



## دور تنوع مجلس الإدارة في دعم الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية كآلية للحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية

إعداد

د. إبراهيم السيد محمد إبراهيم الجوهري

د. حامد نبيل حامد سليمان

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة-جامعة المنصورة

كلية التجارة-جامعة المنصورة

[Ibrahim\\_Elgohary@mans.edu.eg](mailto:Ibrahim_Elgohary@mans.edu.eg)

[profhamed\\_2007@mans.edu.eg](mailto:profhamed_2007@mans.edu.eg)

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد السادس - العدد الأول – الجزء الثاني - يناير ٢٠٢٥

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

سليمان، حامد نبيل حامد؛ الجوهري، إبراهيم السيد محمد إبراهيم (٢٠٢٥). تنوع مجلس الإدارة في دعم الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية كآلية للحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٦ (١) ج ٢، ٣٥٥-٤٠١.

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

## دور تنوع مجلس الإدارة في دعم الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية كآلية

### للحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية

د. حامد نبيل حامد سليمان؛ د. إبراهيم السيد محمد إبراهيم الجوهري

**المستخلص:** تهدف هذه الدراسة إلى اختبار دور تنوع مجلس الإدارة في دعم الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية كآلية للحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المُقيّدة بالبورصة المصرية بلغ عددها (67) شركة خلال الفترة ما بين 2018-2022، وبالاعتماد على تحليلين؛ أحدهما أساسي والآخر إضافي. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة غير معنوية بين الإفصاح عن الممارسات البيئية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة سالبة معنوية بين الإفصاح عن الممارسات الاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، إضافةً إلى ذلك، توصلت الدراسة إلى وجود أثر مُعدّل معنوي لتنوع مجلس الإدارة على العلاقة بين كلٍ من الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ وهو ما يعني أن التمثيل النسائي في مجلس الإدارة من شأنه دعم الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية؛ ومن ثم الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

**الكلمات المفتاحية:** مخاطر انهيار أسعار الأسهم، الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية، تنوع مجلس الإدارة.

#### المقدمة:

يشير انهيار سعر السهم إلى مخاطر تُعرض سعر سهم الشركة لانخفاضات كبيرة غير عادية، ويُشكّل وجود مخاطر انهيار أسعار الأسهم تهديداً للشركة، الأمر الذي يؤثر سلباً على ردود فعل المستثمرين مما يؤدي إلى الإضرار بسوق رأس المال (Lou et al., 2023). ويُعد قيام الإدارة بحجب المعلومات السلبية عن المستثمرين على المدى الطويل أحد الأسباب الرئيسية لمخاطر الانهيار التي قدمتها الدراسات السابقة، وعلى وجه التحديد، وفي حالة تعارض المصالح بين المديرين والمساهمين، يسعى المديرين الذين يهتمون بمصالحهم الذاتية وتدفعهم المخاوف المحتملة بشأن التطور الوظيفي وقيمة التعويضات إلى حجب الأخبار السيئة عن المستثمرين، وخاصة في الشركات التي تتسم تقاريرها المالية بالغموض؛ حيث يتم حجب الأخبار السيئة وتراكمها حتى نقطة معينة يُطلق عليها نقطة التحول "Tipping Point"، وهي النقطة التي يصعب عندها على المديرين الاستمرار في حجب الأخبار السيئة، فيتم الإفصاح عنها دفعةً واحدة، مما يترتب عليه تحقُّق عوائد سلبية، وانخفاض حاد مفاجئ في سعر السهم، وهو ما يُمثّل انهياراً لسعر السهم (Liu et al., 2024b).

وبالتالي يجب على الشركات أن تعمل على الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، باعتبارها انعكاساً لردود فعل المستثمرين تجاه تقلبات أسعار الأسهم، وعمليات الشركة، وسياسات الاقتصاد الكلي. ويوفر دمج مقياس للمخاطر في نظام تقييم الأداء لصانعي القرار رؤى حول تأثيرها المحتمل من وجهة نظر سوق رأس المال والمستثمرين بما يضمن إجراء تقييم أكثر واقعية ومصداقية، ويُعزّز الشفافية (Sun et al., 2024).

ومع تزايد الاهتمام بممارسات التنمية المستدامة، تسعى الشركات للتحويل نحو الاستدامة، ويكون هذا التحويل مدفوعاً بعوامل مختلفة، من أهمها زيادة الرقابة المجتمعية، وزيادة التركيز على الممارسات البيئية والاجتماعية. ونتيجةً لذلك، تعمل الشركات على نحو متزايد لدمج تلك الممارسات في عملياتها لتتماشى مع توقعات سوق رأس المال (Chebbi, 2024).

ولا يزال تنوع مجلس الإدارة من الموضوعات التي تجذب اهتمام الباحثين في الوقت الحاضر؛ باعتباره أداة مهمة من شأنها تخفيض مشكلات الوكالة من خلال الحد من تعارض المصالح بين الإدارة والمساهمين، كما يُعد أداة رقابية للحفاظ على استقلالية مجلس الإدارة، وضمان مراعاة كافة أصحاب المصالح عند اتخاذ القرارات (Kumalasari & Arifin, 2023).

### المشكلة:

تشير مخاطر انهيار أسعار الأسهم إلى خطر تعرّض سعر سهم الشركة لانخفاض مفاجئ. وتنشأ مخاطر انهيار أسعار الأسهم عندما تتراكم الأخبار السيئة المتعلقة بأداء الشركة والتي يتم حجبها عمداً من قبل المديرين لفترة طويلة، ثم يتم الإفصاح عنها بشكل مفاجئ عند نقطة تحول معينة. ويُعد قيام المديرين بحجب الأخبار السيئة، هو المُحرّك الرئيسي لمخاطر انهيار أسعار الأسهم. وبالنظر إلى التأثير السلبي للأخبار السيئة على مصالح الإدارة، مثل التعويضات والتطور الوظيفي وغيرها، تشير نظرية الوكالة إلى أن المديرين لديهم الدافع للانخراط بشكلٍ انتهازي في حجب الأخبار السيئة، خاصة في الشركات التي تتسم بغموض تقاريرها المالية. وبما أن التقلبات الكبيرة والسلبية في أسعار الأسهم قد تسبب ضرراً كبيراً للمساهمين، ويُمكن أن تهدد استقرار السوق المالية بأكملها، فمن الضروري فهم العوامل التي تؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Liu et al., 2024b).

وعلى الجانب الآخر، هناك إجماع متزايد بين الحكومات، والشركات، والمستثمرين، والمؤسسات المالية على ضرورة القيام بأنشطتها الاقتصادية بطريقة مسؤولة بيئياً واجتماعياً. وقد أصبحت المسؤولية الاجتماعية قضية رئيسية تواجه الإدارة العليا للشركات (Dunbar et al., 2020)، لا سيما في ظل تخصيص الشركات لموارد كبيرة للممارسات البيئية والاجتماعية. وعلى الرغم من الوعي المتزايد بأهمية الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، إلا أنه لا يزال هناك جدل مستمر حول عواقبها الاقتصادية (Ben-Nasr & Ghouma, 2018; Zhou et al., 2021)؛ باعتبارها بناءً معقداً ومتعدد الأبعاد؛ ومن ثم احتمال اختلاف تأثير تلك الأبعاد على العديد من المتغيرات ومنها مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Dumitrescu & Zakriya, 2021).

وفيما يتعلق بطبيعة العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم فهناك مدرستان فكريتان. إحدى المدرستين تقوم بتقييم المسؤولية الاجتماعية للشركات في إطار نظرية الوكالة "Agency Theory"؛ حيث غالباً ما تنطوي المسؤولية الاجتماعية للشركات على تكاليف عالية مما يضر بمصالح المساهمين. وغالباً ما تُستخدم أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات كأداة لتحسين صورتها من قبل الإدارة، من أجل صرف انتباه الجمهور عن الأخبار السيئة، وهو ما قد يضر بالأداء المالي للشركات، بل وربما يزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم. فعلى سبيل المثال، قد يكون الغرض من القيام ببعض الممارسات هو التغطية أو صرف الانتباه بعيداً عن الأداء السيء للشركة (Zhou et al., 2021).

وتتبنى المدرسة الأخرى منظور نظرية المساهمين وأصحاب المصلحة "Shareholderism and Stakeholder Theory"؛ حيث يرى أنصارها أنه كلما التزمت الشركة بممارسات المسؤولية الاجتماعية بشكل أفضل، كان أصحاب المصالح أكثر فعالية في دعم عملياتها التجارية ورقابة إدارتها، وبالتالي تخفيض مشكلات الوكالة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة. ويُمكن للمسئولية الاجتماعية للشركات أن تحد من قدرة الإدارة على حجب الأخبار السيئة؛ ومن ثم تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم وتحسين أداء سوق الأوراق المالية. ووفقاً لهذه المدرسة الفكرية تعمل المسؤولية الاجتماعية للشركات كاستراتيجية تأمين أو استراتيجية لتمييز المنتجات. وفي هذا السياق، يرى (Albuquerque et al., 2019) المسؤولية الاجتماعية للشركات كاستثمار لزيادة تميز المنتجات مما يسمح للشركات بتحقيق هوامش ربح أعلى وتخفيض المخاطر. كما يدعم (Dunbar et al., 2021) نظرية تمييز المنتجات التي تشير إلى أن أداء الشركات لمسئوليتها الاجتماعية يؤدي إلى انخفاض مرونة الطلب السعرية، وبالتالي انخفاض المخاطر المالية الشركة.

وقد قدمت الدراسات السابقة وجهات نظر مختلفة حول الآثار المترتبة على أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات فيما يتعلق بشفافية المعلومات، والسلوك الانتهازي للإدارة بشأن حجب الأخبار السيئة، مما يثير التساؤل بشأن طبيعة العلاقة بين الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وعلى الرغم من تزايد الدراسات حول العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات والأداء بشكل كبير، وذلك بسبب رغبة المديرين والأكاديميين في فهم ما إذا كان الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية يمكن أن يؤدي إلى نتائج مالية إيجابية، إلا أن النتائج لم تكن حاسمة بشأن تلك العلاقة (Rupp & Limpaphayom, 2024). الأمر الذي يتطلب دراسة تأثير الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وإذا ما كانت تلك الممارسات فعالة بنفس القدر على المستوى الفردي في الحد من تلك المخاطر أم لا.

وقد تناولت مجموعة من الدراسات محددات مختلفة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، بما في ذلك آليات حوكمة الشركات، ومعاملات سوق الأسهم، والتقارير المالية، والخصائص والحوافز الإدارية (Kim et al., 2011; Kim & Zhang, 2014; Kim et al., 2016; Chen et al., 2017; Habib et al., 2018; Garg et al., 2022). ومن الجدير بالذكر، أنه تم تحديد العديد من آليات الحوكمة (Andreou et al., 2016) وإعادة هيكلة مجالس إدارة الشركات (Hu et al., 2020)، كعوامل رئيسية في الحد من قيام الإدارة بحجب الأخبار السيئة بما يؤدي إلى الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

هذا وقد يوفر تنوع مجلس الإدارة وسيلة لمواجهة العديد من التحديات، من خلال زيادة فعالية الإشراف والرقابة خاصة خلال فترات ضعف الأداء، إضافة إلى المساهمة في تحسين عملية اتخاذ القرار، وتعزيز ممارسات حوكمة الشركات، وزيادة المساءلة الإدارية والشفافية، وتخفيض المخاطر المالية (Poletti-Hughes & Briano-Turrent, 2019). كما يُمكن أن يساعد التنوع في تحديد المخاطر والفرص المحتملة، وتقييم عوامل الخطر واتخاذ قرارات رشيدة، (Baker et al., 2020; Cho et al., 2024). باعتبار أن توافر خبرات ومعارف متنوعة لأعضاء مجلس الإدارة، يجعلهم أكثر دقة في اتخاذ القرارات الإدارية وأكثر تحكماً ومساءلةً في أفعالهم (Adams et al., 2015). كما يساعد على فهم احتياجات وتوقعات مختلف أصحاب المصالح وهو ما قد يساهم في تحقيق النزاهة التنظيمية، الأمر الذي من شأنه الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Cho et al., 2024). ومع ذلك، فإن تأثير التنوع كأحد محاور إعادة هيكلة مجلس الإدارة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم لم يحظ نسبياً بالاهتمام الكافي من قِبل الباحثين.

وتأسيساً على ما سبق، تتمثل مشكلة الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي: ما طبيعة الدور الذي يُمكن أن يلعبه تنوع مجلس الإدارة في دعم الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية كآلية للحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية؟

والذي يتفرع عنه التساؤلات البحثية التالية:

- 1- ما هي طبيعة مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وأهم العوامل المؤثرة فيها؟
- 2- ما هي طبيعة العلاقة بين الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية؟
- 3- ما هو تأثير الإفصاح عن الممارسات البيئية، والإفصاح عن الممارسات الاجتماعية كل على حدة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية؟
- 4- ما طبيعة الدور الذي يُمكن أن يلعبه تنوع مجلس الإدارة في الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم؟
- 5- ما أثر تنوع مجلس الإدارة على قوة واتجاه العلاقة بين الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية؟

هدف الدراسة:

في ضوء طبيعة المشكلة يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة في:

دراسة دور تنوع مجلس الإدارة في دعم الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية كآلية للحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية.

والذي يُمكن تقسيمه للأهداف الفرعية التالية:

- 1- دراسة مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وأهم العوامل المؤثرة فيها.
- 2- تحليل العلاقة بين الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية.
- 3- اختبار مدى اختلاف تأثير كل من الإفصاح عن الممارسات البيئية، والإفصاح عن الممارسات الاجتماعية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية.
- 4- تحديد الدور الذي يُمكن أن يلعبه تنوع مجلس الإدارة في الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- 5- الوقوف على دور تنوع مجلس الإدارة في التأثير على العلاقة بين الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية.

أهمية الدراسة:

تتبع الأهمية العلمية للدراسة الحالية من خلال ما يلي:

(1) الأهمية العلمية:

➤ الحاجة إلى توافر فهم أعمق لطبيعة مخاطر انهيار أسعار الأسهم والإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية كأحد الآليات التي يُمكن أن تُحد من تلك المخاطر، وذلك على المستويين النظري والتطبيقي، لا سيما مع وجود تناقض واضح في نتائج الدراسات السابقة بشأن تحليل وتفسير الانعكاسات المحتملة لتلك الممارسات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

- اختبار القدرة التفسيرية للعديد من النظريات بشأن التفسيرات المتناقضة التي قدمتها فيما يتعلق بدوافع الإدارة للالتزام بالممارسات البيئية والاجتماعية، وعلاقتها بمخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ ومن ثم قد تمثل نتائج الدراسة الحالية تدعيماً أو تفنيدياً لتوقعات تلك النظريات بخصوص التأثيرات المتوقعة للممارسات البيئية والاجتماعية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- تقدم الدراسة الحالية أدلةً عمليةً من البيئة المصرية كأحد الأسواق الناشئة، وهو ما يُعد بمثابة إضافة جديدة، لا سيما في ظل ندرة الدراسات السابقة في هذا الموضوع.
- المساهمة في إثراء المعرفة الحالية فيما يتعلق بالإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال تقديم نظرة أكثر عمقاً بشأن التأثير الإجمالي والفردي لتلك الممارسات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في السوق المصرية.
- تُعد هذه الدراسة استكمالاً للدراسات المتعلقة بمخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال تقديم تفسير نظري محتمل لكيفية ومتى يكون التنوع كأحد محاور إعادة هيكلة مجلس الإدارة عاملاً مهماً في الحد من سلوك المديرين بشأن حجب الأخبار السيئة، مما يساعد على تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية.

## (٢) الأهمية العملية:

### بينما تتمثل الأهمية العملية للدراسة الحالية فيما يلي:

- تزايد الاهتمام بالاستثمار المستدام مع تزايد الوعي بتأثير أنشطة الشركات على البيئة، والشركات في سوق رأس المال المصري ليست بمعزل عن هذا الاتجاه، لا سيما في ظل رؤية مصر ٢٠٣٠، حيث أدركت تلك الشركات الأهمية المتزايدة للإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية بالنسبة لأنشطتها وسمعتها. فمن خلال تقييم أدائها في المجالات البيئية والاجتماعية، لا يمكن للشركات الاستفادة من تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم فقط، بل يمكنها أيضاً زيادة قدرتها على جذب المستثمرين المسؤولين الذين يعطون الأولوية للأثر البيئي والاجتماعي عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.
- تُقدم هذه الدراسة رؤى جديدة حول المنافع المحتملة للإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية للشركات والمستثمرين والهيئات التنظيمية على حدٍ سواء؛ حيث يولي صانعو السياسات والمستثمرون اهتماماً بالعلاقة بين الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية وأداء الشركات، وكذلك تقييم مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- يُمكن أن تفيد نتائج هذه الدراسة في تحديد المزيد من العوامل التي قد تؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم بالشركات المصرية، لا سيما الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية؛ ومن ثم الوقوف على العوامل التي قد تساعد في الحد من تلك المخاطر بما يؤدي إلى استقرار الأسواق المالية.
- من المتوقع أن توجه نتائج هذه الدراسة اهتمام أصحاب المصالح وفي مقدمتهم المستثمرين نحو الدور الذي قد يلعبه تنوع مجلس الإدارة في الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم الأمر الذي من شأنه المساهمة في ترشيد قراراتهم وحماية مصالحهم، لا سيما وأن تلك المخاطر تُمثل تهديداً كبيراً بسبب التقلبات المتكررة في السوق، وعدم كفاية التنوع في المحافظ الاستثمارية، إضافةً إلى ضعف الإفصاح عن المعلومات، وضعف حماية المستثمرين.

#### حدود البحث:

- تقتصر فترة الدراسة على الفترة ما بين عامي ٢٠١٨ - ٢٠٢٢.
- تعتمد الدراسة على التنوع الموجّه بالعلاقات دون التنوع الموجّه بالمهام نظراً لعدم توافر البيانات اللازمة لقياسه في البيئة المصرية.

#### منهجية البحث:

اعتمد الباحثان على المنهج الاستنباطي وذلك بالاطلاع على الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث، بالإضافة إلى أهم الإصدارات والقرارات والقوانين التي تناولتها تلك الدراسات كعوامل من شأنها التأثير على متغيرات الدراسة، كما تم الاعتماد على المنهج الاستقرائي في قياس متغيرات الدراسة باستخدام البيانات الواردة بالقوائم المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة ما بين عامي ٢٠١٨ - ٢٠٢٢، وذلك بهدف اختبار فروض الدراسة تمهيداً لتقديم تفسيرات لنتائج الاختبارات مع مقارنتها بنتائج الدراسات السابقة.

#### خطة البحث:

انطلاقاً من أهمية البحث، وتحقيقاً لأهدافه، وللإجابة على تساؤلاته البحثية، فقد تم تقسيم البحث على النحو التالي:

- ١- الإطار النظري لمخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- ٢- الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية وعلاقته بمخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- ٣- تنوع مجلس الإدارة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- ٤- الدراسات السابقة واشتقاق الفروض.
- ٥- الدراسة التطبيقية.
- ٦- النتائج والتوصيات والبحوث المستقبلية.
- ٧- المراجع.

#### ١- الإطار النظري لمخاطر انهيار أسعار الأسهم:

تُعد مخاطر انهيار أسعار الأسهم بمثابة تهديد للمشاركين في سوق الأوراق المالية؛ حيث تؤثر على قرارات العديد من أصحاب المصالح، فهي تؤثر على الموردين فيما يتعلق بتوريد المنتجات للشركة، وعلى الموظفين فيما يتعلق باستمرارهم وبقائهم في الشركة، وعلى المقرضين فيما يتعلق بإفراض الشركة، وعلى المساهمين للحفاظ على أسهم الشركة من الانهيار، وعلى المستثمرين المحتملين كأساس لاتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة، وعلى المحللين الماليين فيما يتعلق بتحليلهم لمخاطر محفظة الأوراق المالية (الوكيل، ٢٠٢١).

وتتجلى مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات في الانخفاضات الكبيرة المفاجئة في أسعار الأسهم. ومن المعترف به على نطاق واسع أن السلوك الانتهازي للإدارة بشأن حجب الأخبار السيئة هو السبب الرئيسي لمخاطر انهيار أسعار الأسهم. ووفقاً لنظرية حجب الأخبار السيئة "The Bad News Hoarding Theory"، يقوم مديرو الشركات التي لا تتسم بالشفافية بحجب الأخبار السيئة

لفترة طويلة حتى يتم الإفصاح عنها دفعةً واحدة وذلك عندما تصبح تكلفة حجبها مرتفعة للغاية أو يصعب على الإدارة مواصلة إخفائها؛ مما يؤدي إلى انخفاض قوى ومفاجئ في سعر السهم، وبالتالي انهياره. وتعتمد هذه النظرية على رغبة المديرين وقدرتهم على حجب الأخبار السيئة (Jebran et al., 2020; Wang et al., 2021).

وفيما يتعلق بمفهوم مخاطر انهيار أسعار الأسهم، فقد تناولته الدراسات السابقة من منظورين هما؛ **سعر السهم، وتوزيعات عائد السهم.** فمن منظور سعر السهم تُعرف مخاطر انهيار أسعار الأسهم باعتبارها انخفاضاً حاداً ومفاجئاً في سعر السهم مما يترتب عليه انخفاض ثروة المساهمين (Chen, 2020; Ryu & Chae, 2021)، أما من منظور توزيعات عائد السهم، فتُعرّف مخاطر انهيار أسعار الأسهم بأنها الانحراف أو الالتواء السالب في توزيعات عائد السهم خلال فترة التداول أو احتمال حدوث قيم متطرفة سلبية كبيرة في تلك التوزيعات (Kim et al., 2019).

وقد قدم كلٌّ من Jin & Myers (2006) الأساس لفهم أسباب مخاطر انهيار أسعار الأسهم في إطار نظرية الوكالة؛ حيث أشارا إلى أن أحد الأسباب الرئيسية لانهيار سوق الأسهم هو أنه في ظل عدم تماثل المعلومات، تقوم الإدارة بحجب الأخبار السيئة المتعلقة بالشركة لحماية مصالحها مثل الاحتفاظ بمناصبهم لفترة أطول، والترقية، والحصول على التعويضات، وتجنب مخاطر التقاضي بشأن نشر الأخبار السيئة، وتستمر الأخبار السيئة في التراكم حتى نقطة معينة يتم عندها الإفصاح المفاجئ عنها دفعةً واحدة مما يؤدي إلى انهيار أسعار الأسهم. وبناءً على ذلك، قام كلٌّ من Hutton et al. (2009) بدراسة هذه الظاهرة بشكلٍ موسّع من خلال الاعتماد على غموض التقارير المالية، وتوصلوا إلى نتائج مماثلة.

#### وتأتي مخاطر انهيار أسعار الأسهم كمحصلة للعديد من الأسباب لعل من أبرزها:

- **عدم تماثل المعلومات وحجب الأخبار السيئة؛** نتيجة تضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح الآخرين، وهو ما يؤدي إلى غموض التقارير المالية وانخفاض الشفافية (Au et al., 2023).
- **اختلاف ميول المستثمرين؛** حيث يُصنّف المستثمرون حسب ميولهم للمخاطرة إلى مستثمرين متفائلين وآخرين متشائمين، وبناءً على اختلاف ميولهم تحدث تحركات في سعر السهم؛ حيث تؤدي زيادة سعر السهم إلى إقبال المستثمرين المتفائلين على التداول على هذا السهم، في حين يُحجم المستثمرون المتشائمون عن التداول نظراً لعدم ثققتهم في المعلومات المتعلقة بزيادة سعر السهم انتظاراً لإمكانية انخفاض سعره، الأمر الذي من شأنه حدوث تذبذب في أسعار الأسهم (سليم، 2021).
- **التخلف عن سداد الالتزامات؛** حيث يؤدي عدم قدرة الشركة على سداد التزاماتها إلى زيادة خطر الإفلاس؛ ومن ثم الإفصاح المفاجئ عن الأخبار السيئة مما قد يؤدي إلى حدوث انهيار أسعار أسهمها (Habib et al., 2018).
- **التهرب الضريبي؛** حيث إن ممارسات التهرب الضريبي توفر فرصاً لتضليل المستثمرين عن طريق حجب الأخبار السيئة، مما يزيد من احتمالية انهيار أسعار الأسهم (Hamza & Zaatir, 2021; Thai et al., 2023).



- **الأزمات والكوارث الطبيعية**، ولعل من أبرزها في الأونة الأخيرة جائحة كورونا والتي ترتب عليها إغلاق وتجميد استثمارات العديد من الشركات، مما أدى إلى حدوث انخفاضات حادة ومفاجئة في أسعار الأسهم (Zhang et al., 2024).
- **طبيعة نشاط الشركة**؛ حيث تزداد احتمالية مخاطر انهيار أسعار الأسهم التي تواجهها بعض الشركات بسبب طبيعة نشاطها فعلي سبيل المثال، تواجه شركات التأمين احتمالية ارتفاع المطالبات والتعويضات نتيجة الكوارث والأزمات، كما تواجه شركات النفط احتمالية انهيار أسعار النفط نتيجة الأزمات والتغيرات الاقتصادية (Abo-Hagar, 2024).

وتأسيساً على ما سبق، يمكن القول إن مخاطر انهيار أسعار الأسهم تُعبر عن تكرار حدوث انحرافات سلبية كبيرة في توزيعات عوائد الأسهم خلال فترة زمنية قصيرة نتيجة الانخفاضات الحادة والمفاجئة في أسعار الأسهم، بسبب قيام الإدارة بحجب المعلومات السيئة لفترة طويلة في ظل عدم تماثل المعلومات، ثم الإفصاح عن تلك المعلومات دفعة واحدة؛ مما يؤثر بشكل سلبي على ثروات المساهمين واستقرار الأسواق المالية.

وفي الوقت الحاضر، تُصنّف الأبحاث حول مخاطر انهيار أسعار الأسهم إلى مجموعتين؛ الأولى، تتناول العوامل التي تؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتتناول الثانية، الآثار السلبية المترتبة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Sun et al., 2024).

**وفيما يتعلق بالمجموعة الأولى**، اتجهت بعض الدراسات إلى استكشاف العوامل التي تؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم فعلى سبيل المثال، توصل Andreou et al. (2016) إلى أن خيارات الأسهم والملكية الإدارية تزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، في حين ركزت دراسات أخرى على تحديد العوامل التي تُحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وفي هذا السياق، أشار كلٌّ من Callen & Fang (2013), An & Zhang (2013) إلى أن الرقابة المرتبطة بالملكية المؤسسية يمكن أن تُخفّض من سلوك الإدارة المرتبط بحجب الأخبار السيئة، وبالتالي الحد من مخاطر الانهيار، في حين أكد Kim et al. (2014) أن تلك المخاطر تكون أقل بالنسبة للشركات المسؤولة اجتماعياً، إذا ما كانت تقاريرها المالية تتسم بالشفافية. وتوصل Defond et al. (2015) إلى أن تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية يزيد من الشفافية، وبالتالي يُخفّض من مخاطر الانهيار، وخاصة بالنسبة للشركات غير المالية الموجودة في بيئة معلومات لا تتسم بالشفافية. كما أشار كلٌّ من Jin et al. (2022), Hu et al. (2020), Jeon (2019) إلى أن آليات الحوكمة تلعب دوراً حاسماً في الحد من حجب الأخبار السيئة، وبالتالي تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

**ومن ناحية أخرى**، يُمكن تصنيف تلك العوامل إلى عوامل داخلية وأخرى خارجية، وفيما يتعلق بالعوامل الداخلية، اقترح Kim et al. (2016) أن زيادة قابلية القوائم المالية للمقارنة تُضعف من قدرة المديرين التنفيذيين ودوافعهم نحو حجب الأخبار السيئة، وبالتالي تُخفّض مخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما أكد Al Mamun et al. (2020) أن زيادة سلطة المدير التنفيذي يزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ نظراً لزيادة قدرته على حجب المعلومات السيئة. وقام Da Silva (2022) بتحليل الشركات المدرجة في ٤٤ دولة، ووجد أن الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية والحوكمة للشركات يُخفّض من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، لا سيما في البلدان المتقدمة. **وفيما يتعلق بالعوامل الخارجية**، فقد أشار Cao et al. (2016) إلى وجود علاقة سلبية بين ثقة المجتمع في

الشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، مما يشير إلى أن الاهتمام والثقة المجتمعين يُمكن أن يحلا جزئياً محل الرقابة التنظيمية الرسمية. واقترح (An et al. (2020 أن زيادة مستوى التغطية الإعلامية تُضعف قدرة الشركة على حجب المعلومات السيئة، مما يؤدي إلى انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما أشار (Bebchuk & Tallarita (2022), Hu et al. (2020) إلى أن ارتباط المكافآت الإدارية بممارسات المسؤولية الاجتماعية يُمكن أن يوفر وسيلة لحجب الأخبار السيئة، من خلال استغلال الإدارة لمؤشرات المسؤولية الاجتماعية في إخفاء مشكلات الأداء المالي ومنها مخاطر انهيار أسعار الأسهم. في حين أكد (Ai et al. (2023 على أن التمويل الرقمي يُمكن أن يحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك مع زيادة الفعالية المرتبطة باستخدام التمويل الرقمي. وتوصل (Fiorillo et al. (2023 إلى أن المخاطر الجيوسياسية في البلد المضيف للشركة يُمكن أن تزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

**أما فيما يتعلق بالمجموعة الثانية من الدراسات، والتي تتناول الآثار السلبية المترتبة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم،** فباستعراض الدراسات السابقة التي تناولت تداعيات مخاطر انهيار أسعار الأسهم على الشركات، تم استكشاف العديد من الجوانب التي يُمكن أن تتأثر سلباً بمخاطر انهيار أسعار الأسهم مثل، هيكل رأس المال، وقوة المدير التنفيذي، وإصدار سندات الشركات؛ حيث استخدم (An et al. (2015 مخاطر انهيار أسعار الأسهم كمدد لعدم تماثل المعلومات، وأوضح أن وجودها يُضعف فرص الشركة في الحصول على التمويل، مما يؤثر لاحقاً على توازن هيكل رأس مالها. وفي نفس السياق قام (Benkraiem et al. (2023 بدراسة العلاقة بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم وتعديل هيكل رأس المال، وتوصل إلى أن ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم يتوافق مع انخفاض الكفاءة في الشركات التي تقوم بتعديل نسب الرافعة المالية. كما خلص (Harper et al. (2020 إلى أنه في حالة انهيار أسعار الأسهم، تتضاءل قوة المدير التنفيذي، ويتأثر حجم هذا التضاؤل بجنس المدير التنفيذي ومنصبه. ووجد (Lou et al. (2023 أن ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم يؤدي إلى زيادة فروق الائتمان وأحجام الإصدار، بما يعني زيادة الاعتماد على السندات للتمويل الخارجي.

وتأسيساً على ما سبق، يُمكن القول إن هناك العديد من العوامل التي من شأنها التأثير على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ فمن منظور طبيعة هذا التأثير هناك عوامل من شأنها زيادة المخاطر مثل خيارات الأسهم والملكية الإدارية، وأخرى تُحد من تلك المخاطر لعل من أهمها التزام الشركات بالإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية. أما من منظور طبيعة العوامل ذاتها، فهناك عوامل داخلية مثل، قوة المدير التنفيذي، والإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية، وأخرى خارجية منها، الثقة المجتمعية، والتغطية الإعلامية، والتمويل الرقمي، والمخاطر الجيوسياسية. الأمر الذي يؤكد إمكانية وجود دور فعال للإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية في الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم نظراً لتأثيرها كعامل خارجي وداخلي على تلك المخاطر.

## ٢- الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية وعلاقته بمخاطر انهيار أسعار الأسهم:

تحظى الممارسات البيئية والاجتماعية للشركة باهتمام أصحاب المصالح؛ ومن ثم تسعى الشركات نحو تعزيز صورتها أمام المجتمع، مما ترتب عليه زيادة التزام الشركات بأنشطة المسؤولية الاجتماعية بشكل كبير ليس فقط في الدول المتقدمة، ولكن أيضاً في الدول النامية. كما أصبح هذا النوع من الأنشطة يحظى باهتمام العديد من الأطراف مثل، المستثمرين، والعملاء، والموردين، والموظفين، والحكومات على مستوى العالم، لاسيما بعد الفضائح المالية المتعلقة بخسائر العديد من الشركات العالمية (Kabir & Thai, 2017).

ويُمكن النظر إلى الممارسات البيئية والاجتماعية باعتبارها نموذجاً جديداً للأعمال، ينقلها من مجرد الاهتمام بالأداء المالي إلى الاعتماد على الموارد الطبيعية، والرعاية الاجتماعية، ومشاركة أصحاب المصالح، والأداء الاقتصادي (Ait Sidhoum & Serra, 2018). وتسعى الشركات من خلال التزامها بالممارسات البيئية والاجتماعية إلى استدامة طويلة الأجل؛ ومن ثم تحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة (Chabachib et al., 2020).

إلا أن هناك جدل كبير حول الآثار الاقتصادية لقيام الشركات بمسئوليتها الاجتماعية، فمن منظور نظرية الوكالة، قد تخدم ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات في المقام الأول مصالح الإدارة على حساب المساهمين؛ ومن ثم تتمتع الإدارة بالمنافع المترتبة على قيام الشركات بمسئوليتها الاجتماعية، في حين يتحمل المساهمون المخاطر والتكاليف، وهناك أدلة على أن القيام بالمزيد من الممارسات البيئية والاجتماعية يزيد من مخاطر الشركة، مما يؤثر على القيمة السوقية وأداء سوق الأوراق المالية. وقد تعتمد الإدارة على الممارسات البيئية والاجتماعية للشركات كأداة لخدمة مصالحها الخاصة، في محاولة للتغطية على المعلومات السلبية لتحسين صورتها لدى المستثمرين، وهو ما يسمى بـ "تأثير التخفي" (Yu et al., 2020; Liu et al., 2024a).

كما تشير نظرية مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركة **"Company's Stock Price Crash Risk Theory"** إلى أن الإدارة يكون لديها الدافع والقدرة على إخفاء المعلومات السلبية بسبب عدم تماثل المعلومات ومشكلات الوكالة، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى انهيار أسعار الأسهم. وفي ظل عدم تماثل المعلومات، قد تستخدم الإدارة الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية وغيرها من الآليات لحجب الأخبار السيئة، وبالتالي زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Liu et al., 2024a). وفي المقابل، يُمكن أن يلعب الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية للشركات دوراً في التواصل، وتخفيض عدم تماثل المعلومات وبالتالي الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما يسمى بـ "تأثير الاتصال" (Dai et al., 2019).

واستناداً إلى التأثيرات المحتملة للمكافآت الإدارية المرتبطة بالإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية للشركات على قيام الإدارة بحجب الأخبار السيئة. فوفقاً لنظرية القدرة الإدارية **"Managerial Ability Theory"**، قد يتم استغلال تلك المكافآت من قِبل المديرين لتحويل انتباه المساهمين عن الأداء المالي غير الجيد، بما يوحي بأنهم يؤدون مهامهم بطريقة مسنولة وأخلاقية، وهو ما قد يؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Wang et al., 2021). علاوةً على ذلك، قد يكون لدى المديرين الدافع نحو الإفراط في الاستثمار في مشاريع لزيادة مشاركتهم في المسؤولية الاجتماعية، لإضفاء الشرعية على عقود التعويضات الخاصة بهم، وتحسين انطباعات المساهمين عنها، وبالتالي زيادة تعويضاتهم (Hu et al., 2020). وفي المقابل، فإن تطبيق المكافآت الإدارية المرتبطة بالممارسات البيئية والاجتماعية للشركات قد يشير إلى التوجه المسنول اجتماعياً للشركة والمعايير الأخلاقية لمديرها. وفي هذه الحالة، قد يتصرف المديرين بشكل أخلاقي فيما يتعلق بالأموال المالية، وتقل دوافعهم بشأن حجب الأخبار السيئة؛ مما يؤدي إلى زيادة الشفافية وتخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Ikram et al., 2023; Liu et al., 2024b).

أما من منظور نظرية المساهمين وأصحاب المصالح **“Shareholderism and Stakeholder Theory”** فيُنظر إلى الممارسات البيئية والاجتماعية للشركات باعتبارها تُلبي مصالح المساهمين وأصحاب المصالح، لا سيما فيما يتعلق بالآثار الإيجابية المترتبة على تلك الممارسات في مجال سمعة المنشأة. فقيام الشركات بتلك الممارسات على النحو الأفضل يعكس مدى التزام الإدارة بالمعايير الأخلاقية بما يُحد من حجب الأخبار السيئة. كما تعكس جهود أصحاب المصالح في رقابة الإدارة، وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة. إضافةً إلى زيادة رضا العملاء، بما ينعكس إيجابياً على أداء الشركات في أسواق الأوراق المالية. وبشكل عام، تتقل الممارسات البيئية والاجتماعية للشركات المزيد من المعلومات غير المالية إلى العالم الخارجي، مما يُخفّض من مشكلات الوكالة التي تنتج عن عدم تماثل المعلومات (Zhou et al., 2021).

ومن منظور نظرية الإشارة **“Signaling Theory”** فإن الممارسات البيئية والاجتماعية للشركات تخلق تأثيراً إيجابياً على توقعات المستثمرين وأصحاب المصالح وتُعزّز سمعتها. وحتى لو لم يحقق رأس مال السمعة **“Reputational Capital”** هذا منافع فورية، فإنه يُمكن أن يكون بمثابة تأمين للشركة ضد ما تواجهه من تهديدات مستقبلية. كما يُمكن أن تعمل الصورة الإيجابية للشركات، فضلاً عن رأس مال السمعة، على تخفيف حساسية المستثمرين والجمهور تجاه الأخبار السيئة، فإذا اعتمدت الشركة على الممارسات البيئية والاجتماعية باعتبارها استراتيجية تمايز، فإن ذلك من شأنه تخفيض مرونة الطلب السعرية؛ ومن ثم تخفيض تأثير الأزمات الاقتصادية على أداء الشركة (Albuquerque et al., 2019). ويُعد تقلب أسعار الأسهم مؤشراً ملموساً للمخاطر العامة للشركة، كما تُعد الممارسات البيئية والاجتماعية للشركات عاملاً رئيسياً للحد من هذه المخاطر (Dunbar et al., 2021; Zhou et al., 2021).

وتأسيساً على ما سبق، قد تخدم الممارسات البيئية والاجتماعية للشركات في المقام الأول المصالح الذاتية للإدارة؛ حيث يتم استخدامها كأداة لتحسين صورة الإدارة وصرف الانتباه عن السلوك الانتهازي للإدارة فيما يتعلق بحجب الأخبار السيئة ومستويات الأداء غير الجيدة؛ وبالتالي تُخفّض هذه الخاصية النفعية للممارسات البيئية والاجتماعية للشركات من شفافية المعلومات الأمر الذي من شأنه زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وفي المقابل، قد يعطي التزام الشركات بالممارسات البيئية والاجتماعية مؤشراً للسلوك الأخلاقي للإدارة مما يؤدي إلى تخفيض مشكلات الوكالة، وزيادة الشفافية بالنسبة للمستثمرين والمحللين الماليين ومساعدتهم في اتخاذ قرارات رشيدة، وزيادة الثقة المجتمعية، والتأكيد على شرعيتها وتعزيز سمعتها؛ ومن ثم يُمكن القول إن تلك الممارسات تُعد بمثابة استراتيجية إيجابية تأمين للشركة من التهديدات والمخاطر المستقبلية، وفي مقدمتها مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وبناءً على ذلك، فمن الضروري إعادة تقييم تأثير تلك الممارسات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة.

### ٣- تنوع مجلس الإدارة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم:

يحظى تنوع مجلس الإدارة باهتمام كبير خلال الفترة الأخيرة باعتباره أحد العوامل المؤثرة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم من منطلق أن إدارة المخاطر وعملية اتخاذ القرار تعتمد بشكل كبير على طبيعة وهيكل مجلس الإدارة (Cho et al., 2024). ويُعرّف التنوع في مطلقه بأنه وصف لمجموعة من الأشخاص الذين يختلفون من حيث ثقافتهم، وأعرافهم، وخلفياتهم، ونوعهم (Ali et al., 2021). كما يُمكن أن يُنظر إلى تنوع مجلس الإدارة باعتباره تباين خصائص أعضاء المجلس من حيث المستوى التعليمي، والقيم، والعمر، والخلفية الإدارية، والخبرة، وغيرها (Almomani et al., 2021).

وتأسيساً على ما سبق، يُمكن القول إن تنوع مجلس الإدارة عبارة عن توافر مجموعة متنوعة من الخصائص والسمات والخبرات لدى أعضاء مجلس الإدارة بما يدعم المجلس في القيام بمهامه وفي مقدمتها عملية اتخاذ القرار.

وقد أكدت العديد من النظريات على أهمية تنوع مجلس الإدارة، ومن بينها نظرية الوكالة ونظرية الاعتماد على الموارد. فوفقاً لنظرية الوكالة، يُعزّز تنوع مجالس الإدارة دورها الرقابي والاستشاري من خلال الجمع بين أفراد ذوي خلفيات وتجارب وخبرات متنوعة، بما يُمكن مجلس الإدارة من تحقيق مصالح المساهمين بشكلٍ فعّال، حيث يعمل التنوع على زيادة الدافع لدى الإدارة للإفصاح عن المزيد من المعلومات بما يُخد من عدم تماثل المعلومات ويُخفّض تكاليف الوكالة، ويساعد على اتخاذ قرارات أفضل، وتحديد الفرص الجيدة، وبالتالي تحسين أداء الشركة واستدامتها (Chebbi, 2024; Cho et al., 2024; Le et al., 2024).

ومن ناحية أخرى، أكدت نظرية الاعتماد على الموارد، على أن التنوع في مجلس الإدارة يُمكن أن يُعزّز الموارد التي يتمتع بها مجلس الإدارة، مثل المهارات والمعارف والخبرات والشرعية والوصول إلى العديد من الأطراف مثل، الفئات المجتمعية، وصانعي السياسات، والعملاء، والموردين، وغيرهم. وبالتالي، فإن تنوع مجالس الإدارة يتيح للشركات إمكانية إنشاء شبكات موسّعة، بما يوفر فرصاً للحصول على معلومات تساعد على اتخاذ القرارات بشكلٍ أفضل مما يؤدي إلى تحقيق الأهداف الاستراتيجية للشركة (Jebran et al., 2020). علاوةً على ذلك، يقوم مجلس الإدارة بتخصيص الموارد الضرورية لتلبية احتياجات أصحاب المصالح وإدارة قضايا الاستدامة، لا سيما وأن أعضاء مجلس الإدارة يلعبون دوراً حاسماً في الحصول على الموارد الخارجية لدعم عمليات الشركة، والتعامل مع العلاقات المتداخلة لأصحاب المصالح، فهو يعمل كحلقة وصل أساسية بين المنشأة وبيئتها الخارجية، مما يُسهّل الاتصالات والتفاعل مع مختلف أصحاب المصالح. ويُلقى هذا المنظور الضوء على أهمية شبكة العلاقات الخارجية لمجلس الإدارة وقدرته على الاستفادة من الموارد الخارجية لصالح تحقيق أهداف الشركة (Chebbi, 2024).

كما يساعد تنوع مجلس الإدارة على زيادة كفاءة المجلس على المستويين الفردي والجماعي؛ فعلى المستوى الفردي، وُجد أن أعضاء المجلس من الإناث يتصرفن بشكلٍ أكثر مسؤولية وأقل ميلاً للمخاطرة من الذكور، كما أن معدلات حضورهن للاجتماعات أعلى نسبياً. وقد أشار Cumming et al. (2015) إلى أن الشركات ذات مجالس الإدارة التي تتسم بالتنوع بين الجنسين ينخفض بها كلٌّ من حالات الاحتيال، ومستوى عدم تماثل المعلومات. أما على المستوى الجماعي، يتضح أن الإناث

يُتبع أسلوباً قديماً يتسم بالثقة والتعاون مما يُشجع على تبادل المعلومات بين أعضاء مجلس الإدارة ويُعزز التواصل فيما بينهم (Agarwal et al., 2016) ويُزيد من الشفافية (Adams & Kirchmaier, 2016). كما يُمكن للتنوع بين الجنسين أن يؤثر بشكل كبير على المخاطر المحتملة بشأن سمعة الشركة (Kaur & Singh, 2017). ولذلك، فمن المتوقع أن يكون لتنوع مجلس الإدارة دوراً فعالاً في الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وقد صنفت الدراسات تنوع مجلس الإدارة إلى نوعين أساسيين؛ الأول، يتمثل في مجموعة من الخصائص والسمات الديموغرافية مثل الجنس والعمر، ويُطلق عليه التنوع الموجّه بالعلاقات Relation-Oriented Diversity. والثاني، يتمثل في مجموعة من الخصائص التي ترتبط بالوظيفة ممثلة في المستوى التعليمي ومدة العضوية، وهو ما يُطلق عليه التنوع الموجّه بالمهام-Task Oriented Diversity (Jebran et al., 2020; Cho et al., 2024).

**وفيما يتعلق بالتنوع الموجّه بالعلاقات، وتحديدًا من حيث الجنس والعمر فإنه يزيد من فعالية الدور الرقابي والاستشاري للمجلس، وبالتالي الحد من السلوك الانتهازي للإدارة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث تتمتع مجالس الإدارة التي تتسم بالتنوع بتواصل أفضل بين أعضائها بما يُعزز من الشفافية، ويزيد من كفاءة المجلس، ويُحسّن سمعة الشركة، ويُخفّض عدم تماثل المعلومات (Le et al., 2024).**

علاوةً على ذلك، تمتلك مجالس الإدارة ذات التنوع العمري القدرة على تحسين عملية اتخاذ القرارات، حيث إن المديرين الأصغر سنًا أكثر ميلاً للمخاطرة بشكل عام مقارنةً بنظرائهم الأكبر سنًا (Cho et al., 2021; Jeong et al., 2022). ومع ذلك، قد يُظهر المديرون الأصغر سنًا ميلاً إلى حجب المعلومات السلبية في بداية حياتهم المهنية، الأمر الذي يُمكن أن يؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم. لذلك، فإن وجود تنوع عمري أكبر يُمكن أن يساعد المجلس في تحقيق التوازن بين هذه الميول ويؤدي إلى تقليل مخاطر الانهيار. كما أنه من المرجح أن يُعزز التنوع العمري في مجالس الإدارة جودة التقارير المالية (Andreou et al., 2017). كما يُمكن أن يوفر آراءً أفضل بما يُحسن من عملية اتخاذ القرار وإدارة المخاطر (Cho et al., 2024).

وتأسيساً على ما سبق، يُمكن أن يُخفّض تنوع مجالس الإدارة الموجّه بالعلاقات من مخاطر انهيار أسعار الأسهم باعتباره وسيلةً يُمكن من خلالها رقابة سلوك الإدارة، بما يُحد من السلوكيات الانتهازية للإدارة بشأن قدرتها على حجب الأخبار السيئة، مما يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات، وزيادة الشفافية. إضافةً إلى ما يقدمه التنوع الموجّه بالعلاقات من القدرة على اتخاذ القرارات الملائمة استناداً إلى ما يوفره من وجهات نظر ومهارات وخبرات متنوعة لا سيما في مجال إدارة المخاطر.

أما فيما يتعلق بالتنوع الموجّه بالمهام، وتحديدًا من حيث مدة العضوية والمستوى التعليمي فإنه يُحقق رقابة واستقلالية أفضل مقارنةً بمجالس الإدارة الأقل تنوعاً (Tian et al., 2011). كما يُمكن أن يُعزز أعضاء مجلس الإدارة الذين يشغلون مناصبهم لفترات أطول ذاكرة مؤسسية ومخزون خبرات بما يسمح لهم بمواجهة التحديات بفعالية (Cho et al., 2024). وفي المقابل، يُعد المديرون الذين يشغلون مناصبهم لفترات أقصر مصدرًا لمعرفة جديدة حول الاتجاهات الحديثة، والممارسات الأفضل. ويساعد هذا التنوع في مدة العضوية في الحد من السلوك الانتهازي؛ ومن ثم إدارة المخاطر والتخفيف من حدتها. فمجالس الإدارة التي تتألف من أعضاء ذوي فترات عضوية مختلفة توفر رقابة أكثر فعالية مما يؤدي إلى انخفاض احتمالية إدارة الأرباح وتعزيز جودة التقارير المالية. وبالتالي، تخفيض الأخبار السيئة، مما يُقلل في نهاية المطاف من مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Li & Wahid, 2018).

وقد أشار البعض إلى أن تنوع مجلس الإدارة الموجّه بالعلاقات (الجنس) يُعد الأكثر تأثيراً على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ويرجع ذلك لعدة أسباب:

أولاً، يعمل التنوع الموجّه بالعلاقات على تحسين المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وزيادة مستوى الإفصاح الاختياري مما يُخفّض من عدم تماثل المعلومات، ويُعزّز الشفافية؛ ومن ثم يُقلل من فرص حجب الأخبار السيئة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. (Abad et al., 2017; Usman et al., 2019; Jebran et al., 2020; Durrani & Abbas, 2024)

ثانياً، يعمل وجود الإناث في مجالس الإدارة على تكوين صورة إيجابية عن الشركة؛ حيث تكون مجالس الإدارة المتنوعة أكثر حذراً بشأن مخاطر السمعة باعتبار أن حجب الأخبار السيئة يمكن أن يضر بسمعتها ويزيد من مخاطر التقاضي، لا سيما عند الإفصاح عن معلومات سلبية للسوق؛ فعندما يكون هناك تنوع أكبر بين الجنسين في مجلس الإدارة، فإن الشركات تقوم بالإفصاح عن الأخبار السيئة في الوقت المناسب، مما يؤدي إلى الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل (Chen et al., 2017; Kaur & Singh, 2017; Kumalasari & Arifin, 2023; Le et al., 2024)

ثالثاً، يعمل تنوع مجلس الإدارة على تحسين جودة التقارير المالية للشركة من خلال تخفيض غموض تلك التقارير، والذي يُعد أحد العوامل التي تساعد الإدارة على حجب الأخبار السيئة؛ لذلك فإن تنوع مجلس الإدارة الموجّه بالعلاقات، يُمكن أن يساهم في تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل (Jebran et al., 2020).

وتأسيساً على ما سبق، يمكن القول إن التنوع الموجّه بالعلاقات (الجنس) يُعد بمثابة آلية فعالة للمواءمة بين مصالح الإدارة والمساهمين من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات مما يُعزّز من الشفافية ويُحسّن جودة التقارير المالية، وبالتالي الحد من قدرة المديرين على حجب الأخبار السيئة، بما يُخفّض من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وبالتالي، يُمكن القول إن تنوع مجلس الإدارة يلعب دوراً مهماً في دعم الممارسات البيئية والاجتماعية للشركات بما يساعد في الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث يوفر التنوع فهماً أعمق لطبيعة مسؤولية الشركة من خلال تلبية احتياجات وتوقعات مختلف أصحاب المصالح بما يُحسّن من علاقاتهم بالشركة، ويساعد على تبني سياسات أكثر شمولية، واتخاذ قرارات متوازنة ومستدامة تستند إلى تحليل متعدد الأبعاد، إضافة إلى تعزيز الشفافية والمساءلة فيما يتعلق بتنفيذ تلك الممارسات والرقابة عليها، والامتثال للتشريعات والضغط المجتمعية الأمر الذي من شأنه تحسين صورة الشركة وتعزيز ثقة المستثمرين والمجتمع بما يدعم استقرار أسعار أسهمها.

#### ٤- الدراسات السابقة واشتقاق الفروض:

١/٤ الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الممارسات البيئية والاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم:

استهدفت دراسة (حسين، ٢٠٢٠) اختبار اتجاه وقوة العلاقة بين كلٍ من مستوى غموض التقارير المالية وأداء المسؤولية الاجتماعية وممارسات التجنب الضريبي، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. وكذلك اختبار تأثير مستوى جودة آليات الحوكمة كمتغير مُنظّم لتلك العلاقة، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٤٧ شركة خلال الفترة ما بين عامي ٢٠١٢-٢٠١٨. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة معنوية بين كلٍ من مستوى غموض التقارير المالية وممارسات التجنب الضريبي،

ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، في حين توصلت إلى وجود علاقة سالبة معنوية بين أداء المسؤولية الاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. إضافةً إلى ذلك، فقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن العلاقة بين كلي من مستوى غموض التقارير المالية وأداء المسؤولية الاجتماعية وممارسات التجنب الضريبي، واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، كانت أكثر قوةً في الشركات ذات آليات الحوكمة القوية.

وقامت دراسة (Dumitrescu & Zakriya, 2021) بتقديم دليل على التأثيرات المختلفة للممارسات البيئية والاجتماعية للشركات التي ترتبط بمجموعات مختلفة من أصحاب المصالح على مخاطر انهيار أسعار أسهم تلك الشركات. وعلى وجه الخصوص، إلقاء الضوء على دور الممارسات البيئية والاجتماعية للشركات في تخفيض المخاطر وخلق قيمة للمساهمين، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٦٥٠ شركة أمريكية خلال الفترة ما بين عامي ١٩٩١-٢٠١٥. وتوصلت الدراسة إلى أن حجب الأخبار السيئة، وما ينتج عنها من انهيارات في أسعار الأسهم يتم الحد منه بشكل كبير من خلال الممارسات الاجتماعية. علاوةً على ذلك، تعمل الممارسات البيئية والاجتماعية للشركات التي تستهدف مجموعات محددة من أصحاب المصالح (مثل المجتمع أو الموظفين أو العملاء) على التخفيف من حدة مخاطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية. وفي المقابل، اتضح أن الممارسات البيئية للشركات وخصائص الحوكمة لها تأثيرات محدودة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وسعت دراسة (Murata & Hamori, 2021) إلى فحص العلاقة بين الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG)، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على الشركات المدرجة بمؤشرات السوق الرئيسية في أوروبا (STOXX Euro 600 index)، والولايات المتحدة الأمريكية (S&P 500 index)، واليابان (Nikkei-225 index) لعام ٢٠٢٠. وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك في ظل النموذج الثابت (The Static Model)، كما أشارت النتائج إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات الأمريكية، وذلك في ظل النموذج الديناميكي (The Dynamic Model)، في حين أشارت النتائج إلى وجود علاقة سالبة معنوية بين الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات الأوروبية واليابانية، وذلك في ظل النموذج الديناميكي (The Dynamic Model)، وتؤكد نتائج الدراسة بشكل عام أن الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) يُخفِّض من مخاطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية، إلا أن قوة التأثير ودقة التنبؤ تختلف باختلاف الدول.

وقامت دراسة (Wang et al., 2021) باختبار أثر الممارسات الاجتماعية للبنوك على مخاطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية في البيئة الدولية، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٥٦٨ بنكاً في ٤١ دولة خلال الفترة ما بين عامي ٢٠٠٣-٢٠١٧. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الممارسات الاجتماعية للبنوك ومخاطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية. وتتضاءل هذه العلاقة الإيجابية بالنسبة للبنوك التي تتمتع بقدر أكبر من الرقابة الخارجية والبنوك الموجودة في البلدان التي تتمتع بحماية قانونية أقوى للمستثمرين وسلطة إشرافية رسمية أكبر على الصناعة المصرفية. علاوةً على ذلك، أظهرت النتائج أن الممارسات الاجتماعية للبنوك ترتبط بشكل إيجابي بالإعلان عن الأخبار السيئة غير المتوقعة، وكذلك السلوك الانتهازي للإدارة، الأمر الذي يدعم منظور نظرية الوكالة بالنسبة للممارسات الاجتماعية للبنوك. وبشكل عام، توضح النتائج التي تم التوصل إليها عن جانب سلبى للممارسات الاجتماعية للبنوك، مما يشير إلى أن الانخراط في تلك الممارسات قد يسهل سلوك مديري البنوك في حجب الأخبار السيئة، ويزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل في الصناعة المصرفية.



واختبرت دراسة (الوكيل، ٢٠٢١) أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، مع اختبار أثر عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط في العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٥٤ شركة مُقيّدة بالبورصة المصرية ضمن مؤشر (EGX 100) خلال الفترة ما بين عامي ٢٠١٧ - ٢٠٢٠. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة معنوية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وعدم تماثل المعلومات، كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة موجبة بين عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، وأوضحت النتائج وجود علاقة سالبة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما أشارت إلى أن التأثير غير المباشر للإفصاح عن أداء الاستدامة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط أقوى من التأثير المباشر.

في حين تناولت دراسة (Zhou et al., 2021) تأثيرات الأبعاد الثلاثة للمسؤولية الاجتماعية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على الشركات المدرجة بالبورصة الصينية خلال الفترة ما بين عامي ٢٠١٠-٢٠١٧. وتوصلت الدراسة إلى أن الممارسات البيئية للشركات تُخفّض بشكل كبير من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، في حين أن الممارسات الاجتماعية مثل التبرعات الخيرية وغيرها ليس لها تأثير معنوي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما أشارت النتائج إلى أن جذب المستثمرين المؤسسيين على المدى الطويل هو الآلية الأساسية التي يُمكن من خلالها للمسؤولية الاجتماعية للشركات الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، كما يُعد تخفيض إدارة الأرباح وسيلة أخرى يُمكن من خلالها أن تساهم المسؤولية الاجتماعية للشركات ومسؤولية أصحاب المصالح بشكل عام في الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم. إضافةً إلى أن مسؤولية أصحاب المصالح والممارسات البيئية من الممكن أن تساعد في تحسين أداء سوق الأوراق المالية.

بينما استهدفت دراسة (Da Silva, 2022) اختبار تأثير الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وتعتمد الدراسة على افتراض أن ارتفاع مستوى الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) يُخفّض من مخاطر انهيار أسعار الأسهم على اعتبار أن ارتفاع مستوى الإفصاح عن تلك الممارسات يؤدي إلى انخفاض غموض التقارير المالية وعدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين الخارجيين، وذلك بالتطبيق على مجموعة من الشركات بـ ٤٤ دولة خلال الفترة ما بين عامي ٢٠٠٧-٢٠١٩. وتوصلت الدراسة إلى أن ارتفاع مستوى الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) يُخفّض من مخاطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية، وأشارت النتائج أيضاً إلى أن تأثير الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) على مخاطر الانهيار يتركز في الشركات من البلدان المتقدمة؛ في حين أن المنافع المترتبة على الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) تكون محدودة في شركات الأسواق الناشئة. كما أكدت النتائج أن الأبعاد الثلاثة (الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة) تُخفّض من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

في حين قامت دراسة (Feng et al., 2022) باختبار تأثير عدم التوافق مع متطلبات الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على الشركات المدرجة ببورصتي شنغهاي وشينزين بإجمالي عدد مشاهدات ٨٢٩٤ مشاهدة خلال الفترة ما بين عامي ٢٠١١ - ٢٠٢٠. وتوصلت الدراسة إلى أن عدم التوافق مع متطلبات الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) يزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، كما أشارت النتائج إلى أن هذا التأثير يأتي نتيجةً لغموض التقارير المالية، وتؤكد نتائج الدراسة على العواقب الاقتصادية السلبية المحتملة لعدم التوافق مع متطلبات الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) ومنها زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

واستهدفت دراسة (أبو الخير، ٢٠٢٤) فحص أثر مستوى الإفصاح عن أنشطة الاستدامة على الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٥٤ شركة من الشركات المُقَيَّدة بالبورصة المصرية خلال الفترة ما بين عامي ٢٠١٩-٢٠٢٢. وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لمستويات الإفصاح عن أنشطة الاستدامة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

بينما تناولت دراسة (عبد الله، ٢٠٢٤) قياس أثر العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وسياسات توزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المُدرجة في البورصة المصرية، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٢٥ شركة من الشركات المُدرجة في مؤشر (EGX 30) خلال الفترة ما بين عامي ٢٠١٤-٢٠٢٢. وتوصلت الدراسة إلى أن ارتفاع مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يؤدي إلى الحد من مخاطر انهيار سعر السهم، كما أشارت النتائج إلى وجود تأثير إيجابي معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على توزيعات الأرباح، كما أوضحت النتائج وجود تأثير سلبي معنوي للعلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتوزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وقامت دراسة (Chebbi, 2024) بفحص العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي (ESG)، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام حوكمة الشركات كمتغير مُعَدَّل، وذلك بالتطبيق على الشركات السعودية بإجمالي عدد مشاهدات ٣٠٨ مشاهدة خلال الفترة ما بين عامي ٢٠١٣-٢٠٢١. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة معنوية بين كلٍ من الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي (ESG)، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما أشارت النتائج إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لحوكمة الشركات على هذه العلاقة. إضافةً إلى ضعف تأثير جائحة كورونا على العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي (ESG)، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

في حين اهتمت دراسة (Liu et al., 2024a) بتحديد آلية تأثير التلاعب في تقارير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي (ESG) على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الصينية بإجمالي عدد مشاهدات (١١١٧٩ مشاهدة) خلال الفترة ما بين عامي ٢٠١٤-٢٠٢١. وتوصلت الدراسة إلى أن التلاعب في تقارير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي يزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ويظهر ذلك بشكلٍ واضح في الشركات التي ترتفع بها مستويات إدارة الأرباح. كما أشارت النتائج إلى أن تحسين حوكمة الشركات الداخلية والخارجية يُمكن أن يُحد من تأثير التلاعب في تقارير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما أشارت النتائج إلى أن التلاعب في تقارير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي يكون له تأثير أكبر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في شركات القطاع الخاص. كما أن التلاعب في تقارير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي يزيد من عدم تماثل المعلومات، ومن ثم مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

واستهدفت دراسة (Liu et al., 2024b) اختبار ما إذا كانت عقود تعويضات التنفيذيين القائمة على المسؤولية الاجتماعية للشركات تؤثر على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركة، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٦١٣٥ شركة من ٥٣ دولة خلال الفترة ما بين عامي ٢٠٠٣-٢٠١٩. وتوصلت الدراسة إلى أن شركات المقاولات تواجه مخاطر أكبر لانهايار أسعار الأسهم في مجال المسؤولية الاجتماعية، ويمكن أن يُعزى هذا الارتباط الإيجابي إلى زيادة سلوكيات حجب الأخبار السيئة والإفراط في الاستثمار بتلك الشركات. كما أشارت النتائج إلى أن العلاقة الإيجابية بين تعاقبات

المسئولية الاجتماعية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم تكون أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات التي تتسم بزيادة قوة المديرين التنفيذيين بها، وكذلك في الدول التي يوجد بها تدني بكل من مستوى حماية المستثمرين ومستوى الشفافية والإفصاح. مما يشير إلى أن عقود تعويضات التنفيذيين القائمة على المسئولية الاجتماعية قد يتم استغلالها من قبل المديرين كوسيلة لأصرف انتباه المساهمين وإخفاء الأخبار المالية السيئة.

بينما سعت دراسة (Liu & Liu, 2024) إلى معرفة ما إذا كان مستوى النزاهة الاجتماعية "Social Integrity" للشركة يؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٢٧٤٢ شركة صينية خلال الفترة ما بين عامي ٢٠١٧-٢٠٢٠. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات ذات مستويات النزاهة الاجتماعية المرتفعة يكون لديها مخاطر انهيار أسعار أسهم أقل. كما أشارت النتائج إلى أن زيادة الشفافية؛ ومن ثم انخفاض عدم تماثل المعلومات يُعد آلية محتملة تؤثر من خلالها النزاهة الاجتماعية للشركة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، علاوةً على ذلك، وُجد أن التأثير السلبى للنزاهة الاجتماعية للشركة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم يكون أكثر وضوحاً في الشركات التي تتسم بضعف أنظمة الرقابة، وكذلك الشركات التي تحظى بتغطية إعلامية أقل. وبشكل عام، توفر الدراسة دليلاً جديداً على أن البيئة الأخلاقية تلعب دوراً هاماً في تشكيل أخلاقيات العمل والتأثير على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وقامت دراسة (Rupp & Limpaphayom, 2024) بتحليل أثر الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية للشركات في ظل جائحة كورونا على قيمة الشركة، وذلك بالتطبيق على الشركات المدرجة بمؤشر (S&P1500) خلال الفترة ما بين عامي ٢٠١٩-٢٠٢٠. وتوصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية للشركات في ظل جائحة كورونا يُخفّض من ردود الفعل السلبية بالنسبة للأسعار في الشركات التي تلتزم بممارسات المسئولية الاجتماعية؛ ومن ثم فالمسئولية الاجتماعية للشركات يُمكن أن تفيد الشركة في وقت الأزمات.

واستهدفت دراسة (Wang et al., 2024) تحديد دور ممارسات المسئولية الاجتماعية في مساعدة الشركات في استجابتها للأزمات الطارئة في ظل الرؤية المتكاملة لاستجابة الدولة للطوارئ، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٨٣٠ شركة صينية خلال عام ٢٠٢٠. وتوصلت الدراسة إلى وجود دور داعم لممارسات المسئولية الاجتماعية للشركات في الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، لا سيما خلال الأزمات، كما أن استجابة الدولة الفعالة للطوارئ يُمكن أن تُعزّز من هذا التأثير.

٢/٤ الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين تنوع مجلس الإدارة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم:

استهدفت دراسة (Jebran et al., 2020) توضيح تأثير تنوع مجلس الإدارة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٢٤٣١ شركة صينية خلال الفترة ما بين عامي ٢٠٠٣-٢٠١٥. وتوصلت الدراسة إلى أن زيادة التنوع في مجلس الإدارة يُمكن أن تُخفّض من مخاطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية. كما أشارت النتائج إلى أن تأثير تنوع مجلس الإدارة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم يكون أقوى بالنسبة للشركات التي تتسم بقدر كبير من غموض التقارير، وانخفاض الملكية المؤسسية، وارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات.

وقامت دراسة (Qayyum et al., 2021) باختبار دور التنوع بين الجنسين في مجالس الإدارة في التأثير على مخاطر انهيار أسعار الأسهم على مستوى الشركات في اثني عشر سوقاً في منطقتي آسيا والمحيط الهادئ، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ١٠٢١ شركة خلال الفترة ما بين عامي ٢٠٠٦-٢٠١٦. وتوصلت الدراسة إلى أن التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة يؤدي إلى خفض مخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما أوضحت النتائج أن هذه العلاقة تكون أقوى بالنسبة للشركات التي يتضمن مجلس إدارتها ثلاث عضوات من الإناث أو أكثر.

في حين اختبرت دراسة (Kumalasari & Arifin, 2023) تأثير تنوع مجلس الإدارة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٤٠ شركة إندونيسية خلال الفترة ما بين عامي ٢٠١٩-٢٠٢١. وتوصلت الدراسة إلى أن تنوع مجلس الإدارة يُمكن أن يُخفِّض من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

بينما استهدفت دراسة (Cho et al., 2024) اختبار تأثير تنوع مجلس الإدارة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، لا سيما في ظل ظروف ارتفاع مخاطر الأداء وتركز الملكية، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٢٨٢ شركة كورية خلال الفترة ما بين عامي ٢٠١٠-٢٠١٩. وتوصلت الدراسة إلى أن التنوع الموجّه بالعلاقات يُخفِّض من مخاطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية، لا سيما في الشركات التي لديها قصور في الأداء وتركز ملكية، كما أوضحت النتائج عدم وجود تأثير معنوي للتنوع الموجّه بالمهام على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. علاوةً على ذلك، وُجد أن التنوع الموجّه بالعلاقات يَحُد من قدرة الإدارة على حجب الأخبار السيئة بما يُعزِّز من آليات الحوكمة؛ ومن ثم يتضح دور التنوع الموجّه بالعلاقات في الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وسعت دراسة (Durrani & Abbas, 2024) إلى تحليل العلاقة بين حوكمة الشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ١٣٠٠ مشاهدة من الشركات المدرجة في بورصة باكستان خلال الفترة ما بين عامي ٢٠١٠-٢٠٢٢. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين حوكمة الشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما أشارت النتائج إلى أن هيكل مجلس الإدارة قد يكون له تأثير على تخفيض مخاطر انهيار سعر السهم، لا سيما تنوع مجلس الإدارة واستقلاليتها.

وتناولت دراسة (Le et al., 2024) تأثير تداول الأسهم من قِبل أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين وبعض الخصائص الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتتمثل الخصائص الإدارية في تنوع مجلس الإدارة، وعمر المدير التنفيذي، وقوة المدير التنفيذي، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٢٩٥ شركة من الشركات المدرجة ببورصات كل من الولايات المتحدة، والمملكة المتحدة، وكندا، وفرنسا، وألمانيا، وأستراليا، وهولندا، وبلجيكا خلال الفترة ما بين عامي ٢٠٠٨-٢٠١٦. وتوصلت الدراسة إلى وجود ارتباط إيجابي بين تداول الأسهم من قِبل أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما أشارت النتائج إلى أن تنوع مجلس الإدارة يُمكن أن يَحُد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وأوضحت النتائج أيضاً وجود علاقة إيجابية بين كلٍ من سلطة المديرين التنفيذيين وصغر سنهم ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

### ٣/٤ التعليق على الدراسات السابقة:

في ضوء عرض وتحليل الدراسات السابقة، توصل الباحثان إلى ما يلي:

- فيما يتعلق بالدراسات التي تناولت العلاقة بين الممارسات البيئية والاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم:
  - ركزت معظم الدراسات حول هذا الموضوع على البلدان المتقدمة، مع وجود ندرة نسبية في الأبحاث المتعلقة بالأسواق الناشئة ومنها السوق المصرية، والتي تختلف الشركات بها بشكل كبير عن نظيراتها بالاقتصادات المتقدمة من حيث التنظيم والسلوكيات، بما في ذلك الممارسات البيئية والاجتماعية للشركات.
  - اختلفت الدراسات السابقة في طريقة تناولها لتلك العلاقة؛ فبعض الدراسات (حسين، ٢٠٢٠؛ الوكيل، ٢٠٢١، أبو الخير، ٢٠٢٤، عبد الله، ٢٠٢٤) (Murata & Hamori, 2021; Da Silva, 2022; Chebbi, 2024; Liu et al., 2024b; Rupp & Limpaphayom, 2024; Liu & Liu, 2024; Wang et al., 2024) قامت بدراسة التأثير الإجمالي للمسئولية الاجتماعية والاستدامة دون اختبار التأثير الفردي لكل من الممارسات البيئية والاجتماعية على حدة. في حين تناولت دراسات أخرى (Dumitrescu & Zakriya, 2021; Wang et al., 2021; Zhou et al., 2021) بينما انتهجت دراستنا (Feng et al., 2022; Liu et al., 2024a) نهجاً مختلفاً في دراسة العلاقة بين الممارسات البيئية والاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث قامت باختبار تأثير التلاعب في تقارير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة "Green Washing" على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
  - جاءت نتائج الدراسات السابقة متباينة؛ حيث توصلت دراسات (حسين، ٢٠٢٠؛ الوكيل، ٢٠٢١؛ عبد الله، ٢٠٢٤) (Da Silva, 2022; Chebbi, 2024; Rupp & Limpaphayom, 2024; Liu & Liu, 2024; Wang et al., 2024) إلى وجود علاقة سلبية بين ممارسات المسئولية الاجتماعية بشكل إجمالي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، في حين توصلت دراستنا (أبو الخير، ٢٠٢٤) (Liu et al., 2024a) إلى وجود علاقة موجبة بين ممارسات المسئولية الاجتماعية بشكل إجمالي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.
  - بالنسبة للدراسات التي تناولت التأثير الفردي لكل من الممارسات البيئية والاجتماعية على حدة، فقد توصلت دراسة (Dumitrescu & Zakriya, 2021) إلى وجود تأثير سلبي للممارسات الاجتماعية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وعدم وجود تأثير معنوي للممارسات البيئية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. في حين توصلت دراسة (Wang et al., 2021) إلى وجود علاقة موجبة بين الممارسات الاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. بينما أشارت دراسة (Zhou et al., 2021) إلى وجود تأثير سلبي للممارسات البيئية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وعدم وجود تأثير معنوي للممارسات الاجتماعية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
  - أشارت دراسة (Murata & Hamori, 2021) إلى اختلاف العلاقة بين الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) ومخاطر انهيار أسعار الأسهم باختلاف نموذج التحليل المُستخدم؛ وأكدت نتائجها بشكل عام أن الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) يُخفّض من مخاطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية، إلا أن قوة التأثير ودقة التنبؤ تختلف باختلاف الدول.

- بالنسبة إلى اختبار تأثير التلاعب في تقارير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة "Green Washing" على المخاطر فقد أشارت دراسات (Feng et al., 2022; Liu et al., 2024b) إلى وجود علاقة موجبة بين التلاعب في تقارير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- أما فيما يتعلق بالدراسات التي تناولت العلاقة بين تنوع مجلس الإدارة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم:
- أشارت دراسات (Jebran et al., 2020; Qayyum et al., 2021; Kumalasari et al., 2024; Le et al., 2024) إلى أن تنوع مجلس الإدارة يُخفِّض من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- تناولت دراسة (Cho et al., 2024) اختبار تأثير نوعي تنوع مجلس الإدارة (التنوع الموجّه بالعلاقات، والتنوع الموجّه بالمهام)، وتوصلت إلى وجود تأثير سلبي لتنوع مجلس الإدارة الموجّه بالعلاقات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، في حين توصلت إلى عدم وجود تأثير معنوي لتنوع مجلس الإدارة الموجّه بالمهام على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- لا توجد دراسة سابقة - في حدود علم الباحثين- تناولت أثر تنوع مجلس الإدارة على العلاقة بين الممارسات البيئية والاجتماعية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في البيئة المصرية.
- ومن ثم تتمثل المساهمة العلمية للدراسة الحالية في أنه:

من خلال استعراض وتحليل الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الممارسات البيئية والاجتماعية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، يتضح عدم الاتساق بين نتائج تلك الدراسات، إضافةً إلى تناول الدراسات التي طُبِّقت في البيئة المصرية للتأثير الإجمالي لتلك الممارسات دون التطرق للتأثير الفردي لكلٍ منها على حدة، وهو ما يُمثل فجوةً بحثيةً؛ ومن ثم تسعى الدراسة الحالية لتضييق هذه الفجوة من خلال الوقوف على طبيعة العلاقة بين الممارسات البيئية والاجتماعية كلٍ على حدة، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، إضافةً إلى دراسة أثر تنوع مجلس الإدارة على اتجاه وقوة هذه العلاقة بالبيئة المصرية.

#### ٤/٤ اشتقاق الفروض:

في ضوء استعراض الدراسات السابقة وتحليل نتائجها يُمكن صياغة فروض الدراسة كما يلي:

**الفرض الأول:** تُوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية.

وينقسم هذا الفرض إلى الفروض الفرعية التالية:

**ف ١/١:** تُوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن الممارسات البيئية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية.

**ف ٢/١:** تُوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن الممارسات الاجتماعية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية.

**الفرض الثاني:** يُوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتنوع مجلس الإدارة على العلاقة بين الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية.

وينقسم هذا الفرض إلى الفروض الفرعية التالية:

ف١/٢: يُوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتنوع مجلس الإدارة على العلاقة بين الإفصاح عن الممارسات البيئية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية.

ف٢/٢: يُوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتنوع مجلس الإدارة على العلاقة بين الإفصاح عن الممارسات الاجتماعية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية.

٥- الدراسة التطبيقية:

١/٥ مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في شركات المساهمة المُقيّدة بالبورصة المصرية خلال الفترة ما بين عامي ٢٠١٨ - ٢٠٢٢، وقد قام الباحثان باستبعاد المؤسسات المالية (قطاع البنوك وقطاع الخدمات المالية بخلاف البنوك) نظراً للطبيعة الخاصة لنشاط تلك المؤسسات. ويتمثل حجم عينة الدراسة في (٦٧) شركة خلال فترة الدراسة بعدد مشاهدات (٣٣٥) مشاهدة، وذلك نظراً لعدم توافر بعض البيانات لبعض الشركات فيما يتعلق بالمقاييس المُستخدمة في قياس بعض المتغيرات.

جدول رقم (٥-١) توزيع مفردات العينة بحسب القطاعات

م	اسم القطاع	حجم العينة
١	موارد أساسية	١٠
٢	رعاية صحية وأدوية	٨
٣	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٥
٤	عقارات	١٥
٥	سياحة وترفيه	٦
٦	مرافق	٢
٧	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات	٤
٨	أغذية ومشروبات وتبغ	١١
٩	مقاولات وإنشاءات هندسية	٦
	<b>الإجمالي</b>	<b>٦٧</b>

وقد قام الباحثان بتجميع البيانات اللازمة لقياس المتغيرات المستقلة، والتابعة، والحاكمة لتشغيل نماذج اختبار فروض الدراسة، من خلال التقارير المالية للشركات بموقع معلومات مباشر مصر ([www.mubasher.info](http://www.mubasher.info))، وأيضاً عن طريق الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية، وموقع ([egy.naeemonline.com](http://egy.naeemonline.com))، وموقع (<https://sa.investing.com>)، بالإضافة إلى المواقع الإلكترونية للشركات المُقيّدة في البورصة المصرية.

٢/٥ وصف وقياس متغيرات الدراسة:

١/٢/٥ المتغير التابع:

يتمثل المتغير التابع في مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ويُمكن قياسه بعدة طرق والتي تستند بالأساس على عوائد سعر السهم، ويُمكن الاعتماد على العائد اليومي أو العائد الأسبوعي لسعر السهم؛ فعند قياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم لفترات أقل من سنة يتم الاعتماد على العائد اليومي، في حين يتم الاعتماد على العائد الأسبوعي لقياس المخاطر لسنة مالية (Deng et al., 2018; Habib et al., 2018; Jebran et al., 2020; Murata & Hamori, 2021; Zhou et al., 2021; Cho et al., 2024)، وستعتمد الدراسة على العوائد الأسبوعية لقياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم لسنة مالية؛ حيث يتم حساب العائد الأسبوعي لسعر السهم من خلال تحديد مقدار النمو في سعر السهم، والذي يتم قياسه بحساب الفرق بين سعر الإقفال وسعر الفتح للسهم، ثم قسمة هذا الفرق على سعر الفتح، وتتمثل الخطوة الأولى في قياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم في إجراء معادلة الانحدار لنموذج السوق الموسع، التي تعبر عن علاقة عائد السهم الأسبوعي لكل شركة من شركات العينة خلال فترة الدراسة بعوائد السوق الفعلية الأسبوعية، ونظراً لعدم تماثل حجم التداول على أسهم الشركات المختلفة؛ فيتم تضمين نموذج معادلة الانحدار مشاهدات سابقة ومشاهدات لاحقة للأسبوع محل الدراسة، وذلك على النحو التالي:

$$R_{i,w} = \alpha_i + \beta_1 R_{m,w-2} + \beta_2 R_{m,w-1} + \beta_3 R_{m,w} + \beta_4 R_{m,w+1} + \beta_5 R_{m,w+2} + \varepsilon_{i,w}$$

حيث إن:

$R_{i,w}$ : العائد على سهم الشركة  $i$  في الأسبوع  $w$  ويتم احتسابه بالاعتماد على قيمة النمو في سعر السهم.

$R_{m,w-2}$ : متوسط العائد السوقي الأسبوعي للأسبوع قبل السابق.

$R_{m,w-1}$ : متوسط العائد السوقي الأسبوعي للأسبوع السابق.

$R_{m,w}$ : متوسط العائد السوقي الأسبوعي للأسبوع الحالي.

$R_{m,w+1}$ : متوسط العائد السوقي الأسبوعي للأسبوع التالي.

$R_{m,w+2}$ : متوسط العائد السوقي الأسبوعي للأسبوع بعد التالي.

$\varepsilon_{i,w}$ : الخطأ المعياري.

بينما تتمثل الخطوة الثانية لحساب مخاطر انهيار أسعار الأسهم في تحديد العائد الأسبوعي الخاص بكل شركة على حدة، وذلك من خلال حساب اللوغاريتم الطبيعي لمعامل الخطأ المعياري  $\varepsilon_{i,w}$  في المعادلة السابقة مضافاً إليه واحد صحيح، وذلك نظراً لأن معامل الخطأ المعياري في المعادلة السابقة يكون عالي الالتواء لذلك يتم تحويله إلى توزيع متمائل على النحو التالي:

$$R_{i,w} = \text{Log} (1 + \varepsilon_{i,w})$$



في حين تتمثل **الخطوة الثالثة** في حساب مخاطر انهيار أسعار الأسهم بالاعتماد على مقياس تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى **The Down-to-Up Volatility (DUVOL)** باعتباره المقياس الأكثر دقةً واستخداماً في الدراسات السابقة مع توافر كافة البيانات اللازمة لحسابه في البيئة المصرية، ويعتمد هذا المقياس على تقسيم العوائد الأسبوعية للسهم لكل شركة على مدار الفترة الزمنية محل الدراسة إلى مجموعتين؛ الأولى، هي العوائد المنخفضة (**Down-Weeks**)، وهي التي انخفضت فيها عوائد السهم عن وسطها الحسابي خلال السنة المالية، أما المجموعة الثانية، فهي العوائد المرتفعة (**Up-Weeks**)، وهي التي ارتفعت فيها عوائد السهم عن وسطها الحسابي خلال السنة المالية، ثم حساب الانحراف المعياري لكل مجموعة على حدة، ويتم قياس تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى (**DUVOL**)، من خلال حساب اللوغاريتم الطبيعي لنسبة الانحراف المعياري لمجموع العوائد المنخفضة إلى مجموع العوائد المرتفعة وذلك بحسب المعادلة التالية:

$$DUVOL_{i,t} = \text{Log} \frac{(N_U - 1) \sum \text{Down} W_{i,t}^2}{(N_D - 1) \sum \text{Up} W_{i,t}^2}$$

حيث تشير  $DUVOL_{i,t}$  إلى تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم للشركة  $i$  في الفترة  $t$ ، بينما تشير  $N_U$  إلى عدد مشاهدات مجموعة العوائد المرتفعة، في حين تشير  $N_D$  إلى عدد مشاهدات مجموعة العوائد المنخفضة، وتزداد احتمالية حدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم كلما ارتفعت قيمة تقلبات العوائد الأسبوعية من أسفل إلى أعلى.

#### ٢/٢/٥ المتغير المستقل:

يتمثل المتغير المستقل في الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية، وسيتم قياسه باستخدام منهجية تعتمد على مؤشر تم اشتقاقه من الدراسات السابقة، وأسلوب تحليل المحتوى للتقارير المالية (Aggarwal & Singh, 2019; Ertem-Eray, 2020; Dumitrescu & Zakriya, 2021; Murata & Hamori, 2021; Wang et al., 2021; Yang et al., 2023; Wang et al., 2024)، ليعكس مستوى الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية كلاً على حدة كما يلي:

- الإفصاح عن الممارسات البيئية (EN): ويتضمن العناصر التالية؛ مستوى الإنفاق على القضايا البيئية، دور الشركة في منع التلوث، نظم الإدارة البيئية، إعادة التدوير، المحافظة على الموارد الطبيعية، الحصول على شهادة الأيزو.
- الإفصاح عن الممارسات الاجتماعية (SC): ويتضمن العناصر التالية؛ التبرعات، والمساهمة في الأنشطة الرياضية والصحية والتعليمية، دور الشركة في معالجة مشكلة البطالة، الدعم المُقدم لمؤسسات الدولة ومشاريعها التنموية.
- تم الاعتماد على أسلوب تحليل المحتوى **Content analysis** لقياس مستوى الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية، حيث يتم حساب عدد الكلمات أو الجمل أو الفقرات التي تشير إلى أي من تلك الممارسات بالتقارير المالية.

٣/٢/٥ المتغير المُعدّل:

يتمثل المتغير المُعدّل في تنوع مجلس الإدارة والذي يُشار إليه في نماذج الدراسة بالاختصار (Bdiv)، وهو عبارة عن متغير وهمي، يأخذ القيمة (١) في حالة وجود تمثيل للإناث بالمجلس، والقيمة (٠) في حالة عدم وجود تمثيل لهن (Cordeiro et al., 2020; Chebbi, 2024).

٤/٢/٥ المتغيرات الحاكمة:

اعتمد الباحثان على مجموعة من المتغيرات الحاكمة في ضوء الدراسات السابقة (Zhou et al., 2021; Da Silva, 2022; Feng et al., 2022; Yang et al., 2023; Liu & Liu, 2024; Rupp & Limpaphayom, 2024).

ويُوضّح الجدول رقم (٢-٥) المتغيرات الحاكمة ومقاييسها

جدول رقم (٢-٥)

اسم المتغير	رمز المتغير	المقياس
تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم خلال الفترة المالية	Sigma	الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية لسهم الشركة خلال الفترة المالية.
متوسط العوائد الأسبوعية للسهم خلال الفترة المالية	Ret	إجمالي العوائد الأسبوعية لسهم الشركة خلال السنة المالية مقسوماً على عدد أسابيع تحقّق العوائد خلال الفترة المالية.
التغير في معدل دوران السهم	Dto	الفرق بين متوسط معدل الدوران الشهري للسهم خلال السنة المالية الحالية، ومتوسط معدل الدوران الشهري للسهم خلال السنة المالية السابقة.
حجم الشركة	Size	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية الفترة.
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لإجمالي حقوق المساهمين	MB	القيمة السوقية لإجمالي حقوق المساهمين في نهاية الفترة إلى القيمة الدفترية لإجمالي حقوق المساهمين في نهاية الفترة.
الرافعة المالية	Lev	نسبة إجمالي الالتزامات في نهاية الفترة إلى إجمالي الأصول في نهاية الفترة.
معدل العائد على الأصول	Roa	صافي الربح التشغيلي في نهاية الفترة مقسوماً على إجمالي الأصول في نهاية الفترة.

### 3/5 فروض ونماذج الدراسة:

**الفرض الأول:** تُوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية.

*وينقسم هذا الفرض إلى الفرضين الفرعيين التاليين:*

**ف1/1:** تُوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن الممارسات البيئية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية.

**ف2/1:** تُوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن الممارسات الاجتماعية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية.

*وسيتم اختبار الفرضين السابقين من خلال النموذجين التاليين<sup>1</sup>:*

$$\text{DUVOL}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(\text{EN}_{i,t-1}) + \beta_2(\text{Sigma}_{i,t-1}) + \beta_3(\text{Ret}_{i,t-1}) + \beta_4(\text{Dto}_{i,t-1}) + \beta_5(\text{Size}_{i,t-1}) + \beta_6(\text{MB}_{i,t-1}) + \beta_7(\text{Lev}_{i,t-1}) + \beta_8(\text{Roai}_{i,t-1}) + \varepsilon \quad (1)$$

$$\text{DUVOL}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(\text{SC}_{i,t-1}) + \beta_2(\text{Sigma}_{i,t-1}) + \beta_3(\text{Ret}_{i,t-1}) + \beta_4(\text{Dto}_{i,t-1}) + \beta_5(\text{Size}_{i,t-1}) + \beta_6(\text{MB}_{i,t-1}) + \beta_7(\text{Lev}_{i,t-1}) + \beta_8(\text{Roai}_{i,t-1}) + \varepsilon \quad (2)$$

**الفرض الثاني:** يُوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتنوع مجلس الإدارة على العلاقة بين الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية.

*وينقسم هذا الفرض إلى مجموعة الفرضين الفرعيين التاليين:*

**ف1/2:** يُوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتنوع مجلس الإدارة على العلاقة بين الإفصاح عن الممارسات البيئية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية.

**ف2/2:** يُوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتنوع مجلس الإدارة على العلاقة بين الإفصاح عن الممارسات الاجتماعية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية.

*وسيتم اختبار الفرضين السابقين من خلال النموذجين التاليين:*

$$\text{DUVOL}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(\text{EN}_{i,t-1}) + \beta_2(\text{Bdiv}_{i,t-1}) + \beta_3(\text{EN}_{i,t-1} * \text{Bdiv}_{i,t-1}) + \beta_4(\text{Sigma}_{i,t-1}) + \beta_5(\text{Ret}_{i,t-1}) + \beta_6(\text{Dto}_{i,t-1}) + \beta_7(\text{Size}_{i,t-1}) + \beta_8(\text{MB}_{i,t-1}) + \beta_9(\text{Lev}_{i,t-1}) + \beta_{10}(\text{Roai}_{i,t-1}) + \varepsilon \quad (3)$$

<sup>1</sup> تم الاعتماد على قيم المتغيرات المستقلة والحاكمة في السنة السابقة لتجنب مشكلة التجانس "Endogeneity" المحتملة (Kim et al., 2011).

$$\text{DUVOL}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(\text{SC}_{i,t-1}) + \beta_2(\text{Bdiv}_{i,t-1}) + \beta_3(\text{SC}_{i,t-1} * \text{Bdiv}_{i,t-1}) + \beta_4(\text{Sigma}_{i,t-1}) + \beta_5(\text{Ret}_{i,t-1}) + \beta_6(\text{Dto}_{i,t-1}) + \beta_7(\text{Size}_{i,t-1}) + \beta_8(\text{MB}_{i,t-1}) + \beta_9(\text{Lev}_{i,t-1}) + \beta_{10}(\text{Roa}_{i,t-1}) + \varepsilon \quad (4)$$

٤/٥ نتائج التحليل الإحصائي:

بربرنامج (STATA 15) فيما يلي استعراض لنتائج التحليل الإحصائي والتي تمت باستخدام تحليل الانحدار المتعدد.

#### ١/٤/٥ الإحصاءات الوصفية Descriptive Statistics

يعرض الجدول رقم (٣-٥) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المستخدمة في نماذج اختبار الفروض، واللازمة للتعرف على خصائص تلك المتغيرات وكيفية توزيع قيمها فيما بين المشاهدات المختلفة التي تشملها عينة الدراسة.

ويوضح الجدول رقم (٣-٥) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات نماذج اختبار الفروض

جدول رقم (٣-٥)

Variable	Observations	Mean	Std. Dev.	Minimum	Maximum
DUVOL	335	0.826	0.096	0.647	1.142
EN	335	0.237	0.259	0.120	0.630
SC	335	0.283	0.198	0.160	0.780
Sigma	335	0.428	0.164	0.017	0.956
Ret	335	0.019	0.023	-0.036	0.044
Dto	335	-0.002	0.110	-0.497	0.569
Size	335	20.863	2.148	16.371	27.213
MB	335	1.562	1.592	0.034	6.987
Lev	335	0.528	0.326	0.007	4.135
Roa	335	0.023	0.132	-1.172	1.106

ويوضح الجدول رقم (٤-٥) الإحصاءات الوصفية للمتغير الوهمي

جدول رقم (٤-٥)

Variable	Observations	Frequency	Sample Ratio
Bdiv			
0	335	140	0.4179
1	335	195	0.5821

ومن خلال النتائج الإحصائية السابقة يمكن استخلاص ما يلي:

- مقياس DUVOL على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة تتراوح قيمته ما بين (٠,٦٤٧ - ١,١٤٢) وهو ما يعكس تفاوت نسبي في تقلبات العوائد الأسبوعية لأسهم شركات العينة كمقياس لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، في حين بلغ المتوسط ٠,٨٢٦.

- مستوى الإفصاح عن الممارسات البيئية على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة تتراوح قيمته ما بين (٠,١٢٠-٠,٦٣٠) بمتوسط ٠,٢٣٧ وهو ما يشير إلى انخفاض مستوى الإفصاح عن الممارسات البيئية، كما أن هناك فرق ملحوظ بين أعلى وأدنى قيمة له. وبلغ الانحراف المعياري ٠,٢٥٩ والذي يقترب من المتوسط.
- الإفصاح عن الممارسات الاجتماعية على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة تتراوح قيمته ما بين (٠,١٦٠ - ٠,٧٨٠) بمتوسط ٠,٢٨٣ وهو ما يشير إلى انخفاض مستوى الإفصاح عن الممارسات الاجتماعية إلا أنه يفوق مستوى الإفصاح عن الممارسات البيئية، كما أن هناك فرق ملحوظ بين أعلى وأدنى قيمة له. وبلغ الانحراف المعياري ٠,١٩٨.
- بلغت نسبة الشركات التي بها تمثيل نسائي بمجلس الإدارة ٥٨,٢١٪ من شركات العينة خلال فترة الدراسة، وهو ما يعني أن هناك نسبة كبيرة من شركات العينة ما زال بها قصور فيما يتعلق بالتمثيل النسائي بمجلس الإدارة؛ وقد يرجع ذلك إلى أن فترة الدراسة تتضمن عامي ٢٠١٨، ٢٠١٩، وهي الفترة التي تسبق صدور قرار الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (٥٠) لسنة ٢٠٢٠ بشأن وجوب تمثيل عنصر نسائي بمجالس إدارات اتحادات الشركات والجهات العاملة في مجال الأنشطة غير المصرفية.

ويوضح الجدول رقم (٥-٥) مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة

جدول رقم (٥-٥)

Variables	DUVOL	EN	SC	Bdiv	Sigma	Ret	Dto	Size	MB	Lev	Roa	VIF
DUVOL	1.000											----
EN	-0.175	1.000										2.435
SC	-0.320	0.253	1.000									1.897
Bdiv	-0.246	0.081	0.078	1.000								1.543
Sigma	0.128	-0.067	-0.055	-0.234	1.000							2.595
Ret	-0.098	0.047	0.062	0.112	-0.236	1.000						1.128
Dto	-0.019	0.193	0.186	0.035	-0.042	-0.220	1.000					1.863
Size	0.068	0.295	0.304	0.279	0.033	0.054	0.132	1.000				3.821
MB	-0.085	-0.036	-0.041	0.136	-0.119	0.243	0.121	0.081	1.000			2.075
Lev	-0.032	0.122	0.116	0.078	-0.124	0.048	0.096	-0.038	0.094	1.000		1.924
Roa	-0.127	0.235	0.362	0.141	-0.067	0.083	0.107	0.262	0.069	-0.095	1.000	2.605

ومن خلال النتائج الإحصائية السابقة يمكن استخلاص ما يلي:

- عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة Multicollinearity؛ حيث لا توجد معاملات ارتباط تزيد عن ٨٠٪، إضافة إلى أن قيم (VIF) للمتغيرات المستقلة لم تتجاوز القيمة ١٠ لأي منها (Gujarati, 2003).
- وجود ارتباط سالب بين كل من مستوى الإفصاح عن الممارسات البيئية (EN)، مستوى الإفصاح عن الممارسات الاجتماعية (SC)، تنوع مجلس الإدارة (Bdiv)، متوسط العوائد

الأسبوعية للسهم خلال الفترة المالية (Ret)، التغير في معدل دوران السهم (Dto)، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لإجمالي حقوق المساهمين (MB)، الرافعة المالية (Lev)، معدل العائد على الأصول (Roa)، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL)، وذلك عند مستوى معنوية ٥٪.

• وجود ارتباط موجب بين كل من تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم خلال الفترة المالية (Sigma)، حجم الشركة (Size)، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL)، وذلك عند مستوى معنوية ٥٪.

• وجود ارتباط موجب بين تنوع مجلس الإدارة (Bdiv)، وكل من مستوى الإفصاح عن الممارسات البيئية (EN)، مستوى الإفصاح عن الممارسات الاجتماعية (SC)، وذلك عند مستوى معنوية ٥٪.

#### ٢/٤/٥ نتائج تحليل نماذج الانحدار المستخدمة في اختبارات فروض الدراسة:

فيما يلي استعراض لنتائج التحليل الإحصائي والتي تمت باستخدام تحليل الانحدار المتعدد ببرنامج (STATA 15). وتم الاعتماد على نموذج التأثيرات الثابتة مع تحسين الخطأ العشوائي Fixed Effect Model with Robust Standard Error لتعديل الخطأ المعياري لمقدرات النموذج والذي قد ينتج عنه رفض علاقة معنوية أو قبول علاقة غير معنوية والذي ينشأ بسبب مشكلة عدم ثبات تباين البواقي Heteroscedasticity.

ويوضح الجدول رقم (٦-٥) نتائج تشغيل نموذج اختبارات فرضي الدراسة (ف ١/١ - ف ٢/١)

جدول رقم (٦-٥)

DUVOL Model (1)			DUVOL Model (2)		
	Coef.	p-value		Coef.	p-value
EN	-0.135	0.067*	SC	-0.175	0.028**
Sigma	0.016	0.126	Sigma	0.021	0.119
Ret	-0.612	0.049**	Ret	-0.586	0.038**
Dto	-1.834	0.036**	Dto	-0.961	0.039**
Size	0.032	0.018**	Size	0.047	0.023**
MB	-0.041	0.009***	MB	-0.039	0.041**
Lev	-0.023	0.115	Lev	-0.019	0.142
Roa	-0.068	0.083*	Roa	-0.075	0.089*
Cons.	-1.633	0.152	Cons.	-1.548	0.176
Industry	Included		Industry	Included	
Year	Included		Year	Included	
N	335		N	335	
Prob > F	0.0045		Prob > F	0.0087	
R-Squared	0.1898		R-Squared	0.1964	

\*\*\* تشير إلى المعنوية الإحصائية للمعاملات عند مستوى ١٠٪، \* ٥٪، \*\* ١٪ على التوالي.

### وتشير نتائج تحليل الانحدار الواردة في الجدول رقم (٥-٦) إلى:

- أن قيمة معامل التحديد بالنسبة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL) وفقاً للنموذج رقم (١) تبلغ (0.1898)؛ مما يعني أن القدرة التفسيرية للنموذج تبلغ ١٨,٩٨٪، في حين أن قيمة معامل التحديد بالنسبة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL) وفقاً للنموذج رقم (٢) تبلغ (0.1964)؛ مما يعني أن القدرة التفسيرية للنموذج تبلغ ١٩,٦٤٪.
- وجود علاقة سالبة غير معنوية بين مستوى الإفصاح عن الممارسات البيئية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك عند مستوى معنوية ٥٪، ومن ثم يتم رفض الفرض (ف ١/١)، كما يتضح وجود علاقة سالبة معنوية بين مستوى الإفصاح عن الممارسات الاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك عند مستوى معنوية ٥٪، ومن ثم يتم قبول الفرض (ف ٢/١)، وذلك بما يتفق مع دراسة (Dumitrescu & Zakriya, 2021)؛ وهو ما يُمكن تفسيره بأن الشركات ما زالت تولي اهتماماً أكبر بالممارسات الاجتماعية مقارنةً بالممارسات البيئية باعتبارها الوسيلة الأسرع لتحسين صورتها. ويدل على ذلك ما ورد بالجدول رقم (٥-٣) من أن متوسط مستوى الإفصاح عن الممارسات الاجتماعية يفوق مستوى الإفصاح عن الممارسات البيئية حيث كان ٠,٢٨٣ و ٠,٢٣٧ على الترتيب.
- وأشارت النتائج إلى أن دور الإفصاح عن الممارسات الاجتماعية كان أقوى من الإفصاح عن الممارسات البيئية في الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث كان معامل الانحدار للأول (0.175)، في حين كان معامل الانحدار للثاني (0.135) وهو ما يدعم النتيجة السابقة.
- كما أكدت النتائج على وجود علاقة سالبة معنوية بين كلٍ من متوسط العوائد الأسبوعية للسهم خلال الفترة المالية، والتغير في معدل دوران السهم، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لإجمالي حقوق المساهمين، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في كلا نمودي الانحدار.

ويُوضَّح الجدول رقم (٧-٥) نتائج تشغيل نموذج اختبارات فرضي الدراسة (ف ١/٢ - ف ٢/٢)

جدول رقم (٧-٥)

DUVOL Model (3)			DUVOL Model (4)		
	Coef.	p-value		Coef.	p-value
EN	-0.153	0.048**	SC	-0.168	0.025**
Bdiv	-0.091	0.034**	Bdiv	-0.127	0.009***
EN* Bdiv	-1.263	0.028**	SC* Bdiv	-1.675	0.006***
Sigma	0.021	0.111	Sigma	0.029	0.121
Ret	- 0.701	0.046**	Ret	- 0.654	0.039**
Dto	-1.650	0.034**	Dto	-1.473	0.028**
Size	0.041	0.023**	Size	0.071	0.021**
MB	-0.050	0.007***	MB	-0.053	0.007***
Lev	-0.029	0.103	Lev	-0.025	0.114
Roa	- 0.074	0.071*	Roa	- 0.075	0.063*
Cons.	-1.590	0.480	Cons.	- 1.721	0.563
Industry	Included		Industry	Included	
Year	Included		Year	Included	
N	335		N	335	
Prob > F	0.0041		Prob > F	0.0038	
R-Squared	0.2134		R-Squared	0.2227	

\*\*\*، \*\*، \* تشير إلى المعنوية الإحصائية للمعاملات عند مستوى ١٠٪، ٥٪، ١٪ على التوالي.

وتشير نتائج تحليل الانحدار الواردة في الجدول رقم (٧-٥) إلى:

- أن قيمة معامل التحديد بالنسبة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً للنموذج رقم (٣) تبلغ (0.2134)، مما يعني أن القدرة التفسيرية للنموذج تبلغ ٢١,٣٤٪. ويلاحظ زيادة القدرة التفسيرية للنموذج بعد إدخال تنوع مجلس الإدارة كمتغير مُعَدَّل للعلاقة بين مستوى الإفصاح عن الممارسات البيئية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. وذلك مقارنةً بالنموذج رقم (١).
- وجود أثر مُعَدَّل معنوي لتنوع مجلس الإدارة على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن الممارسات البيئية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك عند مستوى معنوية ٥٪، ومن ثم يتم قبول الفرض (ف ١/٢). وهو ما يعني أن التمثيل النسائي في مجلس الإدارة من شأنه دعم مستوى الإفصاح عن الممارسات البيئية كآلية للحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- أن قيمة معامل التحديد بالنسبة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم تبلغ (0.2227) وذلك وفقاً للنموذج رقم (٤)، مما يعني أن القدرة التفسيرية للنموذج تبلغ ٢٢,٢٧٪. ويلاحظ زيادة القدرة التفسيرية للنموذج بعد إدخال تنوع مجلس الإدارة كمتغير مُعَدَّل للعلاقة بين مستوى الإفصاح عن الممارسات الاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. وذلك مقارنةً بالنموذج رقم (٢).



- وجود أثر مُعدّل معنوي لتنوع مجلس الإدارة على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن الممارسات الاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك عند مستوى معنوية ٥٪، ومن ثم يتم قبول الفرض (ف ٢/٢). وهو ما يعني أن التمثيل النسائي في مجلس الإدارة من شأنه دعم مستوى الإفصاح عن الممارسات الاجتماعية كآلية للحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
  - أصبح هناك تأثير سلبي معنوي لمستوى الإفصاح عن الممارسات البيئية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك عند مستوى معنوية ٥٪، في ظل الاعتماد على تنوع مجلس الإدارة كمتغير مُعدّل؛ حيث ازداد معامل انحدار الإفصاح عن الممارسات البيئية، وذلك وفقاً للنموذج رقم (٣) مقارنةً بالنموذج رقم (١).
  - زيادة قوة التأثير السلبي لمستوى الإفصاح عن الممارسات الاجتماعية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك عند مستوى معنوية ٥٪، في ظل الاعتماد على تنوع مجلس الإدارة كمتغير مُعدّل؛ حيث ازداد معامل انحدار الإفصاح عن الممارسات الاجتماعية، وذلك وفقاً للنموذج رقم (٤) مقارنةً بالنموذج رقم (٢).
- ويُمكن تفسير ذلك بأن تنوع مجلس الإدارة يُعد بمثابة آلية فعالة للمواءمة بين مصالح الإدارة والمساهمين من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات مما يُعزّز من الشفافية ويُحسّن جودة التقارير المالية، وبالتالي الحد من قدرة المديرين على حجب الأخبار السيئة، بما يُخفّض من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

#### ٣/٤/٥ تحليل الحساسية Sensitivity Analysis

لتحقيق المزيد من الثقة بشأن بناء نماذج الدراسة والنتائج التي تم التوصل إليها من خلال التحليل الأساسي، سيقوم الباحثان باختبار نفس الفروض السابقة، ولكن باستخدام مقياس آخر لمخاطر انهيار أسعار الأسهم والذي يتمثل في معامل الالتواء السالب لعوائد السهم The Negative Conditional Skewness of Stock Returns (NCSKEW)؛ حيث اعتمدت عليه العديد من الدراسات مثل (Dumitrescu & Zakriya, 2021; Wang et al., 2021; Le et al., 2024; Sun et al., 2024).

ويتم حساب معامل الالتواء السالب لعوائد السهم (NCSKEW) من خلال المعادلة التالية:

$$NCSKEW_{i,t} = - [n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,t}^3] / [(n-1)(n-2) (\sum W_{i,t}^2)^{3/2}]$$

حيث  $NCSKEW_{i,t}$  معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية لسهم الشركة  $i$ ، خلال الفترة  $t$ ،  $n$  عدد المشاهدات خلال الفترة، والتي تُمثّل عدد أسابيع تحقق العوائد خلال السنة. وبالتالي فكلما ارتفعت قيمة معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم، دل ذلك على احتمال حدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وقد تم اختبار نفس الفروض السابقة باستخدام نفس النماذج الإحصائية الخاصة بها وكانت نتائج التحليل الإحصائي كما يلي:

يُوضَّح الجدول رقم (٨-٥) نتائج تحليل الحساسية للنموذجين (١)، (٢)

جدول رقم (٨-٥)

NCSKEW Model (1)			NCSKEW Model (2)		
	Coef.	p-value		Coef.	p-value
EN	-0.143	0.071*	SC	-0.206	0.030**
Sigma	0.021	0.212	Sigma	0.037	0.127
Ret	-0.598	0.035**	Ret	-0.612	0.043**
Dto	-1.670	0.041**	Dto	-1.208	0.038**
Size	0.036	0.023**	Size	0.052	0.036**
MB	-0.054	0.019**	MB	-0.041	0.048**
Lev	-0.038	0.101	Lev	-0.024	0.153
Roa	-0.067	0.078*	Roa	-0.083	0.081*
Cons.	-1.718	0.174	Cons.	-1.412	0.157
Industry	Included		Industry	Included	
Year	Included		Year	Included	
N	335		N	335	
Prob > F	0.0047		Prob > F	0.0079	
R-Squared	0.1865		R-Squared	0.1932	

\*\*\*، \*\*، \* تشير إلى المعنوية الإحصائية للمعاملات عند مستوى ١٠٪، ٥٪، ١٪ على التوالي.

وتشير نتائج تحليل الانحدار الواردة في الجدول رقم (٨-٥) إلى:

- وجود علاقة سالبة غير معنوية بين مستوى الإفصاح عن الممارسات البيئية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك عند مستوى معنوية ٥٪.
- كما يتضح وجود علاقة سالبة معنوية بين مستوى الإفصاح عن الممارسات الاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك عند مستوى معنوية ٥٪.

وهي نفس نتائج اختبارات الفروض الإحصائية التي تم التوصل إليها في ظل استخدام تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى (DUVOL) كمقياس لمخاطر انهيار أسعار الأسهم.

ويُوضَّح الجدول رقم (٩-٥) نتائج تحليل الحساسية للنموذجين (٣)، (٤)

جدول رقم (٩-٥)

NCSKEW Model (3)			NCSKEW Model (4)		
	Coef.	p-value		Coef.	p-value
EN	-0.146	0.042**	SC	-0.159	0.030**
Bdiv	-0.112	0.028**	Bdiv	-0.122	0.007***
EN* Bdiv	-1.438	0.035**	SC* Bdiv	-1.546	0.004***
Sigma	0.066	0.124	Sigma	0.032	0.145
Ret	- 0.823	0.042**	Ret	- 0.691	0.035**
Dto	-1.447	0.039**	Dto	-1.506	0.042**
Size	0.058	0.028**	Size	0.087	0.019**
MB	-0.051	0.016**	MB	-0.064	0.028**
Lev	-0.012	0.115	Lev	-0.032	0.134
Roa	- 0.068	0.083*	Roa	- 0.093	0.057*
Cons.	-1.379	0.512	Cons.	- 1.681	0.485
Industry	Included		Industry	Included	
Year	Included		Year	Included	
N	335		N	335	
Prob > F	0.0043		Prob > F	0.0041	
R-Squared	0.2036		R-Squared	0.2165	

\*\*\*، \*\*، \* تشير إلى المعنوية الإحصائية للمعاملات عند مستوى ١٠٪، ٥٪، ١٪ على التوالي.

وتشير نتائج تحليل الانحدار الواردة في الجدول رقم (٩-٥) إلى:

- وجود أثر مُعَدَّل معنوي لتنوع مجلس الإدارة على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن الممارسات البيئية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك عند مستوى معنوية ٥٪.
  - وجود أثر مُعَدَّل معنوي لتنوع مجلس الإدارة على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن الممارسات الاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك عند مستوى معنوية ٥٪.
- وهي نفس نتائج اختبارات الفروض الإحصائية التي تم التوصل إليها في ظل استخدام تقنيات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى (DUVOL) كمقياس لمخاطر انهيار أسعار الأسهم.

٤/٤/٥ التحليل الإضافي Additional Analysis:

تمت إعادة تشغيل نموذجي الانحدار السابقين الخاصين بالفرضين الثالث والرابع للبحث، وذلك بعد تقسيم عينة البحث وفقاً لمعدل العائد على الأصول (Roa)، وحجم الشركة (Size)؛ وذلك بهدف إضفاء المزيد من الثقة والتأكد من النتائج التي تم التوصل إليها من خلال التحليل الأساسي، وكذا تفسير الاختلافات في النتائج حال وجودها. وبناءً على ذلك، تم اختبار الفرضين (ف١/٢)، (ف٢/٢) بعد تقسيم عينة البحث إلى عینتين بحسب متوسط معدل العائد على الأصول (Roa)، ومتوسط حجم الشركة (Size)، بحيث تكون هناك عينة تزيد بها قيمة معدل العائد على الأصول (Roa)، وحجم الشركة (Size)، وأخرى تنخفض بها قيمة العائد على الأصول (Roa)، وحجم الشركة (Size) عن متوسط كلٍ منهما.

ويوضح الجدول رقم (١٠-٥) نتائج تشغيل نموذجي الانحدار (٣)، (٤)  
جدول (١٠-٥)

DUVOL Model (3)					DUVOL Model (4)				
	Roa Low	Roa High	Size Low	Size High		Roa Low	Roa High	Size Low	Size High
EN	-0.134**	-0.165**	-0.142**	-0.159**	SC	-0.154**	-0.169**	-0.158**	-0.172**
Bdiv	-0.089**	-0.096**	-0.087**	-0.095**	Bdiv	-0.130**	-0.137***	-0.134**	-0.140***
EN* Bdiv	-1.273**	-1.301**	-1.254**	-1.314**	SC* Bdiv	-1.583**	-1.641***	-1.706**	-1.719***
Sigma	0.019	0.023	0.022	0.026	Sigma	0.022	0.026	0.023	0.031
Ret	- 0.682**	- 0.715**	- 0.706**	- 0.734**	Ret	- 0.728**	- 0.791**	- 0.765**	- 0.803**
Dto	-1.540**	-1.582**	-1.691**	-1.703**	Dto	-1.561**	-1.582**	-1.579**	-1.592**
Size	0.028**	0.033**	0.036**	0.042**	Size	0.046**	0.051**	0.049**	0.060**
MB	-0.043***	-0.041***	-0.054***	-0.058***	MB	-0.049***	-0.055***	-0.057***	-0.065***
Lev	-0.027	-0.019	-0.022	-0.025	Lev	-0.031	-0.025	-0.028	-0.022
Cons	- 0.069*	- 0.071*	- 0.064*	- 0.067*	Cons	- 0.074*	- 0.080*	- 0.066*	- 0.071*
F>Prob	0.0035	0.0030	0.0043	0.0036	F>Prob	0.0032	0.0035	0.0037	0.0041
R-Squared	0.1805	0.2013	0.1962	0.2116	R-Squared	0.2048	0.2150	0.2137	0.2215

\*\*\*, \*\*, \* تشير إلى المعنوية الإحصائية للمعاملات عند مستوى ١٠٪، ٥٪، ١٪ على التوالي.

### وتشير نتائج تحليل الانحدار الواردة في الجدول رقم (٥-١٠) إلى:

- أن تنوع مجلس الإدارة له دور في دعم الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية كآلية للحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وأن هذا التأثير يكون أقوى في حالة كبر حجم الشركة، وزيادة معدل العائد على أصولها؛ وهو ما تؤكد زيادة معامل الانحدار الخاص بالمتغير المُعدّل في النموذجين (٣)، (٤).

وتؤكد النتائج التي تم التوصل إليها من خلال التحليل الإضافي الأثر المُعدّل لتنوع مجلس الإدارة على العلاقة بين الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما يدعم النتائج التي تم التوصل إليها من خلال التحليل الأساسي؛ حيث لم تختلف نتائج التحليل الإضافي عن نتائج التحليل الأساسي بشأن قبول أو رفض الفرضين (ف١/٢)، (ف٢/٢).

وبناءً على ذلك، يتضح من خلال النتائج السابقة أن النموذجين المستخدمين في اختبار الفرضين (ف١/٢)، (ف٢/٢) ضمن التحليل الأساسي مناسبان لاختبار أثر المتغير المُعدّل على العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

### ٦- النتائج والتوصيات والبحوث المستقبلية المقترحة:

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها ما يلي:

- وجود علاقة سالبة غير معنوية بين مستوى الإفصاح عن الممارسات البيئية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما يُمكن تفسيره بأن الممارسات البيئية عادةً ما تكون موجهة نحو الأجل الطويل مما يصعب معه في كثيرٍ من الأحيان إدراك الآثار المترتبة على تلك الممارسات من قبل المستثمرين؛ ومن ثم قد لا يكون لها أثر ملموس على الانخفاضات المحتملة في عوائد الأسهم أو مخاطر انهيارها، لا سيما في الشركات التي تعمل في نشاط له تأثير بيئي منخفض.
- كما يتضح وجود علاقة سالبة معنوية بين مستوى الإفصاح عن الممارسات الاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما يُمكن تفسيره بأنه على الرغم من أن بعض تلك الممارسات موجهة نحو الأجل الطويل، إلا أن الأسواق المالية والمستثمرين يمكنهم تقييم التكاليف والمنافع المرتبطة بتلك الممارسات بشكلٍ ملموس، ويرجع ذلك عادةً إلى أن مثل هذا النوع من الممارسات يستهدف في الغالب أصحاب المصالح بهدف تعزيز الميزة التنافسية من خلال تحسين صورة الشركة وسمعتها، وبالتالي تقوم إدارة الشركة بالتركيز على الممارسات الاجتماعية، سواء من خلال عملية اتخاذ القرار أو التواصل الفعال مع أصحاب المصالح، الأمر الذي من شأنه زيادة شفافية المعلومات والحد من قدرة الإدارة على حجب الأخبار السيئة؛ ومن ثم تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- وجود أثر مُعدّل معنوي لتنوع مجلس الإدارة على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ وهو ما يعني أن التمثيل النسائي في مجلس الإدارة من شأنه دعم مستوى الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية كآلية للحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وهو ما يُمكن تفسيره بأن تنوع مجلس الإدارة من شأنه تعزيز الشفافية من خلال تحسين المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وتخفيض غموض التقارير المالية؛ ومن ثم تقليل فرص حجب الأخبار السيئة باعتبار أن مجالس الإدارة المتنوعة تكون أكثر حذراً بشأن مخاطر السمعة، الأمر الذي من شأنه تخفيض عدم تماثل المعلومات بما يساعد على الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

### وتأسيساً على ما سبق تتمثل توصيات الدراسة فيما يلي:

#### أولاً: بالنسبة للباحثين:

- يجب ألا يقتصر اهتمام الباحثين على دراسة العلاقة بين مستوى الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم فقط، وإنما يجب أن يمتد اهتمامهم إلى دراسة تلك العلاقة في بيئات وظروف مختلفة وباستخدام مقاييس متنوعة، علاوةً على الاعتماد على المزيد من المتغيرات المُعدّلة والوسيطّة بما يُمكن معه فهم طبيعة تلك العلاقة بشكل أكثر وضوحاً من خلال الوصول إلى الآليات التي تُفسّرُها، والعوامل التي تؤثر عليها؛ ومن ثم تقديم توصيات أكثر إفادةً لإدارات الشركات وكافة الأطراف الأخرى المعنية بهذا الشأن.

#### ثانياً: بالنسبة لإدارة الشركة:

- دمج الممارسات البيئية والاجتماعية في الاستراتيجيات الرئيسية للشركة كجزء من خطتها للحد من المخاطر؛ حيث إن تبني هذه الممارسات بشكلٍ استباقي يُمكن أن يُعزّز سمعة الشركة، ويقلل من مخاطر انهيار أسعار أسهمها.
- ضرورة التعرف على العوامل التي يُمكن أن تؤثر سلباً على نجاح المنشأة في القيام بالممارسات البيئية والاجتماعية وتقييم تلك العوامل، الأمر الذي يُحدد بشكلٍ كبير الآليات التي يُمكن الاعتماد عليها للحد من التأثير السلبي لها؛ ومن ثم دعم تلك الممارسات كألية للحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- ضرورة التفاعل المستمر مع أصحاب المصالح، بما في ذلك المساهمين، والموظفين، والمجتمع المحلي، لفهم توقعاتهم بشأن الممارسات البيئية والاجتماعية بما يساعد على تشكيل سياسات أكثر توافقاً مع احتياجات السوق والمجتمع، مما يحد من المخاطر المالية، لا سيما مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية للشركات ضمن التقارير المالية بشكل أكثر وضوحاً وتحديداً من خلال تعزيز آليات الشفافية والمساءلة في التقارير المالية، لا سيما فيما يتعلق بكيفية استثمار الشركات في تلك الممارسات، مما يترتب عليه تقييد سلوك الإدارة بشأن حجب الأخبار السيئة؛ ومن ثم تخفيض عدم تماثل المعلومات والحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- تشجيع تنوع مجلس الإدارة من خلال تعيين أعضاء من خلفيات مهنية متنوعة، وأعمار مختلفة، وتشجيع التوازن بين الجنسين؛ الأمر الذي يساهم في تعزيز القدرة على اتخاذ قرارات متوازنة وشاملة تدعم الاستدامة البيئية والاجتماعية. مع ضرورة إجراء تقييم دوري لأداء مجلس الإدارة وتنوعه فيما يتعلق بدعم الممارسات البيئية والاجتماعية، وتعديل السياسات وفقاً للنتائج المحققة للحفاظ على الاستدامة البيئية والاجتماعية، وتقليل المخاطر المالية.

#### ثالثاً: بالنسبة للمستثمرين:

- يجب على المستثمرين إعطاء الأولوية للشركات التي تتمتع بتنوع كبير في مجالس إدارتها، وتلتزم بالممارسات البيئية والاجتماعية الجيدة؛ باعتبار أن تلك الشركات تواجه مستوى أقل من المخاطر، وعليه فإن إغفال المستثمرين لهذه الاعتبارات عند تقييمهم للشركة يعوق قدرتهم على المفاضلة بشكلٍ صحيح بين بدائل الاستثمار المتاحة واتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.

#### رابعاً: بالنسبة للجهات التنظيمية:

- العمل على وضع مجموعة من السياسات التحفيزية للشركات لتبني تنوع أكبر في مجالس إدارتها وتعزيز ممارسات الاستدامة البيئية والاجتماعية ويُمكن أن تتضمن هذه السياسات حوافز ضريبية أو برامج تمويلية لدعم الشركات التي تتبنى هذه التوجهات.

#### البحوث المستقبلية المقترحة:

- دراسة العلاقة بين الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم بالاعتماد على مقاييس أخرى.
- أثر الإفصاح المحاسبي عن انبعاثات الكربون على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- دور التمويل الرقمي في الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- أثر عدم التوافق مع متطلبات الإفصاح البيئي والاجتماعي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- أثر التكنولوجيا المالية على العلاقة بين الممارسات البيئية والاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- العلاقة بين الممارسات البيئية والاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: دور تغطية المحللين الماليين.
- الدور المُعدّل للملكية المؤسسية والرقابة الداخلية للعلاقة بين الممارسات البيئية والاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

#### ٧-المراجع:

##### ١/٧ المراجع باللغة العربية:

- أبو الخير، محمد حارس محمد طه (٢٠٢٤). أثر مستوى الإفصاح عن أنشطة الاستدامة على الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية، *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٥ (٢) ج ٢، ٥٢٩-٥٦٧.
- حسين، علاء على أحمد (٢٠٢٠). تحليل العلاقة بين غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، وممارسات التجنب الضريبي وبين خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية لتجارة، جامعة عين شمس، ٢٤ (١)، ٢٠٨-٢٧٥.
- سليم، أيمن عطوة عزازي (٢٠٢١). أثر العلاقة بين هيكل الملكية والإفصاح عن المخاطر على خطر انهيار أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري. *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢ (٢)، ١٠٢-١٧٢.
- عبد الله، هدى محمد محمد (٢٠٢٤). تفسير العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية الشركة وسياسات توزيعات الأرباح وانعكاس ذلك على مخاطر انهيار أسعار الأسهم دراسة تطبيقية، *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية*، كلية التجارة، جامعة مدينة السادات، ١٦ (٢)، ٩٠-١٤٥.
- الوكيل، حسام السعيد (٢٠٢١). أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دراسة تطبيقية. *مجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية*، كلية التجارة، جامعة حلوان، ٣٥ (٤)، ٧٥-١.

##### ٢/٧ المراجع باللغة الإنجليزية:

- Au, S. Y., Qiu, B., & Wu, S. Y. J. (2023). Do Risk Factor Disclosures Reduce Stock Price Crash Risk?. *Journal of Accounting and Public Policy, Forthcoming*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3363912>.
- Kim, C., Wang, K., & Zhang, L. (2019). Readability of 10-K reports and stock price crash risk. *Contemporary accounting research, 36(2)*, 1184-1216.
- Ryu, H., & Chae, S. J. (2021). The effect of managerial ownership on stock price crash risk in distribution and service industries. *Journal of Distribution Science, 19(1)*, 27-35.
- Abad, D., Lucas-Pérez, M. E., Minguez-Vera, A., & Yagüe, J. (2017). Does gender diversity on corporate boards reduce information asymmetry in equity markets?. *BRQ Business Research Quarterly, 20(3)*, 192-205.
- Abo-Hagar, E. A. A. A. (2024). The Impact of Firm Characteristics on Future Stock Price Crash Risk: Evidence from Egypt. *Scientific Journal of Financial and Administrative Studies and Research, 16(2)*, 740-770.



- 
- 
- Adams, R. B., & Kirchmaier, T. (2016). Women on boards in finance and STEM industries. *American Economic Review*, 106(5), 277-281.
- Adams, R. B., De Haan, J., Terjesen, S., & Van Ees, H. (2015). Board diversity: Moving the field forward. *Corporate Governance-An International Review*, 23(2), 77-82.
- Agarwal, S., Qian, W., Reeb, D. M., & Sing, T. F. (2016). Playing the boys game: Golf buddies and board diversity. *American Economic Review*, 106(5), 272-276.
- Aggarwal, P., & Singh, A. K. (2019). CSR and sustainability reporting practices in India: An in-depth content analysis of top-listed companies. *Social Responsibility Journal*. 15(8), 1033-1053.
- Ai, Y., Sun, G., & Kong, T. (2023). Digital finance and stock price crash risk. *International Review of Economics & Finance*, 88, 607-619.
- Ait Sidhoum, A., & Serra, T. (2018). Corporate sustainable development. Revisiting the relationship between corporate social responsibility dimensions. *Sustainable Development*, 26(4), 365-378.
- Al Mamun, M., Balachandran, B., & Duong, H. N. (2020). Powerful CEOs and stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101582.
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management science*, 65(10), 4451-4469.
- Ali, F., Wang, M., Jebran, K., & Ali, S. T. (2021). Board diversity and firm efficiency: Evidence from China. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(4), 587-607.
- Almomani, T. M. (2021). The Effects of the Relationship between Board Diversity and Earnings Quality: Evidence from Firms on the Amman Stock Exchange. *American International Journal of Business Management*, 4(7), 39-45.
- An, H., & Zhang, T. (2013). Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors. *Journal of Corporate Finance*, 21, 1-15.
- An, Z., Chen, C., Naiker, V., & Wang, J. (2020). Does media coverage deter firms from withholding bad news? Evidence from stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101664.
- An, Z., Li, D., & Yu, J. (2015). Firm crash risk, information environment, and speed of leverage adjustment. *Journal of Corporate Finance*, 31, 132-151.
- Andreou, P. C., Antoniou, C., Horton, J., & Louca, C. (2016). Corporate governance and firm-specific stock price crashes. *European Financial Management*, 22(5), 916-956.

- 
- 
- Andreou, P. C., Louca, C., & Petrou, A. P. (2017). CEO age and stock price crash risk. *Review of Finance*, 21(3), 1287-1325.
- Baker, H. K., Pandey, N., Kumar, S., & Haldar, A. (2020). A bibliometric analysis of board diversity: Current status, development, and future research directions. *Journal of business research*, 108, 232-246.
- Bebchuk, L. A., & Tallarita, R. (2022). The perils and questionable promise of ESG-based compensation. *J. Corp. L.*, 48, 37.
- Benkraiem, R., Ben-Nasr, H., Nechi, S., & Rjiba, H. (2023). Stock price crash risk and leverage dynamics: Evidence from the GCC countries. *Finance Research Letters*, 54, 103688.
- Ben-Nasr, H., & Ghouma, H. (2018). Employee welfare and stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 48, 700-725.
- Callen, J. L., & Fang, X. (2013). Institutional investor stability and crash risk: Monitoring versus short-termism?. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 3047-3063.
- Cao, C., Xia, C., & Chan, K. C. (2016). Social trust and stock price crash risk: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 46, 148-165.
- Chabachib, M., Setyaningrum, I., Hersugondo, H., Shaferi, I., & Pamungkas, I. D. (2020). Does financial performance matter? Evidence on the impact of liquidity and firm size on stock return in Indonesia. *International Journal of Financial Research*, 11(4), 546-555.
- Chebbi, K. (2024). Examining the interplay of sustainable development, corporate governance, and stock Price crash risk: Insights from ESG practices. *Sustainable Development*, 32(1), 1291-1309.
- Chen, J., Chan, K. C., Dong, W., & Zhang, F. (2017). Internal control and stock price crash risk: Evidence from China. *European Accounting Review*, 26(1), 125-152.
- Chen, X. (2020). Corporate social responsibility and stock price crash risk—Moderating effect analysis of social capital. *American Journal of Industrial and Business Management*, 10(3), 600-618.
- Cho, J., Garg, S., & Lee, J. (2021). Opening the black box: Boards of directors, competitive aggressiveness, and firm performance. In *Academy of management proceedings* (Vol. 2021, No. 1, p. 12953). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.
- Cho, K., Cho, J., & Bian, Y. (2024). A better start: board diversity matters in assessing stock price crash risk. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 24(2), 365-389.

- 
- 
- Cordeiro, J. J., Profumo, G., & Tutore, I. (2020). Board gender diversity and corporate environmental performance: The moderating role of family and dual-class majority ownership structures. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1127-1144.
- Cumming, D., Leung, T. Y., & Rui, O. (2015). Gender diversity and securities fraud. *Academy of management Journal*, 58(5), 1572-1593.
- Da Silva, P. P. (2022). Crash risk and ESG disclosure. *Borsa Istanbul Review*, 22(4), 794-811.
- Dai, J., Lu, C., & Qi, J. (2019). Corporate social responsibility disclosure and stock price crash risk: Evidence from China. *Sustainability*, 11(2), 448.
- DeFond, M. L., Hung, M., Li, S., & Li, Y. (2015). Does mandatory IFRS adoption affect crash risk?. *The accounting review*, 90(1), 265-299.
- Deng, X., Hung, S., & Qiao, Z. (2018). Mutual fund herding and stock price crashes. *Journal of Banking & Finance*, 94, 166-184.
- Dumitrescu, A., & Zakriya, M. (2021). Stakeholders and the stock price crash risk: What matters in corporate social performance?. *Journal of Corporate Finance*, 67, 101871.
- Dunbar, C. G., Li, Z. F., & Shi, Y. (2021). Corporate social (ir) responsibility and firm risk: The role of corporate governance. *Available at SSRN 3791594*.
- Dunbar, C., Li, F., & Shi, Y. (2020). CEO risk-taking incentives and corporate social responsibility. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101714.
- Durrani, A., & Abbas, M. (2024). Can Better Corporate Governance and Ownership Structure Reduce the Chances of Stock Price Crash Risk Evidence from Pakistan Stock Exchange. *Remittances Review*, 9(2),
- Ertem-Eray, T. (2020). Addressing corporate social responsibility in corporations: a content analysis of Amazon's and Walmart's websites. *Corporate Communications: An International Journal*. [https://doi.org/10.1007/978-3-319-39089-5\\_1](https://doi.org/10.1007/978-3-319-39089-5_1)
- Feng, J., Goodell, J. W., & Shen, D. (2022). ESG rating and stock price crash risk: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 46, 102476.
- Fiorillo, P., Meles, A., Pellegrino, L. R., & Verdoliva, V. (2023). Geopolitical risk and stock liquidity. *Finance Research Letters*, 54, 103687.
- Garg, M., Khedmati, M., Meng, F., & Thoradeniya, P. (2022). Tax avoidance and stock price crash risk: mitigating role of managerial ability. *International Journal of Managerial Finance*, 18(1), 1-27.

- 
- 
- Gujarati, D. N. (2003). *Basic Econometrics*. Fourth Edition. Singapore: McGraw-Hill.
- Habib, A., Hasan, M. M., & Jiang, H. (2018). Stock price crash risk: review of the empirical literature. *Accounting & Finance*, 58, 211-251.
- Hamza, T., & Zaatir, E. (2021). Does corporate tax aggressiveness explain future stock price crash? Empirical evidence from France. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 19(1), 55-76.
- Harper, J., Johnson, G., & Sun, L. (2020). Stock price crash risk and CEO power: Firm-level analysis. *Research in International Business and Finance*, 51, 101094.
- Hu, J., Li, S., Taboada, A. G., & Zhang, F. (2020). Corporate board reforms around the world and stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101557.
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of financial Economics*, 94(1), 67-86.
- Ikram, A., Li, Z. F., & Minor, D. (2023). CSR-contingent executive compensation contracts. *Journal of Banking & Finance*, 151, 105655.
- Jebran, K., Chen, S., & Zhang, R. (2020). Board diversity and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 51, 101122.
- Jeon, K. (2019). Corporate governance and stock price crash risk. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(4), 1-13.
- Jeong, S. H., Kim, H., & Kim, H. (2022). Strategic nepotism in family director appointments: Evidence from family business groups in South Korea. *Academy of Management Journal*, 65(2), 656-682.
- Jin, H. M., Su, Z. Q., Wang, L., & Xiao, Z. (2022). Do academic independent directors matter? Evidence from stock price crash risk. *Journal of Business Research*, 144, 1129-1148.
- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of financial Economics*, 79(2), 257-292.
- Kabir, R., & Thai, H. M. (2017). Does corporate governance shape the relationship between corporate social responsibility and financial performance?. *Pacific Accounting Review*, 29(2), 227-258.
- Kaur, A., & Singh, B. (2017). Construing reputation from gender diversity on boards: Indian evidence. *Paradigm*, 21(2), 111-125.
- Kim, J. B., & Zhang, L. (2014). Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks. *Contemporary Accounting Research*, 31(3), 851-875.

- 
- 
- Kim, J. B., Li, L., Lu, L. Y., & Yu, Y. (2016). Financial statement comparability and expected crash risk. *Journal of Accounting and Economics*, 61(2-3), 294-312.
- Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011). CFOs versus CEOs: Equity incentives and crashes. *Journal of financial economics*, 101(3), 713-730.
- Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 43, 1-13.
- Kumalasari, K., & Arifin, T. (2023). Can Female Directors and Commissioners Reduce Stock Price Crash Risk: Evidence from LQ45 Indexed Company.
- Le, V. P., Nguyen, A. N., & Gregoriou, A. (2024). Insider trading, gender diversity within the board room, CEO pay gap, and stock price crash risk. *International Journal of Finance & Economics*, 29(2).
- Li, N., & Wahid, A. S. (2018). Director tenure diversity and board monitoring effectiveness. *Contemporary Accounting Research*, 35(3), 1363-1394.
- Liu, G., Qian, H., Shi, Y., Zhang, Y., & Wu, F. (2024). Does ESG report greenwashing increase stock price crash risk?. *China Journal of Accounting Studies*, 1-25.
- Liu, S., Wang, K. T., Walpola, S., & Zhu, N. Z. (2024a). CSR contracting and stock price crash risk: International evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 93, 101999.
- Liu, Y., & Liu, J. (2024). Social integrity and stock price crash risk. *Journal of Business Ethics*, 190(3), 703-721.
- Lou, J., Li, R., Zhang, T., & Zhang, Y. (2023). Stock price crash risk and cost of debt. *Finance Research Letters*, 58, 104597.
- Murata, R., & Hamori, S. (2021). ESG disclosures and stock price crash risk. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(2), 70.
- Poletti-Hughes, J., & Briano-Turrent, G. C. (2019). Gender diversity on the board of directors and corporate risk: A behavioural agency theory perspective. *International Review of Financial Analysis*, 62, 80-90.
- 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.
- Rupp, A., & Limpaphayom, P. (2024). Benefits of corporate social responsibility during a pandemic: Evidence from stock price reaction to COVID-19 related news. *Research in International Business and Finance*, 68, 102169.
- Sun, G., Wang, J., & Ai, Y. (2024). The impact of government green subsidies on stock price crash risk. *Energy Economics*, 134, 107573.
- Thai, H. M., Dang, K. N., Nor, N. M., Nguyen, H. T., & Nguyen, K. V. (2023). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: the

- 
- 
- moderating effects of corporate governance. *International Journal of Emerging Markets*. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-11-2021-1767>.
- Tian, J., Halebian, J., & Rajagopalan, N. (2011). The effects of board human and social capital on investor reactions to new CEO selection. *Strategic management journal*, 32(7), 731-747.
- Usman, M., Farooq, M. U., Zhang, J., Makki, M. A. M., & Khan, M. K. (2019). Female directors and the cost of debt: does gender diversity in the boardroom matter to lenders?. *Managerial Auditing Journal*, 34(4), 374-392.
- Wang, K. T., Liu, S., & Wu, Y. (2021). Corporate social activities and stock price crash risk in the banking industry: International evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 74, 101416.
- Wang, L., Hou, W., & Li, W. (2024). Is corporate social responsibility a stock price stabilizer during the public emergency? An integrated view of government response. *Nankai Business Review International*.
- Yang, M., Chen, S., Wang, J., & Wang, Y. (2023). Corporate social responsibility and stock price crash risk: does analyst coverage matter?. *Applied Economics*, 55(10), 1045-1061.
- Yu, E. P. Y., Van Luu, B., & Chen, C. H. (2020). Greenwashing in environmental, social and governance disclosures. *Research in International Business and Finance*, 52, 101192.
- Zhang, J., Zheng, C., & Shan, Y. G. (2024). What accounts for the effect of sustainability engagement on stock price crash risk during the COVID-19 pandemic—Agency theory or legitimacy theory?. *International Review of Financial Analysis*, 93, 103167.
- Zhou, F., Zhu, J., Qi, Y., Yang, J., & An, Y. (2021). Multi-dimensional corporate social responsibilities and stock price crash risk: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 78, 101928.

---

---

## The Role of Board Diversity in Supporting Environmental and Social Practices Disclosure as a Mechanism to Mitigate Stock Price Crash Risk: An Empirical Study

*By*

**Dr. Hamed Nabil Hamed Soliman**

Associate Professor of Accounting

Faculty of Commerce, Mansoura University

[profhamed\\_2007@mans.edu.eg](mailto:profhamed_2007@mans.edu.eg)

**Dr. Ibrahim Elsayed Mohamed Elgohary**

Associate Professor of Accounting

Faculty of Commerce, Mansoura University

[Ibrahim\\_Elgohary@mans.edu.eg](mailto:Ibrahim_Elgohary@mans.edu.eg)

**Abstract:** This study aims to investigate the role of board diversity in supporting environmental and social practices disclosure as a mechanism to mitigate stock price crash risk, using a sample of (67) Companies listed on the Egyptian Stock Exchange in the period of 2018-2022, relying on primary and additional analysis. The results indicate that there is an insignificant negative relationship between environmental practices disclosure and stock price crash risk and a significant negative relationship between social practices disclosure and stock price crash risk. Furthermore, there is a significant moderating effect of board diversity on the relationship between both environmental, social practices disclosure and stock price crash risk, which means that female representation on the board of directors would support environmental and social practices disclosure thus, reduce stock price crash risk.

**Key words:** Stock Price Crash Risk, Environmental and Social Practices Disclosure, Board Diversity.