليل الإرتباط (Correlation Analyze)، ويوضح الجدول التالي علاقات الإرتباط لمتغيرات الفرض الثاني، وذلك كما يلي:

جدول 15: علاقة الإرتباط بين متغيرات الفرض الثاني

المتغير التابع	المتغيرات المستقلة	تقلبات عوائد الأسهم	ربحية الشركة	درجة الرفع المالي	جودة حوكمة الشركات
إستمرارية الشركات	Pearson Correlation	**0.689-	**0.594	**0.470-	**0.743
	.Sig	0.000	0.000	0.000	0.000

** تشير إلى معنوية معامل الإرتباط عند مستوى معنوية 0.01

من الجدول السابق يتضح للباحث النتائج الآتية:

- وجود علاقة إرتباط عكسية معنوية بين تقلبات عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات، حيث أن معامل الإرتباط سالب ومستوى المعنوية (sig) أقل من (0.01)، وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Tawfiq, 2022) أنه كلما زادت تقلبات عوائد الأسهم كلما أدى ذلك إلى ضعف موارد الشركة وموقفها المالي في السوق وبالتالي يصعب على تلك الشركات الإستمرار لفترات طويلة في الأسواق وبالتالي تكون النتيجة الحتمية لذلك هي الإغلاق أو فقدان السيطرة على الإستمرار.

- بالنسبة للمتغيرات الرقابية أكدت النتائج على وجود علاقة إرتباط طردية معنوية بين كل من ربحية الشركة وجودة حوكمة الشركات وإستمرارية الشركات، بينما إرتبطت درجة الرفع المالي عكسياً مع إستمرارية الشركات.

ولتوصيف العلاقة بين تقلبات عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات للتأكيد على نتائج الإرتباط السابقة قام الباحث بإعداد الجداول التقاطعية (Crosstabs) كما يوضح الجدول التالي:

جدول 16: الجداول المتقاطعة للعلاقة بين تقلبات عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات

تقلبات عوائد الأسهم				عدد المشاهدات	نوع الإستمرارية
أقل قيمة	أقصى قيمة	الإتحراف المعياري	الوسط الحسابي		
0.17	4.33	1.061	2.44	12	شركات توقع نموذج ألتمان عدم إستمراريته
2.25	2.29	0.018	2.26	8	شركات لم يستطيع نموذج ألتمان تحديد موقفها
0.00	2.37	0.422	0.66	260	شركات توقع نموذج ألتمان إستمراريته
0.00	4.33	0.635	0.79	280	على مستوى جميع المشاهدات

يتضح للباحث من الجدول السابق إنخفاض تقلبات عوائد الأسهم بالنسبة للشركات التي توقع نموذج ألتمان إستمراريته والذي بلغ في المتوسط (0.66)، في مقابل زاد تقلبات عوائد الأسهم بالنسبة للشركات التي تعاني من مخاطر الإستمرارية وفقاً لنموذج ألتمان حيث بلغ متوسط تقلبات العوائد لهذه الشركات (2.44)، مما يدعم علاقة الإرتباط العكسي لتقلبات عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات.

ويخلص الباحث مما سبق أنه في ضوء ضوابط ومحددات العينة المختارة فإنه كلما تعرضت الشركة للتقلبات في عوائد أسهمها في السوق كلما أدى ذلك إلى عدم إستمراريته في بيئة الأعمال، مما يدعم صحة الفرض الرئيسي الثاني للبحث بأنه "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلبات عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات".

ثانياً: تحليل الإنحدار وصياغة النموذج الكمي للفرض الرئيسي الثاني

لقياس أثر التأثير المتعدد لمتغيرات الفرض الثاني المستقلة على المتغير التابع (إستمرارية الشركات) إستخدم الباحث طريقة المربعات الصغرى لتقدير معلومات نموذج الإنحدار، ويعرض الجدول التالي نتائج تحليل الإنحدار وذلك كما يلي:

جدول 17: نتائج تحليل الإنحدار لمتغيرات الفرض الأول

إستمرارية الشركات وفقاً لنموذج ألتمان					المتغير التابع	
الدالة	مستوى المعنوية	قيمة T	قيم Beta	معامل الإنحدار (B)	المتغيرات المستقلة	
---	0.140	1.481		2.160	ثابت	Constant
دال إحصائياً	0.013	2.487-	0.170-	0.945-	تقلبات عوائد الأسهم	SRETVOL
دال إحصائياً	0.000	7.145	0.291	9.642	ربحية الشركة	ROA
دال إحصائياً	0.000	4.743-	0.184-	2.879-	درجة الرفع المالي	LEV
دال إحصائياً	0.000	5.227	0.376	0.761	جودة حوكمة الشركات	CGQ
معامل التحديد $R^2 = 0.656$					القيمة التفسيرية للنموذج	
مستوى المعنوية لتحليل ANOVA = 0.000					المعنوية الكلية للنموذج	
قيمة F = 131.313					قيمة F	

يتضح للباحث من الجدول السابق النتائج الآتية:

- أن قيمة معامل التحديد (R^2) بالنسبة للنموذج ككل تبلغ (0.656)، وهو ما يعكس أن القيمة التفسيرية للنموذج مقبولة، حيث أنها تفسر (65.6%) من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (إستمرارية الشركات) وباقي النسبة ترجع لأسباب ومتغيرات أخرى، وبلغت المعنوية الكلية لنموذج الإنحدار المستخدم من خلال تحليل التباين (ANOVA) لنموذج الإنحدار، (0.000)، مما يدل على إرتفاع معنوية النموذج المستخدم في الدراسة وصلاحيته لتحقيق هدف الدراسة.
- وجود أثر عكسي دال إحصائياً لتقلبات عوائد الأسهم على إستمرارية الشركات، وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إلى دراسة (Jiang& Jin, 2021; Gleason et al., 2022)
- بالنسبة للمتغيرات الرقابية أكدت النتائج على وجود أثر عكسي دال إحصائياً لدرجة الرفع المالي على إستمرارية الشركات ووجود أثر إيجابي دال إحصائياً لكل من ربحية الشركة وجودة حوكمة الشركات على إستمرارية الشركات.
- وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة نموذج الإنحدار لتأثير تقلبات عوائد الأسهم على إستمرارية الشركة في ظل إدخال المتغيرات الرقابية في العلاقة كما يلي:

معادلة رقم (6): الفرض الرئيسي الثاني

$$\text{Altman Z-Score} = 2.160 - 0.945 (\text{SRETVOL}) + 9.642(\text{ROA}) - 2.879 (\text{LEV}) - 0.761(\text{CGQ}) + \varepsilon_{it}$$

حيث (SRETVOL): تقلبات عوائد الأسهم، (Altman Z-Score) مقياس إستمرارية الشركة، (ROA) ربحية الشركة، (LEV) درجة الرفع المالي للشركة، (CGQ) جودة حوكمة الشركات. وبعد تناول الباحث لنتائج التحليل الإحصائي لمتغيرات الفرض الرئيسي الثاني (تحليل الارتباط والإنحدار) يخلص الباحث إلى ثبوت صحة الفرض بأنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلبات عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات".

وبعد ثبوت صحة فرضي الدراسة الأول والثاني بأن خصائص مجلس الإدارة تؤدي إلى الحد من التقلبات في عوائد الأسهم، بما يعكس على تحسين إستمرارية الشركات يختبر الباحث أثر الفترة الزمنية التي حدثت فيها الأزمة الروسية الأوكرانية على تقلبات عوائد الأسهم ومدى علاقة ذلك بإستمرارية الشركات، وذلك من خلال إختبار الفرض التالي.

4-3-3 تحليل نتائج إختبار الفرض الرئيسي الثالث

نص الفرض الرئيسي الثالث: يوجد فروق بين تقلبات عوائد الأسهم قبل وبعد الفترة الزمنية لحدوث الأزمة الروسية الأوكرانية(*) .

ويتم إختبار مدى صحة هذا الفرض من خلال دراسة التفاوت بين متوسطات تقلبات عوائد الأسهم قبل وبعد الفترة الزمنية لحدوث الأزمة الروسية الأوكرانية، وذلك من خلال مقارنة المتوسطات وإجراء إختبار مان وتتي (Mann-Whitney Test) للمقارنة بين مجموعتين مستقلتين، وذلك كما يلي:

جدول 18: تحليل التباين في تقلبات عوائد الأسهم قبل وبعد الفترة الزمنية لحدوث الأزمة الروسية الأوكرانية

مقارنة المتوسطات قبل وبعد الفترة الزمنية لحدوث الأزمة الروسية الأوكرانية					المتوسط الحسابي	التباين	معنوية Mann-Whitney
تقلبات عوائد الأسهم SRETVOL							
المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	متوسط الرتب	التباين	معنوية Mann-Whitney	الفترة	المتوسط الحسابي	التباين
0.778	0.642	139.1	0.413	0.032	في ظل عدم وجود الأزمة الروسية الأوكرانية	210	
0.825	0.617	144.5	0.382		في ظل وجود الأزمة الروسية الأوكرانية	70	
0.790	0.635		0.404		الإجمالي	280	

يلاحظ من الجدول السابق مايلي: أن قيمة مستوى المعنوية لإختبار (Mann-Whitney) (0.032) وهو أقل من (0.05) للتباين بين الفترة الزمنية قبل وبعد حدوث الأزمة الروسية الأوكرانية حول متغير تقلبات عوائد الأسهم، ويدل ذلك على وجود فروق معنوية في تقلبات عوائد الأسهم قبل وبعد حدوث الأزمة الروسية الأوكرانية، ويؤكد على ذلك قيمة إرتفاع متوسط الرتب لتقلبات عوائد الأسهم في الفترة الزمنية لحدوث الأزمة الروسية الأوكرانية عن الفترة الزمنية التي تسبق حدوث الأزمة والتي بلغت قيمتهم (144.5)، (139.1) على الترتيب.

وفي ضوء النتيجة السابقة يخلص الباحث إلى ثبوت صحة الفرض الرئيسي الثالث للدراسة بأنه يوجد فروق بين تقلبات عوائد الأسهم قبل وبعد الفترة الزمنية لحدوث الأزمة الروسية الأوكرانية حيث أن

* إعتد الباحث لإثبات صحة هذا الفرض على الفترة الزمنية قبل حدوث الأزمة الروسية الأوكرانية وهي (2018- 2019- 2020) والفترة الزمنية خلال وبعد حدوث الأزمة (2021- 2022) وذلك لإمكانية قياس أثر هذه الأزمة على القوائم المالية للشركات وبعد ذلك خروجاً عن فترة الدراسة من (2018 إلى 2021) حيث تعذر الحصول على باقي المتغيرات الكمية لعام 2022 لعدم إصدار التقارير المالية حتى تاريخ تفريغ بيانات التحليل الإحصائي على عكس بيانات الأسهم المعتمد عليها في قياس تقلبات عوائد الأسهم لعام (2022) والمتاحة لحظياً على مواقع البورصة المصرية .

عقب تلك الأزمة تأثرت الأسواق المالية بها تحسباً للعقوبات الإقتصادية المستقبلية وإندلاع الحرب المسلحة بين البلدين نظراً لإرتباط الإقتصاد الروسي والأوكراني إرتباطاً وثيقاً ببقية دول العالم من خلال العمليات التجارية للسلع والخدمات، وباعتبار روسيا ثالث أكبر مصدر للنفط في العالم وأكبر مصدر للغاز للدول الأوروبية وبالتالي فإن تأثير الضرر الذي ينشأ في روسيا سيؤثر على الأسواق المالية الأخرى وهذا يتفق مع دراسة (Yousaf et al., 2022).

4-3-4 تحليل نتائج إختبار الفرض الرئيسي الرابع

نص الفرض الرئيسي الرابع: يؤدي تفعيل خصائص مجلس الإدارة إلى خفض حدة تقلبات عوائد الأسهم وتدعيم الإستمرارية للشركات في ظل الأزمة الروسية الأوكرانية.

ويهدف الباحث من هذا الفرض إلى إختبار دور تفعيل خصائص مجلس الإدارة في خفض حدة تقلبات عوائد الأسهم وتدعيم إستمرارية الشركات في ظل الأزمة الروسية الأوكرانية من خلال دراسة إختبارية بالإعتماد على قائمة إستقصاء توجه إلى عينة من (أعضاء مجلس الإدارة والإدارة المالية) من نفس شركات المساهمة الممثلة لعينة الدراسة والتي واجهت تقلبات في عوائد الأسهم خلال فترة الدراسة التطبيقية، وهي قطاع مواد البناء والتي بلغ عدد شركاته (24)، وقطاع الموارد الأساسية بواقع (44) شركة، لتصبح عدد الشركات (68) شركة.

وتم توزيع قائمة الإستقصاء (68 قائمة) من خلال المقابلة الشخصية والتسليم باليد أو إرسالها وإستلامها عن طريق البريد الإلكتروني أو عن طريق إعداد نموذج لقائمة الإستقصاء من خلال نماذج جوجل، وقام الباحث بفرز الإستثمارات المستردة لتحديد نسبة الإستجابة من قبل فئات الدراسة ومدى صلاحية هذه الإستثمارات لإخضاعها للتحليل الإحصائي وإستخلاص منها النتائج الإحصائية وكانت عينة الدراسة التي تم تحليل ردودها هي (67) مفردة.

ويتناول الباحث من خلال الجدول التالي نسب فئات عينة الدراسة وذلك كما يلي:

جدول 19: التوزيع التكراري والنسبي للبيانات الشخصية للمستقصى منهم

حسب سنوات الخبرة			حسب المؤهل العلمي			حسب الفئة المستهدفة		
النسبة	التكرار	سنوات الخبرة	النسبة	التكرار	المؤهل العلمي	النسبة	التكرار	الفئة
26.9%	18	أقل من خمس سنوات	28.4%	19	دكتورة	43.3%	29	أعضاء مجلس الإدارة للشركة
26.9%	18	من خمس سنوات إلى أقل من عشر سنوات	14.9%	10	ماجستير	56.7%	38	الإدارة المالية للشركة (محاسبين ومراجعين)
19.4%	13	من عشر سنوات إلى أقل من خمسة عشر سنة	32.8%	22	دبلومات وشهادات مهنية			
26.9%	18	خمس عشر سنة فأكثر	23.9%	16	بكالوريوس			
100%	67	الإجمالي	100%	67	الإجمالي	100%	67	الإجمالي

ويتضح من الجدول السابق أن عينة الدراسة الإختبارية تتسم بتنوع وكفاية الممارسات المهنية والمؤهلات العلمية للمستقصى منهم مع توافر عامل الخبرة بشكل كافي في العينة حيث بلغت نسبة المستقصى منهم لمن تجاوزت سنوات الخبرة لديه خمس سنوات حوالي (70%) وهي نسبة مرضية، مما يساهم في الإطمئنان لنتائج الدراسة وإمكانية تعميمها.

ولتحديد درجة صلاحية ومدى الإعتماد على العناصر المستخدمة في قياس دور تفعيل خصائص مجلس الإدارة على خفض حدة تقلبات عوائد الأسهم وتدعيم الإستمرارية في ظل الأزمة الروسية الأوكرانية، قام الباحث بحساب معامل ألفا كرونباخ وذلك على النحو التالي:

جدول 20: نتائج معامل ألفا كرونباخ لقائمة الإستقصاء

معامل الصدق	معامل ألفا كرونباخ	عدد العبارات	البعد
0.831	0.691	5	دور خصائص مجلس الإدارة في خفض حدة تقلبات عوائد الأسهم في ضوء الأزمة الأوكرانية الروسية
0.747	0.558	4	دور خصائص مجلس الإدارة في تدعيم الإستمرارية في ضوء الأزمة الأوكرانية الروسية.
0.874	0.764	9	القائمة ككل

حيث يتضح أن قيمة معامل ألفا كرونباخ لجميع الأبعاد قيم عالية تقترب من الواحد الصحيح تؤكد على أن جميع العناصر التي حددها الباحث لقياس دور تفعيل خصائص مجلس الإدارة على

خفض حدة تقلبات عوائد الأسهم وتدعيم الإستمرارية للشركات في ظل الأزمة الروسية الأوكرانية صالحة، ويمكن الإعتماد عليها بشكل كبير في القياس.

وأخضع الباحث آراء العينة للمقاييس الإحصائية الوصفية حول دور خصائص مجلس الإدارة في خفض حدة تقلبات عوائد الأسهم، وأظهرت النتائج التالية:

جدول 21: توصيف الآراء حول دور خصائص مجلس الإدارة في خفض حدة تقلبات عوائد الأسهم في ضوء الأزمة الأوكرانية الروسية

معنوية إختبار "ت"	الوزن النسبي %	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	دور خصائص مجلس الإدارة في خفض حدة تقلبات عوائد الأسهم في ضوء الأزمة الأوكرانية الروسية
0.000	%89.00	0.558	4.45	- تؤدي الإستقلالية إلى خفض حد تقلبات عوائد الأسهم وذلك من خلال تعرض الأعضاء المستقلين لمخاطر أعلى من باقي الأعضاء لذلك فيكون لديهم حوافز أكثر لزيادة الشفافية والإفصاح في التقارير المالية بالإضافة إلى تعيينهم على أساس الخبرة والكفاءة التي تحسن من جودة الموارد والنقاشات داخل المجلس.
0.000	%89.20	0.586	4.46	- يعمل التمثيل النسائي في مجلس الإدارة على خفض تقلبات عوائد الأسهم وذلك من خلال تمتع العنصر النسائي بالمهارات الإدراكية وقدرتهم على حل المشكلات وتكثيف جهود أعمال المجلس نحو الرقابة والمتابعة وتمكنهم من مقومات الذكاء العاطفي.
0.000	%86.80	0.708	4.34	- تفعل الخبرة المالية والمهنية لأعضاء مجلس الإدارة الحد من تقلبات عوائد الأسهم نظراً لأنها تمكنهم من التفاوض على عمليات تجعل الشركات أكثر ربحية بالإضافة إلى قدرتهم العالية على التقييم السوقي للأصول والإلتزامات مما يجعل لهم دور رقابي أكثر فاعلية
0.000	%73.40	1.05	3.67	- تمكن طول فترة بقاء المدير التنفيذي من خفض حدة تقلبات عوائد الأسهم نظراً لتكوينهم علاقات قوية مما يقلل احتمالية التلاعب بالحسابات وإدارة الإرباح ويمنع من تكوين الأخبار السيئة بالإضافة إلى تحسين جودة معالجة المعلومات.
0.000	%78.20	0.848	3.91	- يمكن تعيين المزيج المناسب من أعضاء مجلس الإدارة من خفض حدة تقلبات عوائد الأسهم. بالإضافة إلى الفهم الواضح للمسئوليات لأعضاء مجلس الإدارة.

** دال إحصائياً عند مستوى معنوية 0.05

حيث تشير قيم الوسط الحسابي لجميع ردود المستقصى منهم (أكبر من 3) إلى أن الآراء تميل لصالح الموافقة على دور خصائص مجلس الإدارة في خفض حدة تقلبات عوائد الأسهم في ضوء الأزمة الأوكرانية الروسية؛ وهو ما تؤكد عليه نسب الوزن النسبي لجميع العناصر والتي تزيد عن 60% الممثلة لإختيار "محايد"، كما تشير معنوية إختبار (t) وهي (0.00) لجميع العبارات والتي تقل

عن (0,05) إلى أن جميع الأوساط الحسابية دالة إحصائياً وأنه يوجد فروق معنوية في آراء المستقصى منهم.

كما يوضح الجدول التالي آراء عينة الدراسة حول دور خصائص مجلس الإدارة في تدعيم الإستمرارية في ضوء الأزمة الأوكرانية الروسية، وذلك كما يلي:

جدول 22: آراء عينة الدراسة حول خصائص مجلس الإدارة في تدعيم الإستمرارية في ضوء

الأزمة الأوكرانية الروسية

معنوية إختبار "ت"	الوزن النسبي %	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	دور خصائص مجلس الإدارة في تدعيم الإستمرارية في ضوء الأزمة الأوكرانية الروسية
0.000	%84.80	0.698	4.24	- تمكن الإستقلالية من إستمرارية الشركات وذلك من خلال مساهمة الأعضاء المستقلين في الحفاظ على أصول الشركة ونجاح الأنشطة التشغيلية مع ممارسة الوظائف الرقابية بشكل أكثر كفاءة وتمتعهم بالموضوعية والنزاهة في الحكم والكفاءة المهنية وحل النزاعات.
0.000	%86.00	0.718	4.3	- يؤدي توافر العنصر النسائي إلى تدعيم إستمرارية الشركات من كونهم أقل أكثر إلزاماً بالممارسات الأخلاقية أكثر من الرجال في المناصب القيادية للشركات بالإضافة إلى تحسين جودة القرار الإستراتيجي مع المساهمة في الإبداع والإبتكار وتوليد أفكار جديدة.
0.000	%81.40	0.858	4.07	- يعمل توافر الخبرة المالية على تحسين إستمرارية الشركات وذلك من خلال تمكين الشركات من مهارات التعامل مع البيئة الخارجية والنظرة الثاقبة حول المدخلات المختلفة.
0.000	%91.00	0.634	4.55	- تجعل طول فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه أكثر تركيزاً على الربح طويل الأجل والمشروعات طويل الأجل وأكثر خبرة وهو ما ينعكس على أداء المنشأة.

** دال إحصائياً عند مستوى معنوية 0.05

حيث تشير قيم الوسط الحسابي لجميع ردود المستقصى منهم (أكبر من 3) إلى أن الآراء تميل لصالح الموافقة على دور خصائص مجلس الإدارة في تدعيم الإستمرارية في ضوء الأزمة الأوكرانية الروسية؛ وهو ما تؤكد عليه نسب الوزن النسبي لجميع العناصر والتي تزيد عن 60% الممثلة لإختبار "محايد"، كما تشير معنوية إختبار (t) وهي (0.00) لجميع العبارات والتي تقل عن (0,05) إلى أن جميع الأوساط الحسابية دالة إحصائياً وأنه يوجد فروق معنوية في آراء المستقصى منهم.

وفي ضوء ما سبق يرى الباحث إتفاق مفردات العينة حول بيانات الفرض الرابع والذي ينص على: "يؤدي تفعيل خصائص مجلس الإدارة إلى خفض حدة تقلبات عوائد الأسهم وتدعيم الإستمرارية للشركات في ظل الأزمة الروسية الأوكرانية"

القسم الخامس: نتائج وتوصيات الدراسة

تتمثل أهم النتائج فيما يلي:

1- وجود علاقة إرتباط سلبية معنوية بين إستقلالية مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم، حيث أن معامل الإرتباط سالب بقيمة (-0.648) ومستوى المعنوية (sig) أقل من (0.01)، حيث كلما زادت نسبة الأعضاء المستقلين (غير التنفيذيين) في مجلس إدارة الشركة كلما أدى ذلك إلى انخفاض تقلبات عوائد الأسهم، ويرجع الباحث ذلك إلى أن توافر أعضاء مستقلين بمجلس الإدارة يمكن من إتخاذ قرارات موضوعية تضمن الرقابة الفعالة على كافة أعمال المجلس ووظائف الإدارة مع تحقيق الإستمرارية للشركات والتوازن بين جميع المساهمين والإدارة التنفيذية وبما يتماشى مع مصالح الشركات والمساهمة في تحسين إستقرار أسعار الأسهم مما ينعكس إيجابياً على تحسين جودة التقارير المالية والحد من عدم تماثل المعلومات وتحسين مستويات الإفصاح وحد المخاطر غير المتوقعة.

2- وجود علاقة إرتباط سلبية معنوية بين توافر الخبرة المالية والمهنية لأعضاء مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم، حيث أن معامل الإرتباط سالب بقيمة (-0.479) ومستوى المعنوية (sig) أقل من (0.01)، حيث كلما زادت نسبة الحاصلين على بكالوريوس تجارة أو دبلومات وشهادات مهنية متخصصة في المحاسبة في مجلس إدارة الشركة كلما أدى ذلك إلى انخفاض تقلبات عوائد الأسهم، ويرجع الباحث ذلك إلى أن الخبرة المالية قد تساعد الشركات على التقييم السوقي للأصول والإلتزامات ويخلق فرصاً للتأثير على العمليات السياسية من خلال الإستفادة من مكانتهم المؤسسية وخبراتهم المالية والمحاسبية التي تسمح لهم التفاوض على عمليات تجعل الشركات أكثر ربحية مما يؤدي إلى تقليل التأثير السلبي على تقلبات عوائد الأسهم ومعدل دوران الرئيس التنفيذي، وكذلك تقليل إحتمالية إعادة صياغة القوائم المالية.

3- وجود علاقة إرتباط سلبية معنوية بين تمثيل عنصر النساء في مجلس الإدارة وتقلبات عوائد الأسهم، حيث أن معامل الإرتباط سالب بقيمة (-0.699) ومستوى المعنوية (sig) أقل من (0.01)، حيث كلما زادت نسبة تمثيل عنصر النساء في مجلس الإدارة كلما أدى ذلك إلى انخفاض تقلبات عوائد الأسهم، ويرجع الباحث ذلك إلى تواجد الإناث في مجلس الإدارة يؤثر إيجابياً على معدلات إنتاج الشركات والأداء المالي والإقتصادي للشركات وقيمتها وكذلك نمو الأصول والمبيعات والحد من المخاطر غير المتوقعة الأزمت المالية نظراً لتمتع المرأة بالمهارات

الإدراكية وقدرتهم على حل المشكلات وتكثيف جهود أعمال المجلس نحو الرقابة والمتابعة وتمكنها من مقومات الذكاء العاطفي مما يدعم فرص بقاء الشركة في السوق لأطول فترة ممكنه.

4- وجود علاقة إرتباط سلبية معنوية بين بقاء المدير التنفيذي وتقلبات عوائد الأسهم، حيث أن معامل الإرتباط سالب بقيمة (-0.696) ومستوى المعنوية (sig) أقل من (0.01)، حيث كلما زادت مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه كلما أدى ذلك إلى إنخفاض تقلبات عوائد الأسهم، ويرجع الباحث ذلك إلى طول فترة المدير التنفيذي تعمل على تكوين علاقات قوية مما يقل احتمالية التلاعب بالحسابات وإدارة الأرباح ويمنع تكوين الأخبار السيئة عن الشركة مما يحد من تقلبات عوائد الأسهم ويدعم فرص الإستمرارية أثناء فترة الأزمة.

5- وجود علاقة إرتباط عكسية معنوية بين تقلبات عوائد الأسهم وإستمرارية الشركات، ويرجع الباحث ذلك أنه كلما زادت تقلبات عوائد الأسهم كلما أدى ذلك إلى ضعف موارد الشركة وموقفها المالي في السوق وبالتالي يصعب على تلك الشركات الإستمرار لفترات طويلة في الأسواق وبالتالي تكون النتيجة الحتمية لذلك هي الإغلاق أو فقدان السيطرة على الإستمرار أثناء فترات الأزمات.

6- أكدت النتائج على وجود علاقة إرتباط طردية معنوية بين كل من ربحية الشركة وجودة حوكمة الشركات وإستمرارية الشركات، بينما إرتبطت درجة الرفع المالي عكسياً مع إستمرارية الشركات.

7- يوجد فروق بين تقلبات عوائد الأسهم قبل وبعد الفترة الزمنية لحدوث الأزمة الروسية الأوكرانية ويرجع الباحث ذلك إلى أنه عقب تلك الأزمة تأثرت الأسواق المالية بها تحسباً للعقوبات الإقتصادية المستقبلية وإندلاع الحرب المسلحة بين البلدين نظراً لإرتباط الإقتصاد الروسي والأوكراني إرتباطاً وثيقاً ببقية دول العالم من خلال العمليات التجارية للسلع والخدمات، وباعتبار روسيا ثالث أكبر مصدر للنفط في العالم وأكبر مصدر للغاز للدول الأوروبية وبالتالي فإن تأثير الضرر الذي ينشأ في روسيا سيؤثر على الأسواق المالية الأخرى.

8- يوجد إتفاق بين آراء عينة الدراسة من (أعضاء مجلس الإدارة والإدارة المالية) لشركات العينة (68) شركة على أن يؤدي تفعيل خصائص مجلس الإدارة إلى خفض حدة تقلبات عوائد الأسهم وتدعيم الإستمرارية للشركات في ظل الأزمة الروسية الأوكرانية.

وعليه يوصي الباحث بالآتي:

- 1- تحقيق الإستقلالية لمجلس الإدارة لضمان فعالية عملية الرقابة على أعمال المجلس مع مراقبة المديرين التنفيذيين ذوي السلطة للحد من التلاعب في الأرباح وزيادة جودة التقارير المالية مما يدعم عدم تقلبات عوائد الأسهم وزيادة فرص إستمرارية الشركات.
- 2- الإهتمام من قبل الهيئة العامة للرقابة المالية بتفعيل نسب حساسة لتمثيل الجنسين إستناداً إلى نظرية الإعتماد على الموارد بمجلس الإدارة مع إلزام مجالس إدارة الشركات بتمثيل الإناث في المناصب العليا داخل مجلس الإدارة نظراً لما يتمتعن به من قدرات خاصة تكون قادرة على الحد من تقلبات أسعار الأسهم وتدعيم إستمرارية الشركات.
- 3- إستقطاب أعضاء مجلس إدارة ذو خبر مالية ومحاسبية ومهنية نظراً لدورهم الفعال في التقييم السوقي للأصول والإلتزامات مع زيادة بقاء المدير التنفيذي مما يحد من تقلبات عوائد الأسهم وتدعيم فرص الإستمرارية أثناء فترات الأزمات.
- 4- تحديث آليات الرقابة والمتابعة على مجالس إدارة الشركات بحيث تتضمن ضوابط رقابية أكثر فاعلية تشمل على منهج متكامل يساعد تلك المجالس في إدارة الأزمات وكيفية التعامل معها وتجاوزها بأقل خسائر ممكنة مع توفير إحتياجاتها التمويلية وجذب الإستثمارات وخلق السيولة ذات فرص ربحية مرتفعة، مع إهتمام الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري بالخصائص الأكثر فاعلية لمجلس الإدارة
- 5- ضرورة الإفصاح المحاسبي في صلب القوائم المالية أو في قائمة مالية إضافية مستقلة عن الإنعكاسات الإيجابية والسلبية لتقلبات عوائد الأسهم علي إستمرارية الشركات في ضوء الأزمة الروسية الأوكرانية.
- 6- إصدار معيار محاسبي مصري او دولي مقترح لتحقيق التوافق العلمي والتطبيقي بين المحاسبة والسياسة على المستوى المحلي والدولي مع إقتراح بناء نظريه عامة للمحاسبة السياسية.

القسم السادس: التوجهات البحثية والدراسات المستقبلية

- في ضوء ما توصلت إليه نتائج الدراسة يمكن إقتراح العديد من المجالات التي تمثل أساساً لدراسات مستقبلية والتي تتمثل في التالي:
- 1- تحليل العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وعدم تماثل المعلومات وأثرها على القيمة السوقية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

- 2- أثر خصائص مجلس الإدارة على جودة الإفصاح المحاسبي في ظل توجه الدول المصرية نحو تقنيات التحول الرقمي.
- 3- دور خصائص مجلس الإدارة في تحسين العلاقة بين مستوى الإحتفاظ بالنقدية وتقلبات عوائد الأسهم في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية- دراسة تطبيقية.
- 4- أثر خصائص مجلس الإدارة على خطر إنهيار أسعار الأسهم في ظل التحديات المعاصر لجائحة كورونا- دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
- 5- إختبار أثر خصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن إدارة المخاطر وانعكاس ذلك على تقلبات أسعار الأسهم- دراسة تطبيقية.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- الحناوي، السيد محمود (2020). العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والأداء المالي للشركة في ظل التأثير المعدل لمراحل دورة حياة الشركة - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية-227*, (1)4 , 290.
- الحوشي، محمد محمود سالم (2020) "العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة ومستوى الإفصاح عن القطاعات التشغيلية في ظل التأثير المعدل لتركيز القطاع- دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، قسم المحاسبية بكلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد الرابع، العدد الأول: 1-60*.
- السيد، مصطفى علي الإسدائي، مصطفى & محمود سليمان محمد، محمد. (2020). أثر الإفصاح الاختياري في التقارير المالية على تغطية المحللين الماليين: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، 2*(العدد الأول الجزء الأول)، 589-647.
- الطحان، إبراهيم محمد؛ ونخال، أيمن محمد صبرى. (2020). أثر تنوع مجلس الإدارة وفقاً للجنس على الأداء المالي للشركات: دراسة تطبيقية علي الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصرية. *مجلة الدراسات التجارية المعاصرة 6*, (العدد 10), 553-590.

بن قيطة، مراد (2018) "العمق الحيوي: مكانة أوكرانيا في المنظور الإستراتيجي الروسي"، مجلة أفاق للعلوم، العدد 11، ص ص 195 - 206.

عباس الربيعي، كوثر (2016) "الأزمة الأوكرانية والعلاقات الروسية- الأمريكية: التاريخ والجيوسراتيجية" مجلة قضايا سياسية، العدد 45، ص ص 149 - 170

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

Abu Afifa, M., Saleh, I., Al-shoura, A., & Vo Van, H. (2022). Nexus among board characteristics, earnings management and dividend payout: evidence from an emerging market. *International Journal of Emerging Markets*. 1-28.

Ahluwalia, P., & Miller, T. (2022). Why did the World not learn lessons from South Ossetia and Abkhazia: Russia's push into Ukraine? In *Social Identities* (Vol. 28, Issue 2, pp. 147-149).

Ahmad, N., Ting, I. W. K., Tebourbi, I., & Kweh, Q. L. (2022). Non-linearity between family control and firm financial sustainability: moderating effects of CEO tenure and education. *Eurasian Business Review*, 12(4), 719-741.

Ahundjanov, B.B., Akhundjanov, S.B., Okhunjanov, B.B., 2020. Information search and financial markets under covid-19. *Entropy* 22 (7), 791.

Alexeyeva, I., & Sundgren, S. (2022). Do going concern disclosures in the management report and audit report signal bankruptcy risk? Evidence from privately held firms. *International Journal of Auditing*, 26(2), 171-192.

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.

Alqudah, A. M., Azzam, M. J., Aleqab, M. M., & Shakhathreh, M. Z. (2019). The Impact of Board of Directors Characteristics on Banks Performance:

- Evidence from Jordan. In *Academy of Accounting and Financial Studies Journal* (Vol. 23, Issue 2).
- Alshorman, S. A. A., & Shanahan, M. (2022). The voice of profit: exploring the tone of Australian CEO's letters to shareholders after the global financial crisis. *Corporate Communications*, 27(1), 127–147.
- Basnet, A., Blomkvist, M., & Galariotis, E. (2022). The role of ESG in the decision to stay or leave the market of an invading country: The case of Russia. *Economics Letters*, 216.
- Berner, R., & Cecchetti, S. (2022). Russian sanctions: Some questions and answers voxeu.org/article/russian-sanctions-some-questions-and-answers
- Russian sanctions: Some questions and answers.
- Bharti, B. (2022). very hard to predict what's going to happen:' Russia's advance on Ukraine puts Canadian dreams on hold. *Financialpost*. Retrieved February 28, 2022,
- Boubaker, S., Goodell, J.W., Pandey, D.K., Kumari, V., 2022. Heterogeneous impacts of wars on global equity markets: evidence from the invasion of Ukraine. *Finance Res. Lett.*, 102934
- Brandes, P., Dharwadkar, R., Ross, J. F., & Shi, L. (2022). Time is of the Essence: Retired Independent Directors' Contributions to Board Effectiveness. *Journal of Business Ethics*, 179(3), 767–793
- Brodmann, J., Hossain, A., & Singhvi, M. (2022). Chief executive officer power and board gender diversity. *Finance Research Letters*, 44.
- Caiffa, M., Farina, V., & Fattobene, L. (2021). CEO Duality: Newspapers and Stock Market Reactions. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(1), 35.
- Chen, J., Zhao, D., Liu, X., Xu, C., & Liu, L. (2022). Home Sweet Home: Do Local CEOs Curb Stock Price Crash Risk? *Finance Research Letters*, 50.

- Chouaibi, S., Chouaibi, Y., & Zouari, G. (2021). Board characteristics and integrated reporting quality: evidence from ESG European companies. *EuroMed Journal of Business*, 17(4), 425–447.
- Colak, G., & Liljebloom, E.(2022). Easy cleanups or forbearing improvements: The effect of CEO tenure on successor’s performance. *Journal of Financial Stability*, 63, 101072.
- Das, S., Gong, J. J., & Li, S. (2022). The Effects of Accounting Expertise of Board Committees on the Short- and Long-Term Consequences of Financial Restatements. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 37(3), 603–632.
- El-Deeb, M. S, Elsharkawy, L. (2019). The Impact of board characteristics on the disclosure of the forward-looking information evidence from the Egyptian stock market. *Alexandria Journal of Accounting Research*, 3(3), 1–38. DOI: 10.21608/aljalexu.2019.56642
- Fensore Stefania, (2020), "CEO Gender and Financial Performance: Empirical Evidence of Women on Board from EMEA Banks", *Advances in Intelligent Systems and Computing (AISC)*, (Springer): 77–84.
- Ghaleb, B. A. A., Qaderi, S. A., Almashaqbeh, A., & Qasem, A. (2021). Corporate social responsibility, board gender diversity and real earnings management: The case of Jordan. *Cogent Business and Management*, 8(1).
- Gharbi, S., & Othmani, H. (2022). Threshold effects of board gender diversity on firm performance: panel smooth transition regression model. *Corporate Governance (Bingley)*. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, (ahead-of-print).
- Gleason, K., Nagle, B., Kannan, Y. H., & Rau, S. (2022a). Going concern modifications and the self-fulfilling prophecy: evidence from extreme market conditions. *Meditari Accountancy Research*., (ahead-of-print).

- Golka, P., & van der Zwan, N. (2022). Experts versus representatives? Financialised valuation and institutional change in financial governance. *New Political Economy*, 27(6), 1017–1030.
- Gong, M., Wang, Y., & Yang, X. (2021). Do independent directors restrain controlling shareholders' tunneling? Evidence from a natural experiment in China. *Economic Modelling*, 94, 548–559.
- Hamid, N., & Purbawangsa, I. B. A. (2022). Impact of the board of directors on financial performance and company capital: Risk management as an intervening variable. *Journal of Co-Operative Organization and Management*, 10(2).
- Harakeh, M., El-Gammal, W., & Matar, G. (2019). Female directors, earnings management, and CEO incentive compensation: UK evidence. *Research in International Business and Finance*, 50, 153–170.
- Jebran, K., Chen, S., & Zhang, R. (2020). Board diversity and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 51, 101122
- Jiang, S., & Jin, X. (2021). Effects of investor sentiment on stock return volatility: A spatio-temporal dynamic panel model. *Economic Modelling*, 97, 298–306.
- Jin, H. min, Su, Z. qin, Wang, L., & Xiao, Z. (2022). Do academic independent director's matter? Evidence from stock price crash risk. *Journal of Business Research*, 144, 1129–1148.
- Karim, S., Naeem, M. A., & Ismail, R. B. (2022). Re-configuring ownership structure, board characteristics and firm value nexus in Malaysia: the role of board gender and ethnic diversity. *International Journal of Emerging Markets*
- Katerina, D., 2018. The Relationship Between CEO Tenure and Firm Financial Performance in Energy Companies.

- Krishnamurti, C., Chowdhury, H., & Han, H. D. (2021a). CEO centrality and stock price crash risk. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 31, 100551.
- Kumar, S., & Zbib, L. (2022). Firm performance during the Covid-19 crisis: Does managerial ability matter? *Finance Research Letters*, 47.
- Lanktree, G. (2022, February 26). Businesses in Britain, EU brace for impact of Ukraine conflict. *POLITICO*. Retrieved February 28, 2022.
- Li, S., Quan, Y., Tian, G. G., Wang, K. T., & Wu, S. H. (2022). Academy fellow independent directors and innovation. *Asia Pacific Journal of Management*, 39(1), 103-148.
- Lo, G. D., Marcelin, I., Bassène, T., & Sène, B. (2022). The Russo-Ukrainian war and financial markets: the role of dependence on Russian commodities. *Finance Research Letters*, 50, 103194.
- Mandala, N., Kaijage, E., Aduda, J., & Iraya, C. (2017). Board Structure, CEO Tenure, Firms' Characteristics and Performance of Financial Institutions in Kenya. *European Scientific Journal*, ESJ, 13(31), 39.
- Mastella, M., Vancin, D., Perlin, M., & Kirch, G. (2021). Board gender diversity: performance and risk of Brazilian firms. *Gender in Management*, 36(4), 498-518.
- Mayew, W. J., Sethuraman, M., & Venkatachalam, M. (2016). MD&A Disclosure and the Firm's Ability to Continue as a Going Concern. *The Accounting Review*, 90(4), 1621-1651.
- Mayo, K., Ball, G., & Mills, A. (2022). CEO Tenure and Recall Risk Management in the Consumer Products Industry. *Production and Operations Management*, 31(2), 743-763.
- Minton, B. A. et al. 2014. Financial expertise of the board, risk taking, and performance: Evidence from bank holding companies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 49(02), pp. 351-380.

- Nguyen, L. T., & Thanh, C. le. (2021). The influence of board characteristics on environmental performance: evidence from East Asian manufacturing industries. *International Journal of Emerging Markets*, 17(10), 2702–2720.
- Nia, A. A., Nadalizadeh, F., & Kouhestani, A. S. (2022). Genocide and Its Consequences from The Perspective of International Law (A Case Study Of The Russia–Ukraine War). *Journal of Positive School Psychology*, 6(8), 610–632.
- Ozili, P. K. (2022). Global Economic Consequence of Russian Invasion of Ukraine. *SSRN Electronic Journal*.
- Qayyum, A., Rehman, I. U., Shahzad, F., Khan, N., Nawaz, F., Kokkalis, P., & Sergi, B. S. (2021). Board gender diversity and stock price crash risk: Going beyond tokenism. *Borsa Istanbul Review*, 21(3), 269–280.
- Sadiq, M., Hsu, C. C., Zhang, Y., & Chien, F. (2021). COVID–19 fear and volatility index movements: *Management*, 14(7), 314.
- Seebeck, A., & Vetter, J. (2022). Not Just a Gender Numbers Game: How Board Gender Diversity Affects Corporate Risk Disclosure. *Journal of Business Ethics*, 177(2), 395– 420.
- Sheikh, S. (2022). CEO power and the likelihood of paying dividends: Effect of profitability and cash flow volatility. *Journal of Corporate Finance*, 73.
- Sun, Y. V., Liu, B., & Prodromou, T. (2022). The determinants of the COVID–19 related stock price overreaction and volatility. *Studies in Economics and Finance*, 39(1), 125–149.
- Tam, O. K., Liang, H. Y., Chen, S. H., & Liu, B. (2021). Do valued independent director's matter to commercial bank performance? *International Review of Economics and Finance*, 71, 1–20.
- Teodósio, J., Madaleno, M., & Vieira, E. (2022). Corporate governance effects on market volatility: Empirical evidence from Portuguese listed firms. *Revista Brasileira de Gestao de Negocios*, 24(1), 159–174.

- Thompson, E. K., & Adasi Manu, S. (2020). The impact of board composition on the dividend policy of US firms. *Corporate Governance (Bingley)*, 21(5), 737–753.
- Tuna, F. (2022). A Political Assessment of the Effect of Russian–Ukrainian War on The Energy Markets. *Journal of Financial Economics and Banking*, 3(2), 73–76.
- Umar, Z., Polat, O., Choi, S. Y., & Teplova, T. (2022). The impact of the Russia–Ukraine conflict on the connectedness of financial markets. *Finance Research Letters*, 48, 102976.
- Vieira, E. S. (2018). Board of directors’ characteristics and performance in family firms and under the crisis. *Corporate Governance (Bingley)*, 18(1), 119–142.
- World Bank, developing economies must act now to dampen the shocks from the Ukraine conflict. MARCH 09, 2022.
- Yang, H. Y., Yao, D., & Qu, X. (2022). How does independent directors’ reputation influence pay-for-performance? Evidence from China. *Accounting and Finance*, 62(1), 959–1007.
- Yousaf, I., Patel, R., & Yarovaya, L. (2022). The reaction of G20+ stock markets to the Russia–Ukraine conflict “black–swan” event: Evidence from event study approach. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 35, 100723.
- Zahid, R. M., Khurshid, M., Waheed, M., & Sanni, T. (2022). Impact of environmental fluctuations on stock markets: empirical evidence from south asia. *Journal of environmental and public health*, 2022.