

تفسير العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة وسياسات توزيعات الأرباح وانعكاس ذلك على مخاطر إنهييار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية

إعداد

د. هدى محمد محمد عبد الله
أستاذ المحاسبة والمراجعة المساعد
كلية التجارة – جامعة قناة السويس

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية
كلية التجارة - جامعة مدينة السادات
المجلد السادس عشر - العدد الثاني - يونيو ٢٠٢٤

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

عبد الله، هدى محمد محمد، (٢٠٢٤)، " تفسير العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة
وسياسات توزيعات الأرباح وانعكاس ذلك على مخاطر إنهييار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية"،
المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية، كلية التجارة، جامعة مدينة السادات، ١٦(٢)، ٩٠-١٤٥.

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

ملخص البحث

تمثل الهدف الرئيسي للدراسة الحالية في قياس أثر العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وسياسات توزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المدرجة في البورصة المصرية، وفي سبيل تحقيق هذا الهدف اعتمدت منهجية الدراسة التطبيقية على ثلاث فروض رئيسية لقياس العلاقة بين المتغيرات البحثية، حيث بلغت عينة الدراسة النهائية ٢٥ شركة من الشركات المدرجة في مؤشر EGX 30 خلال الفترة الزمنية من ٢٠١٤ حتى ٢٠٢٢، وتوصلت الدراسة النظرية والتطبيقية لمجموعة من النتائج تمثل أهمها في أن ارتفاع إجمالي مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يؤدي إلى الحد من مخاطر انهيار سعر السهم، وأوضحت النتائج وجود تأثير طردي معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على توزيعات الأرباح، كما أوضحت النتائج وجود تأثير عكسي معنوي للعلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتوزيعات الأرباح على خطر انهيار سعر السهم، وأوصت الدراسة بضرورة السعي نحو تشجيع الشركات المصرية لزيادة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع مستوى الشفافية بالشركة حيث أنه أحد الممارسات الاختيارية للشركة والتي تعطي للمستثمر إشارة على استقرار وثبات الشركة، ومن ثم انخفاض احتمالية انهيار أسعار أسهمها.

الكلمات المفتاحية: الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، سياسات توزيعات الأرباح، مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

أولاً: المقدمة:

يلعب سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في تطوير الشركات وخلق نمو اقتصادي حقيقي، ويمكن أن يتأثر أداء السهم بمتغيرات مختلفة، بحيث لا يمكن التنبؤ بتحركات أسعار الأسهم في بعض الأحيان على وجه التحديد بسبب وجود تحولات في المتغيرات المحيطة بما في ذلك متغيرات السوق المالية ومتغيرات السلوك المالي وغيرها، وبطبيعة الحال، فإن سعر السهم هو انعكاس لأداء الشركة لذلك إذا ارتفع سعر السهم فهذا يشير إلى أداء الشركة الجيد، وهذا أمر مرغوب من جانب المستثمرين، وهو ما يدل على أن هناك علاقة إيجابية بين الأداء المالي وسعر السهم، ويمكن للمديرين تعظيم قيمة الشركة من خلال وضع سياسات جيدة وسليمة لزيادة سعر سهم الشركة، ولكن يجب على إدارة الشركة أولاً معرفة العوامل التي يمكن أن تؤثر على سعر السهم. (Mahirun et al., 2023)

لقد أصبحت مخاطر انهيار أسعار الأسهم قضية هامة في قرارات الاستثمار وإدارة المخاطر، كما أصبحت محور اهتمام المستثمرين والجهات التنظيمية خاصة بعد وقوع عدد كبير من الأزمات الائتمانية لشركات بارزة في أوائل عام ٢٠٠٠ وخلال أزمة الائتمان في عام ٢٠٠٨ (Yeung & Lento, 2018)، وتعد مخاطر انهيار سعر السهم نوع خاص من مخاطر أسعار الأسهم العامة ويحدث عادة بسبب إصدار الأخبار السيئة المترامية، مما يؤدي إلى انخفاض مفاجئ وكبير في الأسعار والذي يمثل انهيار في أسعار الأسهم، ويختلف من الناحية المفاهيمية عن تقلبات أسعار الأسهم التي تمثل التغير في أسعار الأسهم بمرور الوقت نتيجة لعدم الاستقرار وعدم القدرة على التنبؤ بالمخاطر. (Phan & Tran, 2019; Zhou et al., 2021)

وبالرغم من أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم تنشأ من صراعات الوكالة بين المساهمين والمديرين في ظل عدم تماثل المعلومات، إلا أن نقص السيولة أيضاً قد يؤدي إلى خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أن التوزيع المفرط للأرباح النقدية من شأنه أن يقلل من الموارد النقدية المتاحة للشركة ويعد وسيلة لإصدار الأخبار السيئة المترامية، والتي من المرجح أن تؤدي إلى خطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا يعني أنه كلما زادت الأرباح النقدية التي تدفعها الشركة، زادت مخاطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية التي قد تواجهها (Liang et al., 2021).

وتعتبر سياسة توزيع الأرباح الخاصة بالشركة واحدة من السياسات الهامة لأي شركة ليس فقط لأصحاب المصالح الحاليين ولكن أيضاً للمستثمرين المحتملين، وتختلف أهمية توزيعات الأرباح من شركة إلى أخرى، ومن صناعة إلى أخرى، وتؤثر الاختلافات الثقافية على سياسة توزيع الأرباح التي تختلف من بلد إلى آخر، وقد يؤثر توزيع أرباح الأسهم من قبل الشركة على هيكل رأس مال الشركة وبغيره، إذا قررت أي شركة عدم توزيع أرباح، فإنها ستؤدي إلى زيادة الأرباح المحتجزة، وبالتالي قرار عدم إجراء توزيعات الأرباح والاحتفاظ بالأرباح يزيد من حقوق الملكية العادية بالنسبة للديون مما سيؤدي في النهاية إلى تغيير هيكل رأس مال الشركة (Syed et al., 2023)

كما تعد سياسة توزيع الأرباح أحد العوامل التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم من حيث قرار التوزيع الصحيح لأرباح الشركة بين توزيعها كأرباح أو الاحتفاظ بها لإعادة الاستثمار، ويمكن أن تندرج توزيعات الأرباح في ثلاثة فئات، حيث يمكن للشركات حساب أرباح الأسهم كنسبة مئوية من الأرباح، ينتج عن هذا توزيعات أرباح غير مستقرة، والواقع أن هذه الاستراتيجية أصبحت أكثر انتشاراً في الاقتصاديات النامية، كما يمكن للشركات الحفاظ على أرباح مستقرة نسبياً أو منتظمة، وهو أمر شائع في الاقتصاديات المتقدمة حيث من المرجح أن تتفاعل الأسواق الأكثر كفاءة بسرعة وبشكل سلبي مع تقلبات الأرباح، أيضاً يمكن للشركات الاحتفاظ برأس مالها وعدم دفع توزيعات أرباح الأسهم، إلا أن توزيعات الأرباح لها تأثير على قيمة الشركة، وبالتالي يجذب المستثمرون بشكل متزايد إلى الشركات التي تقوم بإجراء توزيعات الأرباح. (Salah & Amar, 2022)

توجد حاجة متزايدة إلى تلبية احتياجات جميع أصحاب المصلحة وليس المساهمين فقط، ولذلك، تقوم الشركات باستمرار بالإفصاح عن المعلومات لتلبية متطلبات أصحاب المصلحة لديها، ويمكن أن تكون عمليات الإفصاح عن المعلومات التي تقوم بها الشركات إما إلزامية أو طوعية (Azrak et al., 2020)، ويضع المجتمع ضغوط متزايدة على الشركات، وبالتالي فقد أصبحت الشركات أكثر اهتماماً بالإفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية حيث يمكن من خلالها تحسين القدرة التنافسية للشركات وتوليد مزايا إضافية تتعلق بإدارة المخاطر، وخفض التكاليف، وتحسين الوصول إلى التمويل، كما تعد تقارير المسؤولية

الاجتماعية للشركات نوعاً هاماً من التقارير غير المالية، ويتضمن التقرير النموذجي عن المسؤولية الاجتماعية للشركات معلومات ذات قيمة والتي غالباً ما لا يتم ذكرها في معلومات القوائم المالية ولكن يمكن أن يكون لها عواقب وخيمة على تحديد قيمة الأعمال (Canh et al., 2019; Nguyen & Dinh, 2021).

كما تمثل المسؤولية الاجتماعية للشركات استثمار هام طويل الأجل، إنه سلوك للتنمية المستدامة للشركة بالإضافة إلى نقل المعلومات إلى أسواق الأوراق المالية (Gao et al., 2022)، ويقترح العديد من مؤيدي المسؤولية الاجتماعية للشركات أنه لا ينبغي للشركات تعظيم ثروة مساهميها فحسب، بل يجب أن تهدف أيضاً إلى تحسين رفاهية المجتمع وحماية البيئة من خلال المشاركة في أنشطة مسؤولة تتجاوز نطاق الأغراض التجارية والإقتصادية الرئيسية. (Havlinova & Kukacka, 2023) وبما أن أداء المسؤولية الاجتماعية للشركات هو مقياس رئيسي للتخفيف من حدة المخاطر، فعندما تتغير البيئة الخارجية أو تتقلب معنويات المستثمرين خاصة في الأسواق الناشئة التي تكون أكثر خطورة وتقلباً من الأسواق المتقدمة، تكون ثقة المجتمع أكثر سهولة للتوجه نحو الشركات المسؤولة اجتماعياً ذات السمعة الطيبة، وبالتالي التخفيف من تأثير الأخبار السلبية وتقليل مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Dunbar et al., 2021).

ثانياً: مشكلة الدراسة:

ناقشت دراسة (Farooq et al., 2021) أثر توزيعات الأرباح على الجوانب السلبية للخطر الذي يعد جزء لا يتجزأ في أسعار الأسهم، وذلك من خلال ٥٩٠ شركة مدرجة في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٨، وقد أظهرت النتائج أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر بشكل إيجابي على خطر انهيار أسعار الأسهم، بمعنى أن الشركات التي تدفع نسبة مرتفعة من أرباحها كتوزيعات تكون أقل احتمالاً للتعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم، وبالتالي يمكن استخدام سياسة توزيع الأرباح كآلية لتخفيض خطر انهيار الأسهم نظراً لأثرها على البيئة المعلوماتية للشركة، حيث أن الشركات التي تقوم بتوزيع أرباح أكثر على مساهميها تكون أكثر احتمالاً لوجود بيئة معلومات أفضل مما يؤدي إلى إدماج المعلومات في الوقت المناسب ومساعدة المستثمرين على تشكيل توقعات صحيحة حول التدفقات النقدية المستقبلية وبالتالي احتمال أقل لانهيار أسعار الأسهم.

كما فحصت دراسة (Kim et al., 2020) المنافع الاقتصادية لتوزيعات الأرباح من خلال عينة مكونة من ٧٤٤٣٥ مشاهدة شركة/سنة عن الفترة من ١٩٩١ إلى ٢٠١٥، وقد توصلت الدراسة إلى أن توزيعات الأرباح تخفف من خطر انهيار أسعار الأسهم، كما أنها تقلل إيدار الأخبار السيئة المتعلقة بالإفراط في الإستثمارات من جانب الإدارة، بينما ترتبط الأخبار السيئة إيجابياً بخطر انهيار أسعار الأسهم، مما يعني أن منع إيدار الأخبار السيئة وتقليص الإستثمار الزائد تمثل وسيلتين يتم استخدامهما من خلال توزيعات الأرباح لتخفيف مخاطر الانهيار، حيث الإختلافات الواسعة بين الأرباح المقرر عنها والنقدية المتاحة لتوزيعات الأرباح تعد علامتين تنذر بمشاكل محتملة، وتعد توزيعات الأرباح الوسيلة الأكثر شفافية لحماية المساهمين والتعبير عن الربحية.

وقامت دراسة (Sun et al., 2023) بتحليل العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وتوزيعات أرباح الأسهم والقنوات التي يؤثر من خلالها توزيع الأرباح على أداء المسؤولية الاجتماعية للشركات من عام ١٩٩١ إلى عام ٢٠١٦، وتكونت العينة من ٤٢٢٤٦ مشاهدة، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وتوزيعات أرباح الأسهم، وتكون هذه العلاقة أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات التي لديها مديري تنفيذيين أكثر كفاءة والشركات التي لديها عدد أكبر من المديرات في مجالس الإدارة، وأشارت النتائج إلى أنه على الرغم من أن القدرة المالية لها دور مهم في تفسير العلاقة الإيجابية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وتوزيعات أرباح الأسهم، إلا أنها ليست الدافع الوحيد، فالحوافز التي تقدمها الشركات لتحقيق التوازن بين مصالح المساهمين وأصحاب المصلحة يمكن أن تساعد في تفسير العلاقة الإيجابية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وتوزيعات أرباح الأسهم، بمعنى آخر، تؤدي قناة القدرة المالية وقناة إدارة علاقات أصحاب المصلحة معاً إلى وجود علاقة إيجابية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وتوزيعات أرباح الأسهم، وبشكل عام الحافز لتحقيق التوازن بين مصالح المساهمين وأصحاب المصلحة هو أحد العوامل الدافعة الهامة للمشاركة في المسؤولية الاجتماعية للشركات.

وكان الغرض من دراسة (Salah & Amar, 2022) هو التركيز على تأثير المسؤولية الاجتماعية للشركات على سياسة توزيع الأرباح في السياق الفرنسي، لعينة مكونة من ٨٢٥ مشاهدة شركة/سنة للفترة من ٢٠٠٨ إلى ٢٠١٨، وجدت هذه الدراسة تأثيراً إيجابياً لممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات على

سياسة توزيع الأرباح، كما أن المشاركة في ممارسات المسؤولية الاجتماعية يشجع الشركات على دفع المزيد من الأرباح للمستثمرين، ولذلك، يكون المستثمرين أكثر تحفيزاً للاستثمار في الشركات المسؤولة اجتماعياً من الشركات غير المسؤولة اجتماعياً، كما ترتبط المسؤولية الاجتماعية للشركات بجودة المعلومات المحاسبية والأسواق المالية.

ويرى (Seth & Mahenthiran, 2022) إن توزيعات الأرباح والاستثمارات في أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات هي بدائل جزئية حيث يتنافس كلاهما على نفس مجموعة الموارد المتولدة من الأرباح، وبالتالي، فإن دراسة ما إذا كانت توزيعات الأرباح والإفصاحات عن المسؤولية الاجتماعية للشركات هي مكملات أم بدائل جزئية هو دافع ذو أهمية كبيرة .

كما تخفض كفاءة الأنشطة البيئية والاجتماعية والحوكمة من مخاطر انهيار أسعار الأسهم للأسباب التالية: أولاً، إن المزيد من أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات تخفف من عدم تماثل المعلومات التي تقدمها الشركة وبالتالي تخفف من المخاطر، وثانياً، يؤدي المزيد من الالتزامات المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية للشركات إلى خلق صورة اجتماعية مواتية عن طريق تعزيز سمعة الشركات والتخفيف من تأثير الأخبار السلبية مما يقلل من المخاطر، ثالثاً، الاستثمار في المسؤولية الاجتماعية للشركات هي استراتيجية تساهم في رفع كفاءة أداء الشركة في الأجل الطويل، مما يقلل من الحافز على حجب الأخبار السلبية للشركة، ونتيجة لتحسن السمعة والمصدقية في مواجهة إصدار معلومات سلبية، فإن الشركات تكون أقل احتمالاً أن تشهد مبيعات ضخمة من الأسهم أو انخفاضاً حاداً في أسعار الأسهم. (Bae et al., 2021)

كما قامت دراسة (Yeh, 2021) بتطوير مدخل يدمج صورة الشركة فيما يتعلق بالإفصاح عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية وخطر انهيار الأسهم والربحية من خلال نموذج قياس لتقييم أداء إستدامة الشركة، وتم توضيح منهجية الدراسة من خلال تطبيق تجريبي على ٢٦ شركة تايبوانية خلال الفترة من عام ٢٠١٢ إلى ٢٠١٨، وقد وجدت الدراسة أنه من الضروري دمج الصورة الذهنية للشركة من خلال أنشطة المسؤولية الاجتماعية في تقييم أداء إستدامة الشركة، فالشركات التي تفصح عن معلومات المسؤولية الاجتماعية لديها حوكمة شركات أكثر كفاءة وبالتالي تساعد في تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتدعم أصحاب المصلحة وتساعد المستثمرين في تحديد وإتخاذ قرارات الإستثمار.

مما سبق تتبلور مشكلة الدراسة حول قياس مدى تأثير العلاقة بين الإفصاح عن أنشطة وأداء المسؤولية الاجتماعية للشركات، باعتبارها أداة لتلبية متطلبات أصحاب المصالح بوجه عام ، وسياسة توزيع الأرباح كوسيلة لتعظيم ثروة المساهمين بشكل خاص، وذلك في ظل التوجه الحالي نحو ضرورة تحقيق التفاعل الإيجابي بين القيمة الاقتصادية والاجتماعية للشركات وتعزيز التنمية المستدامة للشركات والمجتمع، ووجهات النظر الجدلية المتعارضة بشأن اعتبار العلاقة بين الإفصاح عن أنشطة وأداء المسؤولية الاجتماعية وسياسة توزيع الأرباح تكاملية أم تبادلية حيث أنها تتنافس على ذات الموارد المالية المتاحة للشركة، ومن ثم تأثير هذه العلاقة على الأزمات التي قد تتعرض لها الشركات في أسواق رأس المال من حيث الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وخاصة في ظل ارتفاع درجات المخاطر المحيطة بالشركات والتغيرات المتلاحقة على كافة الأصعدة الاجتماعية والإقتصادية والسياسية، وبالتالي زيادة الحاجة إلى توفير الشفافية وتحقيق التوازن بين متطلبات ومصالح كافة الأطراف الداخلية والخارجية ذات العلاقة بالشركات، حيث أن اكتشاف تأثير العلاقة بين الإفصاح عن أنشطة وأداء المسؤولية الاجتماعية للشركات وسياسة توزيع الأرباح على مخاطر سوق الأوراق المالية له آثار حاسمة على المشهد الاستثماري في الأسواق الناشئة، وانعكاسات ذلك بوجه خاص على بيئة الأعمال المصرية.

ثالثاً: أهداف الدراسة:

تتلخص أهداف الدراسة في النقاط التالية:

- ١- قياس تأثير ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المدرجة في البورصة المصرية.
- ٢- توضيح العلاقة التأثيرية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وسياسة توزيع الأرباح وتداعياتها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- ٣- تقديم دليل تطبيقي حول انعكاسات قياس العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وسياسات توزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المدرجة في البورصة المصرية.

رابعاً: أهمية الدراسة :

- 1- تفاقم الأزمات المالية للشركات والصدمات التي تتعرض لها الأسواق المالية في مختلف دول العالم وخاصة الأسواق الناشئة، وبالتالي الحاجة إلى الحد من المخاطر المتعلقة بأسعار أسهم الشركات المقيدة والحفاظ على حقوق مختلف أصحاب المصالح، وبالتالي زيادة ثقة المستثمرين الحاليين والمرتقبين في الأسواق المالية.
 - 2- اختيار سياسات توزيعات الأرباح الملائمة التي تساهم في تعظيم ثروة المساهمين، وتعكس القدرة المالية للشركة وتستخدم كوسيلة لتشكيل توقعات المستثمرين حول الأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية للشركة، وأهمية تفسير العلاقة بين سياسات توزيعات الأرباح والمسؤولية الاجتماعية للشركة في تحقيق التوازن بين متطلبات أصحاب المصالح بوجه عام .
 - 3- الدور المحوري الذي تقوم به المسؤولية الاجتماعية للشركات في مواجهة الضغوط المجتمعية لتحويل دور الشركات من التركيز على تعظيم ثروة المساهمين إلى التركيز على خدمة مختلف أصحاب المصالح في المجتمع، وبالتالي تنمية الدور المجتمعي بالإضافة إلى الدور الاقتصادي للشركات.
 - 4- تفعيل دور الإفصاح عن المعلومات غير المالية وتعزيز التوجهات المتعلقة بالتنمية المستدامة متمثلة في أداء المسؤولية الاجتماعية للشركات كأحد أهم قضايا الإستدامة التي يجب التركيز عليها باعتبارها من القضايا والتحديات المعاصرة.
 - 5- ندرة الدراسات التي تناولت العلاقة التآثرية التفاعلية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وسياسة توزيع الأرباح التي تمثل أحد القرارات الإستراتيجية الهامة على مستوى الشركات وانعكاساتها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم وبالتالي على ثقة المستثمرين وأصحاب المصلحة في بيئة الأعمال المصرية.
 - 6- أهمية عدم إساءة استخدام الموارد المالية المتاحة لإدارة الشركات في مشروعات غير مجدية ذات مخاطر مرتفعة، وإنما توجيهها واستثمارها بما يخدم متطلبات أصحاب المصالح والمساهمين وأهمية ذلك فيما يتعلق بالشركات المدرجة في البورصة المصرية.
- خامساً: تحليل الأدبيات المحاسبية السابقة التي تناولت متغيرات الدراسة:**

1- دراسات تناولت العلاقة بين أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: هدفت دراسة (Cao et al., 2023) إلى فحص أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة على خطر انهيار أسعار الأسهم مع الأخذ في الاعتبار الأثر المعدل لعدم تماثل المعلومات، مع تقديم تداعيات هامة حول حوكمة الشركة والاستثمار في سياق الدول النامية، من خلال عينة مكونة من ٢٢٥ شركة مدرجة في فيتنام خلال الفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٩، وقد أوضحت الدراسة أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة يخفف خطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا يتوافق مع وجهة النظر فيما يتعلق بأن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يخفف عدم تماثل المعلومات، ولذلك يقلل احتمالية خطر انهيار سعر السهم، كما أوضحت الدراسة نظرياً أن المسؤولية الاجتماعية للشركة قد تكون ذات آثار سلبية على خطر انهيار أسعار الأسهم عند استخدامها للتلاعب وخدمة المصالح الشخصية للمديرين، وأن الدليل التجريبي في هذا الشأن مختلط حيث قد تكون مؤشر لجودة المعلومات وآلية فعالة لحوكمة الشركة بما يخدم الأسواق النامية.

كما فحصت دراسة (Su & Zhou, 2023) العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في ظل سياقات مختلفة، باستخدام عينة من الشركات المدرجة في الصين من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٩ من خلال ٩٥٣٢ مشاهدة شركة/سنة، وقد تم اكتشاف علاقة سالبة بين المسؤولية الاجتماعية للشركة وخطر الانهيار بعد السيطرة على المحددات الأخرى، كما وجدت الدراسة أن الأنشطة الداخلية للمسؤولية الاجتماعية للشركة ذات أثر معنوي في منع خطر الانهيار، بينما أثر الأنشطة الخارجية للمسؤولية الاجتماعية للشركة غير معنوي، كما وجدت الدراسة أن الأثر المثبط للمسؤولية الاجتماعية للشركة أقل وضوحاً في المؤسسات المملوكة للدولة، الشركات ذات الرقابة الداخلية الأفضل، والمناطق ذات أسواق المال الأكثر تقدماً، كما أن أثر المسؤولية الاجتماعية للشركة يختلف باختلاف خصائص الشركة وبيئات العمل.

واهتمت دراسة (Abdel Megeid, 2023) بتحديد مدى تأثير الإفصاح الاختياري عن المسؤولية الاجتماعية والإستدامة البيئية والمجتمعية وحوكمة الشركة على جودة التقارير المالية وقيمة الشركة والأسهم والتجنب الضريبي، وذلك من خلال عينة مكونة من ٤٥ شركة مالية وغير مالية مدرجة في البورصة المصرية عن الفترة من ٢٠١٦ إلى ٢٠٢٢، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية طردية بين مستوى الإفصاح الاختياري عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وجودة التقارير المالية مما ينعكس على قيمة الشركة وقيمة الأسهم، كما وجدت علاقة سلبية بين الأداء الاجتماعي والبيئي وبين التجنب الضريبي حيث تكون الشركات المسؤولة اجتماعياً أقل اتجاهًا نحو التجنب الضريبي، كما تساعد تقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات على كسب ثقة أصحاب المصلحة وتوصيل أهداف الشركة البيئية والاجتماعية وحوكمة المستثمرين، حيث يوجد قصور في القوائم المالية التقليدية التي تتضمن فقط الإفصاحات الملزمة من جانب المعايير وبالتالي تعد غير كافية لتلبية متطلبات أصحاب المصلحة من المعلومات.

أوضحت دراسة (Octaviani & Utama, 2022) أثر تحوط الشركة والأبعاد البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركة على خطر انهيار سعر السهم، وذلك من خلال عينة من شركات الطاقة الإندونيسية عن الفترة من ٢٠١٥ إلى ٢٠٢٠، وقد وجدت الدراسة أن كل من التحوط والأنشطة البيئية والاجتماعية وحوكمة لا تؤثر على خطر انهيار الأسهم، وقد يرجع ذلك إلى أن معظم شركات الطاقة في إندونيسيا التي تستخدم أدوات التحوط لا تقرر عن نسبة أو مبلغ التحوط في القوائم المالية للشركة، كما تفقد الأنشطة البيئية والاجتماعية وحوكمة فعاليتها في الدول النامية التي تتسم بحماية مستثمر وإجراءات إنفاذ تنظيمية ضعيفة.

وحاولت دراسة (Feng et al., 2022) بيان العلاقة بين الأبعاد البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركة وخطر انهيار أسعار الأسهم من خلال عينة من الشركات الصينية تتكون من ٢٤١٩٣ مشاهدة خلال الفترة من ٢٠٠٩ إلى ٢٠٢٠، وقد أوضح الباحثون في هذه الدراسة أن نظرية أصحاب المصلحة تقترح أن التصنيفات المرتفعة للأبعاد البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركة تعكس شفافية أكثر في بيئة المعلومات تؤدي إلى إخبار أقل للأخبار السيئة، وبالتالي مخاطر انهيار أسعار أسهم أقل، من ناحية أخرى، من جانب الوكالة فإن نظم تقييم الأبعاد البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركة تحفز المديرين على إخفاء الأخبار السيئة واستخدام الإشارات التي تؤدي إلى تشويش عملية الإفصاح، وبذلك تؤدي إلى مخاطر أكبر لانهايار أسعار الأسهم، وتتفق نتائج هذه الدراسة مع نظرية أصحاب المصلحة فقد توصلت إلى أن تصنيفات الأبعاد البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركة ترتبط سلبياً باحتمالية انهيار أسعار الأسهم.

كما قامت دراسة (الممر، ٢٠٢٢) بقياس تأثير الإفصاح الإلزامي عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على استجابة أسعار الأسهم للأرباح، من خلال عينة مكونة من ٣٠ شركة مساهمة تم اختيارها بطريقة حكيمية بحيث تكون الشركات مدرجة في المؤشر المصري EGX 30، حيث يتم تداول أسهم هذه الشركات في سوق الأوراق المالية المصري وذلك عن الفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠٢١ مع تسجيل ٢٤٠ مشاهدة، وقد توصلت الدراسة إلى أن زيادة مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يؤدي إلى زيادة استجابة أسعار الأسهم للإعلان عن الأرباح مقاسة على أساس معامل الأرباح المفاجئة المرتبط بعوائد الأسهم، ووجود علاقة طردية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية واستجابة أسعار الأسهم للإعلان عن الأرباح مقاسة بمعامل العوائد غير العادية.

وقد أشارت دراسة (Murata & Hamori, 2021) إلى العلاقة بين الإفصاحات البيئية والاجتماعية وحوكمة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أن حدث انهيار أسعار الأسهم يعد حدث شديد الصعوبة بالنسبة للمشاركين في السوق، لذلك إستكشف محددات انهيار أسعار الأسهم تدعم قرارات الإستثمار وإدارة الخطر، وقد تم استخدام عينة مكونة من ٦٠٠ شركة أوروبية، ٥٠٠ شركة أمريكية، و٢٢٥ شركة يابانية عام ٢٠٢٠، وتوصلت الدراسة إلى أن معاملات الإفصاحات البيئية والاجتماعية وحوكمة غير دالة إحصائياً في عينة السوق الأمريكي، على الجانب الآخر معاملات الإفصاحات البيئية والاجتماعية وحوكمة دالة إحصائياً بشكل سلبي في عينة الشركات الأوروبية واليابانية، وبالتالي اقترحت النتائج أن الإفصاحات البيئية والاجتماعية وحوكمة تخفض مخاطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم.

وتناولت دراسة (Bilal et al., 2021) العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركة والقابلية لتحقيق انهيارات في سوق الأسهم، وكيف أن هذه العلاقة يتم معادلتها من خلال آليات حوكمة الشركة، وذلك بفحص عينة مكونة من ٥٨ شركة في باكستان عن الفترة من ٢٠٠٩ إلى ٢٠١٨، وتوصلت الدراسة إلى أن خطر انهيار أسعار الأسهم يرتبط سلبياً ومعنوياً بالمسؤولية الاجتماعية للشركة، كما أن آليات الحوكمة المتمثلة في

حجم المجلس، نسبة المديرين المستقلين، تركيز الملكية، ونسبة المديرين التنفيذيين، ذات تأثير معدل كبير على خطر انهيار أسعار الأسهم.

كما فحصت دراسة (Hunjra et al., 2020) أثر المسؤولية الاجتماعية للشركة وحوكمة الشركة على خطر انهيار أسعار الأسهم في القطاع الصناعي في الهند وباكستان، من خلال عينة مكونة من 353 شركة صناعية عن الفترة من 2010 حتى 2018، وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تدخل في أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركة ينخفض لديها خطر انهيار أسعار الأسهم، كما أن الملكية الإدارية ذات أثر معنوي إيجابي على خطر انهيار أسعار الأسهم، بينما حجم المجلس وإزدواجية منصب المدير التنفيذي ذات أثر معنوي سلبي على خطر انهيار أسعار الأسهم.

٢- دراسات تناولت العلاقة بين توزيعات الأرباح ومخاطر انهيار أسعار الأسهم:

هدفت دراسة (Syed et al., 2023) إلى استكشاف العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتذبذب أسعار الأسهم من خلال بيانات 250 شركة من دول مجلس التعاون الخليجي ما بين 2006 و 2020، وقد تم التوصل إلى وجود علاقة معنوية سالبة بين سداد توزيعات الأرباح وتذبذب أسعار الأسهم، وأيضاً علاقة معنوية سالبة بين تذبذب أسعار الأسهم والأسهم العادية، بينما وجود علاقة معنوية موجبة بين نمو الأصول وتذبذب أسعار الأسهم، كما أوضحت الدراسة أن التساؤل حول زيادة توزيعات الأرباح أو الحفاظ عليها بنفس المستوى الحالي هو تساؤل غاية في الأهمية لإدارة الشركات قبل اتخاذ قرارات الإستثمار، كما أن المستثمرين ينظرون للإعلان عن توزيعات الأرباح كمؤشر للأفاق المستقبلية للشركة، توزيعات الأرباح المستقرة أو المتقلبة قد تكون من المعلومات ذات الأهمية للمستثمرين الذين يغيرون في النهاية سعر السهم لأية شركة، إن النتائج النهائية لهذه الدراسة توضح أنه كلما زادت توزيعات أرباح الشركة كلما انخفض تذبذب سعر السهم، وتعد توزيعات الأرباح المحدد الرئيسي لتذبذب سعر السهم، كما أنه كلما زادت الأسهم العادية لأي شركة كلما انخفض تذبذب سعر السهم.

كما فحصت دراسة (Yang et al., 2023) أثر إصلاحات الضريبة على توزيعات الأرباح للمستثمرين الأفراد على خطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال عينة مكونة من 5053 مشاهدة في الصين عن الفترة من 2011 إلى 2014، وقد توصلت الدراسة إلى وجود دليل قوي حول أن تخفيض ضريبة توزيعات الأرباح للمستثمرين الأفراد يؤدي إلى تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال تعزيز الدور الإشرافي للمستثمرين وتخفيض سلوك بيع الأسهم من جانب التنفيذيين.

وكان الدافع وراء دراسة (Ling et al., 2022) هو الفجوة البحثية فيما يتعلق بمدفوعات توزيعات الأرباح في الصين حيث تم فحص أثر زيادة توزيعات الأرباح على الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم، من خلال عينة مكونة من 2662 شركة صينية مع 15416 مشاهدة خلال الفترة من 2009 إلى 2018، وقد توصلت النتائج إلى أن زيادة توزيعات الأرباح ترتبط إيجابياً باحتمال حدوث انهيار مستقبلي لأسعار الأسهم، كما أوضحت الدراسة أن جودة حوكمة الشركة وتغطية المحللين الماليين تخفف أثر توزيعات الأرباح الزائدة على خطر انهيار الأسهم، كما أن الاستمرار في زيادة توزيعات الأرباح مع وجود شركات مملوكة للدولة لها أثر قوي على خطر انهيار أسعار الأسهم.

هدفت دراسة (Vu et al., 2022) إلى تحديد أثر سياسة توزيع الأرباح على تذبذب أسعار أسهم الشركات الفيتنامية، حيث أن فهم هذه القضية يساعد الشركات على اختيار سياسة توزيع الأرباح الملائمة، وفي نفس الوقت تساعد المستثمرين على اتخاذ قرار الإستثمار الأفضل، وقد تم تجميع بيانات الدراسة باستخدام عينة من 100 شركة من مختلف الصناعات ما عدا الشركات المالية وذلك عن الفترة من 2015 إلى 2020، وقد توصلت الدراسة إلى أن سياسة توزيعات الأرباح ليس لها تأثير على تذبذب أسعار الأسهم.

وقامت دراسة (Chatterjee & Tiwari, 2022) بتحليل رد فعل أسعار الأسهم تجاه الإعلان عن تخفيض توزيعات الأرباح في سوق الأسهم الهندية والسيطرة على عمليات إعادة شراء الأسهم، تألفت العينة من 500 شركة مدرجة وتغطي الفترة الزمنية من عام 2009 إلى 2019، وتوصلت النتائج إلى أن الإعلان عن تخفيض توزيعات الأرباح يؤثر سلباً على العوائد غير الطبيعية، وتلجأ الشركات التي تعاني من رد فعل سلبي أقوى على أسعار الأسهم بعد الإعلان عن تخفيض توزيعات الأرباح إلى إعادة شراء الأسهم في نفس العام لتعزيز أسعار الأسهم، كما يؤدي الإعلان عن تخفيض توزيعات الأرباح المرحلية إلى ردود فعل سلبية على أسعار الأسهم أكثر من الإعلان عن تخفيض توزيعات الأرباح النهائية، وتميل الشركات التي تعاني من

مستويات منخفضة من أرباح العام السابق والشركات الأصغر حجماً والشركات ذات القيمة المبالغ فيها إلى تخفيض توزيعات الأرباح في الفترات المرحلية بدلاً من تأجيل التخفيض إلى نهاية العام. حددت دراسة (Pelcher & Bolton, 2021) العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح في الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم المدرجة وتذبذب اسعار الأسهم خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٥، حيث تعد أسعار الأسهم وتوزيعات الأرباح عوامل هامة في خلق وزيادة ثروة حملة الأسهم خاصة بالنسبة للشركات صغيرة ومتوسطة الحجم التي تعتمد على دعم المستثمرين وخاصة في الإقتصاديات النامية، وقد أظهرت النتائج أن سياسة توزيع الأرباح ذات علاقة معنوية بتذبذب أسعار الأسهم، إلا أن كمية التوزيعات غير معنوية، حيث أن مستثمري الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم أكثر اهتماماً بتوزيع الأرباح من مقدار التوزيعات، كما أوضحت الدراسة أن الشركات تستطيع تخفيض تذبذب أسعار الأسهم من خلال تغيير سياسة توزيع الأرباح، كما ألفت الضوء على دور توزيعات الأرباح في تشجيع دعم المستثمر وتعزيز الوصول لمصادر التمويل لهذه الشركات من خلال إدراج أسهمها في أسواق المال.

وقامت دراسة (Chaoqun & Yonggang, 2020) بفحص العلاقة بين مستوى عائد توزيعات أرباح الشركة، عدم استقرار عائد التوزيعات وخطر انهيار أسعار الأسهم في الصين عن الفترة من ١٩٩٩ إلى ٢٠١٧، وقد وجدت الدراسة أن توزيع أرباح نقدية ومعدل عائد التوزيعات المرتفع يؤدي إلى تخفيض خطر انهيار أسعار أسهم الشركة من خلال التأثير على تفضيلات المستثمرين المؤسسين باعتبارهم قنوات مؤثرة ذات وساطة إيجابية وسلبية في العلاقة بين معدل عائد توزيعات الأرباح وانهيار أسعار الأسهم، كما أن عدم استقرار عائد التوزيعات يزيد حدة خطر انهيار الأسهم، هذه النتائج تساعد إدارة الشركات المدرجة في اختيار سياسات توزيع أرباح منطقية وتزود بدليل تجريبي إرشادي لتوزيعات الأرباح.

هدفت دراسة (Nam & Jeon, 2020) إلى فحص ما إذا كان انهيار أسعار الأسهم يؤثر على سياسة توزيع الأرباح، تم قياس سياسة التوزيعات من خلال مبالغ التوزيعات المدفوعة مقارنة بحجم الشركة، وتم تحليل ما إذا كانت الشركات التي تواجه انهيار أسعار الأسهم لديها دوافع قوية لتخفيض تكاليف الوكالة بين الإدارة والمستثمرين الخارجيين وتحويل معلومات للسوق حول الربحية المستقبلية للشركة، وما إذا كانت هذه العلاقات تختلف اعتماداً على مستوى مشاكل الوكالة، وذلك من خلال عينة مكونة من ٧٧٣٦ مشاهدة لشركات كورية خلال الفترة من ٢٠٠١ إلى ٢٠١٦، وقد أشارت النتائج إلى أن الشركات التي تواجه انهيار أسعار الأسهم ذات احتمالية أكبر لدفع توزيعات أرباح لتخفيض تكاليف الوكالة وتقديم معلومات إضافية للمستثمرين الخارجيين، وهذه العلاقة تتضح أكثر مع ارتفاع تكاليف الوكالة، كما تزداد قيمة الشركة مع دفع توزيعات الأرباح.

٣- دراسات تناولت العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتوزيعات الأرباح:

وجدت دراسة (Fonseka & Richardson, 2023) من خلال فحص ١٤٠٦٥ مشاهدة شركة/سنة في الصين خلال الفترة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٦ أن الإفصاح الإلزامي عن المسؤولية الاجتماعية للشركة ذو أثر إيجابي على كل من ميل الشركات لدفع توزيعات أرباح نقدية، مقدار الأرباح الموزعة، والقرارات حول توزيعات الأرباح النقدية "تخفيض التوزيعات"، بينما أداء المسؤولية الاجتماعية للشركة ذو أثر سلبي على المتغيرات السابقة، كما توصلت الدراسة إلى أن المستثمرون يستفيدون من الإستثمار في الشركات المسؤولة اجتماعياً، وهي الشركات التي تقوم بإدارتها بالمشاركة في أنشطة المسؤولية الاجتماعية وتقوم بالإفصاح عنها لتعظيم ثروة المساهمين.

كما قامت دراسة (De villiers et al., 2023) بفحص العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة وتوزيعات الأرباح وقيمة الشركة، باستخدام عينة من ٣٢٦ شركة أوروبية تغطي ١٦٤١ مشاهدة عن الفترة من ٢٠٠٧ إلى ٢٠١٣، وتم قياس إفصاحات المسؤولية الاجتماعية للشركة على مستوى إفصاح مبادرة التقرير العالمية GRI، والتي تم تجزئتها إلى جزأين إفصاحات غير متوقعة وأخرى متوقعة، وقد تم التوصل إلى ثلاثة نتائج رئيسية، أولاً، الشركات ذات مستويات الإفصاح غير المتوقعة المرتفعة تدفع توزيعات أرباح أعلى، ثانياً، الجزء غير المتوقع فقط في إفصاحات المسؤولية الاجتماعية للشركة يرتبط إيجابياً بأسعار الأسهم، ثالثاً، هذه العلاقة الموجبة تتم بوساطة كاملة من توزيعات الأرباح.

فحصت دراسة (Lakhal et al., 2023) العلاقة بين توزيعات الأرباح والمسؤولية الاجتماعية للشركة وأثر الروابط مع المساهمين ورقابة مجلس الإدارة على هذه العلاقة، وذلك من خلال عينة مكونة من ٣٤٤٥٦ مشاهدة عبر ٦٠ دولة عن الفترة من ٢٠٠٣ إلى ٢٠١٩، وقد توصلت الدراسة إلى أن

توزيعات الأرباح ترتبط إيجابياً بتسعة أبعاد للركائز البيئية والاجتماعية والحوكمة، بينما نمو توزيعات الأرباح يرتبط سلباً بهذه الأبعاد، كما أن العلاقة مع المساهمين تعادل سلباً العلاقة بين توزيعات الأرباح والأبعاد البيئية والاجتماعية والحوكمة، بينما رقابة المجلس ذات أثر معدل إيجابي على هذه العلاقة، ويلعب المجلس دور رقابي جيد في حل تعارض المصالح بين المساهمين وأصحاب المصلحة، كما أنه في ظل الإجراءات التنظيمية الضعيفة للسوق فإن العلاقة المباشرة بين توزيعات الأرباح والمسؤولية الاجتماعية للشركة والآثار المعدلة تكون موجبة وأكثر قوة.

وتناولت دراسة (Elili, 2022) العلاقة بين الإفصاح عن الأبعاد البيئية والاجتماعية والحوكمة وسياسة توزيع الأرباح من خلال دور حوكمة الشركة، وتكونت العينة من ٣٠ شركة من مختلف الصناعات في الإمارات العربية المتحدة خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠٢٠، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح عن الأبعاد البيئية والاجتماعية والحوكمة وتوزيعات الأرباح، وأن استقلال مجلس الإدارة وسيط في هذه العلاقة، بينما الملكية المؤسسية والأجنبية تلعب دور سلبي وإيجابي وسيط على التوالي بين الإفصاح عن الأبعاد البيئية والاجتماعية والحوكمة وتوزيعات الأرباح، وتساعد النتائج الجهات التنظيمية المالية في دمج المعلومات البيئية والاجتماعية والحوكمة في تقارير الشركة، وتطبيق آليات حوكمة فعالة لتقديم معلومات دقيقة للمساهمين وإدارة استثماراتهم بكفاءة.

قامت دراسة (Seth & Mahenthiran, 2022) بفحص ١١٥ شركة هندية مدرجة خلال الفترة من ٢٠٠٩ إلى ٢٠١٢، لتحديد العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والإفصاح الاختياري عن المسؤولية الاجتماعية للشركة كوسائل لإحداث التوازن بين مختلف أصحاب المصالح، وقد توصلت الدراسة إلى أن كلاً من الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة وتوزيعات الأرباح هي أدوات متكاملة لإدارة العلاقات مع أصحاب المصالح، حيث تستخدمهما الإدارة للإشارة إلى الأداء المستقبلي المستدام للشركة، كما أن العلاقة التكاملية بين توزيعات الأرباح والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة تكون ذات أهمية بشكل أكبر للمستثمرين المؤسسين.

كما هدفت دراسة (Sheikh et al., 2022) إلى فحص ما إذا كانت المسؤولية الاجتماعية للشركة تؤثر على سياسة توزيع الأرباح من حيث الميل لإجراء توزيعات نقدية ومعدل هذه التوزيعات، والدور الذي تلعبه الملكية العائلية في هذا الشأن في الأسواق الناشئة، وقد استخدمت الدراسة عينة من ١٤٨٠ مشاهدة في باكستان خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٦، وجدت الدراسة أن زيادة أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركة تؤدي إلى زيادة احتمالات إجراء توزيعات نقدية ولكنها تخفض مقدار هذه التوزيعات، من ناحية أخرى، في الشركات العائلية يؤدي زيادة أنشطة المسؤولية الاجتماعية إلى تخفيض احتمالات إجراء توزيعات نقدية بينما يؤدي إلى زيادة مقدار هذه التوزيعات، كما أن المقايضة بين أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات وسياسة توزيع الأرباح تحتاج إلى المزيد من الاهتمام من جانب المستثمرين، أقلية المساهمين، وواضعي السياسات خاصة أن السلوك الانتهازي المحتمل في الشركات العائلية يحتاج إلى مبادرات تنظيمية لتقوية آليات حماية متطلبات أصحاب المصالح الآخرين.

وتناولت دراسة (Saeed & Zamir, 2021) فحص العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة وقرارات توزيع الأرباح في سياق الأسواق الناشئة، وذلك باستخدام عينة من الشركات المدرجة في الهند، الصين، إندونيسيا، باكستان، ماليزيا، كوريا، وتركيا، وكان حجم العينة ٧٢١ شركة خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٨، وقد أظهرت النتائج أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة يؤدي إلى أثر سلبي على توزيعات أرباح الشركة، ويكون هذا الأثر أكثر وضوحاً في الشركات التي لديها ملكية مؤسسية، كما تم تدعيم النتائج التي تم التوصل إليها من خلال عدد من إختبارات الحساسية تتضمن حجم العينة، بدائل توزيعات الأرباح، والأساليب التقييمية المستخدمة.

كما قامت دراسة (مليجي، ٢٠٢٠) بتحليل أثر مراحل دورة حياة الشركة والمسؤولية الاجتماعية وجودة المستحقات على سياسة توزيعات الأرباح، وذلك من خلال عينة مكونة من ٨٦ شركة مساهمة مدرجة في البورصة المصرية بالمؤشر المصري EGX 100 عن الفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٨، وأشارت نتائج الدراسة إلى ارتباط توزيعات الأرباح بعلاقة موجبة ومعنوية بمرحلة النضج في دورة حياة الشركة، بينما ترتبط بعلاقة سالبة بمرحلتي النمو والتدهور، كما توجد علاقة ارتباط موجبة ومعنوية بين توزيعات الأرباح وكلاً من المسؤولية الاجتماعية وجودة المستحقات، مما يدعم ضرورة الاهتمام بأنشطة المسؤولية الاجتماعية وإدراجها ضمن استراتيجية أعمال الشركات.

واستنتجت دراسة (Ni & Zhang, 2019) العلاقة السببية بين الإفصاح الإلزامي عن المسؤولية الاجتماعية للشركة وتوزيعات الأرباح في سوق المال الصيني من خلال عينة مكونة من ٨٢٢٨ مشاهدة شركة/سنة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١١، وقد أشارت النتائج إلى أن القواعد التنظيمية الإلزامية التي تهدف إلى تحسين كفاءة تدفق المعلومات بين المساهمين وأصحاب المصلحة قد تخفض عائد المساهمين من الشركة، كما أن الإفصاح الإلزامي عن المسؤولية الاجتماعية للشركة يقلل توزيعات أرباح الشركات بشكل كبير، وأشار التحليل الإضافي إلى أن العلاقة السالبة تكون أكثر وضوحاً في الشركات ذات آليات الحوكمة الضعيفة حيث يفتقد المساهمون الأدوات الفعالة للحماية من ضغوط أصحاب المصلحة، والتحول في القوة تجاه أصحاب المصلحة أكثر احتمالاً للحدوث، وبالتالي قدمت هذه الدراسة قناعة خاصة يمكن من خلالها أن يصبح الإفصاح الإلزامي عن المسؤولية الاجتماعية للشركة ذو فائدة لأصحاب المصالح على حساب المساهمين .

وتعقيباً على الدراسات والأدبيات السابقة يتضح للباحثة ما يلي:

- ١- فيما يتعلق بأثر أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات والإفصاح عنها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، إتفقت معظم الدراسات على وجود علاقة سالبة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك في سياق العديد من الدول ذات أسواق المال الناشئة مثل الصين، الهند، باكستان، تايبان، وكوريا، إلا أن دراسة (Cao et al., 2023) وجدت نظرياً أن المسؤولية الاجتماعية للشركات قد يكون لها آثار سلبية على خطر انهيار أسعار الأسهم وأن الدليل التجريبي في هذا الشأن مختلط، كما وجدت دراستي (Octaviani & Utama, 2022) و (Murata & Hamori, 2021) أن الإفصاح عن الأنشطة البيئية والاجتماعية والحوكمة لا تؤثر على خطر انهيار أسعار الأسهم وغير دالة إحصائياً وخاصة في الشركات الأمريكية.
- ٢- بالنسبة للدراسات التي تناولت العلاقة بين توزيعات الأرباح ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، توصلت دراسة (Nam & Jeon, 2020) إلى أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر بشكل إيجابي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ووجدت دراسة (Ling et al., 2022) أن زيادة التوزيعات تؤدي إلى زيادة احتمال حدوث انهيار مستقبلي لأسعار الأسهم، وأوضحت دراسة (Chatterjee & Tiwari, 2022) أن تخفيض توزيعات الأرباح يؤدي إلى ردود فعل سلبية على أسعار الأسهم، وتوصلت دراسة (Chaoqun & Yonggang, 2020) إلى أن عدم استقرار عائد التوزيعات يزيد حدة خطر انهيار أسعار الأسهم، كما تناولت دراسة (Yang et al., 2023) أثر ضريبة توزيعات الأرباح على خطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أن هناك بعض الدراسات تناولت أثر توزيعات الأرباح على تذبذب أسعار الأسهم كأحد جوانب الخطر التي تتعرض لها الأسواق المالية.
- ٣- أما الدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وتوزيعات الأرباح، فقد توصلت معظم الدراسات إلى وجود علاقة إيجابية بين المتغيرين، ما عدا دراسة كل من (Sheikh et al., 2022)، (Saeed & Zamir, 2021)، (Ni & Zhang, 2019) التي توصلت إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وخاصة الإفصاح الإلزامي يؤدي إلى تخفيض توزيعات الأرباح.
- ٤- يتضح للباحثة أن العلاقات بين متغيرات الدراسة الحالية وفقاً للدراسات السابقة ترتبط بوجهة نظر المستثمرين الحاليين والمرتقبين وأصحاب المصالح تجاه الشركات، على سبيل المثال العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وتوزيعات الأرباح من حيث كونها تكاملية أم تبادلية، كما أن محددات سياسة توزيع الأرباح والتغييرات التي تطرأ عليها والتي تتم وفقاً لقرارات الإدارة تتأثر بتوجهات المساهمين بشأن تفضيل توزيع أرباح أم إحتجازها لإستثمارها في مشروعات تدر عوائد مستقبلية أكبر وبالتالي اختلاف الأثر على المخاطر التي تتعرض لها أسعار أسهم الشركات .
- ٥- ترى الباحثة أن الفجوة البحثية تنتج من أن العلاقات بين متغيرات الدراسة الحالية من حيث الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وتوزيعات الأرباح ومخاطر انهيار أسعار الأسهم تتسم بالجدلية ودلائل تطبيقية مختلطة تم التوصل إليها في الدراسات السابقة، كما أنه لا يوجد دراسة تناولت أثر العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وسياسات توزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم بشكل متكامل خاصة بالتطبيق على الشركات المدرجة في البورصة المصرية، وهذا ما حدا بالباحثة إلى كتابة موضوع الدراسة الحالية كمنطلق لتحقيق أهداف الدراسة واستكمالاً للدراسات السابقة

على المستوى العلمي والتطبيقي للكشف عن العلاقات التفاعلية بين متغيرات الدراسة وأثرها على ثقة المستثمرين وكافة أصحاب المصالح في الأسواق المالية في إطار بيئة الأعمال المصرية.

سادساً: فروض الدراسة:

من خلال عرض الأدبيات والدراسات السابقة المرتبطة بمتغيرات الدراسة يمكن اشتقاق فروض الدراسة كما يلي:

- 1- لا يوجد تأثير معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الحد من خطر انهيار سعر السهم.
- 2- لا يوجد تأثير معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على توزيعات الأرباح.
- 3- لا يوجد تأثير معنوي للعلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتوزيعات الأرباح على الحد من خطر انهيار سعر السهم.

سابعاً: منهج الدراسة:

لتحقيق أهداف الدراسة واختبار الفروض اعتمدت الباحثة على المنهج الاستقرائي الاستنباطي المختلط، من خلال ملاحظة الظاهرة محل الدراسة وتحليل أبعاد المتغيرات المتمثلة في الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وتوزيعات الأرباح ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، والعلاقات بين هذه المتغيرات من خلال الدراسات والأدبيات السابقة، ومن ثم تكوين الإطار النظري واستخلاص فروض الدراسة بعد الوصول إلى الفجوة البحثية، وتحديد منهجية الدراسة التطبيقية من حيث نوع البيانات المطلوبة وتجميع هذه البيانات بشكل منهجي فيما يتعلق بالشركات المدرجة في البورصة المصرية، وإجراء الاختبارات الإحصائية المناسبة واستخلاص النتائج التي يمكن تعميمها من خلال الدليل التطبيقي.

ثامناً: تقسيمات الدراسة :-

وانطلاقاً مما سبق تم تقسيم الدراسة إلى المحددات التالية:-
المحدد الأول: مخاطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات.
المحدد الثاني: الدور التآثري للعلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة وسياسات توزيعات الأرباح على انهيار أسعار الأسهم.
المحدد الثالث: دراسة تطبيقية لقياس انعكاسات العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة وتوزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المدرجة في البورصة المصرية.

المحدد الرابع: النتائج والتوصيات والدراسات المستقبلية.

المحدد الأول: مخاطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات:

1- الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات – الطبيعة والتأثيرات:
أصبح التأثير السلبي للتغيرات البيئية والمجتمعية أكثر وضوحاً في الآونة الأخيرة ومن ثم تم تسليط الضوء على الاعتبارات الأخلاقية بشكل أكبر، ومن الواضح أن الشركات تطبق ممارسات المسؤولية الاجتماعية في عملياتها بسبب الضغوط المجتمعية، بالإضافة إلى ذلك، فقد غيرت الشركات أنشطتها التجارية لدمج الإفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات، وقد لوحظ أن الشركات ذات المشاركة المرتفعة في أنشطة المسؤولية الاجتماعية تميل إلى أن يكون لديها سياسة أرباح أكثر استقراراً بالرغم من أن أنشطة المسؤولية الاجتماعية تستهلك موارد الشركات، وفي الوقت نفسه، تشير إلى القوة المالية للشركة للمساهمين الحاليين والمحتملين. (Naseem et al., 2023)

كما يعد الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات مصدرًا أساسيًا للمعلومات غير المالية، ويظل تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، وخاصة الإفصاح الإلزامي على بيئة معلومات سوق رأس المال موضوعاً مثيراً للجدل، حيث يشير مؤيدو سياسة الإفصاح الإلزامي إلى أن مثل هذا السلوك يمكن أن يدفع الشركات إلى مراعاة متطلبات أصحاب المصلحة والقيمة طويلة المدى، وهو أمر ضروري لتحقيق مشاركة أصحاب المصلحة ومساءلة الشركات. (Waheed & Zhang, 2020)
ويوجد جانبان مترابطان لاستدامة الأعمال، وهما أداء الاستدامة والإفصاح، وقد أصبح أصحاب المصلحة في السنوات الأخيرة يهتمون بشكل متزايد بفهم التأثير الإجمالي للشركة على كل من الأداء المالي

النهائي وكذلك على استدامة الأعمال حيث يتم الإفصاح عن تحقيق الأداء المالي والاقتصادي في خلق قيمة للمساهمين من خلال التقارير المالية التقليدية والتي تخضع للمعايير المحاسبية، إلا أن الإفصاح عن معلومات الاستدامة لم يتم وضع معايير تنظيمية له على المستوى الدولي بالقدر الكافي، على الرغم من أهمية الإفصاح الإضافي عن عوامل أداء الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة في التقليل من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين وبالتالي تخفيض عدم التأكد بشأن قيمة الشركة (Ng & Rezaee, 2015; Rezaee, 2016).

وقد ساهمت أوجه القصور في تقارير المسؤولية الاجتماعية التقليدية للشركات في ظهور التقارير المتكاملة (Stubbs & Higgins, 2015)، والتي تهدف إلى تقديم إفصاحات تتعلق بأنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات بطريقة متكاملة من خلال التأكيد على الترابط بين أنواع مختلفة من المعلومات، ويوفر إطار منهج التقارير المتكاملة أسلوب للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات أكثر موضوعية، دون استخدامها كأدوات لإدارة الانطباع ولكنها توفر قدرًا أكبر من الشفافية والمساءلة لأصحاب المصلحة، ولا شك أن التقارير المتكاملة تمثل تطورًا في إعداد تقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات (Minutiello & Tettamanzi, 2022; Omran et al., 2021; Salvi et al., 2020).

إن الاهتمام بالعلاقات مع أصحاب المصلحة أصبح مسألة بالغة الأهمية، وعلى وجه التحديد، عادةً ما يكون تطوير إستراتيجية ملائمة للإفصاح والتقرير عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيلة هامة للتواصل مع أصحاب المصلحة وشرطاً أساسياً لتلبية احتياجاتهم ومطالبهم بشكل مرضي (García Sanchez et al., 2021; Singh et al., 2021; Vizcaíno-Gonzalez et al., 2019).

ولقد أصبح الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات واسع الانتشار بشكل متزايد من منظور عدد أكبر من الشركات التي تتعامل مع نماذج دولية معينة لإعداد التقارير مثل مبادرة إعداد التقارير العالمية GRI، وإعداد التقارير المتكاملة IR، وإعداد تقارير أهداف التنمية المستدامة، ومجلس معايير محاسبة الاستدامة، إلا أن ممارسات إعداد تقارير المسؤولية الاجتماعية في العديد من البلدان النامية والاقتصاديات الناشئة لا تستند إلى أي نموذج محدد، ومن ثم، في حين يبدو أن هناك علامات واضحة على إضفاء الطابع المؤسسي على التقرير عن المسؤولية الاجتماعية للشركات في البلدان النامية والاقتصاديات الناشئة، فإن الممارسات الفعلية في هذا المجال شكلاً ومضموناً تظل انتقائية للغاية من حيث النطاق والجودة (Soobaroyen et al., 2023).

وكجزء من مراجعة لجنة الأوراق المالية والبورصة، التي تحدد متطلبات إعداد التقارير للشركات المدرجة في البورصة، اقترح العديد من المستثمرين الإفصاح الإلزامي عن معلومات الاستدامة في شكل بيانات بيئية واجتماعية وإدارية، إلا أن ذلك يتوقف على جمع الأدلة المتعلقة بإفصاحات الاستدامة التي تعتبر ذات أهمية مالية، ولتوضيح هذه المشكلة، ومن خلال عينة من الشركات الأمريكية تضم ١٢٩١ شركة، من عام ٢٠٠٧ إلى عام ٢٠١٥، وبفحص معايير الأهمية النسبية التي وضعها مجلس معايير محاسبة الاستدامة SASB، إن الشركات التي تكشف طوعاً عن المزيد من معلومات الاستدامة التي حددتها SASB تظهر قدرًا أكبر من المعلومات عن أسعار الأسهم، وتكون النتائج أقوى للشركات ذات التعرض العالي لقضايا الاستدامة، وتصنيفات الاستدامة الضعيفة، وزيادة ملكية صناديق الاستثمار المؤسسية والمسئولة اجتماعياً (Grewal et al., 2021).

كما تعد الشفافية شرطاً أساسياً لإعداد تقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات (Pinnuck et al., 2021) ولكن من ناحية أخرى، يعد التقرير عن المسؤولية الاجتماعية للشركات في حد ذاته وسيلة لتحقيق الشفافية ومصدرًا للميزة التنافسية (Baboukardos, 2017)، كما توجد علاقة إيجابية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وقيمة الشركة (Buchanan et al., 2018; Chen et al., 2018)، ويمكن استخدام المشاركة في أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات كآلية لتحقيق تواصل أفضل مع أصحاب المصلحة، وبالتالي تقليل تضارب المصالح بين المديرين ومختلف أصحاب المصلحة من غير المستثمرين (Baboukardos, 2017; Mohamed et al., 2019)، ويمكن استخدام الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات كآلية تخفيفية لإضعاف العلاقة السلبية بين اللاعبين في الأرباح والقيمة السوقية، حيث كشفت دراسة (Garanina, 2023) من خلال فحص ٢٢٣ شركة روسية مدرجة في البورصة للفترة من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٨، أن الشركات التي تفصح عن المزيد من المعلومات المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية تواجه علاقة سلبية أضعف بين إدارة الأرباح والقيمة السوقية للشركة لأن المستثمرين وأصحاب المصلحة الآخرين يقيمون بشكل إيجابي مشاركة الشركات في أنشطة المسؤولية الاجتماعية.

وترى الباحثة أن المسؤولية الاجتماعية للشركات أصبحت موضوعاً هاماً في بيئة الأعمال المعاصرة، وقد لوحظ أن زيادة الوعي بالأنشطة الاجتماعية قد وضعت المزيد من الضغوط على الشركات لتوصيل والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بهذه الأنشطة والاستجابة للعديد من المتطلبات التي يفرضها أصحاب المصلحة، وبالتالي يوجد ضرورة لدمج منظور المسؤولية الاجتماعية للشركات في تخطيط العمليات الأساسية للشركة بحيث يتم إدارة الشركة من خلال مراعاة مجموعة واسعة من أصحاب المصلحة لتحسين القيمة على المدى القصير والطويل، ولتحقيق ذلك لابد من توفير معلومات حول تأثير أنشطة الشركات على القضايا الاقتصادية والاجتماعية والبيئية والحوكمة، مما يسمح للشركة بمشاركة القيم والإجراءات والممارسات المتعلقة بالتنمية المستدامة مع أصحاب المصلحة، إلا أن الإفصاح المتعلق بالمعلومات الاجتماعية لا يسترشد بعد بمجموعة من المعايير المحاسبية التي تحدد متطلبات الإفصاح، وهنا يأتي دور الجهات التنظيمية والكيانات المهنية في مساعدة الشركات على تحديد وإدارة الإفصاح عن موضوعات الاستدامة التي تهم المستثمرين وغيرهم من أصحاب المصلحة، وتعمل على تحسين ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات، وذلك من خلال معايير تحكم إعداد تقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات وتقارير الاستدامة بوجه عام وتكون الأكثر قبولاً واستخداماً ومعترفاً بها على النطاق الدولي.

٢- تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم:

إن مخاطر انهيار أسعار الأسهم هي ظاهرة ينخفض فيها سعر السهم في سوق رأس المال فجأة وبشكل كبير خلال فترة زمنية قصيرة (Callen & Fang, 2017)، وقد توصلت دراستي (Li et al., 2017; Olofsson et al., 2021) إلى أن الشركات التي تحقق أداء أفضل فيما يتعلق بالمسؤولية البيئية والاجتماعية في مواجهة عدم التأكد وظروف السوق، تكون هذه الشركات أكثر مقاومة للتقلبات ولديها مخاطر أقل لانهايار أسعار الأسهم، كما توصلت دراسة (Yu et al., 2023) من خلال فحص ٢٣٦٨ شركة من ٢٠١١ إلى ٢٠٢١، أن المعلومات البيئية والاجتماعية والحوكمة عالية الجودة مكمل للمعلومات المالية، وتزيد من شفافية المعلومات، وتعزز الحوكمة الخارجية، وهناك علاقة سلبية ذات مغزى بين المعلومات البيئية والاجتماعية والحوكمة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وقد فحصت دراسة (Guo et al., 2022) من خلال عينة تتضمن ٥١٣٠ مشاهدة على مدار الفترة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١١ ما إذا كان الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات يؤثر على معلوماتية أسعار الأسهم في الصين وذلك بعد تطبيق القواعد التنظيمية الإلزامية للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، وقد توصلت إلى زيادة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين والمديرين بشكل كبير، وانخفاض مؤشر الأداء الاجتماعي للشركات بشكل كبير، إلا أن آليات حوكمة الشركات تخفف من العلاقة السلبية بين الإفصاح الإلزامي ومؤشر الأداء الاجتماعي. وبينما وجدت دراسة (Grewal et al., 2021) من خلال التحقيق في العلاقة بين مؤشر الأداء الاجتماعي وأداء الاستدامة وعوامل الإفصاح، أن الشركات التي تفصح طوعاً عن إفصاحات مادية تتعلق بالجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة تظهر ارتفاعاً ملحوظاً في مؤشر الأداء الاجتماعي.

كما وجدت دراسة (Ng & Rezaee, 2020) من خلال ٦٦٣٢ مشاهدة على مدار العام عن الفترة من ٢٠٠٥ إلى ٢٠١٥ أن الارتباط بين عوامل أداء الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة ومؤشر الأداء الاجتماعي يكون أقوى عندما يكون الأداء الاقتصادي أضعف، مما يشير إلى أن المستثمرين يتجهون إلى إعطاء المزيد من الإهتمام لعوامل الأداء البيئية والاجتماعية والحوكمة عندما يكون أداء الشركات ضعيفاً من الناحية المالية، كما توضح هذه الدراسة أن المستثمرين يهتمون بكل من الأداء الاقتصادي للشركات من حيث ربحية الشركة وأفاق النمو، وأيضاً أداء الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة والإفصاح عنها.

ويرى كلاً من (Schiller, 2018; Chen et al., 2021) أن المستثمرين قد يدمجون المخاوف المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية للشركات في سلسلة التوريد أيضاً، نظراً للإتجاه المتزايد لتكامل المسؤولية الاجتماعية للشركات بين الموردين والعملاء، وتظهر الأدلة الحديثة أن مثل هذا النهج أصبح على نحو متزايد ممارسة تجارية شائعة حيث يكون لدى شركات العملاء حوافز قوية للتأثير على أداء المسؤولية الاجتماعية للشركات الخاصة بالموردين، بسبب التعرض المحتمل للمخاطر القانونية ومخاطر السمعة والاضطرابات المحتملة في سلسلة التوريد، ويمكن للعملاء تقليل مصادر المخاطر المحتملة هذه من خلال الترويج لسلوك مثل الممارسات المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية للشركات لدى الموردين، وبالتالي تخفيف الضغط على أسعار الأسهم وتقليل احتمال انهيار أسعار الأسهم.

كما أن تصنيفات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي لها تأثير كبير على مخاطر انهيار الأسهم، حيث تواجه الأسهم ذات معايير الأداء البيئية والاجتماعية والحوكمة المنخفضة مخاطر انهيار أكثر شدة، ويتم تعزيز محتوى هذه المخاطر في أوقات التعرض لضغوط السوق (Broadstock et al., 2021; Wang et al., 2023) من خلال تصنيف إجمالي ٤٠٤٤ سهمًا من يناير ٢٠١٥ حتى أكتوبر ٢٠٢٠ إلى وجود علاقة ارتباط قوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم وبين تصنيفات الحوكمة البيئية والاجتماعية خلال انتشار فيروس كورونا (COVID-19)، وعلى وجه التحديد، تم التوصل إلى أن الأداء الاجتماعي الجيد يقلل بشكل كبير من إجمالي مخاطر انهيار أسعار الأسهم أكثر من الأداء البيئي.

وقد فحصت دراسة (Zhou & Zhou, 2022) تأثير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي على تقلبات أسعار أسهم الشركات أثناء أزمة فيروس كورونا التي كان لها تأثير سلبي كبير على الاقتصاد العالمي حيث تضررت سوق الأوراق المالية بشدة، وأصبحت أسعار أسهم الشركات أكثر تقلبًا، وقد تم الحصول على بيانات من ١٠٢١ شركة في الفترة من ١ ديسمبر ٢٠١٩ إلى ٣١ مارس ٢٠٢٠ في الصين، وأظهرت النتائج أن تقلبات أسعار أسهم الشركات ذات الأداء الجيد في مجال الأنشطة البيئية والاجتماعية والحوكمة أقل من تقلبات أسعار أسهم الشركات ذات الأداء الضعيف، كما أدى فيروس كورونا إلى تفاقم التقلبات في أسعار أسهم الشركات، لكن الزيادة في تقلب أسعار أسهم الشركات ذات الأداء الجيد في مجال الأنشطة البيئية والاجتماعية والحوكمة ضئيلة، أي أن الأداء الجيد للجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة يساعد على تخفيض تقلبات أسعار الأسهم ويلعب دورًا في تعزيز المرونة واستقرار أسعار الأسهم.

وعلى ذلك تشكل ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات مستودعًا للسمعة يمكنه تعزيز مرونة الشركات في الأزمات المالية، وهي تعمل بمثابة حاجز ضد الخسائر في فترات الأزمات والضغوط، فعندما تتعرض الشركة لصدمة بسبب حدث سلبي، تساعد ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات أصحاب المصلحة على الحفاظ على موقف إيجابي تجاه الشركة، مما يؤدي إلى انخفاض أقل في عوائد الأسهم التراكمية غير الطبيعية (Boubaker et al., 2022)، إن الاستثمار في المسؤولية الاجتماعية للشركات يشبه التأمين، بمعنى أنه يحافظ على رأس المال الأخلاقي للشركات التي تواجه المخاطر أو ظروف عدم التأكد، حيث ترسل ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات إشارة إلى أصحاب المصلحة بأن الشركة تتمتع بسمعة طيبة، فعندما تمر الشركة بأزمة يمكن لرأس المال الأخلاقي أن يلعب دورًا في تخفيف المخاطر وبالتالي الحفاظ على قيمة الشركة. (Rjiba et al., 2020)

وأوضحت دراسة (Zhou et al., 2021) الجدول القائم حول ما إذا كانت المسؤولية الاجتماعية للشركة ترتبط بأداء أفضل لسوق المال، وذلك من خلال فحص عينة من الشركات الصينية تتضمن ١٤٣٢٣ مشاهدة خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٧، لبيان أثر أبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركة على خطر انهيار أسعار الأسهم، وقد وجدت الدراسة أن المسؤولية الاجتماعية للشركة وخاصة مسؤولية الشركة تجاه البيئة وأصحاب المصلحة تخفف بشكل كبير خطر انهيار أسعار الأسهم وتساعد في تحسين أداء سوق الأسهم، بينما المساهمات الاجتماعية مثل التبرعات الخيرية لا تؤثر على خطر انهيار الأسهم، كما أن جذب المستثمرين المؤسسين طويلي الأجل وتخفيف إدارة الأرباح من الآليات والقنوات الرئيسية التي يتم استخدامها من خلال المسؤولية الاجتماعية للشركة لكبح خطر انهيار أسعار الأسهم.

إلا أن دراسة (Tasnia et al., 2021) قامت بتحديد مدى تأثير المسؤولية الاجتماعية للشركات على تقلبات أسعار الأسهم في البنوك الأمريكية باستخدام عينة مكونة من ٣٧ بنكًا أمريكيًا من عام ٢٠١٣ إلى عام ٢٠١٧، وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة معنوية كبيرة وإيجابية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وتقلبات أسعار الأسهم، مما يشير إلى أن المساهمين في البنوك الأمريكية قد لا يفضلون التركيز الزائد على المسؤولية الاجتماعية للشركات بسبب التكلفة الإضافية للاستثمار المرتبطة بتنفيذ أنشطة المسؤولية الاجتماعية.

وإختبرت دراسة (Lee, 2016) وجهات النظر المتعارضة حول العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الناشئة الآسيوية من عام ١٩٩٧ إلى عام ٢٠١٣، وشملت العينة ١٣٤١ شركة، وقد أظهرت النتائج التجريبية أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تخفف بشكل كبير من مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات التايوانية، وتتوافق هذه النتيجة مع فكرة أن الشركات التايوانية المسؤولة اجتماعيًا تلتزم بمعايير أعلى من الشفافية وتتخرط في إكتناز أخبار سيئة بشكل

أقل وبالتالي تقليل مخاطر الانهيار، كما أن المسؤولية الاجتماعية للشركات لها تأثير أكثر وضوحاً في التخفيف من مخاطر انهيار أسعار الأسهم بالنسبة للشركات التايوانية ذات الآليات الحوكمة الأقل فعالية . كما تؤثر المسؤولية الاجتماعية للشركات على قرارات الإنتاج والإفصاح للشركة، حيث تفصح الشركات ذات المسؤولية الاجتماعية المرتفعة عن معلومات أكثر دقة، مما يحسن سيولة الأسهم وكفاءة الأسعار، ويمكن لتدخلات الهيئات التنظيمية في قرارات الإفصاح الخاصة بالشركات مثل الإفصاح الإلزامي، أن تحسن الرفاهية الاجتماعية لأنشطة الشركات، وقد تم التوصل إلى استنتاج مفاده أن المسؤولية الاجتماعية للشركات لا تؤثر بشكل مباشر على قرارات الإنتاج فحسب، بل تؤثر أيضاً على أسعار الأسهم والسيولة بشكل غير مباشر من خلال التأثير على سياسات الإفصاح، والذي يؤثر بدوره على كفاءة اتخاذ القرارات باستخدام معلومات أسعار الأسهم (Ji et al., 2019).

وقد بحثت دراسة (Odeh et al., 2020) العلاقة بين الإنفاق على المسؤولية الاجتماعية للشركات وسعر السهم في السوق بين الشركات الأردنية المدرجة خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٧، قامت الدراسة بقياس الإنفاق على المسؤولية الاجتماعية للشركات من خلال الإنفاق الفعلي على الأنشطة ذات الصلة التي تم الإفصاح عنها في القوائم المالية للشركات، وفيما يتعلق بالأداء المالي فقد تم قياسه باستخدام مؤشر السوق المتمثل في سعر السهم في السوق، كما تم تضمين ثلاثة متغيرات أخرى في التحليل، وهي حجم الشركة والرافعة المالية والملكية، وفقاً للنتائج لا توجد علاقة هامة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وسعر السهم السوقي، مما يشير إلى أن الزيادة في الإنفاق على المسؤولية الاجتماعية للشركات المدرجة في الأردن لا تؤثر على سعر السهم في السوق، ولكن وجد أن حجم الشركة يؤثر بشكل كبير على الإنفاق على المسؤولية الاجتماعية للشركات، كما وجد أن الرافعة المالية تؤثر بشكل كبير وسلبى على الإنفاق على المسؤولية الاجتماعية للشركات، تظهر هذه النتائج أنه مع زيادة حجم الشركة، سيزداد الإنفاق على المسؤولية الاجتماعية للشركات، ولكن مع زيادة الرفع المالي للشركة، سينخفض الإنفاق على المسؤولية الاجتماعية للشركات.

كما قامت دراسة (Marhfor et al., 2021) بفحص عينة من ١١١ شركة كندية خلال الأعوام من ٢٠٠٤ إلى ٢٠٠٩، لتحديد العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وقد تم التوصل إلى أن الإفصاح الإلزامي يدفع الشركات إلى الإفصاح بالقرب من المستوى الأمثل، ولذلك، فإن أي إفصاح طوعي مثل الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات يتجاوز الإفصاح الإلزامي لا يؤدي إلى تحسين المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم .

وبحثت دراسة (Fiori et al., 2015) في تأثير الأداء الاجتماعي للشركات على أسعار أسهم الشركات الإيطالية المدرجة، من خلال عينة من ٣٢ شركة إيطالية مدرجة في بورصة ميلانو والتي تعد بانتظام تقارير طوعية عن المسؤولية الاجتماعية للشركات مثل تقارير الاستدامة، أو التقارير البيئية، أو التقارير البيئية والاجتماعية، أو تقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات، التي تغطي الفترة من ٢٠٠٤ إلى ٢٠٠٨، وفيما يتعلق باختيار مقياس الأداء فقد تم اختيار أسعار الأسهم كمؤشر للأداء المالي، وذلك لقياس تصور ورد فعل الأسواق المالية تجاه السلوكيات المسؤولة اجتماعياً للشركات، وباستخدام مؤشرات الأداء الاجتماعي المختلفة المتعلقة بالبيئة والمجتمع، توصلت الدراسة إلى أن الأداء الاجتماعي الجيد له تأثير سلبي على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية الإيطالية، حيث ينظر المستثمرون الإيطاليون إلى ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات باعتبارها نفقات يمكن تجنبها مما يقلل من دخل المساهمين وقيمة الشركات ويعترفون بعلاوة السوق السلبية من حيث انخفاض أسعار الأسهم للمؤسسات المسؤولة اجتماعياً.

كما أوضحت دراسة (Dai et al., 2019) العلاقة بين الإفصاح عن معلومات المسؤولية الاجتماعية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم بناءً على عينة من ١٤٧٨ شركة صينية مدرجة في الفترة ٢٠١٠-٢٠١٥، وقد أظهرت النتائج أنه مع زيادة مستوى الإفصاح عن معلومات المسؤولية الاجتماعية للشركات، يؤدي ذلك أولاً إلى تفاقم مخاطر انهيار أسعار الأسهم ثم تخفيضها، كما أنه في ظل دوافع الإفصاح المختلفة، هناك اختلاف كبير في تأثير الإفصاح عن معلومات المسؤولية الاجتماعية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بالنسبة للإفصاح الإلزامي، هناك علاقة معكوسة على شكل حرف U بين الإفصاح عن معلومات المسؤولية الاجتماعية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، ولكن ليس في عينة الإفصاح الطوعي، كما وجد أنه للمدير المستقل تأثير معدل إيجابي على العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، في حين أن المستثمر المؤسسي له تأثير سلبي على هذه العلاقة.

أشارت دراسة (Thuy et al., 2022) إلى الدور الذي تلعبه مخاطر انهيار أسعار الأسهم وملكية الدولة في العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وتكلفة رأس المال، وقد تألفت عينة الدراسة من ٢٢٥ شركة تفصح عن معلومات المسؤولية الاجتماعية للشركات بين عامي ٢٠١٤ و ٢٠١٩ في فيتنام، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك تأثير لمخاطر انهيار أسعار الأسهم في العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وتكلفة رأس المال، وتعمل ملكية الدولة على تعزيز التأثير السلبي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات .

ومن خلال ٣٥٨٠٠ مشاهدة سنوية للشركات الأمريكية من عام ١٩٩١ إلى عام ٢٠١٥ أشار (Dumitrescu & Zakriya, 2021) بأن أبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات تحدد بشكل أساسي مدى اكتناز الإدارة الأخبار السيئة وما ينتج عن ذلك من انهيار أسعار الأسهم، وبالتالي فهي تميل إلى التخفيف من حدة الانهيارات المستقبلية في أسعار الأسهم، في حين أن الخصائص البيئية والحوكمة لها آثار محدودة على انهيارات أسعار الأسهم.

وترى الباحثة وفقاً لما سبق أن هناك اختلافات حول تأثير الإفصاح الإلزامي والإختياري عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، إلا أنه بوجه عام يعمل الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات كوسيلة لتعزيز أداء الشركة وتحسين البيئة المعلوماتية لها وبالتالي تقليل المخاطر إذا تم استخدامه لصالح المساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين، بالتالي ترسل الشركات ذات الإفصاح الجيد عن أداء المسؤولية الاجتماعية إشارات يتلقاها المستثمرون لاتخاذ القرارات الإستثمارية المتعلقة بتداول أسهم الشركات، إلا أن احتمال إساءة استخدام الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية من جانب المديرين للتلاعب وخدمة مصالحهم الذاتية، وبالتالي إخفاء الأخبار السلبية مما يؤدي لزيادة المخاطر وهو الأمر الذي يدعو إلى زيادة مخاوف المستثمرين وأصحاب المصلحة ويؤثر سلباً على سمعة الشركة وقيمتها من خلال زيادة الفجوة المعلوماتية وعدم تماثل المعلومات بين المستثمرين وإدارة الشركة.

هدفت دراسة (Taha et al., 2023) إلى معرفة تأثير أداء الاستدامة المؤسسية على الربحية من خلال دراسة الدور المعدل للسيولة وتقلبات أسعار الأسهم في القطاع الصناعي الأردني، تضمنت العينة قيد الدراسة ٥٦ شركة صناعية أردنية من عام ٢٠١٥ إلى عام ٢٠٢٠، وقد طورت الدراسة نموذج بيانات تجريبي متعدد المتغيرات لتحليل تأثير الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة على ربحية الشركات، علاوة على ذلك، تم استخدام ٣٨ معياراً في الدراسة لقياس ما إذا كانت الشركات التي حصلت على تصنيف مرتفع في معايير الاستدامة تؤدي أداء أفضل من الشركات ذات التصنيف المنخفض، وكشفت الدراسة عن وجود علاقة إيجابية معنوية بين الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة والربحية؛ كما أدت السيولة وتقلبات أسعار الأسهم إلى تخفيف تأثير أنشطة الاستدامة على ربحية الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان .

وقامت دراسة (Li et al., 2022) بتقييم تصنيفات دولية للمعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة وتأثيرها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة شنغهاي ذات التصنيف البيئي والاجتماعي والحوكمي من عام ٢٠١٦ إلى عام ٢٠٢٠، وأشارت النتائج إلى ما يلي: أولاً، يمكن لأنظمة تصنيف الأنشطة البيئية والاجتماعية والحوكمة تقليل مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات بشكل كبير، ثانياً، تحظى نتائج تقييم الأنشطة البيئية والاجتماعية والحوكمة بثقة أكبر من قبل المستثمرين، ويمكن لنتائج التصنيف المرتفعة أن تعزز بشكل فعال ثقة المستثمرين في الشركات وتقلل من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ثالثاً، مقارنة بالمشورات الاجتماعية، يولي المستثمرون اهتماماً أكبر للأداء البيئي للشركات، فالشركات ذات التصنيفات البيئية المرتفعة لديها مخاطر أقل لانهيار أسعار الأسهم .

كما ركزت دراسة (Lee et al., 2022) على العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي للشركات متعددة الجنسيات في كوريا الجنوبية وانهيار أسعار الأسهم، وقد تم تقسيم العينات إلى ثلاث فئات مختلفة وهي جميع الشركات، والشركات متعددة الجنسيات والشركات غير متعددة الجنسيات عدد كل عينة هو ٧٠٨ و ٣٤١ و ٣٦٧ على التوالي، فترة العينة من ٢٠١٣ إلى ٢٠٢٠، وأشارت النتائج إلى وجود علاقة سالبة بين الأداء الاجتماعي للشركات متعددة الجنسيات وانهيار أسعار الأسهم في المستقبل، مما يشير إلى أن الأداء الاجتماعي لهذه الشركات يمنع مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وتعتبر الشركات السلوك المستدام مجالاً أساسياً للإدارة لجذب انتباه المستثمرين، حيث تنفق الشركات الكبيرة والصغيرة على حد سواء وقت وموارد كبيرة على استراتيجيات المسؤولية الاجتماعية للشركات، وتصدر الشركات الأمريكية تقارير مستقلة عن المسؤولية الاجتماعية، وفي المقابل تتلقى تريليونات

الدولارات من الاستثمارات من صناديق مسؤولة اجتماعياً تدار بشكل احترافي، كما يعاقب أصحاب المصلحة الشركات على السلوك غير المسئول اجتماعياً (Benkraiem et al., 2022; Adhikari, 2016).

أوضح (Havlinova & Kukacka, 2023) ارتباطاً كلاً من خلق القيمة الاقتصادية والاجتماعية ارتباطاً وثيقاً، من خلال عينة مكونة من ٤٨٦ مؤسس لمؤشر S&P 500 ، والذي يغطي جزءاً كبيراً من القيمة السوقية لسوق الأسهم الأمريكية للفترة من ٢٠٠٧ إلى ٢٠٢٠، وأظهرت النتائج وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للمسؤولية الاجتماعية للشركات على أداء الشركات في سوق الأوراق المالية، وبالتالي تدعم فرضية مؤيدي المسؤولية الاجتماعية بأن الأنشطة المسؤولة اجتماعياً للشركات تؤدي إلى نتائج مثل ولاء العملاء، ورضا العاملين، وانخفاض رسوم التقاضي، وهو ما ينعكس بدوره على النتائج المالية للشركة. واهتمت دراسة (Bae et al., 2021) بفحص ما إذا كان أداء الشركة مقاساً من خلال الأبعاد البيئية والمسؤولية الاجتماعية والحوكمة يرتبط بمخاطر انهيار أسعار الأسهم، وكيف تتأثر هذه العلاقة بدرجة القيود المالية، وذلك من خلال فحص بيانات عوائد الأسهم الأسبوعية والقيود المالية في قواعد بيانات الشركات الكورية المدرجة من ٢٠١٢ - ٢٠١٨، وقد أوضحت نتائج الدراسة التجريبية أن الأبعاد البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركة تخفض خطر انهيار أسعار الأسهم، وأن هذه العلاقة يتم تخفيفها بشكل كبير في الشركات المقيدة مالياً، وأشارت النتائج أن القيود المالية الأكبر تكبح الدور الإيجابي للمسؤولية الاجتماعية للشركة في تخفيف خطر انهيار أسعار الأسهم.

وهدف دراسة (Hao et al., 2018) إلى فحص تأثير المسؤولية الاجتماعية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم وعلاقتها بدور الضوابط الداخلية في الصين، وذلك لعينة من ٢٧٤٧ مشاهدة من ٢٠٠٩ إلى ٢٠١٥، وأشارت النتائج إلى وجود تأثيراً سلبياً كبيراً للمسؤولية الاجتماعية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، علاوة على ذلك، الضوابط الداخلية لها تأثير وسيط جزئي على العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أصبحت الضوابط الداخلية تلعب دوراً مهماً لتحسين المسؤولية الاجتماعية للشركات وتقليل مخاطر التشغيل، وخاصة خطر انهيار أسعار الأسهم. كما تم اختبار ٢٢٥ شركة مدرجة في بورصة فينتام بين عامي ٢٠١٤ و ٢٠١٩، وكان هدف الدراسة هو تحديد تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم وتحديد ما إذا كان أداء الشركة يعمل كمتغير وسيط في هذه العلاقة، وقد توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات له تأثير سلبي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات، حيث يخدم الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات مصالح المساهمين وأصحاب المصلحة في الشركة، ويعزز شفافية المعلومات، ويمنع المديرين من اكتناز الأخبار السيئة، وبالتالي يقلل من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، قد يكون الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات بمثابة استراتيجية مربحة لجميع أصحاب المصلحة. فمن ناحية، تتم حماية مصالح المساهمين وأصحاب المصلحة، ومن ناحية أخرى، يمكن للشركات تعزيز أداء الشركة مع تقليل مخاطر انهيار أسعار الأسهم، إن تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم ليس بسيطاً، بل معقد إلى حد ما. (Thuy et al., 2021)

وترى الباحثة أن ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات والإفصاح عنها هو التزام نحو تحقيق أهداف طويلة المدى، وتمثل توثيق لاتجاهات الشركات التي تدرك أهمية مسئوليتها الاجتماعية في الحد من أنشطة التداول الداخلي التي قد تضر أصحاب المصلحة على المدى الطويل، من خلال تقديم تقارير أكثر شفافية وموثوقية، وفي هذا السياق، فالشركات التي تلتزم التزاماً قوياً بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات تتضاءل لديها الحوافز الإدارية التي قد تدفعها إلى حجب الأخبار السيئة، وفي حالة الأحداث السلبية، تؤدي الشفافية والمصادقية في الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات إلى تنظيم الاستجابة المفردة للمشاركين في السوق، والحفاظ على بيئة خارجية للشركة متوافقة مع متطلبات جميع أصحاب المصلحة بما فيهم المستثمرين الحاليين والمرتقبين، مما ينعكس على تقليل أثر الأحداث السلبية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

المحدد الثاني: الدور التآثري للعلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وسياسات توزيعات الأرباح على انهيار أسعار الأسهم:

١- أثر سياسات توزيعات الأرباح على انهيار أسعار الأسهم:

يمثل دفع توزيعات أرباح الأسهم أحد أهم القرارات الإدارية، فمن ناحية، يجب على مجلس الإدارة أن يقرر ما إذا كان سيوزع أرباح الشركة على مساهميها، وهو ما يرسل إشارة إيجابية للمستثمرين الجدد في

السوق، وبقلل من عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة والمساهمين، ومن ناحية أخرى، يجب على نفس المديرين أن يأخذوا في الاعتبار التأثير السلبي لتوزيعات الأرباح على السيولة الداخلية، والذي يمكن تضخيمه إذا كانت الشركة مقيدة مالياً، ومن ثم، يمكن توقع مقابضة بين هاتين القوتين المتعارضتين، إلا أنه يبدو أن أهمية إرسال إشارة إيجابية هي السائدة، أي أن الشركات المقيدة مالياً تميل إلى دفع توزيعات أرباح للمساهمين، حتى لو كانت هذه السياسة قد تكون غير مستدامة مالياً، ومع ذلك، يمكن أن تعتمد هذه النتائج على البيئة الاجتماعية والاقتصادية، فضلاً عن وصول الشركات إلى سوق رأس المال، وقد تقرر الشركات التي تعاني من قيود مالية المضي قدماً في توزيع أرباح الأسهم، على الرغم من تقييد وصولها إلى الموارد المالية الخارجية، لأن مثل هذا القرار يرسل إشارة إيجابية للمستثمرين (Pathan et al., 2016; Baker et al., 2020; Kim et al., 2020).

تقترح فرضية عدم ملائمة الأرباح أنه لا ينبغي أن يكون لحجم مدفوعات الأرباح التي تقدمها الشركة للمساهمين أي أهمية بالنسبة للأسواق المالية عندما لا يفضل المستثمرون توزيعات الأرباح على مكاسب رأس المال أو العكس (Guan et al. 2018)، وعلى ذلك فإن التساؤل الرئيسي في هذا السياق هو لماذا تقوم الشركات بتخصيص الموارد لصياغة سياسة توزيع الأرباح التي يفترض أنها مناسبة للإدارة والمساهمين، وحتى على الأقل في بعض البلدان تقرر الشركات دفع أرباح الأسهم على الرغم من وجود العبء الضريبي للمساهمين على الأرباح الموزعة (Basse et al., 2021).

وعلى ذلك لا توجد نظرية شاملة واحدة لسياسة توزيع الأرباح، حتى الشركات التي تواجه صعوبة في الوصول إلى الموارد المالية الخارجية قد تقرر توزيع أرباح وتحت المستثمرين على توقع دفع أرباح كمؤشر إيجابي لأداء الشركة. (Driver et al., 2020).

تشير سياسة توزيع الأرباح إلى سياسة الشركة التي تحدد مقدار مدفوعات الأرباح للمساهمين ومبالغ الأرباح المحتجزة لإعادة الاستثمار في المشروعات الجديدة، وترتبط سياسة توزيع الأرباح أيضاً بهيكل رأس المال بشكل غير مباشر وقد تتطلب سياسات توزيع الأرباح المختلفة هيكل رأسمالية مختلفة، وبما أن هيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح يمكن أن يكون لهما تأثير على ثروة المساهمين، فإن القرار المتعلق بسياسة توزيع الأرباح يصبح معقداً، فمن الناحية النظرية، ينبغي أن يكون الهدف من سياسة توزيع الأرباح هو تعظيم عائد المساهمين، وتتكون عوائد المساهمين من عنصرين، توزيعات الأرباح والأرباح الرأسمالية، وسياسة توزيع الأرباح لها تأثير مباشر على كلا عنصرين (Gunarathne et al., 2016).

قد يتم توزيع أرباح على المساهمين في شكل أسهم، مما يؤدي إلى حصول المساهمين على أسهم عادية إضافية، وتعد توزيعات الأرباح في شكل أسهم أحد قرارات الشركة التي لا تؤدي إلى أي تغيير مباشر في التدفق النقدي بسبب الحدث في حد ذاته، على عكس بعض قرارات الشركة الأخرى، مثل توزيعات الأرباح النقدية وتغييرات هيكل رأس المال التي تؤثر بشكل مباشر على التدفق النقدي المستقبلي، فإن توزيعات أرباح الأسهم لا تؤدي إلى تكبد تكاليف وفوائد مباشرة، حيث لا ينتج عنها تعزيز مباشر في قدرة الشركة على تحقيق أرباح، ولا تخفيض للنفقات بسبب الحدث، بالنسبة للشركة التي تعلن عن توزيع أرباح الأسهم، يتم تحويل مبلغ يساوي القيمة السوقية للأسهم الموزعة من الأرباح المحتجزة إلى حساب رأس مال الشركة، وفي غياب عدم تماثل المعلومات، ينبغي أن تظل القيمة السوقية الإجمالية كما هي لأنها لا تنطوي على أي تغيير في هيكل رأس مال الشركة (Khanal & Mishra, 2017).

هذا ويؤدي ارتفاع الربحية إلى تدفقات نقدية أكثر وبالتالي يمكن أن تؤدي إلى ارتفاع كبير في توزيعات الأرباح، إلا أنه يمكن للشركة أن تقرر الاحتفاظ بأرباحها لإعادة استثمارها في المستقبل، وبالتالي، تعتمد سياسة توزيع الأرباح على الأرباح الحالية أو المستقبلية للشركات، وبتقييم هذا الافتراض، توصل العديد من الباحثين لوجود علاقة إيجابية بين توزيعات الأرباح النقدية والأرباح الحالية وخاصة في الاقتصاديات النامية. (Hussain & Akbar, 2022; Trinh et al., 2022; Nguyen & Bui, 2019). وقامت دراسة (Ahmed et al., 2018) بفحص العلاقة بين الربحية وسياسة توزيع الأرباح في ضوء دور مشاكل الوكالة وقيود التمويل، وأظهرت النتائج أن الشركات ذات الربحية الأعلى تدفع مبالغ كبيرة من الأرباح وبالتالي تحتفظ بأرباح أقل، حيث يمكن أن يساعد توزيع الأرباح النقدية في تحسين أداء الأعمال عن طريق الحد من مشاكل الوكالة، كما أشار (Taleb, 2018) إلى أن الشركات تقوم بتوزيع الأرباح لنقل المعلومات إلى المساهمين حول الأداء المالي للشركة، وبشكل أعم إلى المشاركين الآخرين في سوق

الأوراق المالية، وبالتالي، فإن توزيعات الأرباح تخبر السوق بالتدفقات النقدية الحالية والمستقبلية للشركة وتعطي المستثمرين إشارة حول قدرة الشركة على تحقيق الأرباح.

تناولت دراسة (Konstantin &Tristan, 2021) العلاقة بين توزيعات الأرباح وأسعار الأسهم للشركات الألمانية من عام ٢٠١٢ إلى عام ٢٠١٩، وأوضحت النتائج وجود علاقة إيجابية بين توزيعات الأرباح وتطور سعر السهم، حيث يتأثر سعر سهم الشركة بشكل كبير من خلال اتخاذ قرارات فيما يتعلق بسياسة توزيع الأرباح، وبالتالي يمكن القول أن زيادة قيمة المساهمين من خلال توزيع الأرباح يؤدي إلى زيادة سعر السهم، والذي يؤدي بدوره إلى زيادة قيمة الشركة .

كما يجب أن تعكس قيمة السهم الأرباح المستقبلية المحتملة التي يمكن أن يجلبها للمستثمر، ويقوم السوق بتقييم السهم من خلال مجموع الأرباح المخصومة المتوقعة في المستقبل، وبالتالي، فإن السهم الذي لن يعطي أرباحاً أبداً ليس له قيمة نقدية للمستثمر، وبدلاً من ذلك، في بعض الأسواق قد يفضل المستثمرون أن تقوم الشركات بإعادة استثمار أرباحها بدلاً من دفع أرباح الأسهم، وقد يكون هذا بسبب توقع المستثمرون أن تنمو الشركة وأن يتم توزيع أرباح أعلى في المستقبل، ومن ثم فإن توزيع أرباح سيؤدي إلى عزوف المستثمرين وسينخفض سعر السهم.(Hansson, 2020)

وقد قامت دراسة (Zainudin et al., 2018) بفحص تأثير سياسة توزيع الأرباح على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة ماليزيا، وشملت الدراسة ١٦٦ شركة صناعية خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠١٢، بالإضافة إلى ذلك، تم أيضاً فحص العلاقات بين تقلبات أسعار الأسهم والمتغيرات الأخرى مثل تقلب الأرباح وحجم الشركة والرافعة المالية ونمو الأصول، وقد أظهرت النتائج أن هناك علاقة سلبية معنوية بين نسبة توزيع أرباح الشركات وتقلبات أسعار الأسهم، وتشير هذه النتائج إلى أن سياسة توزيع الأرباح تعد مؤشراً هاماً لتقلبات أسعار الأسهم، كما أن هناك علاقة إيجابية بين تقلب الأرباح وتقلبات أسعار الأسهم، مما يشير إلى أنه كلما كانت أرباح الشركة أكثر استقراراً كلما كانت أسعار أسهمها أقل تقلباً، كما تم التوصل إلى أنه كلما زاد معدل النمو وفرص النمو زادت مخاطر السهم، وترتبط الرافعة المالية بشكل إيجابي بتقلبات أسعار الأسهم ولكن العلاقة ليست ذات دلالة إحصائية، وتكشف النتائج أيضاً أن حجم الشركة له علاقة سلبية كبيرة مع تقلبات أسعار الأسهم، حيث عادة ما تكون الشركات الكبيرة أكثر ربحية واستقراراً من الناحية المالية، وبالتالي تواجه تقلبات أقل من حيث أسعار الأسهم .

وباستخدام عينة من أسهم الشركات الأسترالية خلال الفترة من ١٩٩٦ إلى ٢٠١٤، بحثت دراسة (Le et al., 2020) في كيفية تأثير عدم التجانس الضريبي بين المستثمرين المحليين والأجانب على سلوك التداول وأسعار الأسهم في اليوم السابق لتوزيع الأرباح، حيث يفضل المستثمرون المحليون توزيعات الأرباح ويميلون إلى شراء الأسهم مع توزيعات الأرباح وبيعها بدون أرباح، بينما يميل المستثمرون الأجانب إلى التداول في الاتجاه المعاكس، ويزداد حجم التداول غير الطبيعي مع عدم التجانس الضريبي، علاوة على ذلك، ترتبط الأسهم التي تتمتع بقاعدة أكبر من المستثمرين المحليين بارتفاع نسبة انخفاض الأسعار في اليوم السابق لتوزيع الأرباح، ويشير نمط التداول هذا إلى أن المستثمرين ينخرطون في استراتيجيات تداول محفزة بتوزيع الأرباح وأن وضعهم الضريبي يؤثر على كيفية تداولهم في يوم توزيع الأرباح السابق.

فحصت دراسة (Phan &Tran, 2019) آثار سياسة توزيع الأرباح وهيكل الملكية على تقلبات أسعار الأسهم في السوق الفيتنامية، وأثر الملكية الأجنبية وملكية الدولة على العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وتقلبات الأسعار، وذلك من خلال بيانات ٤٨٠ شركة عن الفترة من ٢٠٠٨ إلى ٢٠١٥، وقد أشارت النتائج إلى أن عائد توزيعات الأرباح يخفف من تقلبات أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة في فيتنام، ولم يعد تأثير التدخل الأجنبي والدولة في تثبيت الأسعار كبيراً بعد الأزمة المالية العالمية، كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير لهيكل الملكية على العلاقة بين عائد توزيعات الأرباح وتقلبات أسعار الأسهم خلال فترة العينة .

كما ذكرت دراسة (Temirov et al., 2023) أن هناك عدة عوامل تزيد من القيمة السوقية للأسهم وترتبط بتوزيعات الأرباح منها:

- تحسين الوضع المالي للشركة ونمو أرباحها، حيث يضمن نمو توزيعات الأرباح، وبالتالي عائد الأسهم؛
- الاحتياجات المالية للشركة، والتي تكون بمثابة ضمان لتوزيع الأرباح ومصدر لزيادة رأس المال؛
- المعاملات المالية للشركة مثل الاندماج مع شركة أخرى أو الاستحواذ عليها، الإعلان عن إصدار جديد للأسهم أو إصدار السندات.

وقد اختبرت دراسة (Hansson, 2020) تأثيرات إعلانات الأرباح ودفع توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم وما إذا كانت هذه التأثيرات تشير إلى كفاءة السوق، وذلك خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠٢٠، وتوصلت الدراسة إلى أن كلاً من إعلانات توزيعات الأرباح ودفعات الأرباح لها تأثير سلبي كبير على أسعار الأسهم، وقد يكون سبب التأثير السلبي للإعلان عن توزيعات الأرباح هو انخفاض توقعات المستثمرين فيما يتعلق بالأرباح المستقبلية .

هدفت دراسة (Mahirun et al., 2023) إلى اختبار وتحليل نموذج لاستخدام سياسة توزيع الأرباح كمغير تدخلي لتأثير هيكل رأس المال على قيمة الشركة، وأثر المتغيرات الأخرى على سعر السهم وهي فرص الاستثمار، ونشاط حجم التداول، والربحية، وذلك من خلال ١٧٧ شركة مدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة ٢٠١٢ - ٢٠٢١، وتم اكتشاف أن سياسة توزيع الأرباح مع مؤشر نسبة توزيع الأرباح لم تكن قادرة على التوسط في تأثير العلاقة بين سياسة التمويل وقيمة الشركة على زيادة أسعار الأسهم، كما أن العوامل التي تزيد أسعار الأسهم في اتجاه إيجابي وهام للتأثير هي العائد على حقوق الملكية، نسبة توزيع الأرباح، في حين أن المتغيرات الأخرى مثل نسبة توزيع الأرباح إلى نسبة الدين إلى حقوق الملكية لا تزيد بشكل كبير أسعار الأسهم على الرغم من الاتجاه الإيجابي للتأثير، في حين أن العوامل التي يمكن أن تقلل أسعار الأسهم هي نسبة الدين إلى الأصول ونشاط حجم التداول، والعوامل الأخرى التي لا تقل بشكل كبير أسعار الأسهم على الرغم من أن اتجاه التأثير سلبي هي السعر إلى القيمة الدفترية والعائد على الأصول.

وقد يرغب المستثمرون في تجنب المخاطر التي تشير إلى إمكانية عدم الحصول على عائد على الاستثمار (Kumaraswamy et al., 2017) ، حيث أن قيام الشركات بدفع أرباح أكبر وربما الاستثمار بشكل أقل يقلل من المخاطر التي قد تؤثر بدورها على تكلفة رأس المال وبالتالي سعر السهم، كلما ارتفع عائد الأرباح إنخفضت تقلبات سعر السهم، حيث يؤدي دفع الأرباح الحالية إلى إزالة أي فرصة للمخاطرة تمامًا، ومع ذلك، مع الاحتفاظ بالأرباح، يتوقع المستثمرون الحصول على أرباح في المستقبل وهي غير مؤكدة، حيث تمثل الأرباح المحتجزة وعدًا محفوفًا بالمخاطر للمستثمرين، ويمكن أن يكون دفع أرباح

الأسهم بمثابة أداة لتقليل تكاليف الوكالة. (Wardhana & Tandelilin, 2018)

وترى الباحثة أن التأثير الناتج عن سياسات توزيعات أرباح الشركة على المخاطر التي تتعرض لها أسعار الأسهم هي مسألة لها أهمية قصوى عند النظر في أهداف الشركة، حيث أن تركيز الشركات غالباً يكون موجهاً نحو تعظيم ثروة المساهمين، وهذا يستلزم اختيار سياسة توزيع الأرباح المثلى من حيث إجراء توزيعات أرباح أم الاحتفاظ بالأرباح واستثمارها بما يدر عوائد مستقبلية أعلى ويوفر فرص إضافية لنمو الشركة، وبناءً على ذلك يتم تحديد قدرة الشركات على الاستفادة من سياسات توزيعات الأرباح كآلية للتحكم في أسعار أسهم الشركة وزيادة ثقة المستثمرين، مما يؤدي بالتبعية إلى مزيد من الاستقرار في أسعار الأسهم وخاصة في الأسواق الناشئة .

سعت دراسة (Kumaraswamy et al., 2019) إلى تحليل العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح وتقلبات أسعار الأسهم، وقد تم اختيار عينة مكونة من ١١٦ شركة منسوجة مدرجة ومتداولة بنشاط في بورصة بومباي الهندية في الفترة من ٢٠٠٨ إلى ٢٠١٧، وأظهرت النتائج التجريبية أن توزيعات الأرباح تؤثر على تقلبات أسعار الأسهم في الهند، ونظرًا للطبيعة المتقلبة للسوق، يفضل المستثمرون المطالبة بالمزيد من الأرباح من الشركات بدلاً من الاحتفاظ بالأرباح المحتجزة وإعادة الاستثمار، وتوفر نتائج هذه الدراسة دليل للإدارة لأهمية تطوير سياسات توزيع الأرباح لتعظيم ثروة المساهمين .

يتم استخدام سياسة توزيع الأرباح بالنسبة للشركات كأداة تنظيمية بين الأرباح الموزعة والأرباح المحتجزة وذلك لتلبية احتياجات رأس المال الاستثماري والتنموي للشركة ومتطلبات المساهمين لجذب رأس المال من المستثمرين، مع الهدف النهائي المتمثل في تعظيم قيمة الشركة، غالباً ما تهتم الشركات بتحسين قيمة أعمالها، ومع ذلك، فإن العديد من الشركات لا تدرك بشكل صحيح أهمية سياسات توزيعات الأرباح وليس لديها اتجاهات واضحة واستراتيجية لتوزيع الأرباح (Vu et al., 2022) .

وقيمت دراسة (Boo & Chan, 2022) الخيارات المتعلقة بتوزيع الأرباح (الزيادة أو الخفض أو الحذف أو المحافظة) بالشركات غير المالية المدرجة في أسواق الأوراق المالية في أربع دول آسيوية: ماليزيا، تايلاند، سنغافورة وهونج كونج، في الفترة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٦ باستخدام عينة مكونة من ١٥١ شركة ، وانقسمت الدراسة إلى فترات ما قبل وأثناء وبعد الأزمة، وقد لوحظت العديد من أنماط توزيع الأرباح عبر الدول والفترات، وكشفت النتائج التجريبية أن الشركات غيرت سياسة توزيع الأرباح خلال الأزمة المالية، وبشكل أكثر تحديداً، تبنت الشركات استراتيجية متحفظة وكانت أكثر اهتماماً بالحفاظ على

الأموال بدلا من توزيع الأرباح خلال الأزمة المالية، في حين كان خفض أرباح الأسهم أحد الأساليب المستخدمة للحفاظ على المرونة المالية خلال فترة الأزمة المالية، كما أن خيارات توزيع أرباح الشركة خلال الأزمة المالية لا تعتمد فقط على توزيعات أرباح متزايدة للإشارة إلى سلامة الصحة المالية، ولكن أيضًا على المرونة المالية للشركة، ولذلك، وتؤثر الربحية والحجم والتدفق النقدي بشكل كبير على احتمال قيام الشركات بحذف توزيعات الأرباح مقارنة بزيادتها، تُظهر الشركة ذات الربحية المنخفضة، وفرص الاستثمار المرتفعة، والحجم الأصغر، ومستوى الدين الأعلى احتمالية أكبر لحذف أرباح الأسهم من أجل ضمان مرونتها المالية أثناء الأزمة، والأهم من ذلك، أنه بعد الأزمة، ظلت النسب النقدية المنخفضة مرتبطة بشكل سلبي باحتمالية حذف توزيعات الأرباح مقارنة بزيادتها، وهذا يعني أن الأزمة المالية لم يكن لها تأثير كبير على سياسة توزيع الأرباح.

وتتوافق نتائج دراسة (Khan et al., 2020) مع فكرة أن أي زيادة في توزيعات الأرباح ستقلل من تقلبات أسعار الأسهم، ونظراً لوجود علاقة ارتباط عالية بين عائد الأرباح وتوزيعات الأرباح، فقد أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية وغير معنوية بين عائد الأرباح وتقلبات أسعار الأسهم، إلا أن سياسة توزيع الأرباح في حد ذاتها ليست العامل الوحيد المحدد لتقلبات الأسعار، هناك بعض العوامل الأخرى التي تساهم أيضًا في قياس تقلبات أسعار الأسهم، ووفقاً للنتائج، يرتبط حجم الشركة سلباً بتقلبات أسعار الأسهم، كما أن الشركات ذات القيمة السوقية المرتفعة أفضل في إدارة تقلبات أسعار أسهمها مقارنة بنظيراتها، علاوة على ذلك، فإن الشركات الناضجة تتمتع أيضًا بالكفاءة في إدارة أسعار أسهمها ويرتبط عمر الشركة سلباً بتقلبات أسعار الأسهم، وفي المقابل، فإن نسبة الدين ذات دلالة سلبية مما يدل على أن الشركات ذات الاستدانة العالية لديها أسهم مرتفعة التقلب.

وقد تكون النتائج المتضاربة فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح النقدية بسبب الارتباك فيما يتعلق بالخلط بين توزيعات الأرباح النقدية الكبيرة وتوزيعات الأرباح المفرطة، توزيعات الأرباح المفرطة هي سياسة توزيع أرباح زائدة من قبل الإدارة مما قد يؤدي إلى انخفاض كبير في الأصول السائلة والأرباح المحتجزة، وبالتالي تقليل المرونة المالية وزيادة مخاطر التعرض لأزمات مالية ومخاطر التخلف عن السداد، ومع ذلك، بالنسبة للشركات التي ليس لديها أرباح زائدة، قد تكون توزيعات الأرباح النقدية المرتفعة إشارة إيجابية لربحية الشركة المستقبلية أو تغيير في هيكل رأس مالها، بالتالي يتطلب الأمر الاهتمام عند تقييم تأثير توزيعات الأرباح، أي أنه إذا تجاوزت الأرباح النقدية الموزعة للشركة أرباحها المحققة، فقد تتعرض لمخاطر أكبر وعجز مالي (Chen et al., 2019; Cooper & Lambertides, 2018; Andriosopoulos et al., 2020; Ling et al., 2022).

وتناولت دراسة (Chatterjee et al., 2021) سلوك أسعار الأسهم بعد الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية في سوق الأسهم الهندية مع فحص ٣٦٧١ إعلان عن توزيع أرباح نقدية خلال الفترة ٢٠١٢-٢٠١٩، وقد توصلت الدراسة إلى أن الإعلان عن توزيعات الأرباح النقدية يولد عوائد غير طبيعية على الأسهم مباشرة بعد الإعلان ومع ذلك يستمر هذا التأثير لفترة قصيرة جداً، وبعد ذلك تعود أسعار الأسهم إلى طبيعتها تدريجياً، ويفضل المستثمرون مكاسب رأس المال على توزيعات الأرباح النقدية بسبب العيوب الضريبية المرتبطة بدخل الأرباح النقدية، ومن ثم، فإن توزيعات الأرباح من قبل الشركات لا تؤثر على قرارات المستثمرين بشأن الاستثمار في الأسهم، وبدلاً من ذلك، ينبغي النظر في دفع أرباح الأسهم بشكل مستقل كآلية لسياسة توزيع أرباح الشركات.

كما يوجد طريقتان قد تؤثر من خلالهما ضريبة الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، فمن ناحية، يؤدي تخفيض الضريبة على أرباح الأسهم إلى زيادة عائد أرباح المستثمرين بشكل مباشر، ومن خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات، فإن اهتمام المستثمرين سيقبل من مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Wen et al., 2019)، من ناحية أخرى، بالإضافة إلى إخفاء الأخبار السيئة، فإن أحد الأسباب الهامة لانهيار أسعار أسهم الشركة هو سلوك بيع الأسهم مما يرسل إشارة سلبية إلى السوق، ومن شأن ضريبة الأرباح المنخفضة أن تشجع المساهمين الذين لديهم معلومات والمديرين التنفيذيين وأقاربهم على الاحتفاظ بأسهمهم لفترة أطول، ومن خلال الحد من بيع الأسهم من قبل المديرين التنفيذيين يمكن أن يساعد خفض الضرائب على توزيعات الأرباح في التخفيف من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ولكن مع زيادة التخفيض الضريبي على الأرباح قد يخفي المسؤولون التنفيذيون أيضًا المزيد من الأخبار السيئة للحصول على المزيد من توزيعات الأرباح، مما يؤدي إلى زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم. وبالتالي، فإن تأثير ضريبة الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم لا يزال يمثل مشكلة تجريبية يتعين التحقيق فيه. (Yang et al., 2023)

ترى الباحثة أن توزيعات الأرباح النقدية تكون مفضلة لدى المساهمين وأقل خطورة من إحتجاج الأرباح وإجراء توزيعات مستقبلية، وبالتالي فإن الأثر على مخاطر أسعار الأسهم قد ينتج عن التغييرات التي تتم على سياسة توزيع أرباح الشركة من حيث التوقف عن إجراء التوزيعات على المساهمين أو تخفيض مقدار أو معدل تكرار هذه التوزيعات، حيث قد تكون ردود أفعال المساهمين حادة مما ينعكس سلباً على أسعار الأسهم، كما أن زيادة التوزيعات بشكل مفرط قد لا تكون مفضلة من جانب المستثمرين لأنها قد تتضمن إعتراف من جانب الشركة بعدم قدرتها على استثمار التدفقات النقدية الزائدة في إستثمارات مربحة تدر عائد مستقبلي أعلى للشركة وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين، كما أن الإعتبارات الضريبية على الأرباح الموزعة أيضاً لها أثر على زيادة المخاطر المتعلقة بأسعار أسهم الشركات .

٢- أثر العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسياسات توزيعات الأرباح على انهيار أسعار الأسهم:

لقد أصبحت الاستدامة ذات أهمية متزايدة لأصحاب المصلحة والشركات، وازداد نمو المقاييس البديلة البيئية والاجتماعية والحوكمة، وقد أصبحت قضايا الاستثمار والتمويل وأرباح الأسهم، تتطلب المزيد من الاهتمام المتعلق بعوامل الاستدامة، ومن ناحية أخرى، المستثمرون، بما في ذلك صناديق الاستثمار الكبيرة يحولون اهتماماتهم نحو الشركات الأكثر استدامة، ومن اللافت للنظر أن صناديق الإستثمار المستدامة تحقق باستمرار أداء أعلى من صناديق الإستثمار التقليدية (Nirino et al., 2021; Gillan et al., 2021).

Reiser & Tucker, 2020)

وتعتبر سياسات توزيعات الأرباح أحد القرارات الأساسية التي يتخذها مجلس الإدارة والمساهمون وترتبط ارتباطاً وثيقاً بالاستدامة، في الواقع، تعد سياسات توزيعات الأرباح وسيلة موثوقة لنقل معلومات حول صحة الشركة إلى الأسواق المالية، حيث تدرك الأسواق الزيادات غير المتوقعة في توزيعات الأرباح على أنها إشارة إلى ارتفاع التدفقات النقدية المستقبلية، في حين تشير الانخفاضات غير المتوقعة إلى مخاوف بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، وتعد توزيعات الأرباح أداة هامة للسيطرة على عدم تماثل المعلومات (Barros et al., 2020; Ham et al., 2020).

قامت دراسة (Barros et al., 2023) بتسليط الضوء على دور الأنشطة البيئية والاجتماعية والحوكمة في تمكين شركات التكنولوجيا من تنفيذ سياسات توزيع الأرباح التي تحقق عوائد مستقرة للمستثمرين، باستخدام بيانات ٣٨٥ شركة مدرجة في الولايات المتحدة في قطاع التكنولوجيا من ٢٠٠٢ إلى ٢٠٢١، وقد توصلت النتائج إلى أن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي ترتبط باحتمالية أكبر لتوزيع أرباح الأسهم، واستقرار المبلغ المدفوع، بينما تعد كثافة البحث والتطوير عائقاً لسياسات توزيع الأرباح، على الرغم من أن النتائج البيئية والاجتماعية والحوكمة تخفف من هذا التأثير السلبي من خلال المساعدة في زيادة احتمالية توزيع الأرباح .

وباستخدام عينة مكونة من ٢٢٨٣٩ مشاهدة في شركات أمريكية خلال الفترة من ١٩٩١ إلى ٢٠١٢، وجدت دراسة (Benlemlih, 2019) أن الشركات ذات المسؤولية الاجتماعية المرتفعة تدفع أرباحاً أكثر من الشركات ذات المسؤولية الاجتماعية المنخفضة، كما أن الشركات غير المسؤولة اجتماعياً تقوم بتعديل توزيعات الأرباح بسرعة أكبر من الشركات المسؤولة اجتماعياً، حيث تكون توزيعات الأرباح أكثر استقراراً في الشركات ذات المسؤولية الاجتماعية المرتفعة، وتتوافق نتائج هذه الدراسة مع التوقعات بأن الشركات ذات المسؤولية الاجتماعية المرتفعة قد تستخدم سياسات توزيع الأرباح لإدارة مشاكل الوكالة المتعلقة بالإفراط في الاستثمار في المسؤولية الاجتماعية للشركات .

وقد توصلت العديد من الدراسات (Flammer, 2015; Kang, 2016; Lins et al., 2017; Kong et al., 2022)، إلى أن الوفاء بالمسؤولية الاجتماعية للشركات يؤدي إلى تعزيز قدرتها التنافسية، بناء حسن النية مع أصحاب المصلحة، تحسين الأداء المالي على المدى الطويل، وخفض تكلفة القروض المصرفية، والحد من مخاطر انهيار سعر السهم، إلا أنه من المرجح أن تنشأ علاقة إيجابية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وأداء الشركات على المدى الطويل لأن هذه العلاقة الإيجابية تتحقق من خلال تحسين العلاقة بين الشركة وأصحاب المصلحة، وهي عملية بطيئة وتستغرق وقتاً طويلاً، أما في الأجل القصير، من المرجح أن تضطر الشركات إلى تحمل التضحيات المالية وانحدار أداء الشركات عندما تخصص مواردها للمشكلات الاجتماعية .

كما بحثت دراسة (Erdogan et al., 2023) في تأثير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي على سياسة توزيع أرباح الشركات، باستخدام بيانات تتألف من ١٠٩٤ شركة غير مالية مدرجة في ٢١ دولة أوروبية من عام ٢٠٠٢ إلى عام ٢٠١٩، وأظهرت النتائج أن الشركات ذات الأداء الأعلى في مجال الأنشطة البيئية والاجتماعية والحوكمة من المرجح أن تدفع توزيعات أرباح أعلى، وتتمتع الشركات ذات الأداء الأقوى في مجال المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة بعلاقات أفضل مع أصحاب المصلحة وإدارة أكثر كفاءة، مما يؤدي إلى زيادة الأرباح وانخفاض المخاطر وبالتالي إلى ارتفاع توزيعات أرباح الأسهم. وتوجد أربع قنوات تحكم العلاقة بين توزيعات الأرباح وأداء المسؤولية الاجتماعية للشركات (Sun et

al., 2023):

- **قناة إدارة علاقات أصحاب المصلحة**، حيث قد تكون المسؤولية الاجتماعية للشركات بمثابة حل مناسب لتحقيق التوازن بين المساهمين وأصحاب المصلحة بالنسبة للشركات التي تقوم بتوزيع أرباح، وبعبارة أخرى، في محاولة لتخفيف التوتر بين المساهمين وأصحاب المصلحة، من المرجح أن تشارك الشركات التي تدفع أرباح الأسهم في أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات.

- **قناة القدرة المالية**، بالنظر إلى المعلومات المتعلقة بالتوقعات المستقبلية الجيدة للشركة التي ينقلها توزيع أرباح الأسهم، يمكن تفسير كل من توزيع أرباح الأسهم والاستثمار في المسؤولية الاجتماعية للشركات من خلال متغير يعكس القدرة المالية للشركة، مما يؤدي إلى علاقة إيجابية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وتوزيعات أرباح الأسهم.

- **القناة قصيرة المدى**، حيث قد ينظر إلى توزيع الأرباح كدليل على المدى القصير، الذي يضحى بمصالح أصحاب المصلحة على المدى الطويل ويشير هذا إلى أن الشركات التي تدفع أرباح الأسهم من المرجح أن تركز على مصلحة المساهمين على حساب القيمة طويلة الأجل لأصحاب المصلحة، وبالتالي فهي أقل احتمالاً للانخراط في أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات، وبناءً على ذلك هناك علاقة سلبية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وتوزيعات الأرباح.

- **قناة التدفق النقدي الحر**، وقد يستجيب المساهمون بشكل سلبي لمعلومات المسؤولية الاجتماعية للشركات، ويفسر ذلك كدليل على أن الاستثمار في المسؤولية الاجتماعية للشركات هو نتيجة لمشكلة الوكالة بين المديرين والمساهمين، إحدى الطرق لتخفيف صراع الوكالة بين المديرين والمساهمين هي دفع توزيعات أرباح الأسهم، والتي يمكن أن تقلل من التدفق النقدي الحر تحت سيطرة المديرين وتحد من فرصهم في الانخراط في استثمار يخدم مصالحهم الذاتية والذي قد يضر بثروات المساهمين، ومن هذا المنظور، يؤدي ذلك إلى وجود علاقة سلبية بين توزيع أرباح الأسهم وأداء المسؤولية الاجتماعية للشركات.

وترى الباحثة أن وجهة النظر السلبية بشأن العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات ودفع توزيعات الأرباح تأتي من التعارض بين المساهمين وأصحاب المصالح الآخرين، حيث أن إعطاء الأولوية لتعظيم ثروة المساهمين من خلال توزيعات الأرباح قد يؤدي للإضرار بخلق قيمة مستدامة طويلة الأجل للشركة، كما أن توزيعات الأرباح قد تمنع المديرين من الإفراط في الاستثمار في أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات، حيث أن توفر التدفقات النقدية بشكل كبير قد يسمح للمديرين بالإفراط في الاستثمار، ويدرك المستثمرون هذا ويتفاعلون بشكل إيجابي مع زيادة توزيعات الأرباح حيث يتم تقليل الاستثمار المفرط، وبالتالي سيطرة التوجه نحو تلبية مصالح طرف على حساب مصالح الأطراف الأخرى يؤدي إلى إختلال التوازن بين الأهداف قصيرة وطويلة الأجل للشركة.

وهدف دراسة (Naseem et al., 2023) إلى فحص الدور الوسيط للمسؤولية الاجتماعية للشركات في العلاقة بين استقلال مجلس الإدارة وتنوع مجلس الإدارة وتوزيعات الأرباح التي تدعم منظور نظرية الوكالة، وبما أن مجالس الإدارة هي المسؤولة في النهاية عن اتخاذ القرارات التي تشمل المسؤولية الاجتماعية للشركات، وتوزيع الأرباح، والقرارات الإستراتيجية الأخرى، تم جمع البيانات ذات الصلة من ١٥٩ شركة مدرجة في بورصة باكستان في الفترة من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٩، وتؤكد النتائج أن الاستقلالية والتنوع في مجلس الإدارة يرتبطان بشكل إيجابي بتوزيعات الأرباح، علاوة على ذلك، فإن المسؤولية الاجتماعية للشركات تتوسط جزئياً في العلاقة بين الاستقلال والتنوع لمجلس الإدارة وبين توزيعات أرباح الأسهم.

كما استخدمت دراسة (Sami & Abdallah, 2021) بيانات على مستوى الشركة لأهم الشركات المدرجة في بورصة نيويورك خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٧، واستند التحليل بشكل أساسي إلى ٢٣٧ شركة تعرضت بالفعل لخسائر في نهاية السنة المالية، وركزت هذه الدراسة على إدارة سياسة توزيع الأرباح

للشركات عندما تتعرض لخسائر في نهاية السنة المالية، وكيفية تأثير إدارة سياسة توزيع الأرباح على استدامة الشركة مقاسة بالمبيعات المستقبلية وإنتاجية العامل وثروة مساهمها مقاسة بعوائد الأسهم، أظهرت النتائج أن الشركات المتعثرة التي تقوم بتوزيع أرباح في نهاية فترة الخسارة قادرة على الحفاظ على الاستدامة والوصول إلى وضع ثروة أكثر ملائمة لمساهميها مقارنة بالشركات التي امتنعت عن توزيع أرباح، حيث تظل سياسة توزيع الأرباح خلال فترات الخسارة قادرة على إرسال إشارات إيجابية حول الشركة في السوق، ويمكن اعتبار سياسة توزيع الأرباح بمثابة مؤشر تنبؤي لشركة مستدامة يستطيع مساهموها أيضًا التنبؤ بمكاسبهم الرأسمالية.

وتمثل توزيعات الأرباح إشارة للسوق على أن الشركة تتمتع، على الأقل، بقوة مالية ثابتة وربحية (Ganguli et al., 2020)، ووفقاً لمفهوم المسؤوليات المزدوجة الذي اقترحه (Al-Shammari et al., 2021) تميل الشركات المسؤولة اجتماعياً إلى دفع توزيعات أرباح أعلى للإشارة إلى الوفاء بمسئولياتها الاقتصادية والاجتماعية، وبالتالي إرضاء أصحاب المصلحة الماليين وغير الماليين.

كما بحثت دراسة (Dahiya et al., 2023) في العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وسياسة توزيع الأرباح في سياق الشركات الهندية، وقد تم استخدام عينة من أكبر 500 شركة مدرجة في البورصة خلال الفترة من 2008 إلى 2019، وقد توصلت الدراسة إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات ترتبط بشكل إيجابي بدفعات الأرباح، وأشار التحليل الإضافي إلى أن العلاقة الإيجابية تكون أقوى بالنسبة للشركات الناضجة نظراً لأنها أكثر قدرة على الاستثمار في المسؤولية الاجتماعية للشركات ودفع أرباح أعلى في نفس الوقت الذي تمتلك فيه الموارد المطلوبة، وكما يكون التأثير أكثر وضوحاً في الشركات التي لديها قدر أكبر من عدم تماثل المعلومات، حيث تتمتع الشركات التي تقدم المزيد من الإفصاحات عن المسؤولية الاجتماعية للشركات ببيئة معلومات ذات شفافية، مما يقلل من حاجتها إلى دفع أرباح أعلى للإشارة إلى التزامها، كما تعمل جودة التقارير المالية جنباً إلى جنب مع المسؤولية الاجتماعية للشركات لتعزيز الأرباح، إلا أن التدخلات التنظيمية في شكل المسؤولية الاجتماعية للشركات تضعف العلاقة، حيث قد تبدأ الشركات في تقليص أرباحها نظراً للضغوط التنظيمية المتزايدة فضلاً عن انخفاض عدم تماثل المعلومات.

وهدفت دراسة (Trihermanto & Nainggolan, 2018) إلى تحليل العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات ودورة حياة الشركة وكذلك سياسة توزيع الأرباح في إندونيسيا، باستخدام عينة مكونة من 527 شركة إندونيسية مدرجة بين عامي 2008 و 2015، ودعمت النتائج فرضية أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تؤثر بشكل إيجابي على سياسة توزيع الأرباح، وأن الاستثمار في الشركات المسؤولة اجتماعياً أكثر ربحية مقارنة بالشركات غير المسؤولة اجتماعياً، وبالنسبة للشركات، أشارت النتائج إلى أن الإنفاق على المسؤولية الاجتماعية للشركات لا يخفض من الأداء وبالتالي تصبح هذه الشركات أكثر جذباً للمستثمرين.

وقد إختبرت دراسة (Cheung et al., 2018) وجهتي نظر حول علاقة المسؤولية الاجتماعية للشركات بتوزيعات الأرباح، أشار الرأي الأول أن الشركات من المرجح أن تدفع أرباحاً أقل لأن أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات تعمل على تخفيض تكاليف الأسهم، مما يشجع الشركات على الاستثمار أو احتجاز النقدية بدلاً من دفع أرباح الأسهم، وأشار الرأي الثاني إلى أن أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات هي مشروعات ذات صافي قيمة عالية إيجابية والتي تزيد من الأرباح وبالتالي توزيعات الأرباح، وقد دعمت نتائج الدراسة وجهة النظر الثانية بأن الشركات ذات المشاركة الأقوى في أنشطة المسؤولية الاجتماعية لا بد أن تكون مرتبطة بتوزيعات أرباح أعلى وذلك باستخدام بيانات مكونة من 1945 شركة مدرجة في الولايات المتحدة من 1991 إلى 2010.

إن سياسة توزيع أرباح الشركة هي قرار استراتيجي يحدد فوائد المساهمين ومدى توفر الأموال للشركة لمواصلة عملياتها، ونتيجة لذلك، يمكن أن تكون وسيطاً مهماً لزيادة قيمة الشركة، إلا أن الشركة لم تعد تعمل بشكل استثنائي لصالح المساهمين، ولكن بالإضافة إلى ذلك من أجل أصحاب المصلحة من خلال ممارسات الشركة لتنفيذ أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات. (Bermundo et al., 2019)

كما قامت دراسة (Maqbool et al., 2022) بتقييم تأثير أداء المسؤولية الاجتماعية للشركات على توزيع الأرباح في صناديق الاستثمار العاملة في باكستان مع الأخذ في الاعتبار دور جودة حوكمة الشركات باستخدام عينة مكونة من 1592 مشاهدة بين عامي 2009 و 2019، وأشارت النتائج إلى أن صناديق الاستثمار المشتركة التي تشارك في مستويات أعلى من المسؤولية الاجتماعية للشركات تحقق أرباحاً أكبر،

كما أن جودة حوكمة الشركات لها تأثير إيجابي قوي على توزيعات أرباح صناديق الاستثمار المشتركة، وبالتالي تلعب جودة حوكمة الشركات دوراً كبيراً في قرارات توزيع الأرباح، وينبغي لواقعي السياسات والجهات التنظيمية أيضاً تشجيع الشركات على تحسين جودة حوكمة الشركات والمشاركة في أنشطة أكثر للمسؤولية الاجتماعية، مما قد يؤدي إلى تحسين أداء الصناديق وتوزيع الأرباح .

وبحثت دراسة (Dewasiri & Abeysekera, 2022) في العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وسياسة توزيع الأرباح، باستخدام عينة مكونة من ١٩١ شركة في سيريلانكا بإجمالي ١٧١٩ مشاهدة من عام ٢٠١١ إلى عام ٢٠١٩، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي للمسؤولية الاجتماعية للشركات على احتمالية دفع توزيعات أرباح الأسهم .

وباستخدام عينة من ٢٨٠٠ زيادة في أرباح الأسهم من عام ١٩٩٥ إلى عام ٢٠١٢، أظهرت نتائج دراسة (Glegg et al., 2018) أن الشركات التي تزيد توزيعات الأرباح وتكون ذات تصنيفات منخفضة للمسؤولية الاجتماعية للشركات تؤدي إلى عوائد غير طبيعية أعلى بكثير مقارنة بالشركات التي تزيد توزيعات الأرباح وتكون ذات تصنيفات أعلى للمسؤولية الاجتماعية، كما أن زيادة الأرباح مع انخفاض أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات تشهد أيضاً تحسينات لاحقة أكبر في الأداء التشغيلي حسب الصناعة، وتشير هذه النتائج مجتمعة إلى أن زيادة توزيعات الأرباح تساعد في تقليل تكاليف الوكالة في الشركات غير المسؤولة اجتماعياً، كما أن الشركات المسؤولة اجتماعياً تلتزم بمعايير إعداد التقارير الأخلاقية والمالية مما يقلل من مشاكل الوكالة، وبموجب نظرية الوكالة من المرجح أن تواجه الشركات تكاليف وكالة مرتفعة عندما تكون جودة وكمية الإفصاح المالي سيئة، وبما أن الشركات المسؤولة اجتماعياً تلتزم بقدر أكبر من الشفافية ومعايير أخلاقية أعلى من الشركات الأخرى، فإنها تعاني من مشاكل أقل فيما يتعلق بالوكالة وعدم تماثل المعلومات، من خلال توثيق كيفية تأثير تصنيفات المسؤولية الاجتماعية للشركات على ثروة المساهمين من زيادة توزيعات الأرباح، حيث أن زيادة توزيعات الأرباح تخفف من صراعات الوكالة بين المديرين والمساهمين في الشركات غير المسؤولة اجتماعياً .

وقد فحصت دراسة 2445 (El Ghoul et al., 2017) شركة من ٥٣ دولة ووجدت أدلة على أن المسؤولية الاجتماعية للشركات ترتبط بتحسين الوصول إلى التمويل في البلدان التي تعاني من ضعف أسواق الأسهم والانتماء، وزيادة الاستثمار وانخفاض مخاطر التخلف عن السداد في البلدان التي تتمتع بقدر أكبر من حرية الأعمال، وفترة انتماء تجاري أطول ونمو أعلى للمبيعات المستقبلية في البلدان ذات المؤسسات القانونية الأضعف.

كما أكدت دراسة (Matos et al., 2020) أن الاستدامة أصبحت قضية مهمة بالنسبة للشركات والمستثمرين في جميع أنحاء العالم، واستخدمت بيانات من ٦٠٠ شركة أوروبية من عام ٢٠٠٠ إلى عام ٢٠١٩ لتقييم العلاقة بين أداء المسؤولية البيئية والاجتماعية والحوكمة وسياسة توزيع أرباح الشركة، وأشارت النتائج إلى أن الشركات الأكثر استدامة تظهر توزيعات أرباح أكثر استقراراً، كما أن النتائج الأعلى في الأنشطة البيئية والاجتماعية والحوكمة تكشف عن توافق أفضل على المدى الطويل مع المساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين.

قامت دراسة (Jung & Kim, 2022) بجمع البيانات من الشركات غير المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية الكورية خلال الفترة من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٩، لعينة من ٤١٢٦ مشاهدة، وأظهرت النتائج أن الأنشطة البيئية والاجتماعية والحوكمة للشركة لها تأثيرات مختلفة على مستوى توزيعات الأرباح وفقاً لمقاييس توزيع الأرباح، عند استخدام نسبة توزيع الأرباح (الأرباح/ صافي الدخل) للمتغير التابع، يكون الأداء الاجتماعي فقط له تأثير ذو دلالة إحصائية وإيجابية على الأرباح، من ناحية أخرى، عندما يتم استخدام معدل توزيعات الأرباح (الأرباح / إجمالي الأصول) وعائد الأرباح (أرباح الأسهم / سعر السهم) كمتغيرات تابعة، يكون الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي له تأثير كبير وإيجابي على توزيعات الأرباح، وبعبارة أخرى، كلما كانت الأنشطة البيئية والاجتماعية والحوكمة أفضل، كلما ارتفع مستوى توزيعات الأرباح المستهدفة، وتم تعديل الفرق بين مستوى توزيعات الأرباح المستهدفة ومستوى توزيعات الأرباح الفعلية بشكل أسرع، وهذا يعني أنه كلما كانت الأنشطة البيئية والاجتماعية والحوكمة أفضل، زادت الاستدامة، وزاد مستوى الأرباح .

إن الجدول الدائر حول تحديد الأولويات أو الموازنة بين الأرباح أو المسؤولية الاجتماعية للشركات يشكل مصدر قلق للعديد من الأطراف، إن القول بأن المسؤولية الاجتماعية الوحيدة للشركات هي زيادة أرباحها لم تعد موضع تقدير من قبل الشركات والمجتمع على حد سواء، كما أن توزيع أرباح أعلى لا يمكن

أن يضيء صورة الشركة إذا كانت متورطة في خلافات ومشكلات بيئية واجتماعية، فإن الشركة لن تستطيع البقاء اقتصادياً، ولذلك، فإن الإجراء الاستباقي الذي تتخذه الشركات في مراعاة أصحاب المصلحة الداخليين والخارجيين إلى جانب مصالح المساهمين في نفس الوقت له أهمية قصوى وله تأثيرات على إدارة الشركة. (Lakhal et al., 2023)

ويتم الإعتماد على العديد من النظريات لشرح تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على سياسة توزيع الأرباح للشركات العاملة في الاقتصاديات الناشئة، والأهم من ذلك، أن هذه النظريات تعمل بشكل متوافق وغير متناقض، حيث بناءً على نظرية الوكالة يمكن أن تفصح الشركات عن المعلومات المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية للتخفيف من عدم تماثل المعلومات، والإشارة إلى التزامها بالقضايا الاجتماعية والبيئية التي تعزز ثقة أصحاب المصلحة في قرارات الشركات وذلك طبقاً لنظرية الإشارة، وتعتمد قدرة الشركة على الكشف عن معلومات المسؤولية الاجتماعية للشركات أيضاً على مواردها وقدراتها في ضوء نظرية دورة حياة الشركة. (Saeed & Zamir, 2021)

إن أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات لها تكاليف، ومن المحتمل أن تحول موارد الشركة من المساهمين إلى أصحاب المصلحة الآخرين، لأن الموارد التي يتم إنفاقها على المسؤولية الاجتماعية للشركات كان من الممكن توزيعها على المساهمين في شكل أرباح أو استثمارها في مشروعات أكثر ربحية، وبالتالي فمن المرجح أن يدعم المستثمرون أنشطة المسؤولية الاجتماعية في الشركات التي تقوم بتوزيع أرباح أعلى، علاوة على ذلك، فإن سياسة توزيع الأرباح القوية هي وسيلة لتجنب الإفراط في إنفاق المديرين على أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات من أجل مصالحهم الشخصية (De villiers et al., 2023).

ويقبل الإعلان عن زيادة أو تخفيض توزيعات الأرباح معلومات إيجابية أو سلبية حول قيمة الشركة، ويكون لذلك تأثير كبير على أداء الأسهم، كما تستجيب الأسواق المالية عادة بقوة أكبر للإعلان عن تخفيض توزيعات الأرباح مقارنة بالإعلان عن زيادة توزيعات الأرباح، ويحدد المديرين النقطة المرجعية لتوزيعات الأرباح بناءً على عدة عوامل مثل مستويات الأرباح السابقة وتوقعات السوق، وتلعب النقطة المرجعية دوراً مهماً في التأثير على سياسة توزيع الأرباح حيث يهدف المديرين إلى تجنب النتائج أو الخسائر السلبية، ومن خلال الحفاظ على مستوى توزيع الأرباح الحالي أو زيادته، يقوم المديرين بمواءمة قراراتهم مع النقطة المرجعية، علاوة على ذلك، يمكن أن يؤثر تجنب الخسارة على سياسة توزيع الأرباح خلال فترات الركود الاقتصادي، حيث قد يتردد المديرين في تخفيض أرباح الأسهم بسبب محاولة تجنب الخسارة، حتى عندما يكون ذلك مستحسنًا من الناحية المالية، وينبع هذا التردد من الرغبة في تجنب التصورات السلبية والحفاظ على تقييم الشركة، حيث ينظر المستثمرون إلى تغييرات توزيعات الأرباح كمؤشر لمخاطر الشركة، فالشركات التي تزيد توزيعات أرباحها بما يتجاوز توقعات السوق قد يُنظر إليها على أنها تقترض مستويات أقل من المخاطر، لأنها تلتزم بمشاركة الأرباح مع المساهمين، ومن ناحية أخرى، فإن الشركات التي تخفض توزيعات أرباحها قد يُنظر إليها على أنها تتحمل مستويات أعلى من المخاطر وتواجه تحديات مالية، يساعد إطار مقايضة العوائد والمخاطر في تفسير العلاقة بين تغييرات توزيعات الأرباح والمخاطر وآثارها على إدراك المستثمرين لهذه المخاطر. (Hasan et al., 2023)

من المتعارف عليه أن رد فعل أسعار الأسهم للتغيير في الأرباح يعتمد على خصائص الشركة وخصائص توزيعات الأرباح، حيث تكون ردود الفعل قوية عندما يكون تغيير توزيعات الأرباح كبيراً، يكون عائد توزيعات الأرباح مرتفعاً، يكون توزيع الأرباح النقدية مرتفعاً، تكون الشركة صغيرة، الربحية مرتفعة، أو الملكية المؤسسية منخفضة، وبالتالي، ينبغي للمستثمرين الذين لديهم معلومات أن يكونوا أكثر اهتماماً باستغلال هذه التغييرات في توزيعات أرباح الأسهم عند اتخاذ قراراتهم الإستثمارية. (Asem, 2022)

وقد يلجأ المديرين إلى تخفيض توزيعات الأرباح فقط إذا كانوا يعتقدون أن الأرباح المنخفضة حالياً لن تتحسن قريباً بالقدر الكافي لتجنب تخفيض المستوى الحالي من التوزيعات، وفي حين أن الخسائر تميل إلى الاستمرار بعد انخفاض توزيعات الأرباح، فإن الخسائر التي لا يتبعها انخفاض في توزيعات الأرباح تميل إلى التحسن، ويعتبر المديرين أن تخفيض توزيعات الأرباح يجب تجنبها قدر الإمكان حتى على حساب احتياجات الاستثمارات الرأسمالية، ومن الواضح أن الشركات التي تخفض توزيعات الأرباح تمر بفترات متواصلة من النقش الاقتصادي، وهو ما يتضح من الإنخفاضات الكبيرة في النفقات الرأسمالية، والبحث والتطوير، والعمالة، والحصة السوقية، وبالتالي فإن رد فعل السوق السلبي بالنسبة لإنخفاض توزيعات الأرباح المعلنة يعد مؤشر إلى انخفاض استثمارات الشركة وخيارات النمو، مما يؤدي إلى فترات طويلة من

انخفاض الربحية، وفي حين أن زيادة توزيعات الأرباح تنقل الثقة الإدارية بشأن الزيادة في تدفق الأرباح، فإن انخفاض توزيعات الأرباح ينقل درجة مماثلة من الثقة الإدارية بشأن الانخفاض في تدفق الأرباح، ويتضمن كلا النوعين من الإعلانات تأكيدات إشارات الأرباح المستدامة التي تنقل من مخاطر المعلومات حول الأرباح وذلك دون الإشارة بالضرورة إلى أي تغيير في طبيعة العمل أو قرارات الإنتاج أو تقديرات السوق لمستويات التدفق النقدي المستقبلية. (Dempsey et al., 2015)

في كل الأسواق المالية، سواء في البلدان المتقدمة أو النامية، يشكل العائد على رأس المال للمستثمرين أهمية كبيرة، حيث تكون زيادة توزيعات الأرباح من قبل الإدارة أكثر احتمالاً عندما تتوقع زيادة مستمرة في الأرباح المحتملة، ولا ينبغي اعتبار التغييرات في توزيعات الأرباح بمثابة مؤشر، بل إنها أكثر توافقاً مع نماذج هيكل رأس المال القياسية، على سبيل المثال، قد يقرر المديرون دفع مبالغ نقدية زائدة للمساهمين عندما لا تكون هناك فرص استثمارية، وبالنظر إلى تغييرات توزيعات الأرباح، بما أن زيادة توزيعات الأرباح تقلل من الموارد المالية المتاحة للاستثمارات الجديدة، فقد تفقد الشركات فرص الاستثمار المحتملة ذات القيمة الحالية الصافية الإيجابية، أو ستضطر إلى تمويل المشروعات بتكلفة أعلى، بينما في كلتا الحالتين قد يؤدي ذلك إلى انخفاض الأرباح المستقبلية، في المقابل، فإن نظرية الوكالة لديها وجهة نظر مختلفة حول توزيعات الأرباح، حيث أنه نظراً لإمكانية تخصيص الموارد للأنشطة التي يستفيد منها المديرون أنفسهم أكثر من غيرهم، فإن زيادة توزيعات الأرباح يمكن أن تقلل من التكلفة المحتملة المتعلقة بمشاكل الوكالة، في بيئة ذات معلومات غير متماثلة، فإن إعلانات توزيعات الأرباح وتغييراتها لديها القدرة على نقل معلومات المديرين الداخليين إلى الخارج، وتكون أسعار الأسهم لها رد فعل إيجابي على زيادة توزيعات الأرباح وردود فعل سلبية على انخفاض توزيعات الأرباح (Shahrbabaki et al., 2020).

مما سبق ترى الباحثة أن كل استثمار في سوق الأوراق المالية يكون مصحوباً بالمخاطر، وبالتالي فإن العائد الذي يطلبه المستثمر يعكس المخاطر المتضمنة في الاستثمار، ولا شك أن المخاطر المرتفعة يمكن أن تؤدي إلى خسائر كبيرة في ثروة المساهمين وفقد الثقة في أسواق رأس المال، وقد يحدث التأثير الإيجابي لتوزيعات الأرباح على أسعار الأسهم لأن توزيعات الأرباح توفر معلومات ذات قيمة للمستثمرين، وعلى ذلك فإن مراعاة إدارة الشركات للتوازنات المختلفة بين جميع أصحاب المصالح في إطار تحقيق الأهداف قصيرة وطويلة المدى للشركات أصبح أمر حتمي لبقاء واستدامة الشركات على المستوى الاقتصادي والاجتماعي، في بيئة أعمال أصبحت تتسم بتغيرات اقتصادية واجتماعية وسياسية قد يصعب السيطرة عليها وقد تهدد استمرار الشركات، كما أن استغلال الموارد المالية المتاحة للشركة في إرساء العلاقة التكاملية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وسياسة توزيع الأرباح يؤدي إلى تخفيف الضغوط المجتمعية وزيادة الشفافية في التقرير عن المعلومات المالية وغير المالية، وتدعيم ثقة كافة الأطراف تجاه الشركات، وبالتالي زيادة مرونة الشركات في مواجهة الأزمات الاقتصادية التي قد تواجهها وتخفيف وطأة وتأثير هذه الأزمات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في الأسواق المالية خاصة الأسواق الناشئة.

المحدد الثالث: دراسة تطبيقية لتحليل أثر العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتوزيعات الأرباح على خطر انهيار سعر السهم:

تهدف الدراسة الحالية إلى تحليل أثر العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وتوزيعات الأرباح على الحد من خطر انهيار سعر السهم، وذلك باستخدام أسلوب تحليل المحتوى اليدوي لمؤشر الإفصاح عن الاستدامة المدرج بسوق الأوراق المالية المصري. وفي هذا الشأن يمكن للباحثة عرض محاور الدراسة التطبيقية من خلال العرض التالي:

٣-١: مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع هذه الدراسة في كافة الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري، والتي بلغ عددها ٢٤٤ شركة، وتعتمد الدراسة الحالية على استخدام العينة التحكومية العمدية التي تخضع لمجموعة من الشروط تتمثل في أن تكون بيانات الشركة متاحة في الفترة الزمنية من ٢٠١٤ إلى ٢٠٢٢ على اعتبار أن هذه الفترة الزمنية هي الفترة الأكثر اهتماماً بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في السوق المصري، أن تكون الشركة من الشركات الأكثر تداولاً بسوق الأوراق المالية المصري والتي يمكن الحصول عليها من بيانات مؤشر EGX 30، استبعاد الشركات والمؤسسات المالية والبنوك المدرجة بالمؤشر EGX 30 لما لها من طبيعة أعمال تختلف عن غيرها من الشركات والبالغ عددها ٥ شركات وبنوك.

وباتباع الشروط الموضحة سابقاً، يتبين أن عينة الدراسة قد سجلت ٢٢٥ مشاهدة (٢٥ شركة × ٩ سنوات)، وبحذف البيانات المفقودة والتي يبلغ عددها ٩ مشاهدة يصبح العدد النهائي لعينة الدراسة هو ٢١٦ مشاهدة، ويمكن بيان توزيع عينة الدراسة بين قطاعات سوق الأوراق المالية المصري من خلال الجدول رقم (١) على النحو التالي:

جدول رقم (١): توزيع عينة الدراسة بين قطاعات سوق الأوراق المالية

قطاع سوق المال المصري	عدد الشركات	عدد المشاهدات	%
إتصالات	١	٩	٤,١٧%
أغذية ومشروبات	٣	٢٥	١١,٥٧%
التشييد ومواد البناء	١	٩	٤,١٧%
تكنولوجيا	٢	١٧	٧,٨٧%
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٥	٤٢	١٩,٤٤%
عقارات	٧	٦١	٢٨,٢٤%
كيماويات	١	٨	٣,٧٠%
منسوجات وسلع معمرة	١	٩	٤,١٧%
موارد أساسية	٤	٣٦	١٦,٦٧%
الإجمالي	٢٥	٢١٦	١٠٠,٠٠%

وقد اعتمدت الباحثة على كافة البيانات اللازمة لإتمام الدراسة الحالية المتمثلة في القوائم المالية للشركات المدرجة بالبورصة المصرية محل التطبيق بعينة الدراسة، وتقارير مجالس الإدارة وما يتعلق بها من إيضاحات، حيث تم الحصول على هذه البيانات من خلال العديد من المواقع الإلكترونية على شبكة الإنترنت والمتمثلة في موقع البورصة المصرية (<https://www.egx.com.eg>)، موقع معلومات مباشر (<https://www.mubasher.info>).

٣-٢: متغيرات الدراسة وأدوات القياس:

إنطلاقاً من العرض السابق للدراسة النظرية والفروض الإحصائية المراد اختبارها يمكن صياغة أدوات قياس الدراسة من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (٢): متغيرات الدراسة

توزيعات الأرباح
يتمثل المتغير المستقل في توزيعات الأرباح التي تقوم الشركة بتوزيعها على المساهمين ، ويمكن قياسها باستخدام حصة كل سهم عادي من الأرباح في نهاية كل سنة ويمكن حسابها من خلال قسمة الأرباح القابلة للتوزيع على عدد الأسهم (Ramalingegowda et al., 2013; Garg & Bhargaw, 2019)
الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية
يمكن الاعتماد على هذا المؤشر باستخدام أسلوب تحليل المحتوى في قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية في البيئة المصرية وهو ينقسم إلى أربعة أبعاد تتمثل في البعد البيئي والاجتماعي والحوكومي والاقتصادي.
خطر انهيار سعر السهم
يمكن استخدام مقياسين لقياس المتغير التابع المتمثل في خطر انهيار سعر السهم، وهما معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم (NCSKEW)، وتقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل لأعلى (DUVOL)، ويعتمد كلا المقياسين على العوائد الأسبوعية، وذلك حتى تعكس مقياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم العوامل الخاصة بالشركة بدلاً من التحركات الواسعة في سوق رأس المال (See: Defond

et al., 2015; Francis et al., 2016; Andreou et al., 2016; Hasan et al., 2021 & Jebran et al., 2022)

وفي هذا الشأن يمكن للباحثة اختيار المقياس الأول المتعلق بمعامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم (NCSKEW)، وذلك باعتباره الأكثر ثباتاً وانتشاراً في الدراسات السابقة ذات الصلة، وذلك اعتماداً على النموذج التالي:

$$r_{i,t} = \alpha + \alpha_1 r_{m,j,t} + \alpha_1 r_{m,j,t-1} + \alpha_1 r_{m,j,t-2} + \alpha_1 r_{m,j,t+1} + \alpha_1 r_{m,j,t+2} + \varepsilon \quad (1)$$

حيث أن: $R_{i,t}$: تمثل العائد على السهم للشركة (i) في اليوم (t)، والمحسوب على أساس قيمة النمو في سعر السهم الموازي للفرق بين سعر الإغلاق وسعر الفتح؛

R_m : تمثل العائد على مؤشر سوق الأوراق المالية خلال اليوم t؛
وبتشغيل النموذج رقم (1) السابق عرضه يتم الحصول على اللوغاريتم الطبيعي لمعامل الخطأ مضافاً إليه واحد صحيح بغرض تحديد العائد الخاص بكل شركة على حدة، وأخيراً، يتم قياس خطر انهيار سعر السهم من خلال الاعتماد على معاملات الالتواء الأسبوعية للعوائد التي تم الحصول عليها من تشغيل النموذج سالف العرض.

المتغيرات الرقابية

يمكن تحديد مجموعة من المتغيرات الرقابية والتي تتمثل في :
الحجم (Size) اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة؛ الرافعة المالية (Lev) إجمالي الديون مقسومة على إجمالي حقوق الملكية؛ معدل العائد على الأصول (ROA) الدخل التشغيلي مقسوماً على إجمالي الأصول؛ نسبة السيولة (CA_CL) نسبة الأصول المتداولة إلى الالتزامات المتداولة.

٣-٣ نماذج اختبارات الفروض الإحصائية:

يمكن بناء نماذج اختبارات الفروض الإحصائية على النحو التالي:

(١) نموذج اختبار الفرض الإحصائي الأول:

يتنبأ الفرض الأول بتحليل أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على الحد من خطر انهيار سعر السهم، ومن ثم يمكن صياغة نموذج اختبار الفرض الإحصائي الأول للدراسة على النحو التالي:

$$NCSKEW = \beta_0 + \beta_1(CSR_Soc.) + \beta_2(CSR_Env.) + \beta_3(CSR_Eco.) + \beta_4(CSR_Gov.) + \beta_5(TCSR) + \beta_6(Size) + \beta_7(Lev) + \beta_8(ROA) + \beta_9(CA_CL) + \varepsilon \quad (2)$$

وحرصاً من الباحثة على تجنب مشاكل الازدواج الخطي، يمكن تقسيم نموذج الدراسة الأصلي إلى مجموعة من النماذج الفرعية التي تعبر عن التوجه الرئيسي لكل متغير على حدة، ومن ثم يمكن للباحثة إعادة صياغة نموذج اختبار الفرض الإحصائي الرئيسي الأول للدراسة على الشكل التالي:

$$NCSKEW = \beta_0 + \beta_1(CSR_Soc.) + \beta_2(Size) + \beta_3(Lev) + \beta_4(ROA) + \beta_5(CA_CL) + \varepsilon \quad (2-1)$$

$$NCSKEW = \beta_0 + \beta_1(CSR_Env.) + \beta_2(Size) + \beta_3(Lev) + \beta_4(ROA) + \beta_5(CA_CL) + \varepsilon \quad (2-2)$$

$$NCSKEW = \beta_0 + \beta_1(CSR_Eco.) + \beta_2(Size) + \beta_3(Lev) + \beta_4(ROA) + \beta_5(CA_CL) + \varepsilon \quad (2-3)$$

$$NCSKEW = \beta_0 + \beta_1(CSR_Gov.) + \beta_2(Size) + \beta_3(Lev) + \beta_4(ROA) + \beta_5(CA_CL) + \varepsilon \quad (2-4)$$

$$NCSKEW = \beta_0 + \beta_1(TCSR) + \beta_2(Size) + \beta_3(Lev) + \beta_4(ROA) + \beta_5(CA_CL) + \varepsilon \quad (2-5)$$

حيث أن:

CSR_Soc = مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية فيما يتعلق بالجانب الاجتماعي طبقاً لمؤشر ستاندرد أند بوورز المدشن في السوق المصري؛

CSR_Env = مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية فيما يتعلق بالجانب البيئي طبقاً لمؤشر ستاندرد أند بوورز المدشن في السوق المصري؛

CSR_Eco = مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية فيما يتعلق بالجانب الاقتصادي طبقاً لمؤشر ستاندرد أند بوورز المدشن في السوق المصري؛

CSR_Gov = مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية فيما يتعلق بالجانب الحوكمي طبقاً لمؤشر ستاندرد أند بوورز المدشن في السوق المصري؛

TCSR = إجمالي مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية شاملاً الأبعاد الأربعة السابقة طبقاً لمؤشر ستاندرد أند بوورز المدشن في السوق المصري؛

NCSKEW = خطر انهيار سعر السهم المستخرج من تشغيل النموذج رقم (1) السابق عرضه؛

(٢) نموذج اختبار الفرض الإحصائي الثاني:

يتنبأ الفرض الثاني بتحليل أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على توزيعات الأرباح، ومن ثم يمكن للباحثة صياغة نموذج اختبار الفرض الإحصائي الثاني للدراسة على النحو التالي:

$$\text{Div} = \beta_0 + \beta_1(\text{CSR_Soc.}) + \beta_2(\text{CSR_Env.}) + \beta_3(\text{CSR_Eco.}) + \beta_4(\text{CSR_Gov.}) + \beta_5(\text{TCSR}) + \beta_6(\text{Size}) + \beta_7(\text{Lev}) + \beta_8(\text{ROA}) + \beta_9(\text{CA_CL}) + \varepsilon \quad (3)$$

وحرصاً من الباحثة على تجنب مشاكل الازدواج الخطي، يمكن تقسيم نموذج الدراسة الأصلي إلى مجموعة من النماذج الفرعية التي تعبر عن التوجه الرئيسي لكل متغير على حدة، ومن ثم يمكن للباحثة إعادة صياغة نموذج اختبار الفرض الإحصائي الرئيسي الثاني للدراسة على الشكل التالي:

$$\text{Div} = \beta_0 + \beta_1(\text{CSR_Soc.}) + \beta_2(\text{Size}) + \beta_3(\text{Lev}) + \beta_4(\text{ROA}) + \beta_5(\text{CA_CL}) + \varepsilon \quad (3-1)$$

$$\text{Div} = \beta_0 + \beta_1(\text{CSR_Env.}) + \beta_2(\text{Size}) + \beta_3(\text{Lev}) + \beta_4(\text{ROA}) + \beta_5(\text{CA_CL}) + \varepsilon \quad (3-2)$$

$$\text{Div} = \beta_0 + \beta_1(\text{CSR_Eco.}) + \beta_2(\text{Size}) + \beta_3(\text{Lev}) + \beta_4(\text{ROA}) + \beta_5(\text{CA_CL}) + \varepsilon \quad (3-3)$$

$$\text{Div} = \beta_0 + \beta_1(\text{CSR_Gov.}) + \beta_2(\text{Size}) + \beta_3(\text{Lev}) + \beta_4(\text{ROA}) + \beta_5(\text{CA_CL}) + \varepsilon \quad (3-4)$$

$$\text{Div} = \beta_0 + \beta_1(\text{TCSR}) + \beta_2(\text{Size}) + \beta_3(\text{Lev}) + \beta_4(\text{ROA}) + \beta_5(\text{CA_CL}) + \varepsilon \quad (3-5)$$

حيث أن:

Div = توزيعات الأرباح لحملة الأسهم في الشركات المدرجة بعينة الدراسة؛

(٣) نموذج اختبار الفرض الإحصائي الثالث:

يتنبأ الفرض الثالث بتحليل أثر العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وتوزيعات الأرباح على الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المدرجة في البورصة المصرية، ومن ثم يمكن صياغة نموذج اختبار الفرض الإحصائي الثالث للدراسة على النحو التالي:

$$\text{NCSKEW} = \beta_0 + \beta_1(\text{CSR_Soc.} \times \text{Div}) + \beta_2(\text{CSR_Env.} \times \text{Div}) + \beta_3(\text{CSR_Eco.} \times \text{Div}) + \beta_4(\text{CSR_Gov.} \times \text{Div}) + \beta_5(\text{TCSR} \times \text{Div}) + \beta_6(\text{Size}) + \beta_7(\text{Lev}) + \beta_8(\text{ROA}) + \beta_9(\text{CA_CL}) + \varepsilon \quad (4)$$

وحرصاً على تجنب مشاكل الازدواج الخطي، يمكن للباحثة تقسيم نموذج الدراسة الأصلي إلى مجموعة من النماذج الفرعية التي تعبر عن التوجه الرئيسي لكل متغير على حدة، ومن ثم يمكن للباحثة إعادة صياغة نموذج اختبار الفرض الإحصائي الرئيسي الثالث للدراسة على الشكل التالي:

$$\text{NCSKEW} = \beta_0 + \beta_1(\text{CSR_Soc.} \times \text{Div}) + \beta_2(\text{Size}) + \beta_3(\text{Lev}) + \beta_4(\text{ROA}) + \beta_5(\text{CA_CL}) + \varepsilon \quad (4-1)$$

$$\text{NCSKEW} = \beta_0 + \beta_1(\text{CSR_Env.} \times \text{Div}) + \beta_2(\text{Size}) + \beta_3(\text{Lev}) + \beta_4(\text{ROA}) + \beta_5(\text{CA_CL}) + \varepsilon \quad (4-2)$$

$$\text{NCSKEW} = \beta_0 + \beta_1(\text{CSR_Eco.} \times \text{Div}) + \beta_2(\text{Size}) + \beta_3(\text{Lev}) + \beta_4(\text{ROA}) + \beta_5(\text{CA_CL}) + \varepsilon \quad (4-3)$$

$$\text{NCSKEW} = \beta_0 + \beta_1(\text{CSR_Gov.} \times \text{Div}) + \beta_2(\text{Size}) + \beta_3(\text{Lev}) + \beta_4(\text{ROA}) + \beta_5(\text{CA_CL}) + \varepsilon \quad (4-4)$$

$$\text{NCSKEW} = \beta_0 + \beta_1(\text{TCSR} \times \text{Div}) + \beta_2(\text{Size}) + \beta_3(\text{Lev}) + \beta_4(\text{ROA}) + \beta_5(\text{CA_CL}) + \varepsilon \quad (4-5)$$

٤-٣: اختبار استقرار السلسلة الزمنية:

يتم اختبار استقرار السلسلة الزمنية من خلال مرحلتين، تتمثل المرحلة الأولى في إجراء اختبارات استقرار البيانات من خلال فحص جذر الوحدة Unit Root Test، وقد أسفرت نتائج التحليل الإحصائي عن الجدول رقم (٣) التالي:

جدول رقم (٣): نتائج اختبارات الاستقرار (جذر الوحدة) لبيانات الدراسة

Variable		Levin-Lin-Chu	Hadri LM test
NCSKEW	Statistic	٤,٦٤٩	١,٦٢٧
	p-value	٠,٠٢٩	٠,٠٩٧
Div	Statistic	٦,٠٧٩	٠,٤٨٣
	p-value	٠,٠٤٢	٠,١٢١
CSR (Soc.)	Statistic	٢,٦٠٢	٠,٧١٢
	p-value	٠,٠٤٥	٠,١٢٦
CSR (Env.)	Statistic	٤,٩٣٧	١,٣٣٧
	p-value	٠,٠١٥	٠,٢٣٩
CSR (Eco.)	Statistic	٣,٨٨٩	٠,٣٢٩
	p-value	٠,٠٢٣	٠,١٣٣
CSR (Gov.)	Statistic	٧,٣٢٧	١,٨٣٤
	p-value	٠,٠٠٧	٠,٢٤٢
TCSR	Statistic	٥,٨٧٢	٠,٤٩٨
	p-value	٠,٠٤٢	٠,١٧٨

Size	Statistic	٥,٤٩٠	٠,٥٧٥
	p-value	٠,٠٣٤	٠,١٩٧
Lev	Statistic	٤,١٢٥	١,٦١٣
	p-value	٠,٠٢٢	٠,٢١٨
ROA	Statistic	٤,٢٣٠	١,٩٥٥
	p-value	٠,٠٢٥	٠,١١١
CA CL	Statistic	٥,٥٠٨	٠,٦٣٣
	p-value	٠,٠١٣	٠,٠٧٩

ويوضح الجدول السابق لاختبارات جذر الوحدة لأبعاد متغيرات الدراسة بالاستعانة باختبار Levin-Lin-Chu الذي يبين استقرارية البيانات عند جميع المتغيرات، ومن ثم يمكن للباحثة إجراء اختبار جوهانسن للتكامل المشترك Johansen Cointegration Test في المرحلة الثانية لبيان مدى وجود خاصية التكامل المشترك بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، بهدف اختبار فرضية وجود تكامل مشترك من عدمه بين أبعاد المتغيرات، وكانت النتائج كما يظهرها الجدول التالي رقم (٤):

جدول رقم (٤): نتائج اختبارات التكامل المشترك

Rank (r)	Trace Stat.	Critical Value	Max Stat.	Critical Value
0	٣٩١,٤٥	-	١١٥,٦٦	-
1	٤٥٢,٦٧	٤٦٧,٧٣	١١٢,١٩	١٣٣,٧٨
2	٣٣٣,٩٤	٣٨٠,٠٠	٧٨,٧٦	١٠٢,٣٨
3	٢٥٥,١٨	٣١٤,٤١	٦١,٥٥	٩٣,١١
4	١٩٥,٢٦	٢٥٤,٢٨	٥٢,٧٥	٨٣,٨١
5	١٤٢,٥٣	٢٠٢,٥١	٤٤,٢٢	٧٣,٨١
6	٩٨,٣٠	١٥٣,٤٦	٣٦,١٧	٦٤,١٧
7	٦٢,١٤	١١١,٦٩	١٩,٣٣	٥٤,٥٤
8	٤٢,٨٠	٧٦,٩٥	١٧,١٦	٤٤,١٢
9	٢٥,٦٤	٤٨,٣٨	١٣,٤٠	٣٤,١٨
10	١٢,٢٣	٢٥,١٢	١٠,٩٠	٢٢,٩٣
Obs	216			
Optimal LAG	3			
Trend	Constant			

حيث يوضح الجدول السابق نتائج اختبارات التكامل المشترك بين أبعاد متغيرات الدراسة، ومن خلال فحص نتائج اختبار الفرضية تبين أن قيمتي trace and max قد كانت أقل من القيم الحرجة بدءاً من نقطة ١ تكامل مشترك، وهو ما يعني وجود تكامل مشترك بين المتغير التابع خطر انهيار سعر السهم وأبعاد المتغيرات المستقلة جميعها.

٣-٥: اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات:

سوف تعتمد الباحثة على اختبارات التوزيع الطبيعي المتمثلة بغرض التحقق من اقتراب البيانات من توزيعها الطبيعي بالنسبة لمتغيرات الدراسة الكمية المتصلة المتمثلة في الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وخطر انهيار سعر السهم وتوزيعات الأرباح، وهو ما يتضح نتائجها من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (٥): نتائج اختباري كولمغوروف سميرونوف واختبار شابيرو ويلك

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
DIV	0.415	215	0.060	0.821	215	0.097
NCSKE	0.363	215	0.096	0.675	215	0.125
W						
TCSR	0.418	215	0.080	0.863	215	0.111
Size	0.327	215	0.101	0.661	215	0.087
Lev	0.236	215	0.114	0.627	215	0.071
ROA	0.318	215	0.095	0.753	215	0.127
CA_CL	0.227	215	0.068	0.815	215	0.113

a. Lilliefors Significance Correction

بناء على النتائج السابق عرضها بالجدول رقم (٥) يتبين عدم معنوية الاختبارين لأي متغير من متغيرات الدراسة حيث أن قيمة Sig. لكافة المتغيرات أكبر من ٥%، وفي ذلك دلالة على أن توزيع البيانات يتبع التوزيع الطبيعي، وإضافة إلى ذلك، ينخفض مستوى تشتت البيانات حول الوسيط لكافة المتغيرات.

ويمكن للباحثة إجراء اختبارات المتانة والصلاحية لهذا المقياس متعدد الأبعاد اعتماداً على طريقة تحليل المكونات الأساسية لمصفوفة التدوير بغرض استخراج متوسط التباين المستخرج، حيث يتضح أن كافة أبعاد مؤشر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية لها معامل eigenvalue أكبر من الواحد الصحيح، كما يتبين أن إجمالي التباين المستخرج لكافة أبعاد المؤشر يبلغ ٧٥,٢٨١% وهو ما يزيد عن ٥٠% كحد أدنى للنسبة المقبولة وفقاً لدراسة (Hair, et al., 2014) وهو ما يتضح من نتائج الجدول التالي:

جدول رقم (٦): إجمالي التباين المستخرج لأبعاد مؤشر الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية

Component	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared Loadings			Rotation Sums of Squared Loadings		
	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %	Total	% of Variance	Cumulative %
CSR_Soc.	1.468	23.115	23.115	1.468	23.115	23.115	1.468	23.115	23.115
CSR_Env.	1.315	19.421	42.536	1.315	19.421	42.536	1.315	19.421	42.536
CSR_Eco.	1.268	17.318	59.854	1.268	17.318	59.854	1.268	17.318	59.854
CSR_Gov.	1.055	15.427	75.281	1.055	15.427	75.281	1.055	15.427	75.281

Extraction Method: Principal Component Analysis.

وتظهر مصفوفة المكونات المعروضة في الجدول رقم (٧) معاملات التحميل للأبعاد الأربعة لمؤشر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية المتمثلة في البعد البيئي والاجتماعي والحوكمي والاقتصادي، ويتبين أنها جميعاً تحت مكون واحد مما يظهر اتساق المقياس مع بعضه البعض، كما ان معاملات التحميل تتراوح ما بين ٠,٦٨٥ إلى ٠,٧٨١ كما أنها جميعاً أكبر من ٠,٦ وهي الحد الأدنى للقيم المقبولة وفقاً لدراسة (Hair, et al., 2014).

جدول رقم (٧): مصفوفة المكونات والبنود الواجب الاحتفاظ بها بمؤشر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية

	Extraction	Item retained	Item Dropped
CSR_Soc.	0.685	Retained	
CSR_Env.	0.781	Retained	
CSR_Eco.	0.722	Retained	
CSR_Gov.	0.697	Retained	

٣-٦: الإحصاء الوصفي:

أوضحت نتائج التحليل الإحصائي الجدول رقم (٨) التالي:

جدول رقم (٨): نتائج الإحصاء الوصفي

	N	Mean	Std. Dev	Min.	Max.
NCSKEW	216	1.928	0.725	-0.285	4.632
Div	216	1.230	0.097	0.850	2.397
CSR (Soc.)	216	0.381	0.032	0.156	0.431
CSR (Env.)	216	0.404	0.033	0.190	0.465
CSR (Eco.)	216	0.272	0.027	0.181	0.457
CSR (Gov.)	216	0.293	0.030	0.191	0.435
TCSR	216	0.415	0.028	0.201	0.478
Size	216	3.521	0.831	1.187	7.921
Lev	216	0.338	0.087	0.185	0.586
ROA	216	0.229	0.057	0.115	0.691
CA_CL	216	0.426	0.115	0.098	0.864

يتبين للباحثة من خلال العرض السابق للإحصاءات الوصفية مجموعة من الملاحظات التي يمكن بيانها فيما يلي:

يتبين اعتدال الوسط الحسابي للمتغيرات الخاصة بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الجوانب الأربعة الخاصة بالجانب الاجتماعي والبيئي والاقتصادي والحوكمي، حيث تبلغ ٣٨,١%، ٤٠,٤%، ٢٧,٢%، ٢٩,٣% على التوالي، وجميعها قيم تتوسط الحدود الدنيا والقصى للعينة فضلاً عن اقتراب الوسط الحسابي لإجمالي الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والبالغ ٤١,٥% من الحد الأقصى للعينة والتي تبلغ ٤٧,٨%، وهو ما يشير إلى اهتمام الشركات المدرجة بعينة الدراسة بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بشكل عام. ويبلغ الوسط الحسابي لخطر انهيار سعر السهم القيمة ١,٩٢٨ وهي قيمة تتوسط الحدود الدنيا والقصى للعينة ومن ثم تعرض جزء لا يستهان به من عينة الدراسة الى خطر انهيار سعر السهم، ويستلزم الأمر دراسة وفحص ذلك بعينة الدراسة.

كما يبلغ الوسط الحسابي لتوزيعات الأرباح ١,٢٣٠ وهي قيمة منخفضة نسبياً لعينة الدراسة وهو ما يشير إلى اهتمام تلك الشركات بالجانب الاستثماري وتعظيم قيمة المنشأة وتقديم الممارسات المحاسبية على تغليب مصلحة أحد الأطراف (المساهمين)، ويشير انخفاض مستويات الانحراف المعياري للمتغيرات المدرجة بعينة الدراسة إلى انخفاض مستوى التشتت بعينة الدراسة وارتفاع مستوى صلاحيتها للتحليل،

وتأسيساً على النتائج السابق عرضها يمكن للباحثة مقارنة نتائج عينة الدراسة بالدراسات الأخرى ذات الصلة حيث أنها قريبة منها في النتائج بعينة الدراسة.

ويعرض الجدول رقم (٩) مصفوفة ارتباط بيرسون بين المتغيرات المستخدمة في نماذج اختبارات الفروض الإحصائية للدراسة، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (٩): مصفوفة ارتباط بيرسون

	NCSKE W	Div	CSR (Soc.)	CSR (Env.)	CSR (Eco.)	CSR (Gov.)	TCSR	Size	Lev	ROA	CA_ CL
NCSKEW	1										
Div	-0.243*	1									
CSR (Soc.)	-0.127*	0.180*	1								
CSR (Env.)	-0.221*	0.244*	0.235*	1							
CSR (Eco.)	-0.145*	0.267*	0.194*	0.166*	1						
CSR (Gov.)	-0.244*	0.264*	0.223*	0.241*	0.269*	1					
TCSR	-0.152*	0.129*	0.153*	0.197*	0.206*	0.136*	1				
Size	0.075	0.055	0.076	0.079	0.043	0.034	0.060	1			
Lev	0.043	0.082	0.091	0.094	0.043	0.091	0.036	0.085	1		
ROA	0.060	0.054	0.029	0.054	0.071	0.076	0.044	0.081	0.083	1	
CA_CL	0.058	0.033	0.085	0.037	0.050	0.084	0.059	0.056	0.095	0.096	1

* يشير الى معنوية تلك المعاملات عند مستوى ٥%

ويتضح من معاملات الارتباط المدرجة بالجدول وجود علاقة عكسية معنوية بين الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الجوانب الفرعية المتمثلة في الجانب الاجتماعي والبيئي والاقتصادي والحوكمي وخطر انهيار سعر السهم، كما يتبين نفس العلاقة العكسية بين المستوى الإجمالي للإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية وخطر انهيار سعر السهم. ويتضح أيضاً من معاملات الارتباط المدرجة بالجدول وجود علاقة طردية معنوية بين الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الجوانب الفرعية المتمثلة في الجانب الاجتماعي والبيئي والاقتصادي والحوكمي وتوزيعات الأرباح، كما يتبين نفس العلاقة الطردية بين المستوى الإجمالي للإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية وتوزيعات الأرباح. كما يتضح أن قيم معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة أقل من ٠,٨ وهو ما يشير إلى عدم وجود أي مشكلة من مشاكل الأزواج الخطي بين المتغيرات وهو ما يشير إلى صحة نماذج اختبار الفروض الإحصائية للدراسة بشكل مبدئي.

وقد استخدمت الباحثة مقياس (Collinearity Diagnostics) للتحقق من وجود مشكلة الأزواج الخطي، ويتم ذلك من خلال احتساب معامل Tolerance لكل متغير سواء من المتغيرات المستقلة أو الرقابية في علاقة الانحدار مع المتغير التابع، ومن ثم يتم إيجاد معامل Variance Inflation Factor (VIF) حيث يعتبر بمثابة مقياس لتأثير علاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة، ويمكن للباحثة توضيح نتائج هذا الاختبار وذلك من خلال الجدول رقم (١٠) التالي:

جدول رقم (١٠): نتائج اختبارات الازدواج الخطي

	Dependent: NCSKEW		Dependent: Div	
	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance
CSR (Soc.)	0.878	0.739	----	----
CSR (Env.)	1.813	0.676	1.459	0.606
CSR (Eco.)	1.899	0.814	1.116	0.706
CSR (Gov.)	0.910	0.832	1.979	0.571
TCSR	1.808	0.400	0.991	0.774
Size	1.777	0.486	1.239	0.574
Lev	1.523	0.663	1.868	0.759
ROA	1.100	0.735	1.763	0.823
CA_CL	1.452	0.469	1.813	0.414

ويتضح لدى الباحثة من الجدول السابق أن قيمة (VIF) لكافة متغيرات الدراسة لم تتجاوز ١٠ درجات، وقد أوضحت النتائج أن جميع قيم VIF للمتغيرات المستقلة لا تعاني من أي مشاكل بالازدواج الخطي في النموذج المقدر، وبناء عليه فإن نموذج الدراسة لا يعاني من مشكلة الازدواج الخطي.

٣/٧- نتائج اختبارات الفروض الإحصائية للدراسة:

تهدف الباحثة في هذا الجزء من الدراسة إلى تحليل أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الحد من خطر انهيار سعر السهم على الشركات المدرجة بعينة الدراسة في ظل وجود العلاقة التفاعلية بين الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية وتوزيعات الأرباح، وهو ما يمكن تحقيقه من خلال توضيح نتائج اختبارات الفروض الإحصائية الثلاثة للدراسة على النحو التالي:

(١) نتيجة اختبار الفرض الإحصائي الأول للدراسة:

يتنبأ الفرض الأول بتحليل أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على خطر انهيار سعر السهم. وبالتالي، لتحليل هذه العلاقة قامت الباحثة بتشغيل نموذج اختبار الفروض رقم (٢) لاختبار الفرض الإحصائي الأول للدراسة واعتماداً على تحديد طبيعة العلاقة من خلال مستوى معنوية العلاقة واتجاهات وقيم معاملات المتغيرات المدرجة بنموذج اختبار الفروض رقم (٢) تم التوصل إلى النتائج المعروضة بالجدول رقم (١١).

ويتضح لدى الباحثة من خلال النتائج المعروضة بالجدول رقم (١١) الارتفاع النسبي بالقوة التفسيرية للنموذج حيث تبلغ ٣٨,٨%، ٣٤,٤%، ٤٠,٧%، ٤٢,١%، ٤٣,١%، ٦٠,٣% على التوالي، وهو ما يشير إلى أن المتغيرات المستقلة والحاكمة الموجودة بنموذج اختبار الفروض الإحصائية رقم (٢) للدراسة يمكنها تفسير التباين الكلي في الحد من خطر انهيار سعر السهم بنسبة ٣٨,٨%، ٣٤,٤%، ٤٠,٧%، ٤٢,١%، ٤٣,١%، ٦٠,٣%، وبالتالي فإن نموذج اختبار الفروض رقم (٢) يمكنه تفسير العلاقة بكفاءة بين المتغيرات الداخلة فيه.

ويتبين للباحثة ارتفاع ومعنوية قيم F للنماذج المختلفة حيث أنها تبلغ ٣٢,٩٠٨، ٢٥,٤٤٣، ٣٣,٨٥٣، ٢٥,٥٩٤، ٣٤,٥٨٣، ٥١,٧٧٠ على التوالي وجميعها معنوية عند مستوى معنوية ٥% حيث أن معنوية كافة النماذج تبلغ ٠,٠٠٠، كما يتضح اقتراب قيم Durbin Watson من ٢ وهو ما يشير إلى جودة نماذج اختبار الفروض الإحصائية حيث أنها تبلغ ١,٩٠٣، ١,٩١٤، ١,٧٩٦، ١,٩٣٠، ١,٩٨٠، ١,٩٤١ على التوالي.

جدول رقم (١١): نتيجة اختبار الفرض الإحصائي الأول للدراسة

Variables	Panel A			Panel B			Panel C			Panel D			Panel E			Panel F		
	β Coef.	T	Sig.	β Coef.	T	Sig.	β Coef.	T	Sig.	β Coef.	T	Sig.	β Coef.	T	Sig.	β Coef.	T	Sig.
Cons.	0.06	0.58	0.18	0.08	0.63	0.18	0.08	0.92	0.16	0.08	0.67	0.17	0.09	0.81	0.17	0.08	0.62	0.18
CSR (Soc.)	-0.18	-2.18	0.04	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	-0.15	-2.39	0.04
CSR (Env.)	---	---	---	-0.16	-2.39	0.04	---	---	---	---	---	---	---	---	---	-0.16	-2.46	0.04
CSR (Eco.)	---	---	---	---	---	---	-0.26	3.32	0.02	---	---	---	---	---	---	-0.26	-3.10	0.02
CSR (Gov.)	---	---	---	---	---	---	---	---	---	-0.21	-2.84	0.01	---	---	---	-0.22	-2.79	0.01
TCSR	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	-0.36	3.63	0.00	-0.36	-3.76	0.00
Size	0.08	0.09	0.17	0.08	0.10	0.19	0.06	0.07	0.17	0.08	0.07	0.17	0.06	0.08	0.16	0.08	0.06	0.19
Lev	0.10	0.07	0.17	0.10	0.06	0.17	0.09	0.07	0.17	0.06	0.09	0.20	0.07	0.07	0.18	0.09	0.07	0.17
ROA	0.05	0.09	0.17	0.10	0.08	0.17	0.06	0.10	0.16	0.09	0.08	0.16	0.07	0.07	0.18	0.09	0.06	0.19
CA_CL	0.08	0.06	0.16	0.09	0.05	0.20	0.05	0.10	0.16	0.07	0.09	0.17	0.10	0.10	0.20	0.07	0.06	0.17
N	216			216			216			216			216			216		
R2	38.8%			34.4%			40.7%			42.1%			43.1%			60.3%		
VIF(MAX)	2.087			1.730			2.074			1.635			2.260			4.493		
F. Value	32.908			25.443			33.853			25.594			34.583			51.770		
Model Sig.	0.000			0.000			0.000			0.000			0.000			0.000		
DW	1.903			1.914			1.796			1.930			1.980			1.941		

وبالنظر إلى نتائج العمود الأول (Panel A) يتبين للباحثة معنوية المتغير المستقل CSR_Soc الخاص بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الجانب الاجتماعي حيث أن $(\beta = -0.18; t\text{-Stat.} = -2.18 > 2)$ كما أنه يحمل إشارة سالبة، وهو ما يشير إلى أن ارتفاع مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الجانب الاجتماعي يؤدي إلى الحد من مخاطر انهيار سعر السهم بشكل عام، وفيما يتعلق بنتائج العمود الثاني (Panel B) يتبين للباحثة معنوية المتغير المستقل CSR_Env الخاص بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الجانب البيئي حيث أن $(\beta = -0.16; t\text{-Stat.} = -2.39 > 2)$ كما أنه يحمل إشارة سالبة، وهو ما يشير إلى أن ارتفاع مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الجانب البيئي يؤدي إلى الحد من مخاطر انهيار سعر السهم بشكل عام.

وبالنسبة لنتائج العمود الثالث (Panel C) يتبين للباحثة معنوية المتغير المستقل CSR_Eco الخاص بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الجانب الاقتصادي حيث أن $(\beta = -0.26; t\text{-Stat.} = -3.32 > 2)$ كما أنه يحمل إشارة سالبة، وهو ما يشير إلى أن ارتفاع مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الجانب الاقتصادي يؤدي إلى الحد من مخاطر انهيار سعر السهم بشكل عام، كما تشير نتائج العمود الرابع (Panel D) إلى معنوية المتغير المستقل CSR_Gov الخاص بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الجانب الحوكمي حيث أن $(\beta = -0.21; t\text{-Stat.} = -2.84 > 2)$ كما أنه يحمل إشارة سالبة، وهو ما يشير إلى أن ارتفاع مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الجانب الحوكمي يؤدي إلى الحد من مخاطر انهيار سعر السهم بشكل عام.

وعلى مستوى نتائج العمود الخامس (Panel E) يتبين للباحثة معنوية المتغير المستقل TCSR الخاص بإجمالي الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية حيث أن $(\beta = -0.36; t\text{-Stat.} = -3.63 > 2)$ كما أنه يحمل إشارة سالبة، وهو ما يشير إلى أن ارتفاع إجمالي مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يؤدي إلى الحد من مخاطر انهيار سعر السهم بشكل عام، وأخيراً، فيما يتعلق بنتائج العمود السادس (Panel F) الخاص بالنموذج المجمع يتبين للباحثة معنوية كافة المتغيرات المستقلة CSR_Soc, CSR_Env, CSR_Eco, CSR_Gov, TCSR الخاصة بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الجوانب الاجتماعية والبيئية والاقتصادية والحوكومية وكذلك على مستوى إجمالي الإفصاح حيث أن $(\beta = -0.15, -0.26, -0.22, -0.36; t\text{-Stat.} = -2.39, -2.46, -3.10, -2.79, -3.76 > 2)$ إشارة سالبة وهو ما يؤكد نتائج النماذج الفرعية أي أن ارتفاع إجمالي مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وكذلك جوانبه الفرعية الأربعة يؤدي إلى الحد من مخاطر انهيار سعر السهم بشكل عام.

وفي هذا الشأن تود الباحثة الإشارة إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يشير إلى ارتفاع مستوى الشفافية بالشركة حيث أنه أحد الممارسات الاختيارية للشركة والتي تعطي للمستثمر إشارة على استقرار وثبات الشركة، ومن ثم انخفاض احتمالية انهيار أسعار أسهمها، وعلى الجانب الآخر يتبين عدم معنوية أي متغير من المتغيرات الرقابية ومن ثم لن يكون لها أي تأثير على المتغير التابع الخاص بخاطر انهيار سعر السهم، وتأسيساً على نتائج النماذج الفرعية والنموذج المجمع للفرض الإحصائي الأول للدراسة يمكن للباحثة قبول الفرض الإحصائي الرئيسي الأول للدراسة على الشكل البديل التالي: **يوجد تأثير عكسي معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على خطر انهيار سعر السهم.**

(٢) نتيجة اختبار الفرض الإحصائي الثاني للدراسة:

يتنبأ الفرض الثاني بتحليل أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على توزيعات الأرباح، وبالتالي، لتحليل هذه العلاقة قامت الباحثة بتشغيل نموذج اختبار الفروض رقم (٣) لاختبار الفرض الإحصائي الثاني للدراسة واعتماداً على تحديد طبيعة العلاقة من خلال مستوى معنوية العلاقة واتجاهات وقيم معاملات المتغيرات المدرجة بنموذج اختبار الفروض رقم (٣) تم التوصل إلى النتائج المعروضة بالجدول رقم (١٢):

جدول رقم (١٢): نتيجة اختبار الفرض الإحصائي الثاني للدراسة

Variables	Panel A			Panel B			Panel C			Panel D			Panel E			Panel F		
	β Coef.	T	Sig.															
Cons.	0.09	0.93	0.20	0.07	0.88	0.17	0.06	0.88	0.19	0.09	1.16	0.18	0.05	1.05	0.16	0.06	0.86	0.16
CSR (Soc.)	0.16	2.22	0.04	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	0.18	2.50	0.04
CSR (Env.)	---	---	---	0.19	2.26	0.05	---	---	---	---	---	---	---	---	---	0.16	2.49	0.04
CSR (Eco.)	---	---	---	---	---	---	0.28	3.17	0.02	---	---	---	---	---	---	0.28	3.09	0.02
CSR (Gov.)	---	---	---	---	---	---	---	---	---	0.23	2.79	0.01	---	---	---	0.23	2.79	0.01
TCSR	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	0.35	3.69	0.00	0.39	3.65	0.00
Size	0.08	0.07	0.16	0.08	0.07	0.17	0.06	0.09	0.19	0.07	0.09	0.17	0.09	0.09	0.19	0.08	0.05	0.16
Lev	0.10	0.06	0.19	0.10	0.05	0.19	0.06	0.08	0.19	0.09	0.08	0.18	0.09	0.07	0.19	0.08	0.08	0.16
ROA	0.10	0.05	0.19	0.10	0.09	0.17	0.08	0.06	0.17	0.09	0.08	0.17	0.10	0.09	0.17	0.08	0.09	0.18
CA_CL	0.09	0.08	0.17	0.08	0.09	0.18	0.09	0.09	0.19	0.08	0.09	0.19	0.07	0.05	0.18	0.09	0.09	0.18
N	216			216			216			216			216			216		
R2	35.0%			39.9%			36.6%			45.0%			40.6%			55.2%		
VIF(MAX)	1.466			2.070			1.537			1.516			2.780			4.738		
F. Value	27.631			35.122			34.919			26.059			27.369			45.123		
Model Sig.	0.000			0.000			0.000			0.000			0.000			0.000		
DW	1.862			1.916			1.843			1.759			1.788			1.926		

ويتضح لدى الباحثة من خلال النتائج المعروضة بالجدول رقم (١٢) الارتفاع النسبي بالقوة التفسيرية للنموذج حيث تبلغ ٣٥%، ٣٩,٩%، ٣٦,٦%، ٤٥%، ٤٠,٦%، ٥٥,٢% على التوالي، وهو ما يشير إلى أن المتغيرات المستقلة والحاكمة الموجودة بنموذج اختبار الفروض الإحصائية رقم (٣) للدراسة يمكنها تفسير التباين الكلي في توزيعات الأرباح بنسبة ٣٥%، ٣٩,٩%، ٣٦,٦%، ٤٥%، ٤٠,٦%، ٥٥,٢% على التوالي، وهي نتيجة جيدة تقترب من نظيرتها بالعديد من الدراسات ذات الصلة. وبالتالي، فإن نموذج اختبار الفروض رقم (٣) يمكنه تفسير العلاقة بكفاءة بين المتغيرات الداخلة فيه.

كما يتبين للباحثة ارتفاع ومعنوية قيم F للنماذج المختلفة حيث أنها تبلغ ٣٤,٩١٩، ٣٥,١٢٢، ٢٧,٦٣١، ٤٥,١٢٣، ٢٧,٣٦٩، ٢٦,٠٥٩ على التوالي وجميعها معنوية عند مستوى معنوية ٥% حيث أن معنوية كافة النماذج تبلغ ٠,٠٠٠، كما يتضح اقتراب قيم Durbin Watson من ٢ وهو ما يشير إلى جودة نماذج اختبار الفروض الإحصائية حيث أنها تبلغ ١,٨٦٢، ١,٩١٦، ١,٨٤٣، ١,٧٥٩، ١,٧٨٨، ١,٩٢٦ على التوالي.

وبالنظر إلى نتائج العمود الأول (Panel A) يتبين للباحثة معنوية المتغير المستقل CSR_Soc الخاص بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الجانب الاجتماعي حيث أن $(\beta = 0.16; t\text{-Stat.} = 2.22 > 2)$ كما أنه يحمل إشارة موجبة. وفيما يتعلق بنتائج العمود الثاني (Panel B) يتبين للباحثة معنوية المتغير المستقل CSR_Env الخاص بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الجانب البيئي حيث أن $(\beta = 0.19; t\text{-Stat.} = 2.26 > 2)$ كما أنه يحمل إشارة موجبة، وتشير نتائج العمود الثالث (Panel C) إلى معنوية المتغير المستقل CSR_Eco الخاص بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الجانب الاقتصادي حيث أن $(\beta = 0.28; t\text{-Stat.} = 3.17 > 2)$ كما أنه يحمل إشارة موجبة، كما يتبين للباحثة من نتائج العمود الرابع (Panel D) معنوية المتغير المستقل CSR_Gov الخاص بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الجانب الحوكمي حيث أن $(\beta = 0.23; t\text{-Stat.} = 2.79 > 2)$ كما أنه يحمل إشارة موجبة.

وعلى مستوى نتائج العمود الخامس (Panel E) يتبين للباحثة معنوية المتغير المستقل TCSR الخاص بإجمالي الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية حيث أن $(\beta = 0.35; t\text{-Stat.} = 3.69 > 2)$ كما أنه يحمل إشارة موجبة، وأخيراً، فيما يتعلق بنتائج العمود السادس (Panel F) الخاص بالنموذج المجمع يتبين للباحثة معنوية كافة المتغيرات المستقلة CSR_Soc، CSR_Env، CSR_Eco، CSR_Gov، TCSR الخاصة بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الجوانب الاجتماعية والبيئية والاقتصادية والحوكومية وكذلك على مستوى إجمالي الإفصاح حيث أن $(\beta = 0.18, 0.16, 0.28, 0.23, 0.39; t\text{-Stat.} = 2.50, 2.49, 3.09, 2.79, 3.65 > 2)$ وجميعها يحمل إشارة موجبة وهو ما يؤكد نتائج النماذج الفرعية أي أن ارتفاع إجمالي مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وكذلك جوانبه الفرعية الأربعة يؤدي إلى ارتفاع مستوى توزيعات الأرباح كإشارة للمستثمر على جودة الموقف الاستثماري للشركة، وعلى الجانب الآخر يتبين عدم معنوية أي متغير من المتغيرات الرقابية ومن ثم لن يكون لها أي تأثير على المتغير التابع الخاص بتوزيعات الأرباح.

وتأسيساً على نتائج النماذج الفرعية والنموذج المجمع للفرض الإحصائي الثاني للدراسة يمكن للباحثة قبول الفرض الإحصائي الثاني للدراسة على الشكل البديل التالي: **يوجد تأثير طردي معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على توزيعات الأرباح.**

(٣) نتيجة اختبار الفرض الإحصائي الثالث للدراسة:

يتنبأ الفرض الثالث بتحليل أثر العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتوزيعات الأرباح على الحد من خطر انهيار سعر السهم، وبالتالي، لتحليل هذه العلاقة قامت الباحثة بتشغيل نموذج اختبار الفروض

وتأسيساً على نتائج النماذج الفرعية والنموذج المجمع للفرض الإحصائي الثالث للدراسة يمكن للباحثة قبول الفرض الإحصائي الثالث للدراسة على الشكل البديل التالي: يوجد تأثير عكسي معنوي للعلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتوزيعات الأرباح على خطر انهيار سعر السهم.

المحدد الرابع: النتائج والتوصيات والدراسات المستقبلية

تمثل الهدف الرئيسي للدراسة الحالية في قياس أثر العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وسياسات توزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المدرجة في البورصة المصرية، وفي سبيل تحقيق هذا الهدف اعتمدت منهجية الدراسة التطبيقية على ثلاث فروض رئيسية لقياس العلاقة بين المتغيرات البحثية، حيث بلغت عينة الدراسة النهائية ٢٥ شركة من الشركات المدرجة في مؤشر EGX 30 خلال الفترة الزمنية من ٢٠١٤ حتى ٢٠٢٢، وتوصلت الدراسة النظرية والتطبيقية لمجموعة من النتائج يمكن عرضها على النحو التالي:

- 1- ترجع وجهة النظر السلبية بشأن العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات ودفع توزيعات الأرباح نتيجة للتعارض بين المساهمين وأصحاب المصالح الآخرين، حيث أن إعطاء الأولوية لتعظيم ثروة المساهمين من خلال توزيعات الأرباح قد يؤدي للإضرار بخلق قيمة مستدامة طويلة الأجل للشركة.
- 2- كما توصلت الدراسة النظرية إلى أن توزيعات الأرباح قد تمنع المديرين من الإفراط في الاستثمار في أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات، حيث أن توفر التدفقات النقدية بشكل كبير قد يسمح للمديرين بالإفراط في الاستثمار.
- 3- قد يحدث التأثير الإيجابي لتوزيعات الأرباح على أسعار الأسهم لأن توزيعات الأرباح توفر معلومات ذات قيمة للمستثمرين، وعلى ذلك فإن مراعاة إدارة الشركات للتوازنات المختلفة بين جميع أصحاب المصالح في إطار تحقيق الأهداف قصيرة وطويلة المدى للشركات أصبح أمر حتمي لبقاء واستدامة الشركات على المستوى الاقتصادي والاجتماعي.
- 4- استغلال الموارد المالية المتاحة للشركة في إرساء العلاقة التكاملية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وسياسة توزيع الأرباح يؤدي إلى تخفيف الضغوط المجتمعية وزيادة الشفافية في التقرير عن المعلومات المالية وغير المالية، وتدعيم ثقة كافة الأطراف تجاه الشركات.
- 5- يكون لإعلانات توزيعات الأرباح وتغييراتها القدرة على نقل معلومات المديرين الداخليين إلى الخارج، ويكون لأسعار الأسهم رد فعل إيجابي على زيادة توزيعات الأرباح وردود فعل سلبية على انخفاض توزيعات الأرباح.
- 6- أوضحت نتائج التحليل الإحصائي معنوية كافة المتغيرات المستقلة CSR_Soc , CSR_Env , CSR_Eco , CSR_Gov , $TCSR$ حيث أن $(\beta = -0.15, -0.16, -0.26, -0.22, -0.36; t-Stat.)$ وجميعها يحمل إشارة سالبة وهو ما يؤكد أن ارتفاع إجمالي مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وكذلك جوانبه الفرعية الأربعة يؤدي إلى الحد من مخاطر انهيار سعر السهم.
- 7- كما اتفقت النتائج النظرية مع نتائج التحليل الإحصائي في أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يشير إلى ارتفاع مستوى الشفافية بالشركة حيث أنه أحد الممارسات الاختيارية للشركة والتي تعطي للمستثمر إشارة على استقرار وثبات الشركة، ومن ثم انخفاض احتمالية انهيار أسعار أسهمها.
- 8- توضح نتائج التحليل الإحصائي وجود تأثير عكسي معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على خطر انهيار سعر السهم.
- 9- يتبين معنوية كافة المتغيرات المستقلة CSR_Soc , CSR_Env , CSR_Eco , CSR_Gov , $TCSR$ الخاصة بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الجوانب الاجتماعية والبيئية والاقتصادية والحوكومية وكذلك على مستوى إجمالي الإفصاح حيث أن $(\beta = 0.18, 0.16, 0.28)$

- 2) $0.23, 0.39; t\text{-Stat.} = 2.50, 2.49, 3.09, 2.79, 3.65 >$ ما يؤكد أن ارتفاع إجمالي مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يؤدي إلى ارتفاع مستوى توزيعات الأرباح كإشارة للمستثمر على جودة الموقف الاستثماري للشركة.
- 10- أوضحت نتائج التحليل الإحصائي وجود تأثير طردي معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على توزيعات الأرباح.
- 11- أوضحت النتائج معنوية كافة المتغيرات المستقلة $CSR_Soc*Div, CSR_Env*Div, CSR_Eco*Div, CSR_Gov*Div, TCSR*Div$ حيث أن $(\beta = -0.18, -0.19, -0.27, -0.34; t\text{-Stat.} = -2.18, -2.46, -3.21, -2.68, -3.98 > 2)$ وجميعها يحمل إشارة سالبة وهو ما يؤكد نتائج النماذج الفرعية أي أن ارتفاع إجمالي مستوى العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتوزيعات الأرباح يؤدي إلى الحد من مخاطر انهيار سعر السهم بشكل عام.
- 12- بناء على نتائج التحليل الإحصائي يتضح وجود تأثير عكسي معنوي للعلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتوزيعات الأرباح على خطر انهيار سعر السهم.
- وفى ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج نظرية وتطبيقية، توصى الدراسة الحالية بمجموعة من التوصيات يتمثل أهمها فيما يلي :
- 1- ضرورة اعتبار سياسة توزيع الأرباح بمثابة مؤشر تنبؤي للشركات المصرية المدرجة حتى يستطيع مساهموها التنبؤ بمكاسبهم الرأسمالية.
 - 2- ضرورة سعى الشركات المصرية المدرجة إلى تقديم المزيد من الإفصاحات عن المسؤولية الاجتماعية، حيث يؤدي ذلك إلى التخفيض من حاجتها إلى دفع أرباح أعلى للإشارة إلى التزامها.
 - 3- السعي نحو زيادة جودة التقارير المالية جنباً إلى جنب مع تقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات لتعزيز الأرباح للشركات المصرية المدرجة .
 - 4- ضرورة سعى واضعي السياسات والجهات التنظيمية إلي تشجيع الشركات على تحسين جودة حوكمة الشركات والمشاركة الفعالة في أنشطة أكثر للمسؤولية الاجتماعية.
 - 5- ضرورة إلتزام الشركات المصرية المدرجة المسؤولة اجتماعياً بمعايير إعداد التقارير الأخلاقية والمالية بما يقلل من مشاكل الوكالة وانخفاض عدم تماثل المعلومات.
 - 6- ضرورة اتخاذ الشركات المصرية إجراء استباقى نحو مسئوليتها الاجتماعية والبيئية لمراعاة أصحاب المصلحة الداخليين والخارجيين .
 - 7- السعي نحو تشجيع الشركات المصرية لزيادة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية الأمر الذي يؤدي إلي ارتفاع مستوى الشفافية بالشركة حيث أنه أحد الممارسات الاختيارية للشركة والتي تعطي للمستثمر إشارة على استقرار وثبات الشركة، ومن ثم انخفاض احتمالية انهيار أسعار أسهمها.
 - 8- إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث المستقبلية عن العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات والتمويل المستدام وأثرهم على قيمة الشركة .
- إجراء المزيد من الدراسات عن العلاقة بين تكاليف الملكية الأجنبية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم المدرجة في البورصة المصرية .

المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية:

المر، نورهان علي محمد، " قياس تأثير الإفصاح الإلزامي للمسؤولية الاجتماعية للشركات على استجابة أسعار الأسهم لإعلانات الأرباح بالشركات المصرية المدرجة بالبورصة"، *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، مجلد ٤، عدد ٣، ٢٠٢٢، ص ص ٩٥-١٢٢*.

مليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم، " أثر دورة حياة الشركة والمسؤولية الاجتماعية وجودة المستحقات على سياسة توزيعات الأرباح: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في مؤشر EGX-100"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مجلد ٤، عدد ٢، ٢٠٢٠، ص ص ٧٤-١*.

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية:

- Abdel Megeid, N. S., (2023), "The Quadruple Impact of Integrated ESG and CSR Sustainability Voluntary Disclosure on Financial Reporting Quality, Firm Value, Stock Value, and Tax Avoidance: Evidence from Egypt", *Journal of Accounting and Auditing*, Faculty of Commerce, Beni Suef University, 2, pp. 44-128.
- Adhikari, B. K., (2016), "Causal effect of analyst following on corporate social responsibility", *Journal of Corporate Finance*, 41, pp. 201-216
- Ahmed, F., Rafay, A., & Ahmed, A., (2018), "Dividend payout policy of conventional banking and islamic banking in Pakistan", *Journal of Islamic Economics*, 10 (1), pp. 135-152.
- Al-Shammari, M.A., Banerjee, S.N., & Rasheed, A.A., (2021), "Corporate social responsibility and firm performance: a theory of dual responsibility", *Management Decision*, 60 (6), pp. 1513-1540.
- Andreou, P. C., Antoniou, C., Horton, J., & Louca, C., (2016), "Corporate Governance and Firm Specific Stock Price Crashes", *European Financial Management*, 22(5), pp. 916-956.
- Andriosopoulos, D., De cesari, A., & Stathopoulos, K., (2020), "Excess corporate payouts and financial distress risk", *European Financial Management*, 27 (5), pp. 865-898.
- Asem, E., (2022), "Are dividend changes exploited in the equity market?", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 85, pp. 125-133.
- Azrak, T., Saiti, B., Kutan, A., & Ali, E.R., (2020), "Does information disclosure reduce stock price volatility? A comparison of Islamic and conventional banks in Gulf countries", *International Journal of Emerging Markets*, 16 (8), pp. 1769-1792.
- Baboukardos, D., (2017), "Market valuation of greenhouse gas emissions under a mandatory reporting regime: evidence from the UK", *Accounting Forum*, 41 (3), pp. 221-233.
- Bae, J., Yang, X., & Kim, M., (2021), "ESG and Stock Price Crash Risk: Role of Financial Constraints", *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 50, pp. 556-581.
- Baker, H.K., De Ridder, A., & Råsbrant, J., (2020), "Investors and dividend yields", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 76, pp. 386-395.

- Barros, V., Matos, P. V., Sarmiento, J. M., &Vieira, P. R., (2023), “High-tech firms: Dividend policy in a context of sustainability and technological change”, *Technological Forecasting & Social Change*, 190, pp.1-13.
- Barros, V., Matos, P.V., Sarmiento, J.M., (2020), “What firm’s characteristics drive the dividend policy? A mixed-method study on the Euronext stock exchange”, *Journal of Business Research*, 115, pp. 365–377.
- Basse, T., Klein, T., Samuel A. Vigne, S. A., &Wegener, C., (2021), “U.S. stock prices and the dot.com-bubble: Can dividend policy rescue the efficient market hypothesis?”, *Journal of Corporate Finance*, 67, pp. 1-26.
- Benkraiem, R., Boubaker, S., &Saeed, A., (2022), “How does corporate social responsibility engagement affect the information content of stock prices?”, *Managerial and Decision Economics*, 43 (10), pp.1266–1289.
- Benlemlih, M., (2019), “Corporate social responsibility and dividend policy”, *Research in International Business and Finance*, 47, pp.114–138.
- Bermundo, M. B., Ferrer, R. C., Ramirez, F., (2019), “The Mediating effect of Corporate Social Responsibility and Dividend Policy on the Effect of Corporate Governance Mechanism on Firm Value among Publicly Listed Companies in the Philippines”, *International Journal of Engineering and Advanced Technology*, 8 (6S), pp. 602-605.
- Bilal, M., Hussain, S., Rafiq, M., Ahmad, N., Quddus, A., &Pham, T. P., (2021), “Does Quality of Corporate Governance Moderate the Relationship between Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Exposure”, *Studies of Applied Economics*, 39 (12), pp. 1-18.
- Boo, H. L., &Chan, T. H., (2022), “Dividend payout policy and global financial crisis: A study on Asian non-financial listed companies”, *Asian Economic and Financial Review*, 12(10), pp. 848-863.
- Boubaker, S., Liu, Z., &Zhan, Y., (2022), “Customer relationships, corporate social responsibility, and stock price reaction: Lessons from China during health crisis times”, *Finance Research Letters*, 47, pp. 1-7.
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T. W., &Wang, X., (2021), “The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China”, *Finance Research Letters*, 38, Article 101716.
- Buchanan, B., Cao, C.X., &Chen, C., (2018), “Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership”, *Journal of Corporate Finance*, 52, pp. 73-95.
- Callen, J. L., &Fang, X. H., (2017), “Crash risk and the auditor-client relationship”, *Contemporary Accounting Research*, 34(3), pp. 1715–1750.
- Canh, N. T., Liem, N. T., Thu, P. A., & Khuong, N. V., (2019), “The impact of innovation on the firm performance and corporate social responsibility of Vietnamese manufacturing firms”, *Sustainability*, 11(13), pp. 1-14.
- Cao, T., Nguyen, H., Nguyen, K., &Nguyen L., (2023), “Information asymmetry on the link between corporate social responsibility and stock price crash risk”, *Cogent Economics & Finance*, 11, pp. 1-13.
- Chaoqun, M., &Yonggang, T., (2020), “Dividend yield, institutional investors and stock price crash risk”, *Systems Engineering Theory & Practice*, 40(12), pp. 3019-3033.

- Chatterjee, C., & Tiwari, S., (2022), "Dividend reduction and stock price reaction in Indian market: is there a role of share repurchase?", *Journal of Indian Business Research*, 14(4), pp. 447-471.
- Chatterjee, C., Dutta, P., & Basu, S., (2021), "Evidence-based Stock Price Behaviour Around Cash Dividend Announcements in an Emerging Market Set-up", *Global Business Review*, pp. 1-18.
- Chen, E., Gavious, I., & Steinberg, N., (2019), "Dividends from unrealized earnings and default risk", *Review of Accounting Studies*, 24(2), pp. 491-535.
- Chen, H., Karim, K., & Tao, A., (2021), "The effect of suppliers' corporate social responsibility concerns on customers' stock price crash risk", *Advances in Accounting*, 52, pp. 1-14.
- Chen, Y.C., Hung, M., & Wang, Y., (2018), "The effect of mandatory CSR disclosure on firm profitability and social externalities: evidence from China", *Journal of Accounting and Economics*, 65(1), pp. 169-190.
- Cheung, A., Hub, M., & Schwiebert, J., (2018), "Corporate social responsibility and dividend policy", *Accounting and Finance*, 58, pp. 787-816.
- Cooper, I. A., & Lambertides, N., (2018), "Large dividend increases and leverage", *Journal of Corporate Finance*, 48, pp. 17-33.
- Dahiya, M., Singh, S., & Chaudhry, N., (2023), "Corporate social responsibility and dividend policy in India", *Management Decision*, pp. 1725-1747.
- Dai, J., Lu, C., & Qi, J., (2019), "Corporate Social Responsibility Disclosure and Stock Price Crash Risk: Evidence from China", *Sustainability*, 11, 448, pp. 1-20.
- De villiers, C., Ma, D., & Marques, A., (2023), "Corporate social responsibility disclosure, dividend payments and firm value – Relations and mediating effects", *Accounting & Finance*, pp. 1-45.
- DeFond, M. L., Hung, M., Li, S., & Li, Y., (2015), "Does mandatory IFRS adoption affect crash risk?", *The Accounting Review*, 90(1), pp. 265-299.
- Dempsey, S. J., Harrison, D. M., & Sheng, H., (2015), "Core Earnings Uncertainty, Dividend Change Announcements and the Reduction of Covariance Component Risks", *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(9) & (10), pp. 1075-1120.
- Dewasiri, N. J., & Abeysekera N., (2022), "Corporate social responsibility and dividend policy in Sri Lankan firms: A data triangulation approach", *Journal of Public Affairs*, 22, pp. 1-12.
- Driver, C., Grosman, A., & Scaramozzino, P., (2020), "Dividend policy and investor pressure", *Economic Modelling*, 89, pp. 559-576.
- Dumitrescu, A., & Zakriya, M., (2021), "Stakeholders and the stock price crash risk: What matters in corporate social performance?", *Journal of Corporate Finance*, 67, pp. 1-19.
- Dunbar, C., Li, F., & Shi, Y., (2021), "Corporate social (ir)responsibility and firm risk: The role of corporate governance", <https://ssrn.com/abstract=3791594>.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., & Kim, Y., (2017), "Country-level institutions, firm value, and the role of corporate social responsibility initiatives", *Journal of International Business Studies*, 48, pp. 360-385.

- Ellili, N. O. D., (2022), "Impact of environmental, social and governance disclosure on dividend policy: What is the role of corporate governance? Evidence from an emerging market", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29, pp.1396–1413.
- Erdogan, S. B., Danisman, G. O., &Demir, E., (2023), "ESG performance and dividend payout: A channel analysis", *Finance Research Letters*, 55, pp.1-12.
- Farooq, O., Satt, H., Bendriouch, F. Z., &Lamiri, D., (2021), "Dividend policy and the downside risk in stock prices: evidence from the MENA region", *The Journal of Risk Finance*, 22(3/4), pp. 261-278.
- Feng, J., Goodell, J. W., &Shen, D., (2022), "ESG rating and stock price crash risk: Evidence from China", *Finance Research Letters*, 46, pp. 1-8.
- Fiori, G., Di Donato, F., &Izzo, M. F., (2015), "Corporate social responsibility and stock prices: a study on the Italian market", *Corporate Ownership & Control*, 12(2), pp. 600-609.
- Flammer, C., (2015), "Does product market competition foster corporate social responsibility? Evidence from trade liberalization", *Strategic Management Journal*, 36 (10), pp. 1469–1485.
- Fonseka, M., &Richardson, G., (2023), "The effect of mandatory corporate social responsibility disclosure and performance on firms' dividend decisions: Evidence from China", *Economic Modelling*, 120, pp. 1-24.
- Francis, B., Hasan, I., & Li, L., (2016), "Abnormal real operations, real earnings , and subsequent crashes in stock prices", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 46(2), pp. 217-260.
- Ganguli, S., Dawar, V., &Arrawatia, R., (2020), "Corporate dividend policy, minority shareholders right and equity value of firm: evidence from Singapore", *Journal of Public Affairs*, 20(2), pp. 1-8.
- Gao, D., Zhao, Y., &Tian, Q., (2022), "Returnee Executives, Corporate Social Responsibility, and Stock Price Synchronicity", *Frontiers in Psychology*, 13, pp. 1-14.
- Garanina, T., (2023), "CSR disclosure and state ownership: implications for earnings management and market value", *Journal of Accounting in Emerging Economies*, pp.2042-1168.
- García-Sánchez, I. M., Hussain, N., Khan, S. A., &Martínez-Ferrero, J., (2021), "Assurance of corporate social responsibility reports: Examining the role of internal and external corporate governance mechanisms", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(1), pp. 89–106.
- Garg, M. C. & V. Bhargaw, (2019), "The Determinants of Dividend Policy in Indian Corporate Sector", *Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 18 (1), pp 31-81.
- Gillan, S.L., Koch, A., &Starks, L.T., (2021), "Firms and social responsibility: a review of ESG and CSR research in corporate finance", *Journal of Corporate Finance*, 66, pp. 1-41.
- Glegg, C., Harris, O., &Ngo, T., (2018), "Corporate social responsibility and the wealth gains from dividend increases", *Review of Financial Economics*, 36, pp. 149–166.

- Grewal, J., Hauptmann, C., & Serafeim, G., (2021), "Material Sustainability Information and Stock Price Informativeness", *Journal of Business Ethics*, 171, pp.513–544.
- Guan, J.X., Li, O.Z., & Ma, J., (2018), "Managerial ability and the shareholder tax sensitivity of dividends", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53, pp. 335–364.
- Gunarathne, U., Priyadarshanie, W., & Samarakoon, S., (2016), "Impact of dividend policy on stock price volatility and market value of the firm: Evidence from Sri Lanka manufacturing companies", *Corporate Ownership & Control*, 13(3), pp. 219-225.
- Guo, C., Yang, B., & Fan, Y., (2022), "Does mandatory CSR disclosure improve stock price informativeness? Evidence from China", *Research in International Business and Finance*, 62, pp. 1-17.
- Ham, C.G., Kaplan, Z.R., & Leary, M.T., (2020), "Do dividends convey information about future earnings?", *Journal of Financial Economics*, 136(2), pp. 547–570.
- Hansson, F., (2020), "How does dividend events affect stock prices? An event study on market efficiency", *Nationalekonomiska Institutionen*, pp. 1-33.
- Hao, D. Y., Qi, G. Y., & Wang, J., (2018), "Corporate Social Responsibility, Internal Controls, and Stock Price Crash Risk: The Chinese Stock Market", *Sustainability*, 10, pp. 1-22.
- Hasan, F., Kayani, U. N., & Choudhury, T., (2023), "Behavioral Risk Preferences and Dividend Changes: Exploring the Linkages with Prospect Theory Through Empirical Analysis", *Global Journal of Flexible Systems Management*, 24(4), pp. 517–535.
- Hasan, M., Rahman, D., Taylor, G., & Oliver, B., (2021), "Crash risk and debt maturity: evidence from Australia", *International Journal of Managerial Finance*, 17(3), pp. 377-400.
- Havlinova, A., & Kukacka, J., (2023), "Corporate Social Responsibility and Stock Prices After the Financial Crisis: The Role of Strategic CSR Activities", *Journal of Business Ethics*, 182, pp. 223–242.
- Hunjra, A. I., Mehmood, R., & Tayachi, T., (2020), "How Do Corporate Social Responsibility and Corporate Governance Affect Stock Price Crash Risk?", *Journal of Risk and Financial Management*, 13(2), 30, pp. 1-15.
- Hair Jr, J., Sarstedt, M., Hopkins, L., & G. Kuppelwieser, V., (2014), "Partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM) An emerging tool in business research", *European Business Review*, 26(2), pp.106-121.
- Hussain, A., & Akbar, M., (2022), "Dividend policy and earnings management: do agency problem and financing constraints matter", *Borsa Istanbul Review*, 22(5), pp. 839–853.
- Jebran, K., Chen, S., & Zhang, R., (2022), "Board social capital and stock price crash risk", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 58(2), pp. 499-540.
- Ji, Y., Xu, W., & Zhao, Q., (2019), "The real effects of stock prices: learning, disclosure and corporate social responsibility", *Accounting & Finance*, 59, pp. 2133–2156.

- Jung, S. C., & Kim, Y. H., (2022), "ESG Activities and Dividend Policy in Korean Firms", *Asian Review of Financial Research*, 35(2), pp. 107-145.
- Kang, J., 2016, "Labor market evaluation versus legacy conservation: What factors determine retiring CEOs' decisions about long-term investment?", *Strategic Management Journal*, 37(2), pp. 389-405.
- Khan, F., Jan, S. U., & Khan, H., (2020), "Does Dividend Policy Determine Stock Price Volatility? (A Case Study of Malaysian Manufacturing Sector)", *JGPG*, 9, pp. 67-78.
- Khanal, A. R., & Mishra, A. K., (2017), "Stock price reactions to stock dividend announcements: A case from a sluggish economic period", *North American Journal of Economics and Finance*, 42, pp. 338-345.
- Kim, J. B., Luo, L., & Xie, H., (2020), "Do Dividends Mitigate Bad News Hoarding, Overinvestment, and Stock Price Crash Risk?", pp. 1-61, Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=3127275>.
- Kim, J., Yang, I., Yang, T., & Koveos, P., (2021), "The impact of RD intensity, financial constraints, and dividend payout policy on firm value", *Finance Research Letters*, 40, 101802.
- Kong, D., Ji, M., & Zhang, F., (2022), "Individual investors' dividend tax reform and corporate social responsibility", *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 78, pp. 1-18.
- Konstantin, M., & Tristan, N., (2021), "On the impact of dividend payments on stock prices- An empirical analysis of the German stock market", *Studies in Business and Economics*, No. 16(1), pp. 255-269.
- Kumaraswamy, S., Aktan, B., & AlHawachi, Z.H., (2017), "Why do financial services companies pay dividend? Evidence from Qatar Stock Exchange", *Investment Management and Financial Innovations*, 14(3), pp. 389-403.
- Kumaraswamy, S., Ebrahim, R. H., & Mohammad, W. M., (2019), "Dividend policy and stock price volatility in Indian capital market", *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, Vol. 7, No. 2, pp. 862-874.
- Lakhal, F., Kuzey, C., Uyar, A., & Karaman, A. S., (2023), "The relationship between dividend payout and corporate social responsibility: The moderating effect of shareholder friendliness and board monitoring", *Journal of Cleaner Production*, 394, pp. 1-29.
- Le, N. N., Yinb, X., & Zhaoc, J., (2020), "Effects of investor tax heterogeneity on stock prices and trading behaviour around the ex-dividend day: the case of Australia", *Accounting & Finance*, 60, pp. 3775-3812.
- Lee, J. H., Cho, J. H., & Kim, B. J., (2022), "ESG Performance of Multinational Companies and Stock Price Crash: Evidence from Korea", *Journal of Economic Integration*, 37(3), pp. 523-539.
- Lee, M. T., (2016), "Corporate social responsibility and stock price crash risk Evidence from an Asian emerging market", *Managerial Finance*, 42(10), pp. 963-979.
- Li, S., Yin, P., & Liu, S., (2022), "Evaluation of ESG Ratings for Chinese Listed Companies from the Perspective of Stock Price Crash Risk", *Frontiers in Environmental Science*, 10, pp. 1-12.

- Li, X., Wang, S. S., & Wang, X., (2017), "Trust and stock price crash risk: Evidence from China", *Journal of Banking & Finance*, 76, pp. 74–91.
- Liang, S., Jiang, Y., Yu, J., & Xu, W., (2021), "Large shareholders' tunneling and stock price crash risk", *China Journal of Accounting Studies*, 9(4), pp. 469–489.
- Ling, X., Shan, Y. G., Wu, W., & Zhang, L., (2022), "Do overpaid dividends drive stock price crash risk? Evidence from China", pp. 1-67, Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=4149258>.
- Lins, K.V., Servaes, H., & Tamayo, A., (2017), "Social capital, trust, and firm performance: the value of corporate social responsibility during the financial crisis", *The Journal of Finance*, 72(4), pp. 1785-1824.
- Mahirun, M., Jannati, A., Kushermanto, A., & Prasetiani, T. R., (2023), "Impact of dividend policy on stock prices", *International Scientific Journal about Logistics*, 10(2), pp. 199-208.
- Maqbool, Z., Abid, A., & Bhutta, A. I., (2022), "Effect of corporate social responsibility performance on dividend pay-out: Role of corporate governance quality", *Frontiers in Psychology*, pp. 1-13.
- Marhfor, A., Bouslah, K., MZali, B., & Ghilal, R., (2021), "Corporate social responsibility and stock price informativeness: The public interest perspective", *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 38(3), pp. 29–41.
- Matos, P. V., Barros, V., & Sarmiento, J. M., (2020), "Does ESG Affect the Stability of Dividend Policies in Europe?", *Sustainability*, 12, pp. 1-15.
- Minutiello, V., & Tettamanzi, P., (2022), "The quality of nonfinancial voluntary disclosure: A systematic literature network analysis on sustainability reporting and integrated reporting", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(1), pp. 1–18.
- Mohmed, A., Flynn, A., & Grey, C., (2019), "The link between CSR and earnings quality: evidence from Egypt", *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 10(1), pp. 1-20.
- Murata, R., & Hamori, S., (2021), "ESG Disclosures and Stock Price Crash Risk", *Journal of Risk and Financial Management*, 14(2), 70, pp. 1-20.
- Nam, G., & Jeon, K., (2020), "The Effects of the Stock Price Crash on the Dividend Policy", *Korean studies Information service system*, 45(6), pp. 149-188.
- Naseem, M. a., Ali, R., & Rehman, R. U., (2023), "Is there a mediating role of corporate social responsibility between board independence, board diversity, and dividend payouts decision?", *Gender in Management: An International Journal*, pp.1754-2413.
- Ng, A. C., & Rezaee, Z., (2020), "Business sustainability factors and stock price informativeness", *Journal of Corporate Finance*, 64, pp. 1-29.
- Ng, A.C., & Rezaee, Z., (2015), "Business sustainability performance and cost of equity capital", *Journal of Corporate Finance*, 34, pp. 128–149.
- Nguyen, L. T. M., & Dinh, P. H., (2021), "Ex-ante risk management and financial stability during the COVID-19 pandemic: A study of Vietnamese firms", *China Finance Review International*, 11, pp. 349–371.

- Nguyen, T.T., &Bui, P.K., (2019), “Dividend policy and earnings quality in Vietnam”, *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 26(2), pp.301–312.
- Ni, X., &Zhang, H., (2019), “Mandatory corporate social responsibility disclosure and dividend payouts: evidence from a quasi-natural experiment”, *Accounting & Finance*, 58, pp. 1581–1612.
- Nirino, N., Santoro, G., Miglietta, N., &Quaglia, R., (2021), “Corporate controversies and company’s financial performance: exploring the moderating role of ESG practices”, *Technological Forecasting and Social Change*, 162, 120341.
- Octaviani, F. A., &Utama, C. A., (2022), “Impact of Corporate Hedging and ESG on Stock Price Crash Risk: Evidence from Indonesian Energy Firms”, *Indian Journal of Corporate Governance*, 15(2), pp. 149–169.
- Odeh, M. H., Alshannag, F. M., Eneizan, B., Alkhaldeh, A. M., &Makhamreh, H. Z., (2020), “Analysis of the relationship between corporate social responsibility (CSR) spending and market stock price among Jordanian service firms”, *Cogent Business & Management*, 7, pp. 1-14.
- Olofsson, P., Råholm, A., Uddin, G. S., Troster, V., & Kang, S. H., (2021), “Ethical and unethical investments under extreme market conditions”, *International Review of Financial Analysis*, 78(366a), 101952.
- Omran, M., Ramdhony, D., Mooneepen, O., & Nursimloo, V., (2021), “Integrated reporting and board characteristics: Evidence from top Australian listed companies”, *Journal of Applied Accounting Research*, 22(4), pp. 732–758.
- Pathan, S., Faff, R., Méndez, C.F., &Masters, N., (2016), “Financial constraints and dividend policy”, *Australian Journal of Management*, 41(3), 484–507.
- Pelcher, L., &Bolton, j., (2021), “Dividend policy, stock price volatility and wealth maximization for AltX listed companies in developing economies”, *Journal of Global Business and Technology*, 17(1), pp. 13-25.
- Phan, T. K., &Tran, N. H., (2019), “Dividend policy and stock price volatility in an emerging market: Does ownership structure matter?”, *Cogent Economics & Finance*, 7, pp. 1-30.
- Pinnuck, M., Ranasinghe, A., Soderstrom, N., &Zhou, J. (2021), “Restatement of CSR reports: frequency, magnitude, and determinants”, *Contemporary Accounting Research*, 38(3), pp. 2376-2416.
- Ramalingegowda, S., C. Wang, &Y. Yu, (2013), “The Role of Financial Reporting Quality in Mitigating the Constraining Effect of Dividend Policy on Investment Decisions”, *The Accounting Review*, 88 (3), pp. 1007-1039.
- Reiser, D.B., &Tucker, A., (2020), “Buyer beware: variation and opacity in ESG and ESG index funds”, *Cardozo Law Review*, 41, pp. 1921–2018.
- Rezaee, Z., (2016), “Business sustainability research: a theoretical and integrated perspective”, *Journal of Accounting Literature*, 36, pp. 48–64.
- Rjiba, H., Jahmane, A., &Abid, I., (2020), “Corporate social responsibility and firm value: Guiding through economic policy uncertainty”, *Finance Research Letters*, 35, 101553.
- Saeed, A., &Zamir, F., (2021), “How does CSR disclosure affect dividend payments in emerging markets?”, *Emerging Markets Review*, 46, pp. 1-20.

- Salah, O., & Amar, A., (2022), "Does corporate social responsibility affect dividend policy? Empirical evidence in the French context", *Journal of Global Responsibility*, 13(3), pp. 268-289.
- Salvi, A., Vitolla, F., Giakoumelou, A., Raimo, N., & Rubino, M., (2020), "Intellectual capital disclosure in integrated reports: The effect on firm value", *Technological Forecasting and Social Change*, 160, 120228.
- Sami, M., & Abdallah, W., (2021), "Assessing the impact of dividend policy on the sustainability of distressed firms", *Journal of Modelling in Management*, 16(3), pp. 987-1001.
- Schiller, C., (2018), "Global supply-chain networks and corporate social responsibility", 13th annual mid-Atlantic research conference in finance (MARC) paper Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3089311>.
- Seth, R., & Mahenthiran, S., (2022), "Impact of dividend payouts and corporate social responsibility on firm value – Evidence from India", *Journal of Business Research*, 146, pp.571–581.
- Shahrbabaki, A. A., Sakkaki, S., Parsa, P., Heidary, M. S., & Pour, V. Y., (2020), "Strategic reactions to information content of dividend change: Applying BCG growth share matrix when signaling hypothesis identified", *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, 8(2), pp. 10-32.
- Shanaev, S., & Ghimire, B., (2022), "When ESG meets AAA: The effect of ESG rating changes on stock returns", *Finance Research Letters*, 46, 102302.
- Sheikh, M. F., Bhutta, A. I., Rehman, B., Bazil, M., & Hassan A., (2022), "Corporate social responsibility and dividend policy: a strategic choice in family firms", *Journal of Family Business Management*, 12(2), pp. 296-315.
- Singh, M. P., Chakraborty, A., Roy, M., & Tripathi, A., (2021), "Developing SME sustainability disclosure index for Bombay Stock Exchange (BSE) listed manufacturing SMEs in India", *Environment, Development and Sustainability*, 23(1), pp. 399–422.
- Soobaroyen, T., Mauritius, R., Rashid, A., & Gow, J., (2023), "The evolution and determinants of corporate social responsibility (CSR) disclosure in a developing country: extent and quality", *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 13(2), pp. 300-330.
- Stubbs, W., & Higgins, C., (2015), "Stakeholders' perspectives on the role of regulatory reform in integrated reporting", *Journal of Business Ethics*, 147(3), pp. 489–508.
- Su, K., & Zhou, Z., (2023), "Do corporate social responsibility reduce crash risk of stock price: evidence from China", *Chinese Management Studies*, 17(2), pp. 251-273.
- Sun, Z., Li, X., Xie, J., & Cheng, C. S., (2023), "How does dividend payout affect corporate social responsibility? A channel analysis", *Journal of Financial Stability*, 68, pp.1-19.
- Syed, A. M., Bawazir, H. S., & AlSidrah, I. T., (2023), "Dividend policies and stock volatility-empirical evidence from Middle Eastern stock markets", *Review of Accounting and Finance*, pp. 1-15.
- Taha, R., Al-Omush, A., & Al-Nimer, M., (2023), "Corporate sustainability performance and profitability: The moderating role of liquidity and stock

- price volatility - evidence from Jordan”, *Cogent Business & Management*, 10, pp.1-17.
- Taleb, L., (2018), “Dividend policy in Tunisia: a signalling approach”, *International Journal of Economics and Finance*, 10 (4), pp. 84-94.
- Tasnia, M., AlHabshi, S. M., &Rosman R., (2021), “The impact of corporate social responsibility on stock price volatility of the US banks: a moderating role of tax”, *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 19(1), pp. 77-91.
- Temirov, A., Urinov, B., Zakirova, G., &Yuldashova, G., (2023), “Impact of the dividend policy of joint-stock companies on the regulation of the stock price in the Republic of Uzbekistan”, *E3S Web of Conferences* 402, pp. 1-9.
- Thuy, C. T., Khuong, N. V., Canh, N. T., &Liem, N. T., (2022), “The mediating effect of stock price crash risk on the relationship between corporate social responsibility and cost of equity moderated by state ownership: Moderated-mediation analysis”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(3), pp. 1384–1395.
- Thuy, C. T., Trung, T. Q., Khuong, N. V., &Liem, N. T., (2021), “From Corporate Social Responsibility to Stock Price Crash Risk: Modelling the Mediating Role of Firm Performance in an Emerging Market”, *Sustainability*, 13, pp. 1-17.
- Trihermanto, F., &Nainggolan, Y. A., (2018), “Corporate life cycle, CSR, and dividend policy: empirical evidence of Indonesian listed firms”, *Social Responsibility Journal*, pp.1-20.
- Trinh, Q.D., Haddad, C., Tran, K.T., (2022), “Financial reporting quality and dividend policy: new evidence from an international level”, *International Review of Financial Analysis*, 80, 102026.
- Vizcaíno-Gonzalez, M., Iglesias-Antelo, S., &Romero-Castro, N., (2019), “Assessing sustainability-related systematic reputational risk through voting results in corporate meetings: A cross-industry analysis”, *Sustainability*, 11(5), pp. 1-11.
- Vu, X. D., Pham, T. T., &Dinh, T. H., (2022), “Effect of dividend policy on stock price volatility of companies listed on the stock market of Vietnam”, *International Journal of Advanced and Applied Sciences*, 9(6), pp. 96-102.
- Waheed, A., &Zhang, Q., (2020), “Effect of CSR and ethical practices on sustainable competitive performance: a case of emerging markets from stakeholder theory perspective”, *Journal of Business Ethics*, 175(1), pp. 837-855.
- Wang, L., Ji, Y., &Ni, Z., (2023), “Spillover of stock price crash risk: Do environmental, social and governance (ESG) matter?”, *International Review of Financial Analysis*, 89, pp. 1-16.
- Wardhana, L.E., &Tandelilin, E., (2018), “Do we need a mandatory dividend regulation? The Case of the Indonesian Capital Market”, *Gadjah Mada International Journal of Business*, 20(1), pp.33-58.
- Wen, F., Xu, L., Ouyang, G., &Kou, G., (2019), “Retail investor attention and stock price crash risk: evidence from China”, *International Review of Financial Analysis*, 65, 101376.

-
- Yang, X., Liu, Z., & Li, T., (2023), "Individual investors' dividend tax reform and stock price crash risk", *Finance Research Letters*, 54, pp. 1-9.
- Yeh, L. T., (2021), "Integrating corporate image of corporate social responsibility, stock price crash risk and profitability into a dynamic corporate sustainability performance measurement", *Annals of Operations Research*, 305, pp. 325-345.
- Yeung, W. H., & Lento, C., (2018), "Ownership structure, audit quality, board structure, and stock price crash risk: Evidence from China", *Global Finance Journal*, 37, pp. 1-24.
- Yu, H., Liang, C., Liu, Z., & Wang, H., (2023), "News-based ESG sentiment and stock price crash risk", *International Review of Financial Analysis*, 88, pp. 1-14.
- Zainudin, R., Mahdzan, N. S., & Yet, C. H., (2018), "Dividend policy and stock price volatility of industrial products firms in Malaysia", *International Journal of Emerging Markets*, 13(1), pp. 203-217.
- Zhou, D., & Zhou, R., (2022), "ESG Performance and Stock Price Volatility in Public Health Crisis: Evidence from COVID-19 Pandemic", *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 19(1), 202, pp. 1-15.
- Zhou, F., Zhu, J., Qi, Y., Jun Yang, J., & An, Y., (2021), "multi-dimensional corporate social responsibilities and stock price crash risk: Evidence from China", *International Review of Financial Analysis*, 78, pp. 1-16.

Interpreting the Relationship Between Disclosure of a Company's Social Responsibility and Dividend Policies and its Impact on the Risk of a Collapse in Stock Prices: An Applied Study

Dr. Hoda Mohamed Mohamed Abd Allah
Associate professor of Accounting & Auditing
Faculty of Commerce - Suez Canal University

Abstract

The main objective of the current study was to measure the impact of the relationship between corporate social responsibility disclosure and dividend policies on the risk of the collapse of stock prices for companies listed on the Egyptian Stock Exchange. To achieve this goal, the applied study methodology relied on three main hypotheses to measure the relationship between the research variables. The final study sample amounted to 25 companies listed in the EGX 30 index during the time period from 2014 to 2022.

The study concluded that an increase in the total level of disclosure of social responsibility leads to reducing the risk of a collapse in the stock price, and that there is a positive, significant effect of the disclosure of social responsibility on dividend distributions. The results showed that there is a significant inverse effect of the relationship between disclosure of social responsibility and dividend distributions on reducing the risk of Stock price collapse, The study recommended the need for encouraging Egyptian companies to increase disclosure of social responsibility, which leads to a higher level of transparency in the company, as it is one of the company's optional practices, which gives the investor an indication of the company's stability and consistency, and thus reduces the possibility of the collapse of its stock prices.

Keywords: Disclosure of Social Responsibility, Dividend Policies, Risk of Collapse of Stock Prices.