

أثر المسؤولية الاجتماعية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم: الدور المعدّل لشفافية الأرباح

دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية للمدة 2017-2022

حسين سعد حافظ

جامعة آزاد الإسلامية - فرع اصفهان (خوراسكان) / كلية الادارة و اقتصاد / قسم المحاسبة

د . مهدي زيناللي

جامعة آزاد الإسلامية - فرع تبريز / كلية الادارة و اقتصاد / قسم المحاسبة

المستخلص :

هدفت هذه الدراسة إلى بحث أثر المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، مع التركيز على دراسة الدور المعدّل لشفافية الأرباح (غموض الأرباح) في الشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية. ولتحقيق أهداف الدراسة، تم الاعتماد على منهجية البحث التطبيقي الوصفي الاستدلالي، حيث تكونت عينة الدراسة من 111 شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة طهران، تغطي المدة الزمنية من عام 2017 إلى عام 2022، بإجمالي 666 مشاهدة (شركة-سنة). تم استخدام منهج البيانات المختلطة (Panel Data) وبرنامج التحليل الإحصائي Eviews 7 لاختبار فرضيات الدراسة. أظهرت النتائج الإحصائية أن للمسؤولية الاجتماعية للشركات أثراً سلبياً ومعنوياً على مخاطر انهيار أسعار الأسهم بمعامل قدره (-0.212)، مما يعني أن التزام الشركات بمسؤوليتها الاجتماعية يقلل من احتمالية تعرض أسهمها لانهيارات مفاجئة. كما أظهرت النتائج أن غموض الأرباح (انخفاض الشفافية) يلعب دوراً معدّلاً يضعف العلاقة السلبية بين المسؤولية الاجتماعية ومخاطر الانهيار، مما يؤكد أن الشفافية المالية شرط أساسي لفعالية ممارسات المسؤولية الاجتماعية كأداة لحماية السوق. تتمثل أهم التوصيات في ضرورة قيام هيئة الأوراق المالية بتعزيز متطلبات الإفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية وتحسين جودة وشفافية التقارير المالية للحد من سلوكيات الإدارة في إخفاء الأخبار السيئة.

الكلمات المفتاحية: المسؤولية الاجتماعية للشركات، مخاطر انهيار أسعار الأسهم، شفافية الأرباح، غموض الأرباح، بورصة طهران للأوراق المالية، نظرية الوكالة.

The Impact of Corporate Social Responsibility on Stock Price Crash Risk: The Moderating Role of Earnings Transparency – An Applied Study on Companies Listed in Tehran Stock Exchange for the Period 2017-2022

1 Hussein Saad Hafedh

Islamic Azad University – Isfahan Branch (Khorasan) / Faculty of Management and Economics /
Department of Accounting

2) *Dr. Mehdi Zeinali*

*Islamic Azad University – Tabriz Branch / Faculty of Management and Economics / Department of
Accounting*

Abstract :

This study aimed to investigate the impact of Corporate Social Responsibility (CSR) on Stock Price Crash Risk, with a specific focus on examining the moderating role of earnings transparency (earnings opacity) in companies listed on the Tehran Stock Exchange. To achieve the study's objectives, an applied, descriptive, and inferential research methodology was adopted. The study sample consisted of 111 public shareholding companies listed on the Tehran Stock Exchange, covering the period from 2017 to 2022, yielding a total of 666 firm-year observations. The Panel Data approach and the Eviews 7 statistical software were utilized to test the research hypotheses. The statistical results revealed that CSR has a significant negative impact on stock price crash risk with a coefficient of (-0.212), indicating that firms' commitment to social responsibility reduces the likelihood of sudden stock price crashes. Furthermore, the findings demonstrated that earnings opacity (low transparency) plays a moderating role that weakens the negative relationship between CSR and crash risk, confirming that financial transparency is a fundamental prerequisite for the effectiveness of CSR practices as a market protection tool. The main recommendations emphasize the need for the Securities Authority to enhance disclosure requirements regarding CSR practices and improve the quality and transparency of financial reporting to curb managerial behavior in hoarding bad news.

Keywords: Corporate Social Responsibility, Stock Price Crash Risk, Earnings Transparency, Earnings Opacity, Tehran Stock Exchange, Agency Theory.

المقدمة :

شهدت بيئة الأعمال الحديثة تحولات جذرية في النظرة إلى دور الشركات في المجتمع، حيث لم يعد الهدف المالي المتمثل في تعظيم ثروة المساهمين هو المبرر الوحيد لوجود الشركة. بل برز مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) كعنصر أساسي في استراتيجيات الأعمال الناجحة والمستدامة في عصر العولمة [1][2]. يُنظر إلى المسؤولية الاجتماعية على أنها التزام طوعي من قبل الشركات تجاه أصحاب المصالح المتعددين، بما في ذلك البيئة والمجتمع والموظفين، بما يتجاوز الالتزامات القانونية والاقتصادية البحتة.

في المقابل، تمثل ظاهرة انهيار أسعار الأسهم (Stock Price Crash) إحدى أكثر المخاطر تدميراً للأسواق المالية والمستثمرين، ولها تداعيات اقتصادية وخيمة تضعف الثقة في استقرار النظام المالي [3][4]. وتحدث هذه الظاهرة عادة عندما تتراكم الأخبار السيئة وتُحجب عن السوق لفترات طويلة، وفور وصولها إلى نقطة حرجية، تتدفق دفعة واحدة مما يؤدي إلى انهيار حاد ومفاجئ في القيمة السوقية للسهم. وقد أشارت الدراسات إلى أن جودة المعلومات المالية وشفافية الأرباح تلعب دوراً حاسماً في الحد من سلوكيات الإدارة الانتهازية والحد من عدم تماثل المعلومات [5][6].

في السياق الإيراني، تكتسب هذه الظاهرة أهمية مضاعفة؛ فبورصة طهران للأوراق المالية تعمل في بيئة اقتصادية تتسم بتحديات فريدة، من بينها العقوبات الاقتصادية، وتقلبات أسعار الصرف، ومستويات متباينة من الحوكمة المؤسسية [7]. وبالتالي، فإن فهم كيف تتفاعل ممارسات المسؤولية الاجتماعية مع شفافية التقارير المالية للتأثير على استقرار أسعار الأسهم يعد أمراً بالغ الأهمية. تبرز أصالة هذه الدراسة من خلال الجمع بين متغيرات متعددة (CSR)، مخاطر الانهيار، وغموض الأرباح (في نموذج متكامل واختباره في بيئة سوق ناشئة كبورصة طهران، مما يثير الأدب المحاسبي والمالي بنظرة معمقة حول فاعلية الإفصاحات غير المالية المشروطة بجودة الإفصاحات المالية.

المبحث الأول: الإطار النظري والمفاهيمي

1. مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات: تُعرّف المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) على أنها التزام مستمر من جانب مؤسسات الأعمال بالتصرف أخلاقياً والمساهمة في التنمية الاقتصادية، مع تحسين نوعية حياة القوى العاملة وأسراهم، والمجتمع المحلي ككل [7]. وقد قدم Carroll (1991) إطاراً نظرياً شاملاً، عُرف بهرم كارول للمسؤولية الاجتماعية، والذي يصنف مسؤوليات الشركة إلى أربعة مستويات أساسية: المسؤولية الاقتصادية (تحقيق الربح)، والمسؤولية القانونية (الالتزام بالقوانين)، والمسؤولية الأخلاقية (التصرف بعدالة وإنصاف)، والمسؤولية الخيرية (المساهمة في رفاهية المجتمع). [8]
2. مفهوم مخاطر انهيار أسعار الأسهم: يُشير مفهوم مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Crash Risk) إلى الاحتمالية المستقبلية لحدوث انخفاضات سلبية حادة وشاذة في العوائد الأسبوعية أو الشهرية للسهم، والتي لا تعكس تقلبات السوق

العامّة بل تعبر عن صدمات خاصة بالشركة. وقد تبلورت صياغة هذا المفهوم إحصائياً واقتصادياً من خلال إسهامات Chen, Hong & Stein (2001) الذين ربطوا بين حجم التداول وعدم التماثل في العوائد [9]. واستُكملت هذه الرؤية من خلال نموذج Jin & Myers (2006) الذي أرجع الانخفاضات الحادة إلى ظاهرة اكتناز الإدارة للأخبار السيئة حتى خروجها عن السيطرة [21]. وتُقاس هذه المخاطر عادة بمؤشرات متخصصة مثل معامل الالتواء السالب (NCSKEW) والتباين غير المتكافئ للعوائد (DUVOL).

3. شفافية الأرباح وغموضها: تُعد شفافية الأرباح مقياساً دقيقاً لجودة التقارير المالية ومدى قدرتها على عكس الأداء الاقتصادي الحقيقي للشركة. في المقابل، يُمثل غموض الأرباح (Earnings Opacity) غياب هذه الشفافية، والذي ينشأ غالباً من خلال ممارسات إدارة الأرباح. وقد اقترح Hutton et al. (2009) استخدام المستحقات الاختيارية (Discretionary Accruals) المتراكمة على مدى ثلاث سنوات كمقياس عملي لمدى غموض الأرباح [19]. وكلما ارتفع مستوى الغموض، ازدادت البيئة ملائمة للإدارة لإخفاء الأخبار السلبية، مما يرفع من مخاطر الانهيار المستقبلي للسهم.

4. النظريات المُفسّرة: تتعدد المنطلقات النظرية التي تفسر العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية وشفافية الأرباح ومخاطر انهيار الأسعار. وتأتي في مقدمتها نظرية الوكالة (Agency Theory) لـ Jensen & Meckling (1976)، التي تؤكد على تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين، حيث قد يستغل المديرون غموض المعلومات لتحقيق منافع شخصية على حساب قيمة الشركة [20]. في حين تفترض نظرية أصحاب المصالح (Stakeholder Theory) أن الشركات مسؤولة أمام مجموعة واسعة من الأطراف ذات الصلة، وأن تلبية احتياجاتهم تعزز استقرار الشركة [14]. وتُشير نظرية الشرعية (Legitimacy Theory) إلى أن الشركات تستخدم الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية كأداة لاكتساب أو الحفاظ على شرعيتها الاجتماعية [10]. أخيراً، تبرز نظرية الإشارة (Signaling Theory) التي ترى أن الالتزام بـ CSR يُعد إشارة قوية للسوق على جودة الإدارة وانخفاض المخاطر الخفية.

النظرية	المنظرون	الفكرة الجوهرية	الاتجاه المتوقع للأثر
نظرية الوكالة	sen & Meckling (1976)	تضارب المصالح وحجب المعلومات السلبية من قبل الإدارة لتحقيق منافع شخصية.	الالتزام الحقيقي بـ CSR يخفض تكاليف الوكالة ويقلل من مخاطر الانهيار.
نظرية أصحاب المصالح	Freeman (1984)	خلق قيمة مضافة لجميع الأطراف المعنية يعزز استدامة الشركة ويحميها من الصدمات.	علاقة سلبية بين المسؤولية الاجتماعية ومخاطر الانهيار السعري.
نظرية الشرعية	Suchman (1995)	المسؤولية الاجتماعية كأداة لكسب رضا المجتمع، وقد تُستخدم لتغطية ممارسات سلبية.	يُمكن أن تكون العلاقة إيجابية إذا استخدمت CSR كواجب تجميلية للتمويه.

الجدول (7): مقارنة النظريات المُفسّرة للعلاقة بين المسؤولية الاجتماعية ومخاطر انهيار الأسعار

المبحث الثاني: مراجعة الأدبيات السابقة

1. الدراسات المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم:

تناولت العديد من الدراسات الأكاديمية الموثوقة طبيعة العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وقد تشعّبت هذه الدراسات بين تأييد الدور الحمائي لهذه الممارسات وبين التحذير من توظيفها بوصفها قناعاً للسلوك الانتهازي. ففي دراسة رائدة تُعدّ من أكثر الأعمال اقتباساً في هذا الحقل، استخدم Kim, Li & Li (2014) عينةً واسعةً تضم 12,978 مشاهدة-سنة لشركات أمريكية مُدرجة خلال المدة 1995-2009، واعتمدوا مقياسين مختلفين لمخاطر الانهيار هما الالتواء السلبي المُكيّف (NCSKEW) ونسبة التذبذب الصاعد إلى الهابط (DUVOL)، وتوصّلوا إلى دليل قوي ومتماسك على أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تُسهم في تخفيض معنويٍّ لمخاطر انهيار أسعار الأسهم. وفسّر الباحثون هذه النتيجة بأن الشركات الملتزمة أخلاقياً تُولي اهتماماً أكبر لجودة الإفصاح المالي، ولا تميل إلى اكتناز الأخبار السيئة (Bad News Hoarding) لفترات طويلة، وهو ما يتسق مع نموذج Jin & Myers (2006) الذي يربط بين الشفافية وعدم التماثل المعلوماتي وحدوث الانهيارات السعرية. [23]

وفي سياق الأسواق الآسيوية الناشئة، أكّد Lee (2016) هذه النتائج في دراسةٍ مهمةٍ أُجريت على عينةٍ من الشركات التايوانية المُدرجة، إذ قسّم المسؤولية الاجتماعية إلى أبعادها الأربعة وفقاً لمنظور كارول (الاقتصادية، والقانونية، والأخلاقية، والخيرية)، وكشفت نتائجها أن البعد الأخلاقي تحديداً هو الأكثر تأثيراً في خفض مخاطر الانهيار. كما أشار إلى أن آليات حوكمة الشركات الجيدة — كاستقلالية مجلس الإدارة، وفاعلية لجنة المراجعة، وملكية المستثمرين المؤسسيين — تُعزّز الأثر الحمائي للمسؤولية الاجتماعية، بل وتحوّلها من ممارسةٍ شكلية إلى أداةٍ فعلية لحماية حقوق المساهمين. [24]

ومؤخراً، قدّم Yang et al. (2023) إسهاماً نوعياً في هذا المجال عبر دراستهم التي طُبّقت على الشركات الصينية المُدرجة في بورصتي شنغهاي وشنزن، حيث أوضحوا أن الإفصاح الفعال عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية يُخفّف بصورةٍ ملموسة من حدّة عدم التماثل المعلوماتي بين الإدارة والمستثمرين، ومن ثمّ يُقلّل من احتمالية حدوث الانخفاضات السعرية المفاجئة. وأضافت الدراسة بُعداً معديلاً مهماً تمثل في تأثير الملكية العائلية، إذ تبين أن الأثر السلبي للمسؤولية الاجتماعية على مخاطر الانهيار يكون أكثر قوةً في الشركات غير العائلية مقارنةً بالشركات العائلية، وهو ما يعكس تعقيد العلاقة بحسب طبيعة هيكل الملكية. [6]

وفي خطٍّ بحثيٍّ موازٍ، توصّل Cao, Nguyen & Nguyen (2023) في دراستهم الحديثة على الشركات الفيتنامية إلى نتائج تدعم الفرضية ذاتها، إذ بيّنوا أن مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) يرتبط ارتباطاً عكسياً ومعنوياً بمخاطر انهيار أسعار الأسهم، وأن هذه العلاقة تتقوّى في الشركات التي تعمل في بيئاتٍ مرتفعةٍ عدم التماثل المعلوماتي. واعتمد الباحثون على نظرية الإشارة (Signaling Theory) لتفسير هذه النتائج، مؤكدين أن الإفصاح الطوعي

عن المسؤولية الاجتماعية يُرسل إشاراتٍ إيجابية للسوق حول جودة الإدارة وأخلاقياتها، مما يُعزّز ثقة المستثمرين ويُقلّل من احتمالية التصحيحات السعريّة الحادة.[37]

ومن جهةٍ أخرى، نهت دراسة (Fan & Fu (2020) التي أُجريت على عينةٍ كبيرة من الشركات المدرجة في السوق الصيني إلى أن هذا الأثر الحمائي ليس مُطلقاً ولا حتمياً، بل قد يتفاوت بصورةٍ جوهريةٍ بحسب البيئة المؤسسية ومدى الرقابة المفروضة على الشركات. فقد كشفت الدراسة عن وجود ما يُعرف بـ"فرضية تحويل الانتباه (Distraction Hypothesis)"، إذ تستخدم بعض الإدارات أنشطة المسؤولية الاجتماعية كستارٍ لإخفاء ممارسات التلاعب المحاسبي أو السلوكيات الانتهازية، خصوصاً في البيئات ذات الحوكمة الضعيفة وانخفاض حماية المستثمرين. وأشارت النتائج إلى أن الأثر السلبي للمسؤولية الاجتماعية على مخاطر الانهيار يصبح أقوى في الشركات الخاضعة لمراقبةٍ تنظيميةٍ صارمة، بينما قد يتلاشى أو ينعكس في الشركات التي تتمتع بمرونةٍ تنظيميةٍ مفرطة [12]. وتنسجم هذه الرؤية النقدية مع ما توصّلت إليه دراسة (Yang, Chen, Wang & Wang (2023) التي خلّصت إلى أن تغطية المحللين الماليين تلعب دوراً معيّلاً مهماً، إذ إن الأثر التخفيضي للمسؤولية الاجتماعية يكون أوضح في الشركات ذات التغطية التحليلية المرتفعة، مما يؤكد أهمية الوسطاء المعلوماتيين في تفعيل دور المسؤولية الاجتماعية.[32]

2. الدراسات المتعلقة بشفافية الأرباح ومخاطر الانهيار:

يُعدّ التقرير المالي الشفاف حجر الزاوية في استقرار أسعار الأسهم وثقة المستثمرين في الأسواق المالية، وقد تواترت الدراسات الأكاديمية على مدى أكثر من عقدين من الزمن لإثبات هذه العلاقة الجوهرية. وتُعدّ دراسة Hutton, (2009) Marcus & Tehranian المنشورة في *Journal of Financial Economics* الأكثر تأثيراً واقتباساً في هذا الحقل (إذ تجاوزت اقتباساتها 3,800 اقتباس)، وقد أثبتت بشكلٍ جليٍّ ومنهجيٍّ صارم أن غموض التقارير المالية يرتبط ارتباطاً إيجابياً وقوياً بزيادة مخاطر الانهيار السعري. واعتمد الباحثون على عينةٍ ضخمة تضم 40,882 مشاهدة-سنة لشركات أمريكية خلال المدة 1991–2005، وطوّروا مقياساً جديداً لغموض الأرباح يقوم على الانحراف المعياري للقيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية على مدى ثلاث سنوات متعاقبة، مستخدمين نموذج جونز المُعدّل (Modified Jones Model) لاستخراج هذه الاستحقاقات. وقد أصبح هذا المقياس لاحقاً المعيار الذهبي في الأدبيات اللاحقة، بما فيها الدراسة الحالية [19].

ويدعم هذه النتائج بصورةٍ تكميلية ما توصّلت إليه دراسة (Kim & Zhang (2014) التي أكّدت أن ممارسات إدارة الأرباح ترفع من احتمالية حدوث صدماتٍ سعريّةٍ سلبية، إذ استخدم الباحثان مقياساً بديلاً يقوم على ابتسامة التقلب الضمني (Implied Volatility Smirk) المُستخرجة من أسواق الخيارات، وهو مقياسٌ تطلّعيٌّ يعكس توقعات المستثمرين لمخاطر الانهيار المستقبلية. وكشفت النتائج أن الشركات ذات مستويات الغموض المرتفع تُسعرها أسواق الخيارات على نحوٍ يعكس احتماليةً أعلى للقفزات السعريّة السلبية، وهو ما يُعدّ دليلاً قوياً على أن المستثمرين العقلانيين يُدركون مخاطر الإفصاح الرديء ويضمّنونها في قراراتهم الاستثمارية [22]. وأكد (Kim & Zhang (2016) في دراسةٍ لاحقة هذه العلاقة

من زاويةٍ مختلفة، إذ أوضحوا أن المحاسبة المتحفظة تُقلّل بصورةٍ معنوية من مخاطر الانهيار، لأنها تحدّ من قدرة المديرين على المبالغة في تقدير الأصول وتأجيل الاعتراف بالخسائر.[17]

وتطرّقت دراسة (Hamm, Li & Ng (2018 إلى زاويةٍ تطبيقيةٍ بالغة الأهمية تتعلق بدور التوجيه الإداري (Management Earnings Guidance) في تعزيز شفافية التقارير، حيث أوضح الباحثون أن إصدار توجيهات إدارية متكررة وواضحة بشأن الأرباح المستقبلية يُعزّز شفافية بيئة المعلومات ويُقلّل من تراكم الأخبار السيئة. غير أنهم نهبوا إلى أن التحيز التفاؤلي في هذه التوجيهات قد يؤدي إلى نتائج عكسية، إذ إن الإفراط في التوقعات المتفائلة يُؤلّد فجوات بين الأرباح المتوقعة والفعلية، وهو ما قد يُفجّر التصحيحات السعرية الحادة عند الإفصاح عن النتائج الفعلية[16]، 34].

وفي السياق الآسيوي، أظهرت دراسة (Wongchoti et al. (2021 التي أُجريت على السوق الصيني — بوصفه أكبر سوقٍ ناشئٍ في العالم — أن جودة الأرباح تُعدّ عاملاً حاسماً في وقاية الأسهم من الانهيار. واعتمد الباحثون على مقياسين متكاملين لجودة الأرباح هما التلاعب بالأرباح (Earnings Manipulation) والشفافية الإخبارية (Earnings Transparency)، وتوصّلوا إلى أن كلا المقياسين يرتبط ارتباطاً معنوياً ومتسقاً مع انخفاضٍ في مخاطر الانهيار. والأهم من ذلك أن الدراسة بيّنت أن هذه العلاقة تتقوّى في البيئات ذات الحوكمة الضعيفة، مما يجعل جودة الأرباح بديلاً مهماً لآليات الحوكمة الرسمية في الأسواق الناشئة [36]. وتنسجم هذه النتائج مع ما توصّل إليه (Liang et al. (2020 في دراستهم على الشركات الصينية، إذ أكّدوا أن غموض الشركة (Firm Opacity) يُضخّم الأثر السلبي للثقة المفرطة لدى المديرين (Managerial Overconfidence) على مخاطر الانهيار، مما يؤكد التفاعل المعقّد بين الخصائص السلوكية للإدارة وجودة بيئة الإفصاح.[21]

عربياً وإقليمياً، تضافرت الجهود البحثية لتأكيد هذه النتائج في بيئاتٍ مؤسسيةٍ مختلفة. فقد أكّدت دراسة (Hong, Kim & Welker (2017 أن تباين آراء المستثمرين الناتج عن غموض التقارير المالية يُعدّ من أهم محركات مخاطر الانهيار، إذ إن الفجوة بين توقعات المستثمرين المتفائلين والمتشائمين تتسع في ظل ضعف الإفصاح، مما يُبرّئ الأرضية للتصحيحات السعرية الحادة عند ظهور المعلومات السلبية [19]. كما توسّعت دراسة (Srivastava, Assaf & Pandey (2024 الحديثة في مراجعةٍ منهجيةٍ شاملة للأدبيات إلى تأكيد أن غموض الأرباح يُعدّ من أكثر المحددات استقراراً وثباتاً عبر مختلف الأسواق والفترات الزمنية، مما يُرسّخ مكانته بوصفه متغيراً تفسيرياً جوهرياً في نماذج مخاطر الانهيار.[30]

3. الدراسات في السياق الإيراني:

حظي سوق المال الإيراني — بوصفه أحد أهم الأسواق الناشئة في منطقة الشرق الأوسط — باهتمامٍ بحثيٍّ متنامٍ لتقييم أثر ممارسات حوكمة الشركات والمسؤولية الاجتماعية في ظل بيئةٍ مؤسسيةٍ تتسم بخصائص فريدة، تشمل العقوبات الاقتصادية، وضعف نسبي في حماية المستثمرين الأقلية، وهيمنة الملكيات الحكومية وشبه الحكومية،

وتذبذب الأطر التنظيمية. ففي دراسة تأسيسية مهمة، فحص Salehi, Lari DashtBayaz & Khorashadizadeh (2018) أثر المسؤولية الاجتماعية في الأداء المالي المستقبلي للشركات المدرجة في بورصة طهران، معتمدين على عينة من 125 شركة خلال المدة 2010-2015، ومستخدمين مقياساً مركباً للإفصاح الاجتماعي مُستخلصاً من التقارير السنوية. وقد أكدت نتائجهم أن الإفصاح عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية يُعزّز ثقة المستثمرين، ويرتبط ارتباطاً إيجابياً ومعنوياً بمؤشرات الأداء المالي المُستقبلي مثل العائد على الأصول (ROA) ومعدل توبين Q، مما يدعم فرضية أن المسؤولية الاجتماعية ليست عبئاً اقتصادياً بل استثماراً استراتيجياً يُحقق عوائد مستدامة على المدى الطويل. [33]

كما أشارت دراسة (Behbahaninia & Asgari (2021) إلى أن غياب شفافية التقارير المالية يُضعف بصورة جوهرية من فاعلية آليات الحوكمة والمسؤولية الاجتماعية على حدٍ سواء، وذلك من خلال دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة طهران اعتمدت على نموذج الانحدار للبيانات اللوحية. وكشفت الدراسة عن وجود علاقة تفاعلية ثلاثية معقدة بين الحوكمة والمسؤولية الاجتماعية وشفافية التقارير، إذ إن أي خللٍ في إحدى هذه الركائز الثلاث يُقوّض الأثر الإيجابي للركيزتين الأخرتين. وخُصت الدراسة إلى توصية مهمة بضرورة التعامل مع هذه المنظومة بوصفها كلاً متكاملًا لا تجزئته إلى عناصر منفصلة، وهو ما يُمثّل دعوة صريحة لإصلاح شاملٍ لبيئة الإفصاح في بورصة طهران. [4]

وبحثت دراسة (Foroghi, Hamidian & Bahrami (2022) دور المسؤولية الاجتماعية في الحدّ من التقارير المالية الاحتيالية، مستخدمين نموذج Beneish M-Score للكشف عن احتمالية وجود تلاعبٍ محاسبي، وذلك على عينة تضم 142 شركةً مدرجة في بورصة طهران خلال المدة 2013-2019. وقد جاءت نتائجهم داعمةً بقوةً للفكرة القائلة بأن السلوك الأخلاقي للشركة يُقلّل من احتمالية التلاعب المحاسبي والإفصاح المُضلل، إذ تبين أن الشركات ذات مستويات الإفصاح المرتفع عن المسؤولية الاجتماعية تتمتع بمؤشرات احتيالي أدنى بصورة معنوية. وفسّر الباحثون ذلك من منظور نظرية أصحاب المصلحة، مؤكدين أن الإدارات الملتزمة بمسؤولياتها الاجتماعية تُدرك أن الإفصاح الاحتيالي يُهدّد علاقاتها مع جميع أصحاب المصلحة على المدى البعيد، ومن ثمّ فإنها تتجنّب الانخراط في مثل هذه الممارسات. [13]

وفي سياقٍ متّصلٍ بآليات حوكمة الشركات، تطرّقت دراسة (Mohammadi, Saeidi & Naghshbandi (2021) إلى أثر خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة في تحفيز ممارسات المسؤولية الاجتماعية في الشركات الإيرانية المدرجة. وكشفت نتائجهم — التي اعتمدت على عينةٍ مكوّنة من 110 شركات خلال المدة 2013-2017 — أن استقلالية مجلس الإدارة، وحجمه، وعدد اجتماعاته السنوية، وخبرة أعضاء لجنة المراجعة، جميعها تُسهم إسهاماً معنوياً في رفع مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية. وأكدت الدراسة أن آليات الرقابة الداخلية الفعّالة تُعدّ شرطاً ضرورياً — وإن لم يكن كافياً — لترجمة الالتزامات الاجتماعية النظرية إلى ممارساتٍ فعليةٍ تنعكس على بيئة المعلومات وجودة الإفصاح. [27]

وفي تطورٍ بحثيٍّ حديثٍ ومهم، فحصت دراسة (Najafi Kangarloui, Jebel Ameli & Mehrara (2024) أثر العقوبات الاقتصادية المفروضة على إيران في احتمالية انهيار أسعار الأسهم والعوائد المُتوقعة منها، مستخدمين عيناتٍ متعدّدة الأبعاد تُغطّي فترات ما قبل العقوبات وأثناءها. وكشفت النتائج عن وجود علاقة معنوية بين شدّة العقوبات وتعقيد بيئة المعلومات وارتفاع احتمالية الانهيار السعري، إذ إن العقوبات تُؤدّد ضبابيةً مؤسسيةً تُغذي سلوكاً اكتناز الأخبار السيئة

لدى الإدارة، وتُضعف قدرة المستثمرين على التسعير الكفء للأصول. وتُمثّل هذه النتيجة إضافةً مهمةً لأدبيات مخاطر الانهيار، إذ تُبيّن أن المحددات المؤسسية الكلية — وليس فقط الخصائص الجزئية للشركة — تلعب دوراً محورياً في تشكيل ديناميكيات السوق المالي الإيراني. [28]

كما تكشف الدراسات الإيرانية الأخرى مثل (Salehi, Tarighi & Rezanezhad (2019 عن خصوصية لافتة في طبيعة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في إيران، إذ أوضحت دراستهم — المعتمدة على عينة من 105 شركات خلال المدة 2011-2016 — أن الشركات الإيرانية تميل إلى الإفصاح الانتقائي عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية، حيث يحظى البُعد الخيري والبُعد الديني باهتمام أكبر مقارنةً بالأبعاد البيئية والحوكومية. ويعكس ذلك تأثير العوامل الثقافية والدينية في تشكيل أولويات الإفصاح، مما يستوجب تطوير مقاييس مُكيّفة للسياق الإيراني تتجاوز المقاييس الغربية التقليدية لقياس المسؤولية الاجتماعية [29] ، [31].

4. الفجوة البحثية :

على الرغم من تعدد الدراسات التي تناولت أثر المسؤولية الاجتماعية في مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتلك التي فحصت دور جودة التقارير المالية في هذا الشأن؛ إلا أن هناك ندرة واضحة في الدراسات التي تدمج هذين المتغيرين معاً لاختبار "الدور المعدّل" لشفافية الأرباح، خاصة ضمن البيئة الاقتصادية والتنظيمية لبورصة طهران. وتسعى هذه الدراسة إلى سد هذه الفجوة البحثية من خلال تقديم نموذج متكامل يقيس ما إذا كان انعدام الشفافية المالية (الغموض) يُفرغ ممارسات المسؤولية الاجتماعية من مضمونها الوقائي أم لا، مما يوفر إضافة علمية قيّمة للأدبيات المحاسبية ونظرية الوكالة.

المبحث الثالث: منهجية البحث

1. مجتمع الدراسة وعينتها

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية. ولضمان تجانس البيانات ودقتها، تم اختيار عينة عمدية بناءً على الشروط التالية: أولاً، أن تكون الشركة مدرجة في البورصة قبل عام 2017 واستمرت حتى نهاية 2022. ثانياً، ألا تكون من الشركات المالية أو المصارف أو شركات الاستثمار نظراً لاختلاف طبيعتها المحاسبية وتكوينها المالي. ثالثاً، ألا تكون السنة المالية للشركة قد تغيرت خلال مدة الدراسة، وأن تنتهي في 29 إسفند (نهاية السنة الفارسية). رابعاً، توافر كافة البيانات المالية والبيانات الخاصة بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية. وبناءً على هذه المعايير، بلغت العينة النهائية 111 شركة، وعلى مدار 6 سنوات، تكوّن لدى الدراسة 666 مشاهدة-سنة (Firm-Year Observations) قابلة للتحليل الإحصائي.

2. تعريف المتغيرات ومقاييسها

استُعين في هذه الدراسة بالمتغيرات التالية وفق المعادلات الإجرائية الموثقة في الأدبيات السابقة:

المتغير	الرمز	التعريف	طريقة القياس	المصدر
مخاطر انهيار السعر	Crash	احتمالية حدوث انخفاض حاد ومفاجئ في سعر السهم.	متغير ثنائي يأخذ القيمة (1) إذا تعرض السهم لانخفاض في سنة معينة بناءً على عوائده السالبة الشاذة، و(0) خلاف ذلك.	Jin & Myers (2006) [21]
المسؤولية الاجتماعية	CSR	مدى التزام الشركة بالأبعاد الاجتماعية والبيئية والاقتصادية.	مؤشر إفصاح مُركَّب يعتمد على محتوى التقارير السنوية للشركات.	Salehi et al. (2018) [33]
غموض الأرباح	OPACITY	مدى حجب الإدارة للمعلومات الحقيقية وإدارة الأرباح.	القيمة المطلقة للمستحقات الاختيارية المتراكمة على مدى ثلاث سنوات.	Hutton et al. (2009) [19]
حجم الشركة	SIZE	الحجم الإجمالي لأصول الشركة.	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.	Kim et al. (2014) [23]
الرأفة المالية	LEV	مدى اعتماد الشركة على الديون.	نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول.	Hutton et al. (2009) [19]
فرص النمو	MBV	النسبة السوقية إلى القيمة الدفترية.	القيمة السوقية لحقوق الملكية مقسومة على قيمتها الدفترية.	Chen et al. (2001) [9]
العائد على الأصول	ROA	الكفاءة التشغيلية والربحية.	صافي الدخل مقسوماً على إجمالي الأصول.	Lee (2016) [24]

الجدول (2): متغيرات الدراسة ومؤشرات قياسها

3. نماذج القياس الإحصائي

لاختبار فرضيات الدراسة، تم تصميم نموذجين قياسيين استناداً إلى أسلوب البيانات اللوحية (Panel Data). يختبر النموذج الأول الأثر المباشر للمسؤولية الاجتماعية، بينما يُدخل النموذج الثاني متغير التفاعل لقياس الدور المُعدِّل:

النموذج الأول – اختبار الفرضية الأولى:

$$Crash_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 SIZE_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 MBV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

النموذج الثاني – اختبار الفرضية الثانية (الدور التعديلي):

$$Crash_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t-1} + \beta_2 OPACITY_{i,t-1} + \beta_3 (CSR_{i,t-1} \times OPACITY_{i,t-1}) + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t-1} + \beta_6 ROA_{i,t-1} + \beta_7 MBV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

4. فرضيات البحث

الفرضية الرئيسية: (H) تُؤثر المسؤولية الاجتماعية للشركات تأثيراً معنوياً في مخاطر انهيار أسعار الأسهم لدى الشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية، وتُعدّل شفافية الأرباح هذه العلاقة بوصفها آلية إفصاح مالي فعّالة.

الفرضية الفرعية الأولى (H1): تُؤثر المسؤولية الاجتماعية للشركات تأثيراً سلبياً ذا دلالة إحصائية في مخاطر انهيار أسعار الأسهم لدى الشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية.

الفرضية الفرعية الثانية (H2): تُعدّل شفافية الأرباح العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية ومخاطر الانهيار، إذ يُضعف غموض الأرباح الأثر السلبي للمسؤولية الاجتماعية على مخاطر الانهيار، بحيث تكون العلاقة أقل حدة في الشركات ذات الأرباح الأقل شفافية.

المبحث الرابع: النتائج والتحليل

1- الإحصاء الوصفي للمتغيرات

يقدم الجدول التالي ملخصاً للخصائص الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة المستخدمة في التحليل للشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية:

الحد الأقصى	الحد الأدنى	الانحراف المعياري	الوسيط	الوسط الحسابي	المتغير
1.000	0.000	0.388	0.000	0.185	Crash
0.890	0.110	0.158	0.415	0.432	CSR
0.380	0.002	0.071	0.065	0.084	OPACITY
18.450	10.850	1.450	14.150	14.320	SIZE
0.940	0.120	0.185	0.595	0.580	LEV
12.500	0.650	2.150	2.100	2.840	MBV
0.420	0.150-	0.088	0.098	0.105	ROA

الجدول (3): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة (n=111 شركة، T=6 سنوات)

2- مصفوفة الارتباط

أظهرت نتائج مصفوفة الارتباط (Pearson) وجود علاقة عكسية وذات دلالة إحصائية بين مؤشر المسؤولية الاجتماعية (CSR) ومخاطر انهيار أسعار الأسهم (Crash)، مما يقدم دعماً أولياً للفرضية الأولى. في حين ارتبط متغير غموض الأرباح (OPACITY) بعلاقة إيجابية مع مخاطر الانهيار، دلالة على أن انعدام الشفافية يزيد من المخاطر السعيرية. ولم تتجاوز معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والضابطة عتبة الـ 0.50، مما ينفي وجود مشاكل خطيرة تتعلق بالتعدد الخطي.

3- اختبارات التشخيص

قبل الشروع في تقدير النماذج، تم إجراء حزمة من الاختبارات التشخيصية لضمان سلامة التقدير. أسفر اختبار (F-Limer (Chow عن قيمة F بلغت 2.847 (بمستوى دلالة 0.000)، مما يرجح استخدام نماذج البيانات اللوحية (Panel Data) على حساب نموذج الانحدار التجميعي (Pooled OLS). واختيار الأسلوب الأنسب بين التأثيرات الثابتة والعشوائية، تم تنفيذ اختبار Hausman، حيث بلغت قيمة χ^2 نحو 18.62 (بمستوى دلالة 0.005)، مما يؤكد ملاءمة نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects). علاوة على ذلك، أثبت اختبار معامل تضخم التباين (VIF) أن جميع القيم جاءت أقل من 5، مما يؤكد خلو النماذج من مشكلة التعدد الخطي، فيما سجل اختبار Durbin-Watson قيمة 1.95، مشيراً إلى انتفاء مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء.

3- نتائج اختبار الفرضية الأولى

يعرض الجدول (4) نتائج تحليل الانحدار للنموذج الأول المتعلق بالأثر المباشر للمسؤولية الاجتماعية في مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

المتغير	المعامل (Coefficient)	Std.) الخطأ المعياري (Error)	إحصاءة (t- t Statistic)	مستوى الدلالة (p-value)
CSR	-0.212	0.065	-3.261	0.001 ***
SIZE	-0.087	0.034	-2.558	0.012 **
LEV	0.156	0.068	2.294	0.024 **
MBV	0.042	0.024	1.750	0.087 *
ROA	-0.119	0.050	-2.380	0.018 **
R ² المعدل = 0.554 إحصاءة F = 24.67 (p = 0.000)				

الجدول (4): نتائج الانحدار – النموذج الأول

تشير النتائج إلى قبول الفرضية الفرعية الأولى، حيث أظهرت المعلمات أثراً سلبياً ومعنوياً للمسؤولية الاجتماعية (CSR) بقيمة معامل بلغت -0.212 عند مستوى دلالة (0.001). وهذا يعني أن التزام الشركات ببرامج المسؤولية الاجتماعية يساهم بشكل فعال في كبح وتقليل مخاطر الانهيار المفاجئ للأسهم.

5. نتائج اختبار الفرضية الثانية (الدور التعديلي)

لتقييم أثر المتغير المعدّل، تم إدراج متغير التفاعل بين المسؤولية الاجتماعية وغموض الأرباح ($CSR \times$ OPACITY) في النموذج الثاني المعروض نتائجه في الجدول (5).

المتغير	المعامل (Coefficient)	الخطأ المعياري (Std.)	إحصاءة t (t-Statistic)	مستوى الدلالة p- (value)
CSR	-0.198	0.062	-3.193	*** 0.002
OPACITY	0.234	0.071	3.295	*** 0.001
$CSR \times$ OPACITY	0.143	0.056	2.553	** 0.012
SIZE	-0.079	0.033	-2.393	** 0.018
LEV	0.148	0.068	2.176	** 0.031
MBV	0.298	1.764	0.078	*
ROA	-0.412	-1.987	0.048	**
R ² المعدّل = 0.502 إحصاءة F = 21.34 (p = 0.000)				

الجدول (5): نتائج الانحدار - النموذج الثاني (الدور المعدّل)

تُبين النتائج أن متغير التفاعل ($CSR \times$ OPACITY) يحمل إشارة موجبة (+0.143) وبدلالة إحصائية معنوية (0.012). وتؤكد هذه النتيجة قبول الفرضية الفرعية الثانية، إذ يعمل غموض الأرباح (انعدام الشفافية) على إضعاف الأثر السلبي (الحماي) للمسؤولية الاجتماعية، مما يجعل العلاقة أقل حدة في الشركات التي تتسم بارتفاع ممارسات إدارة الأرباح والتعظيم المالي.

المبحث الخامس: المناقشة والتفسير

بناءً على النتائج الإحصائية المستخلصة، يتضح توافق هذه الدراسة بشكل جوهري مع متبنيات نظرية الوكالة، والتي تفترض أن التزام الإدارة بالمعايير الأخلاقية والمجتمعية يُحد من سلوكيات المنفعة الذاتية، ويقلل من ميل الإدارة لاكتناز الأخبار السيئة. فالعلاقة العكسية والمعنوية بين المسؤولية الاجتماعية ومخاطر الانهيار التي بلغ معاملها (-0.212) تتسق تماماً مع النتائج التي توصل إليها Kim et al. (2014) و Yang et al. (2023) [23]، [37]، حيث أن الإفصاح الملتزم والشفاف حول الأنشطة الاجتماعية يوفر تدفقاً مستمراً للمعلومات إلى السوق، مما يمنع تراكم الأخبار السلبية وانفجارها دفعة واحدة.

غير أن الإسهام الأبرز لهذه الدراسة يكمن في إثبات الدور المعدّل لغموض الأرباح. فالنتيجة الموجبة لمتغير التفاعل (+0.143) تُشير بوضوح إلى أن افتقار التقارير المالية للشفافية يُفرّغ أنشطة المسؤولية الاجتماعية من محتواها الوقائي. بعبارة أخرى، عندما تستخدم الإدارة المستحقات الاختيارية وتدير الأرباح لحجب الأداء الحقيقي، فإن التزامها الظاهري بالمسؤولية الاجتماعية قد يُفسر من قبل السوق على أنه محاولة لـ "غسيل السمعة" أو التمويه، وهو ما يُعرف في أدبيات نظرية الشرعية بالاستخدام الانتهازي للإفصاح. وتتطابق هذه الاستنتاجات مع رؤية Hutton et al. (2009) و [3] Barati & Hanzaei (2021) ، [19]

أما من حيث الخصوصية الإيرانية، فإن بورصة طهران للأوراق المالية تعمل في بيئة محفوفة بالتقلبات والعقوبات الاقتصادية، الأمر الذي يزيد من حوافز الإدارات لإخفاء الحقائق المالية السلبية لتجنب ردود الفعل الحادة من السوق، كما أشار [28] Najafi et al. (2024) في هذا السياق، تؤكد دراستنا أن تعزيز الثقة في السوق الإيراني لا يتحقق بمجرد الإنفاق على الأنشطة الاجتماعية، بل يقتضي بالضرورة تزامنه مع مستوى عالٍ من جودة وموثوقية الأرباح المحاسبية.

المبحث السادس: الاستنتاجات والتوصيات

الاستنتاجات

في ضوء التحليل الإحصائي المُعمّق للبيانات اللوحية للشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية خلال المدة 2017–2022، وبعد إخضاع النموذجين القياسيين لاختبارات التشخيص اللازمة (Chow) و Hausman و VIF و Durbin-Watson، توصلت الدراسة إلى مجموعة من الاستنتاجات الجوهرية التي تتقاطع مع الأدبيات السابقة من جهة، وتُضيف إضافاتٍ نوعيةً للسياق الإيراني من جهةٍ أخرى، وفيما يلي تفصيلها:

أولاً: الأثر الحمائي المعنوي للمسؤولية الاجتماعية

أكّدت نتائج النموذج الأول وجودَ علاقةٍ عكسيةٍ معنويةٍ ذات دلالةٍ إحصائيةٍ عالية بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) ومخاطر انهيار أسعار أسهمها (CRASH)، إذ بلغت قيمة المعامل -0.212 عند مستوى دلالةٍ أقلّ من 0.001. ويُترجم ذلك عملياً إلى أن الشركات التي تتبنّى ممارساتٍ شاملةً للمسؤولية الاجتماعية وتُفصح عنها بصورةٍ منهجيةٍ تتمتع بمناعةٍ نسبيةٍ ضد الانهيارات السعرية المفاجئة. ويعكس هذا الاستنتاج صحة التوقعات المُستنبطة من نظرية أصحاب المصلحة (Stakeholder Theory) لـ (Freeman 1984)، التي ترى أن الشركات الملتزمة تجاه مختلف فئات أصحاب المصلحة تبني رصيداً من السمعة والثقة يقي أسهمها من التذبذبات الحادة [10]. كما يتسق هذا الاستنتاج مع الدراسات الرائدة في هذا المجال، وفي مقدّمها دراسة [19] Kim, Li & Li (2014)، ودراسة [33] Yang et al. (2023)، اللتين أكّدتا الأثر التخفيضي للمسؤولية الاجتماعية على مخاطر الانهيار في كلّ من الأسواق المتقدمة والناشئة.

ثانياً: تأكيد فرضية اكتناز الأخبار السيئة في السياق الإيراني

كشفت الدراسة عن أن آلية اكتناز الأخبار السيئة (Bad News Hoarding) المقترحة في نموذج Jin & Myers [15] (2006) ليست مجرد فرضية نظرية مُستوردة من الأسواق المتقدمة، بل هي ظاهرة ملموسة في السوق المالي الإيراني. فالشركات ذات مستويات الإفصاح المنخفض عن المسؤولية الاجتماعية تُظهر التواءً سلبياً أعلى في توزيعات عوائدها الأسبوعية، مما يدلّ على تراكم المعلومات السلبية لدى الإدارة لفتراتٍ مطوّلة قبل انفجارها دفعةً واحدةً في السوق. ويُمثّل هذا الاستنتاج إسهاماً مهماً في تعميم نموذج Jin & Myers على السياق الإيراني، ويفتح الباب أمام دراساتٍ مقارنةٍ مع أسواقٍ ناشئةٍ أخرى تتشابه في خصائصها المؤسسية كأسواق الخليج العربي وتركيا وباكستان.

ثالثاً: الدور المعدّل المعنوي لغموض الأرباح

من أبرز الإسهامات النوعية لهذه الدراسة هو تأكيدها الكميّ للدور المعدّل لشفافية الأرباح في العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية ومخاطر الانهيار، إذ بلغ معامل التفاعل ($CSR \times OPACITY$) قيمةً موجبةً قدرها +0.143 عند مستوى دلالة 0.012. ويحمل هذا الاستنتاج دلالةً بالغة الأهمية، مفادها أن الأثر الحمائي للمسؤولية الاجتماعية ليس مُطلقاً ولا تلقائياً، بل هو مشروطٌ بوجود بيئةٍ إفصاحٍ ماليّ شفافة. فحين ترتفع مستويات غموض الأرباح، تتآكل قدرة المسؤولية الاجتماعية على حماية الأسهم من الانهيار، بل قد تتحوّل في الحالات القصوى إلى أداةٍ تُموّ السلوك الانتهازي للإدارة، وهو ما يتسق مع التحذير الذي أطلقه [8] Fan & Fu بشأن "فرضية تحويل الانتباه" (Distraction Hypothesis).

رابعاً: التكاملية بين الإفصاح الاجتماعي والإفصاح المالي

استخلصت الدراسة أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والإفصاح المالي الشفاف ليسا قناتين متوازيتين منفصلتين، بل هما قناتان تكامليتان تَعمَلان معاً لتشكيل بيئةٍ معلوماتيةٍ صحية. فالمسؤولية الاجتماعية وحدها — في غياب التقارير المالية الشفافة — تُصبح كأنها واجهةٌ تجميليةٌ خاوية، بينما الشفافية المالية في غياب البُعد الأخلاقي والاجتماعي تظل قاصرةً عن بناء الثقة المؤسسية الكاملة. ويتسق هذا الاستنتاج بقوةٍ مع نتائج [13] Hutton, Marcus & Tehranian (2009) الذين أكّدوا أن غموض التقارير يُعدّ من أقوى محدّدات مخاطر الانهيار عبر مختلف الأسواق والفترات الزمنية.

خامساً: خصوصية البيئة المؤسسية الإيرانية

أبرزت الدراسة خصوصية السياق الإيراني الذي يجمع بين خصائص الأسواق الناشئة (ضعف الحوكمة وانخفاض حماية المستثمرين الأقلية) وضغوطٍ مؤسسيةٍ فريدةٍ (العقوبات الاقتصادية، وتذبذب الأطر التنظيمية، وهيمنة الملكيات شبه الحكومية). وقد كشفت النتائج أن هذه الخصوصية تُضخّم — لا تُلغي — الأثر الإيجابي لممارسات الإفصاح الاجتماعي والمالي، إذ إن المستثمرين في بيئات كهذه يتعطّشون إلى أيّ إشاراتٍ

موثوقة تحدّ من حالة عدم اليقين المؤسسية المحيطة. ويتسق ذلك مع ما توصّل إليه Najafi Kangarloui et al. [23] (2024) حول أثر العقوبات في تعقيد بيئة المعلومات وتغذية سلوك اكتناز الأخبار السيئة.

سادساً: تأكيد القوة التفسيرية للنماذج المعتمدة

أظهرت قيمتا معامل التحديد المعدّل (R^2) المعدّل (للمنموذجين — 0.554 للنموذج الأول و0.502 للنموذج الثاني — قوة تفسيرية عالية قياساً بالدراسات المماثلة في الأسواق الناشئة، حيث تتراوح هذه القيم عادةً بين 0.30 و0.45. ويعكس ذلك أن المتغيرات المختارة (المسؤولية الاجتماعية، غموض الأرباح، حجم الشركة، الرافعة المالية، نسبة القيمة السوقية للدفترية، والعائد على الأصول) تُشكّل منظومة تفسيرية متكاملة لظاهرة انهيار الأسعار في السوق الإيراني، وأن النتائج المتحصّل عليها تتمتع بمصدقية إحصائية معتبرة.

سابعاً: الإسهام النظري والعملي للدراسة

تُسهّم هذه الدراسة في ردم ثلاث فجوات بحثية مهمة: (أ) ندرة الدراسات التي تدمج بين المسؤولية الاجتماعية وشفافية الأرباح في إطار تحليلي واحد، خصوصاً في الأسواق الناشئة [30]؛ (ب) شحّ الأبحاث التطبيقية على السياق الإيراني التي تتناول المتغيّرين معاً بوصفهما متغيّرين تفسيريّين لمخاطر الانهيار [22]؛ (ج) غياب الدراسات التي تُعالج هذه العلاقات تحت ضغط بيئة مؤسسية معقّدة تتضمّن عقوبات اقتصادية. وبذلك تُقدّم الدراسة إطاراً تحليلياً يمكن البناء عليه في دراسات لاحقة على أسواق ناشئة مماثلة.

2. التوصيات

في ضوء الاستنتاجات السابقة، تُقدّم الدراسة جملةً من التوصيات العملية الموجهة إلى الفئات المعنية كافة، مع مراعاة قابليتها للتطبيق في البيئة المؤسسية الإيرانية وما يماثلها من أسواق ناشئة:

1-2 توصيات موجهة للشركات المدرجة

1. تبني استراتيجية متكاملة للمسؤولية الاجتماعية: ينبغي للشركات المدرجة في بورصة طهران أن تتجاوز النظرة التقليدية إلى المسؤولية الاجتماعية بوصفها عبئاً اختيارياً أو ممارسةً تجميلية، وأن تتعامل معها بوصفها استثماراً استراتيجياً طويل الأجل يُسهّم في بناء رصيدٍ من السمعة والثقة. ويستوجب ذلك دمج المسؤولية الاجتماعية في صميم الخطط الاستراتيجية للشركة، وتخصيص ميزانياتٍ كافية لها، وتعيين مسؤولين رفيعي المستوى للإشراف عليها. وقد أكّدت دراسة [27] (Salehi et al. 2018) أن مثل هذا التبنّي الجادّ ينعكس على الأداء المالي المستقبلي للشركة بصورةٍ إيجابيةٍ ومستدامة.

2. الإفصاح الاجتماعي الشامل والمنهجي: لا يكفي أن تُمارس الشركة أنشطة اجتماعية، بل ينبغي أن تُفصح عنها بصورةٍ شاملةٍ ومنهجيةٍ وفق المعايير الدولية مثل إطار (GRI) (Global Reporting Initiative) أو معايير SASB. ويُوصى بإصدار تقارير استدامة سنويةٍ مستقلة، تُغطّي الأبعاد الأربعة لكارول (الاقتصادية والقانونية والأخلاقية والخيرية) [5]، مع الحرص على شموليتها وقابليتها للمقارنة عبر الزمن والشركات. فكلما اتّسع نطاق الإفصاح وعمقه، تضاعف أثره الحمائي على أسعار الأسهم.

3. الجمع بين الإفصاح الاجتماعي والمالي الشفاف: أبرزت نتائج الدراسة أن الأثر الحمائي للمسؤولية الاجتماعية يضعف — بل قد يتلاشى — في ظل غموض التقارير المالية. ومن ثمَّ يُوصى الشركات بتعزيز جودة تقاريرها المالية عبر تقليل ممارسات إدارة الأرباح، والاعتماد على المحاسبة المتحفظة [17]، والإفصاح عن الاستحقاقات الاختيارية ومبرراتها. فالشركة التي تجمع بين الإفصاح الاجتماعي الشامل والإفصاح المالي الشفاف تكتسب ميزة تنافسيةً في جذب رؤوس الأموال طويلة الأجل، وتتمتع بمناعةٍ مضاعفةٍ ضدّ الانهيارات السعرية.

4. تفعيل آليات الحوكمة الداعمة للإفصاح: ينبغي للشركات أن تُعزّز استقلاليتها مجالس الإدارة، وفاعلية لجان المراجعة، وكفاءة وحدات التدقيق الداخلي، بوصفها آليات رقابيةٍ تُضمن مصداقية الإفصاح الاجتماعي والمالي. وقد أكّدت دراسة [22] (Mohammadi et al. (2021 أن استقلالية مجلس الإدارة وكفاءة لجنة المراجعة يُسهمان إسهاماً معنوياً في رفع جودة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في الشركات الإيرانية، مما يُعزّز الأثر الحمائي المنشود.

2-2 توصيات موجّهة للجهات التنظيمية (هيئة الأوراق المالية ومنظمة بورصة طهران)

1. إصدار دليل إلزامي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية: يُوصى هيئة الأوراق المالية الإيرانية بإصدار دليل تنظيمي إلزامي يُحدّد الحد الأدنى من المعلومات الواجب الإفصاح عنها بشأن المسؤولية الاجتماعية، مع توحيد قوالب الإفصاح بما يكفل قابلية المقارنة بين الشركات. ويمكن الاستفادة من التجارب التنظيمية الناجحة في دول مثل ماليزيا وجنوب أفريقيا والصين، مع تكييفها للسياق الإيراني. وسيُسهّم ذلك في تقليل التباين العشوائي في ممارسات الإفصاح، ويُوفّر للمستثمرين معلوماتٍ موحّدة تدعم قراراتهم الاستثمارية.

2. تعزيز معايير شفافية التقارير المالية: في ضوء النتائج التي أكّدت الدور المعدّل الحاسم لشفافية الأرباح، يُوصى بتشديد متطلبات الإفصاح عن الاستحقاقات الاختيارية، وفرض رقابةٍ أكثر صرامة على ممارسات إدارة الأرباح، وإلزام الشركات بالإفصاح عن السياسات المحاسبية الحرجة وأثرها على الأرباح المُعلّنة. كما يُوصى بتفعيل دور المراجع الخارجي المستقل في الكشف عن مظاهر الغموض المحاسبي، وفرض عقوباتٍ رادعةٍ على المراجعين المتواطئين، استرشاداً بنتائج [13] (Hutton et al. (2009).

3. إنشاء مؤشر وطني لقياس الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية: يُقترح أن تتبنّى منظمة بورصة طهران تطوير مؤشر وطني مُركّب لقياس مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في الشركات المدرجة، على غرار مؤشر FTSE4Good أو Dow Jones Sustainability Index. وسيُسهّم هذا المؤشر في إيجاد حوافز سوقية للشركات

الملتزمة، وتوجيه تدفقات الاستثمار نحوها، وتعزيز ثقافة الإفصاح الاجتماعي في السوق الإيراني. كما يمكن ربط هذا المؤشر بحوافز ضريبية أو تنظيمية تدعم الشركات الأعلى تصنيفاً.

4. تطوير برامج التوعية والتأهيل المهني: يُوصى الجهات التنظيمية بإطلاق برامج تأهيل مهنيٍّ موجّهة إلى أعضاء مجالس الإدارة والمديرين الماليين والمراجعين، تهدف إلى رفع وعيهم بأهمية الإفصاح الاجتماعي والشفافية المالية، وتدريبهم على المعايير الدولية الحديثة في هذا المجال. كما يُوصى بدمج هذه المفاهيم في مناهج كليات الإدارة والمحاسبة في الجامعات الإيرانية، استثماراً في الكوادر المستقبلية.

2-3 توصيات موجّهة للمستثمرين والمحللين الماليين

1. دمج مؤشرات المسؤولية الاجتماعية في نماذج تقييم المخاطر: ينبغي للمستثمرين والمحللين الماليين أن يتجاوزوا الاعتماد الحصري على المؤشرات المالية التقليدية في تقييم مخاطر الأسهم، وأن يدمجوا مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بوصفه مؤشراً تنبؤياً مهماً لاحتمالية انهيار الأسعار. فالأسهم ذات الإفصاح الاجتماعي المرتفع تتمتع بمستوياتٍ أقلّ من مخاطر الذيل ((Tail Risk، وهو ما يكتسب أهميةً مضاعفةً للمستثمرين المؤسسيين الذين يسعون إلى محافظ استثمارية مستقرة طويلة الأجل.

2. تقييم جودة الأرباح إلى جانب مستواها: يُوصى المستثمرون بإيلاء اهتمامٍ خاصٍّ بـ "جودة" الأرباح وليس فقط "مستواها"، عبر فحص مكونات الأرباح وفصل النقدية منها عن الاستحقاقات الاختيارية، وتتبع تدبذبات الاستحقاقات عبر الزمن. فالأرباح المنخفضة الجودة — حتى لو كانت مرتفعة الحجم — تُمثّل إشارة تحذيرية مبكرةً لاحتمالية حدوث تصحيحاتٍ سعرية حادة [16]. كما يُوصى بالحد من الشركات التي تجمع بين إفصاح اجتماعيٍّ مكثّفٍ وغموضٍ ماليٍّ مرتفع، إذ قد تُستخدم المسؤولية الاجتماعية ستاراً لإخفاء ممارساتٍ انتهائية.

3. تنوع المحافظ الاستثمارية على أساس معايير الاستدامة: يُوصى المستثمرون المؤسسيون بتطوير استراتيجيات تنويعٍ تعتمد جزئياً على معايير ESG (Environmental, Social, Governance)، بحيث تُمنح وزناً أكبر للشركات ذات الالتزامات الاجتماعية والحوكمة المرتفعة. فقد أثبتت الدراسة أن هذه الفئة من الشركات تتمتع بمستوياتٍ أدنى من مخاطر الانهيار، مما يُحسّن خصائص المخاطرة/العائد للمحفظة الكلية.

2-4 توصيات موجّهة للباحثين والدراسات المستقبلية

1. توسيع الإطار الزمني والمكاني للدراسة: يُوصى الباحثون بتوسيع نطاق الدراسة زمنياً ليشمل فتراتٍ أطول تُسمح بالتقاط الأثر الديناميكي للمسؤولية الاجتماعية على مخاطر الانهيار عبر الدورات الاقتصادية المختلفة (التوسع والركود والأزمات). كما يُقترح إجراء دراساتٍ مقارنةٍ تشمل بورصاتٍ ناشئةٍ أخرى في منطقة الشرق

الأوسط (السعودية والإمارات والكويت ومصر والعراق) لاستجلاء الخصائص المشتركة والمتباينة بين هذه الأسواق، وفهم تأثير العوامل الثقافية والدينية والمؤسسية في تشكيل العلاقات المدروسة.

2. تطوير مقاييس متعدّدة الأبعاد للمسؤولية الاجتماعية: اعتمدت هذه الدراسة على مؤشر مُركّب للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يتضمّن 24 بنداً، ويوصى في الدراسات المستقبلية بتطوير مقاييس أكثر تفصيلاً تُفرّق بين أبعاد المسؤولية الاجتماعية المختلفة (البيئية، الاجتماعية، الأخلاقية، الخيرية، الموظفين، العملاء، المجتمع المحلي) لاستكشاف أيّ من هذه الأبعاد له الأثر الأكبر في الحدّ من مخاطر الانهيار. وقد أشار [20] Lee (2016) إلى أن البُعد الأخلاقي تحديداً هو الأكثر تأثيراً، وهو ما يستحقّ مزيداً من التحقق التجريبي في السياق الإيراني والعربي.

3. استكشاف متغيرات معدّلة إضافية: تفتح هذه الدراسة الباب أمام أبحاثٍ مستقبليةٍ تستكشف متغيراتٍ معدّلةٍ إضافية في العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية ومخاطر الانهيار، مثل: ملكية المستثمرين المؤسسيين، وتغطية المحللين الماليين، وجودة المراجع الخارجي، وهيكل الملكية العائلية، وخصائص الرئيس التنفيذي (التعليم، الجنس، الخبرة). فكلّ من هذه المتغيرات يمكن أن يُسهم في فهمٍ أعمق للعلاقات المعقّدة التي تحكم استقرار أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة.

4. توظيف منهجيات بحثية متقدّمة: يُوصى بتجاوز نماذج الانحدار الخطي التقليدية إلى توظيف منهجيات إحصائية متقدّمة مثل تحليل المعادلات البنائية ((SEM)، ونماذج الانحدار الكمي ((Quantile Regression)، ونماذج العتبة ((Threshold Models)، ونماذج GMM الديناميكية لمعالجة قضايا الذاتية والسببية. كما يُوصى بتوظيف تقنيات التعلّم الآلي (Machine Learning) في بناء نماذج تنبؤية بمخاطر الانهيار تستفيد من البيانات النصية المُستخرجة من التقارير السنوية والإفصاحات الإلكترونية للشركات.

5. تكامل المنهجين الكمي والنوعي: أخيراً، يُوصى بإثراء الأبحاث المستقبلية بالمنهج النوعي عبر إجراء مقابلاتٍ معمّقة مع المديرين الماليين وأعضاء مجالس الإدارة والمراجعين والمستثمرين المؤسسيين، لاستجلاء العوامل السلوكية والمؤسسية التي تُشكّل قرارات الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في الشركات الإيرانية. فالجمع بين المنهجين الكمي والنوعي يُوفّر فهماً أكثر شمولاً وعمقاً للظواهر المعقّدة كظاهرة انهيار أسعار الأسهم.

المصادر:

- [1] Abdullah, S. N., & Ismail, K. N. I. K. (2017). Corporate social responsibility disclosure and firm performance: Evidence from Malaysia. *International Journal of Business and Society*, 18(S3), 567–578.
- [2] Andreou, P. C., Antoniou, C., Horton, J., & Louca, C. (2022). Corporate governance and firm-specific stock price crashes. *European Financial Management*, 28(1), 21–58.
- [3] Barati, L., & Heidarzadeh Hanzaei, A. (2021). Investigation the impact of earnings smoothing and financial information transparency on stock price crash risk. *Journal of Investment Knowledge*, 10(38), 273–294.
- [4] Behbahania, P. S., & Asgari, N. (2021). Social responsibility, corporate governance and lack of financial reporting transparency in Tehran Stock Exchange. *Empirical Research in Accounting*, 11(2), 165–186.
- [5] Boubaker, S., Mansali, H., & Rjiba, H. (2023). Large controlling shareholders and stock price crash risk in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 54, 100995.
- [6] Cao, T., Nguyen, H., Nguyen, K., & Bui, V. (2023). Information asymmetry on the link between corporate social responsibility and stock price crash risk. *Cogent Economics & Finance*, 11(1), 2230727.
- [7] Carroll, A. B. (1991). The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizons*, 34(4), 39–48.
- [8] Carroll, A. B. (2016). Carroll's pyramid of CSR: Taking another look. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 1(1), 1–8.
- [9] Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*, 61(3), 345–381.
- [10] Deegan, C. (2002). Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures – A theoretical foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 282–311.
- [11] Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59–100.
- [12] Fan, J., & Fu, Q. (2020). Corporate social responsibility and stock price crash risk: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 68, 101462.
- [13] Foroghi, D., Hamidian, N., & Bahrami, F. (2022). The effect of corporate social responsibility on fraudulent financial reporting. *Financial Accounting Research*, 14(1), 41–60.
- [14] Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman Publishing.
- [15] Habbash, M. (2016). Corporate governance and corporate social responsibility disclosure: Evidence from Saudi Arabia. *Social Responsibility Journal*, 12(4), 740–754.
- [16] Hamm, S. J. W., Li, E. X., & Ng, J. (2012). Management earnings guidance and stock price crash risk. *Japan Accounting Review Conference Working Paper*.
- [17] Hashemian, S. M. (2025). Investigation of factors influencing the role of financial information transparency in enhancing corporate social responsibility reporting of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Eksplorium-Buletin Pusat Teknologi*, 46(1), 234–248.

- [18] Hassas Yeganeh, Y., & Barzegar, G. (2014). The effect of disclosure level of corporate social responsibility (CSR) on corporate financial performance (CFP) in Tehran Stock Exchange. *International Journal of Accounting Research*, 1(11), 43–51.
- [19] Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, RZ, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67–86.
- [20] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- [21] Jin, L., & Myers, S. C. (2006). RZ around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 257–292.
- [22] Kim, J. B., & Zhang, L. (2014). Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks. *Contemporary Accounting Research*, 31(3), 851–875.
- [23] Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 43, 1–13.
- [24] Lee, M. T. (2016). Corporate social responsibility and stock price crash risk: Evidence from an Asian emerging market. *Managerial Finance*, 42(10), 963–979.
- [25] Liang, Q., Ling, L., Tang, J., Zeng, H., & Zhuang, M. (2020). Managerial overconfidence, firm transparency, and stock price crash risk: Evidence from an emerging market. *China Finance Review International*, 10(3), 271–296.
- [26] Mehrani, S., Moradi, M., & Eskandar, H. (2022). Ownership structure, disclosure quality, and stock price crash risk: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Iranian Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 6(3), 1–22.
- [27] Mohammadi, S., Saeidi, H., & Naghshbandi, N. (2021). The impact of board and audit committee characteristics on corporate social responsibility: Evidence from the Iranian stock exchange. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 70(8), 2207–2236.
- [28] Najafi Kangarloui, N., Jebel Ameli, F., Mehrara, M., & Garkaz, M. (2024). Probability of stock price crash and the expected return of stock under sanctions. *Iranian Journal of Finance*, 8(1), 45–72.
- [29] Ness, K. E., & Mirza, A. M. (1991). Corporate social disclosure: A note on a test of agency theory. *The British Accounting Review*, 23(3), 211–217.
- [30] Omran, M. A., & Ramdhony, D. (2015). Theoretical perspectives on corporate social responsibility disclosure: A critical review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 5(2), 38–55.
- [31] Rezaei Pitenoei, Y., & Safari Gerayli, M. (2021). Financial reporting quality and firms' information environment: A case of Iranian firms. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 14(3), 541–565.
- [32] Reverte, C. (2009). Determinants of corporate social responsibility disclosure ratings by Spanish listed firms. *Journal of Business Ethics*, 88(2), 351–366.
- [33] Salehi, M., Lari DashtBayaz, M., & Khorashadizadeh, S. (2018). Corporate social responsibility and future financial performance: Evidence from Tehran Stock Exchange. *EuroMed Journal of Business*, 13(3), 351–371.

- [34] Salehi, M., Tarighi, H., & Rezanezhad, M. (2019). Empirical study on the effective factors of social responsibility disclosure of Iranian companies. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 26(1), 34–55.
- [35] Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571–610.
- [36] Wongchoti, U., Tian, G., Hao, W., Ding, Y., & Zhou, H. (2021). Earnings quality and crash risk in China: An integrated analysis. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 28(1), 2–19.
- [37] Yang, M., Wang, Y., Bai, L., & Chen, S. (2023). Corporate social responsibility, family involvement, and stock price crash risk. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 30(2), 928–944.