

قياس أثر توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم وانعكاس ذلك على مخاطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية

هالة عبد الله الخولي
أستاذة المحاسبة
كلية التجارة
جامعة القاهرة

إسلام محمد نجيب سليمان الخواجة
مدرس مساعد بقسم المحاسبة
كلية التجارة
جامعة القاهرة

Islam_Mohamed_Elkhawaga@foc.cu.edu.eg

وليد شحاته محمد قاسم
أستاذة المحاسبة المساعد
كلية التجارة
جامعة القاهرة

مستخلص البحث

استهدفت الدراسة الحالية قياس أثر توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم، ومدى انعكاس ذلك على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المصرية المدرجة بالبورصة والمتمثلة في ٧٧ شركة خلال الفترة من عام ٢٠١٨ حتى عام ٢٠٢١ بإجمالي عدد مشاهدات ٣٠٨ مشاهدة، ونظرًا لأن من أحد أهداف الدراسة الحالية معرفة الآثار المترتبة على انتشار وبيع فيروس كورونا على وضع الشركات، فإن الباحث قام بتقسيم الفترة الزمنية إلى فترتين؛ الفترة الأولى من عام ٢٠١٨ حتى عام ٢٠١٩ قبل انتشار وبيع فيروس كورونا بإجمالي عدد مشاهدات ١٥٤ مشاهدة، والفترة الثانية من عام ٢٠٢٠ حتى عام ٢٠٢١ أثناء انتشار وبيع فيروس كورونا بإجمالي عدد مشاهدات ١٥٤ مشاهدة. وبالإعتماد على أسلوب تحليل المسار (Path Analysis) كأحد اختبارات نمذجة المعادلة الهيكلية (Structural Equation Modeling (SEM؛ تم التوصل إلى عدم وجود تأثير لتوزيعات الأرباح على سيولة الأسهم خلال الفترة الزمنية الأولى ووجود تأثير عكسي خلال الفترة الزمنية الثانية، بالإضافة إلى عدم وجود تأثير لتوزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية الأولى ووجود تأثير طردي خلال الفترة الزمنية الثانية، كذلك وجود تأثير طردي لسيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم سواء في الفترة الزمنية الأولى أو الثانية، وأخيرًا لا يوجد تأثير غير مباشر لتوزيعات الأرباح على مخاطر انهيار الأسهم من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط، وذلك في الفترة الزمنية الأولى والفترة الزمنية الثانية.

الكلمات المفتاحية

توزيعات الأرباح، سيولة الأسهم، مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وبيع فيروس كورونا.

تم استلام البحث في ٧ فبراير ٢٠٢٣، وقبوله للنشر في ٢٠ أغسطس ٢٠٢٣.

١. مقدمة:

تُشير مخاطر انهيار أسعار الأسهم إلى مدى إمكانية انهيار القيمة السوقية لأسهم الشركات، وترتبط تلك المخاطر بمشكلة الوكالة، وهي المشكلة الناتجة عن قيام الطرف الوكيل (الإدارة)، بتصرفات انتهائية تخدم مصالحه الخاصة على حساب مصلحة الطرف الأصلي (المستثمرين) (Hutton et al., 2009; Kothari et al., 2009)، حيث تقوم الإدارة بالإضرار بمصالح المستثمرين بغرض تحقيق مكاسب شخصية، سواء كانت تتعلق بالمكافآت والتعويضات، أو السمعة، أو تحسين المسار الوظيفي، وذلك من خلال حجب الأخبار السيئة داخل الشركة وعدم الإفصاح عنها، مما يؤدي إلى حدوث مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة كطرف داخلي من ناحية، وأصحاب المصالح كأطراف خارجية من ناحية أخرى، مما يترتب عليه زيادة تعرض المستثمرين لمخاطر انهيار أسعار الأسهم (Wu & Hu, 2019).

في تنامي إهتمام العديد من الدراسات الأكاديمية بمخاطر انهيار أسعار الأسهم، فقد تم تعريفها بأنها تحقيق الأسهم لعوائد سالبة، وحتى يتم وصف تلك العوائد السالبة بأنها مخاطر انهيار أسعار أسهم يجب أن تكون ذات قيم مرتفعة (Defond et al., 2015; Ak et al., 2016; Lobo et al., 2020). كما أكدت دراسة (Defond et al., 2015) ودراسة (Zhu (2016) بالإضافة إلى دراسة (Dang et al., 2018) أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم هي الهبوط المفاجئ في القيمة السوقية للأسهم، ولكن كان هناك اختلاف حول مدى تكرار هذا الإنخفاض، حيث أوضحت دراسة (Zhu (2016) ودراسة (Dang et al., 2018) أن الإنخفاض يكون غير متكرر، في حين أشارت دراسة (Defond et al., 2015) إلى أن الإنخفاض يجب أن يكون متكرر.

تزايد الإهتمام بدراسة مخاطر انهيار أسعار الأسهم للعديد من الأسباب من أهمها؛ أنها تمثل تآكل لقيمة الشركة لا يمكن التجاوز عنها (Hu et al., 2020)، كذلك تُعتبر أحد أهم مؤشرات كفاءة الشركة في إدارة مخاطرها بشكل عام، ومخاطرها السوقية بشكل خاص (Huang and Liu, 2021)، هذا، وقد شهدت أسواق الأوراق المالية العديد من الأزمات الناتجة عن انهيار القيمة السوقية لأسهم بعض الشركات في العديد من دول العالم، الأمر الذي دفع العديد من الباحثين الأكاديميين إلى الإهتمام بمخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث قام (Jin & Myers (2006 بتفسير مخاطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء نظرية الوكالة (Agency Theory)، وذلك من خلال الربط بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم وبين التصرفات الانتهازية للإدارة. وفي ضوء تلك النظرية، حددت بعض الأبحاث مجموعة متنوعة من الخصائص الخاصة بالشركة التي قد تؤثر في حدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ لعل منها حجب الإدارة للأخبار السيئة، وعدم تماثل المعلومات، والظروف الاقتصادية المحيطة بالشركة، وطبيعة النشاط، كذلك سياسات وقرارات الشركة، وغيرها من المحددات الأخرى. وفي هذا الشأن سوف يهتم الباحث بدراسة دور وتأثير كل من توزيعات الأرباح النقدية كأحد القرارات المالية للشركة، وسيولة الأسهم، كمحددات لحدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

في ضوء اهتمام البحث بدراسة بعض محددات مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وخصوصًا توزيعات الأرباح من جهة وسيولة الأسهم من جهة أخرى، فقد قسم الباحث البحث إلى أربعة أقسام رئيسية، حيث يعرض **القسم الأول** طبيعة المشكلة، و**القسم الثاني** يتناول الدراسات السابقة في مجال العلاقات الرئيسية بين متغيرات البحث، وتحليل النتائج التي توصلت إليها تلك الدراسات وكذلك صياغة الفروض، بينما يعرض **القسم الثالث** الدراسة التطبيقية لاختبار فروض البحث، في حين يعرض **القسم الرابع والأخير** الخلاصة والنتائج والتوصيات.

١-١ طبيعة المشكلة:

من منطلق اهتمام الباحث بدراسة بعض محددات مخاطر انهيار أسعار الأسهم يمكن للباحث تقسيم المشكلة البحثية إلى محورين، كما يلي:

١-١-١ أثر سيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم:

يمكن تعريف سيولة الأسهم بأنها "إنخفاض الفترة بين عرض الأسهم للبيع والتنفيذ الفعلي للبيع، بالإضافة إلى إنخفاض التكاليف التي من الممكن أن يتحملها المستثمر على سبيل المثال الفارق بين سعر الشراء وسعر البيع" (Harris, 2003; Saman, 2016; Sarah, 2019)، وتعتبر سيولة الأسهم من المفاهيم الأكثر أهمية سواء بالنسبة للمستثمرين أو الشركات، فبالنسبة للمستثمرين فهي تمكنهم من إختيار أفضل ورقة مالية من الأوراق المتاحة، بالإضافة إلى أن سيولة الأسهم قد تُخفض من خطورة الاستثمار، وذلك من خلال توجيه المستثمرين نحو أسهم الشركات التي تتصف بارتفاع أدائها، مما يؤدي إلى الإستغلال الأمثل للموارد (Lambert et al., 2007). أما بالنسبة للشركات فهي تُمثل أهمية كبيرة نظرًا لمساهمتها في تخفيض تكلفة رأس المال التي تتحملها الشركة، حيث أنه كلما ارتفعت سيولة الأسهم وزاد الطلب على هذا السهم، كلما أدى إلى إنخفاض العائد الذي سوف يتم الحصول عليه من الشركة، وبالتالي إنخفاض تكلفة رأس المال، كذلك قد تساهم سيولة الأسهم في تحسين قيمة الشركة، وذلك من خلال ارتفاع سعر السهم الناتج عن زيادة الطلب (زينة وآخرون، ٢٠١٨).

بناءً على توضيح أهمية سيولة الأسهم، فإن أي حدث يترتب عليه إنخفاض سيولة الأسهم قد يكون دافعًا للعديد من الشركات إلى إتخاذ بعض القرارات التي من شأنها تحسين سيولة السهم، وذلك من أجل الحفاظ على المستثمرين الحاليين وجذب المستثمرين المرتقبين وزيادة حجم الطلب، وبالتالي تخفيض تعرض الشركة لمخاطر انهيار أسعار أسهمها. أو بمعنى آخر هناك علاقة عكسية بين زيادة سيولة الأسهم ومخاطر انهيار أسعار الأسهم (Edmans et al., 2013; Chang et al., 2017). إلا أنه في المقابل،

يمكن القول أن قيام إدارات بعض الشركات بإخفاء عددًا من الأخبار السيئة يساعد في الأجل القصير على تحسين سيولة الأسهم، إلا أن تراكم هذه الأخبار السيئة وفقدان الإدارة قدرتها على تخزين هذه الأخبار، قد يؤدي إلى زيادة عدم تماثل المعلومات وحدوث ارتفاع في مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Chang et al., 2017; Zhang et al., 2018; Alp et al. 2022)، ومن هذا المنطلق يثار **التساؤل البحثي الأول** عن ما هو تأثير سيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؟.

٢-١-١ أثر توزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم:

يمكن تعريف توزيعات الأرباح على أنها العوائد التي يحصل عليها المستثمرون نظير استثمار أموالهم في الشركة، نتيجة تحقيق الشركة أرباح؛ سواء كانت أرباح تم تحقيقها خلال الفترة المالية الحالية أو الأرباح المحتجزة والتي تم تحقيقها خلال الفترات المالية السابقة، لذلك كلما حققت الشركة أرباحًا كلما كان هناك إمكانية لإجراء توزيع لها على المستثمرين، وبالتالي يمكن القول أن توزيعات الأرباح هي عوائد جارية (متولي، ٢٠٢٠؛ Abu-Alkhair, 2018؛ عفت، ٢٠١٦؛ Ali, 2013).

في هذه الجزئية سوف يتم مناقشة أثر توزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم على محورين:

١-٢-١-١ الأثر المباشر لتوزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم:

قد يحمل قرار توزيعات الأرباح أثرًا طرديًا على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ لعل السبب قد يعود إلى تفضيل بعض المستثمرين الإستثمار طويل الأجل وأن الأرباح يجب أن تُستخدم للإستثمار بدلًا من إجراء توزيع لها، وبناءً عليه كلما قامت الشركة بإجراء توزيع أرباح كلما دفع هؤلاء المستثمرين لبيع الأسهم المملوكة لهم، وفي حالة إستمرار البيع وزيادة العرض عن الطلب، فإن أسعار الأسهم قد تتعرض للانخفاض (Shan et al., 2022).

إلا أنه **في المقابل** قد يكون هناك أثرًا عكسيًا لتوزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا التأثير قد ينشأ لعدة أسباب؛ منها (١) أن توزيعات الأرباح قد يترتب عليها تخفيض الإفراط في الإستثمار المستقبلي، وبالتالي التخفيض من إكتناز الإدارة للأخبار السيئة من ناحية كأحد أهم أسباب زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم، والتأثير الإيجابي على المستثمرين الذين يفضلون الإستثمار في الأجل القصير من ناحية أخرى، وبالتبعية سوف يؤدي هذا إلى تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً (Badavar and Taghizadeh, 2017; Assadi and Kazemi, 2018). (٢) نظر العديد من المستثمرين إلى توزيعات الأرباح على أنها أخبار جيدة، مما قد يدفعهم لشراء أسهم الشركة، وبالتالي ارتفاع سعر السهم، وبالتبعية إنخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Ahadnezhad et al., 2018; kim et al., 2020).

في ضوء العرض السابق يتضح عدم وجود اتفاق في الآراء حول الأثر المباشر لقرار توزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم وهو ما سوف يتناوله الباحث؛ لذلك فإن **التساؤل البحثي الثاني** في هذا البحث يتمثل في معرفة ما هو أثر توزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؟.

٢-٢-١-١ الدور الوسيط لسيولة الأسهم في العلاقة بين توزيعات الأرباح ومخاطر انهيار أسعار الأسهم:

يمكن عرض هذه الجزئية من خلال تحليل أثر توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم من جهة، وتحليل أثر سيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم من جهة أخرى.

فمن ناحية تحليل أثر توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم، فيمكن القول أن أهم القرارات التي من الممكن أن تتخذها الشركة بهدف تحسين سيولة الأسهم هو قرار توزيعات الأرباح باعتباره أحد أهم القرارات المالية، وقد يرجع ذلك إلى العديد من الأسباب من أهمها؛ إعتداد العديد من المستثمرين على توزيعات الأرباح كمؤشر على كفاءة الإدارة وبصفة خاصة المستثمرين الذين لا تُتاح لهم فرصة متابعة النشاط الفعلي للشركة بصفة مستمرة، وبالتالي كلما زادت الأرباح الموزعة من قبل الشركة من فترة لأخرى كلما ترك ذلك إنطباعًا إيجابيًا لدي المستثمرين وسيترتب على هذا الإنطباع زيادة في حجم الطلب على أسهم الشركة، وبالتبعية ارتفاع وتحسين سيولة السهم (Banerjee et al., 2007; Jiang et al., 2017; Nguyen, 2020).

لذلك نجد أنه في حالة إتخاذ الشركة قرار إحتجاز أرباحها وعدم إجراء توزيع لها قد يكون له أثرًا سلبيًا على قرار المستثمرين، وقد يدفعهم ذلك إلى بيع هذا السهم والتحول لسهم آخر خصوصًا بالنسبة للمستثمرين الذين يتداولون على الأجل القصير والنظرية التي تدعم هذا الرأي هي نظرية عصفور في اليد (Bird in Hand) (De Villiers and Ma, 2017)، وبناءً عليه لو إتجهت الشركة نحو سياسة إحتجاز الأرباح حتي لو كان الدافع هنا إحتجاز تلك الأرباح بغرض إجراء مشروعات توسعية مستقبلية، فإن المستثمرين الذين يرغبون في توزيع الأرباح الحالية أو الأرباح المحتجزة خاصة لو كانت بمبالغ كبيرة سوف يتوجهون تدريجيًا لبيع أسهمهم في تلك الشركة (عبد اللطيف، ٢٠٠٦).

لكن في المقابل أنه على الرغم من دور توزيعات الأرباح في تحسين سيولة الأسهم إلا أنه في بعض الأحيان قد تؤدي إلى انخفاض سيولة الأسهم على عكس رغبة الشركات، وقد يرجع ذلك للعديد من الأسباب من أهمها؛ أن هناك بعض من المستثمرين يفضلون الإستثمار طويل الأجل وأن الأرباح يجب أن تُستخدم للإستثمار بدلًا من إجراء توزيع لها، وبناءً عليه كلما قامت الشركة بإجراء توزيع أرباح كلما إنخفضت سيولة الأسهم (Pan et al., 2015).

في ضوء اختلاف أثر توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم يتمثل **التساؤل البحثي الثالث** في: ما هو أثر توزيعات الأرباح كأحد القرارات المالية للشركة على سيولة الأسهم؟؛ وذلك لمعرفة: هل ساهم قرار توزيعات الأرباح بالفعل في تحسين سيولة الأسهم، أم أنه أدى إلى انخفاض المستوى الحالي لسيولة الأسهم؟.

أما من ناحية تحليل أثر سيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسهم فقد سبق الإشارة إليها في النقطة الأولى من طبيعة المشكلة، ونظرًا لأن سيولة الأسهم تتأثر بتوزيعات الأرباح من ناحية، وتؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم من ناحية أخرى، فإن الباحث يتوقع أن سيولة الأسهم قد تعد المتغير الوسيط الذي يفسر ويشرح سبب أثر توزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وفي حدود علم الباحث فإن هذه العلاقة لم يتم اختبارها من قبل في الدراسات السابقة؛ لذلك يتمثل **التساؤل الرابع** في معرفة أثر توزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء سيولة الأسهم كمتغير وسيط.

٢-١ الأهداف البحثية:

في ضوء عرض طبيعة المشكلة والتساؤلات البحثية يمكن عرض الأهداف البحثية في النقاط التالية (١) دراسة أثر سيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. (٢) دراسة أثر توزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. (٣) دراسة أثر توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم. (٤) دراسة الأثر غير المباشر لتوزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء سيولة الأسهم كمتغير وسيط.

٢. الدراسات السابقة وتطوير الفروض:

في ضوء تنوع متغيرات الدراسة وتنوع العلاقات بين هذه المتغيرات فقد قام الباحث بتقسيم الدراسات السابقة وفقًا لطبيعة المشكلة السابق الإشارة إليها إلى ثلاث مجموعات رئيسية؛ وهم كالتالي:

المجموعة الأولى: الدراسات التي تناولت تأثير سيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم:

تناولت العديد من الدراسات تأثير سيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ إلا أن نتائج هذه الدراسات قد تباينت من حيث طبيعة وقوة العلاقة بينهما؛ حيث أكدت بعض الدراسات على وجود **تأثير طردي** لسيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، لعل من هذه الدراسات دراسة (Chang et al. (2017) وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية المتمثلة في ٩٢٨٥ شركة خلال الفترة من عام ١٩٩٣ حتى عام ٢٠١٠، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير طردي لسيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وأوضحت الدراسة أن تلك النتيجة ترجع بشكل كبير إلى إخفاء الإدارة للأخبار السيئة بهدف تحسين سيولة الأسهم، ولكن يترتب على ذلك زيادة عدم تماثل المعلومات وتراكم الأخبار السيئة، مما قد يؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وقد دعمتها دراسة (Zhang et al. (2018) والتي طبقت على عينة من الشركات الصينية المتمثلة في ٨٩٠٨ شركة خلال الفترة من عام ١٩٩٧ حتى عام ٢٠٠١، وتم تفسير تلك النتيجة على أن ارتفاع سيولة الأسهم قد تدفع المستثمرين المضاربين إلى بيع الأسهم للاستفادة من ارتفاع السعر، مما قد ينتج عن ذلك زيادة في حجم العرض، وبالتبع انخفاض السعر، كما أوضحت تلك الدراسة أن بعض الشركات لجأت إلى إخفاء الأخبار السيئة بهدف تحسين سيولة الأسهم، ولكن مع تراكم تلك الأخبار أدى ذلك إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وأخيرًا، فقد أيدت دراسة (Alp et al. (2022) هذا الاتجاه بالتطبيق على عينة من الشركات التركية المدرجة بالبورصة والمتمثلة في ٣٦٤ شركة خلال الفترة من عام ٢٠٠٩ حتى عام ٢٠١٩، حيث أوضحت أن تلك النتيجة ترجع إلى العديد من الأسباب؛ لعل من أهمها؛ (١) ارتفاع سيولة الأسهم نتيجة إخفاء الأخبار السيئة والتي في حالة الإعلان عنها دفعة واحدة يؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم، (٢) إن ارتفاع سيولة الأسهم قد يشجع العديد من المستثمرين على بيع الأسهم للاستفادة من ارتفاع السعر، مما قد يترتب عليه زيادة العرض عن الطلب وانخفاض السعر، وبالتبع زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

من ناحية أخرى توصلت بعض الدراسات إلى وجود **تأثير عكسي** لسيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم فطبقًا لدراسة (Ping (2015) التي أشارت إلى أن سيولة الأسهم من العوامل المهمة التي من الممكن أن تؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وأوضحت تلك الدراسة أنه كلما ارتفعت سيولة الأسهم، دل ذلك على زيادة حجم الطلب ومن ثم ارتفاع سعر السهم مما قد يُخفض من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتوصلت الدراسة إلى العديد من النتائج من أهمها أن سيولة الأسهم المرتفعة تساهم في تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الصينية. كما أيد هذا الاتجاه دراسة (Chauhan et al. (2017) بالتطبيق على عينة من الشركات الهندية المتمثلة في ١٥٠٠ شركة في الفترة من عام ٢٠٠١ حتى عام ٢٠١٢، وتوصلت إلى وجود تأثير عكسي لسيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وأوضحت الدراسة أن تلك النتيجة ترجع إلى أن زيادة سيولة الأسهم تزيد من الرقابة على الإدارة، مما يساعد في الحد من تلاعب الإدارة وإخفائها للأخبار السيئة وبالتبع انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً.

في ضوء ما تم عرضه من دراسات سابقة توصل الباحث إلى النقاط الآتية:

١. هناك تأثير لسيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا التأثير قد يكون طرديًا في بعض الأحيان، وقد يكون عكسيًا في أحيان أخرى، حيث تتوقف طبيعة العلاقة على عدد من المحددات؛ لعل منها القرارات المتخذة من قبل الإدارة، وسلوك المستثمرين.

٢. تباين النتائج حول العلاقة بين سيولة الأسهم ومخاطر انهيار أسعار الأسهم قد يعود إلى تنوع المقاييس المستخدمة في احتساب كل منهما، وهو ما استتبعه من تباين النتائج.

نظرًا لعدم وجود إتفاق بين الدراسات علي طبيعة التأثير (طردي / عكسي) لسيولة الأسهم علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم، فإن الباحث سوف يسعى من خلال هذه الدراسة إلى إختبار تلك العلاقة بالتطبيق علي البيئة المصرية، وذلك بهدف معرفة ما هو أثر سيولة الأسهم علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم؟، وبناءً عليه قام الباحث بصياغة الفرض الأول كما يلي:

الفرض الأول (H1): هناك علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين سيولة الأسهم ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

المجموعة الثانية: الدراسات التي تناولت تأثير توزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم:

تناولت العديد من الدراسات تأثير توزيعات الأرباح علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ إلا أن نتائج هذه الدراسات قد تباينت من حيث طبيعة وقوه العلاقة بينهما؛ لعل أول هذه الاتجاهات هو ما يؤكد وجود تأثير عكسي لتوزيعات الأرباح علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث قامت دراسة (Ahadnezhad et al. (2018) بالتطبيق علي عدد ١٣١ شركة إيرانية خلال الفترة من عام ٢٠١٠ حتي عام ٢٠١٥، وقد توصلت إلى أنه كلما قامت الشركة بإجراء توزيعات أرباح كلما ساعد ذلك في التخفيف من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وقد يرجع ذلك بشكل كبير إلى نظر العديد من المستثمرين إلى توزيعات الأرباح علي أنها أخبار جيدة، مما قد يدفعهم لشراء أسهم الشركة، وبالتالي إرتفاع سعر السهم، وبالتبعية إنخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم. أيد هذا الاتجاه دراسة Kim et al. (2020) بالتطبيق علي عينة من الشركات الامريكية خلال الفتره من ١٩٩١ حتي ٢٠١٥. ودعمت هذه النتيجة دراسة Farooq et al. (2021) بالتطبيق علي عينة من الشركات غير المالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال افريقيا، وذلك خلال الفترة من عام ٢٠١٠ حتي عام ٢٠١٨، حيث توصلت الدراسة إلى أن دفع الشركة توزيعات أرباح ساهم بشكل كبير في الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتم تفسير تلك النتيجة علي أساس أن من أهم أسباب حدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم هي مشكلة الوكالة، ونظرًا لأن توزيعات الأرباح قد تحد من هذه المشكلة بالتالي كلما تم إجراء توزيعات أرباح كلما أدي إلى إنخفاض مشكلة الوكالة، وبالتبعية إنخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

من ناحية أخرى، قد تؤثر توزيعات الأرباح طردياً علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أكد عبد اللطيف (٢٠٠٦) أن هذا من الممكن أن يتحقق في ظل وجود بعض من المستثمرين الذين يفضلون الإستثمار في الأجل الطويل، وأن هؤلاء المستثمرون ينظروا إلى قرار الشركة بإجراء توزيعات أرباح بأنه قرار غير صحيح ومن الأفضل إستخدام تلك الأرباح في المشروعات التوسعية والإستفادة من فرص النمو المستقبلية، مما قد يدفعهم ذلك إلى التحول لأسهم شركة أخرى تحقق رغباتهم، وبالتبعية سيؤثر ذلك سلباً علي سعر السهم. وقد أيدت دراسة (Shan et al. (2022) هذه النتيجة بالتطبيق علي عينة من الشركات الصينية والمتمثلة في ٢٦٦٢ شركة خلال الفترة من عام ٢٠٠٩ حتي عام ٢٠١٨، وتم تفسير ذلك علي أن زيادة توزيعات الأرباح تؤثر بالسلب علي قيمة الشركة وأنه من الأفضل إعادة إستثمار تلك التوزيعات في مشروعات أخرى يترتب عليها تعظيم ثروة المستثمرين، مما قد يدفع العديد من المستثمرين إلى بيع أسهم الشركة، وفي حالة إستمرار عملية البيع قد تؤدي إلى انهيار سعر السهم.

علي الرغم من وجود دراسات توصلت إلى أن هناك تأثير طردياً أو عكسياً لتوزيعات الأرباح علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أن هناك اتجاه من الدراسات لم يتمكن من الوصول إلى نتيجة قاطعة حول هذا التأثير؛ مثل دراسة (Assadi and Kazemi (2018) بالتطبيق علي عينة من الشركات الإيرانية المتمثلة في ٦٨ شركة خلال الفترة من عام ٢٠٠٣ حتي عام ٢٠١٣، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير عكسي لتوزيعات الأرباح عند الإعتداد علي مقياس (NCSKEW) ومقياس (DUVOL) للتعبير عن مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ولكن عند الإعتداد علي مقياس (EXTR_SIGMA) فقد توصلت إلى عدم وجود علاقة بين متغيرات الدراسة، وبالتالي يمكن القول أن إختلاف المقاييس قد يؤثر علي نتائج الدراسة.

بناءً علي ما تم عرضه من الدراسات السابقة توصل الباحث إلى النقاط التالية:

١. تلعب توزيعات الأرباح دورًا هامًا في الحد من إخفاء الإدارة للأخبار السيئة وبالتبعية تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ويرجع ذلك للعديد من الأسباب من أهمها:

- إن الإفراط في الإستثمار قد يترتب عليه بعض النتائج السلبية والتي قد تدفع الشركة لإخفائها مما قد يزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل، وبالتالي كلما قامت الشركة بإجراء توزيعات أرباح كلما أدي إلى إنخفاض الإفراط في الإستثمار، وذلك نظرًا لأن التمويل اللازم لتلك الإستثمارات سوف يتم إستخدامه كتوزيعات، وبالتالي إنخفاض الأخبار السيئة وبالتبعية إنخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- إن إجراء الشركة لتوزيعات الأرباح قد يجعلها في حاجة إلى تمويل خارجي عن طريق الإقتراض، مما سيؤدي إلى خضوع الشركة إلى رقابة قوية من قبل الدائنين، وهذا سيساهم في إحكام الرقابة علي قرارات الإدارة وإتخاذ قرارات صحيحة، وبالتبعية إنخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا ما تم تأييده من قبل دراسة (Hong et al. (2017).
- توزيعات الأرباح تُمثل أخبار جيدة بالنسبة للمستثمرين، وبالتالي كلما قامت الشركة بتوزيعات أرباح، كلما أدي إلى جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين، وزيادة حجم الطلب، وبالتبعية إرتفاع سعر السهم، ونظرًا لأن إرتفاع سعر السهم يشير

إلى إنخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم، إذًا يمكن القول أن توزيعات الأرباح تساعد في تخفيف مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

٢. قد يترتب علي توزيعات الأرباح زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وقد يرجع ذلك إلى إعتراض العديد من المستثمرين علي تلك التوزيعات إما لأغراض ضريبية أو لأغراض إستثمارية، مما قد يدفعهم إلى بيع أسهم الشركة والتحول لشركة أخرى، وهذا قد يترتب عليه زيادة حجم العرض وإنخفاض سعر السهم، وبالتالي زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

٣. تباين النتائج حول العلاقة بين توزيعات الأرباح و مخاطر انهيار أسعار الأسهم قد يعود إلى تنوع المقاييس المستخدمة في إحتساب كل منهما، وهو ما استتبعه من تباين النتائج.

في ضوء ما تم عرضه من دراسات سابقة تناولت أثر توزيعات الأرباح علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم، توصل الباحث إلى إتفاق عدد كبير من تلك الدراسات علي أن هناك علاقة بين توزيعات الأرباح ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وأن العديد من الشركات قد تعتمد علي توزيعات الأرباح للتخفيف من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، لذلك سيسعي الباحث من خلال هذه الدراسة إلى إختبار تلك العلاقة بالتطبيق علي البيئة المصرية ، وبناءً عليه قام الباحث بصياغة الفرض الثاني كما يلي:

الفرض الثاني (H2): هناك علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

المجموعة الثالثة: الدراسات التي تناولت تأثير توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم:

تناولت العديد من الدراسات تأثير توزيعات الأرباح علي سيولة الأسهم؛ إلا أن نتائج هذه الدراسات قد تباينت من حيث طبيعة وقوة العلاقة بينهما؛ فقد توصل عدد من الدراسات السابقة إلى وجود تأثير طردي لتوزيعات الأرباح علي سيولة الأسهم؛ لعل من هذه الدراسات هي دراسة (Jiang et al. (2017 التي قامت بإختبار تأثير توزيعات الأرباح علي سيولة الأسهم بالتطبيق علي عينة من الشركات الصينية والتي تمثلت في ٢٤٧٣ شركة، وذلك خلال الفترة من عام ٢٠٠٠ حتي عام ٢٠١٤، وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير طردي لتوزيعات الأرباح علي سيولة الأسهم، وقد يرجع سبب تلك النتيجة إلى أن توزيعات الأرباح قد تنصف في بعض الأحيان بأنها ذات محتوى إعلامي هام يؤثر بشكل إيجابي علي قرارات المستثمرين، مما يدفعهم ذلك نحو شراء أسهم الشركة، وبالتالي إحداث توازن بين العرض والطلب، وبالتالي زيادة سيولة الأسهم. وقد أيدتها دراسة (Akhtar (2018 وذلك من خلال التطبيق علي عينة من الشركات الباكستانية المدرجة بالبورصة والمتمثلة في ١٠٠ شركة خلال الفترة من عام ٢٠٠٥ حتي عام ٢٠١٥، وأشارت الدراسة إلى أن هذه النتيجة قد تتأثر بشكل كبير بفرص النمو المتاحة أمام الشركة، حيث أن زيادة فرص النمو قد تدفع الشركة في هذه الحالة إلى إحتجاز الأرباح المحققة وإعادة إستثمارها بدلاً من إجراء توزيع لها. كذلك فقد دعمت هذا الإتجاه دراسة (Hu et al. (2020 بالتطبيق علي عينة من الشركات الأمريكية التي تتمثل في ٤٦٠٩ شركة والمدرجة بالبورصة، وذلك خلال الفترة من عام ١٩٩٣ حتي عام ٢٠١٣، وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير طردي لتوزيعات الأرباح علي سيولة الأسهم، كما أوضحت الدراسة أن هذا التأثير يرجع إلى إعتداد العديد من المستثمرين في إتخاذ قراراتهم علي توزيعات الأرباح كمصدر للمعلومات، ونظرًا لإعتبار توزيعات الأرباح بأنها خبر جيد من وجهة نظر بعض المستثمرين، لذلك كلما قامت الشركة بإجراء توزيعات أرباح كلما أدى إلى تحسين سيولة الأسهم.

من ناحية أخرى توصلت بعض الدراسات إلى وجود تأثير عكسي لتوزيعات الأرباح علي سيولة الأسهم، فطبقًا لدراسة (Banerjee (2005 التي تناولت هذا التأثير بالتطبيق علي عينة من الشركات الأمريكية والمتمثلة في ٤١٩٥ شركة والمدرجة في البورصة خلال الفترة من عام ١٩٦٣ حتي عام ٢٠٠٣، قد توصلت إلى وجود تأثير عكسي لتوزيعات الأرباح علي سيولة الأسهم، وأن المستثمرين الذين يمتلكون أسهم ذات سيولة منخفضة هم أكثر حصولًا علي توزيعات أرباح والعكس صحيح، كذلك تزداد سيولة الأسهم إنخفاضًا بعد التوزيع الفعلي للأرباح. وقد دعمت هذه النتيجة دراسة (Griffin (2010 بالتطبيق علي عينة من الشركات في الأسواق الدولية بالتركيز علي كل من؛ كندا، أستراليا، المكسيك، البرازيل، الأرجنتين، الصين، المملكة المتحدة، والتي تتراوح ما بين ٢١ شركة بالأرجنتين إلى ٢٤٩ شركة بكندا، وذلك خلال الفترة الزمنية من عام ١٩٨٨ حتي عام ٢٠٠٦، وطبقًا للإختبارات توصلت الدراسة إلى وجود تأثير عكسي لتوزيعات الأرباح علي سيولة الأسهم، وتم تفسير تلك النتيجة علي أن الشركات قد تقوم بزيادة التوزيعات بهدف تعويض المستثمرين عن الإنخفاض في سيولة الأسهم والمخاطر المرتبطة بها والتي منها؛ صعوبة بيع الأسهم بسهولة، بالإضافة إلى ارتفاع تكلفة المعاملات. كذلك فقد توصلت دراسة (Pan et al. (2015 إلى وجود تأثير عكسي لتوزيعات الأرباح علي سيولة الأسهم، وذلك بالتطبيق علي عينة من الشركات الصينية المدرجة في البورصة خلال الفترة من عام ٢٠٠٣ حتي عام ٢٠١١ والتي تتمثل في ١٢٧٥ شركة، كذلك أوضحت الدراسة أن الشركات في مرحلة النمو لن تقوم بإجراء توزيعات أرباح بل سوف يتم إستخدامها في عملية الإستثمار، إلا أنه في نفس الوقت كانت سيولة الأسهم مرتفعة، وذلك لزيادة الطلب علي أسهم الشركة.

في نفس السياق توصلت دراسة (Ye et al. (2015 إلى وجود تأثير عكسي لتوزيعات الأرباح علي سيولة الأسهم بالتطبيق علي عينة من الشركات الصينية المدرجة بالبورصة خلال الفترة من عام ١٩٩٩ حتي عام ٢٠١٢، وذلك بهدف إختبار وتحليل الفرضية التقليدية الخاصة بتوزيعات الأرباح وسيولة الأسهم والقائمة علي أن زيادة توزيعات الأرباح سوف تؤدي إلى تحسين سيولة الأسهم من خلال زيادة الطلب علي أسهم الشركة. كما فسرت دراسة (Ye et al. (2015 ذلك التأثير العكسي بأن سيولة الأسهم المرتفعة تعني وجود طلب متزايد علي أسهم الشركة، مما يترتب عليه إرتفاع سعر السهم وتعزيز ثروة المساهمين، وبالتالي قيام العديد من الشركات بتخفيض العائد المدفوع للمستثمر مقابل الإستثمار في الشركة والذي يتمثل في توزيعات الأرباح، وذلك بسبب

إنخفاض المخاطر المرتبطة بهذه النوعية من الأسهم والتي منها؛ إنخفاض سعر السهم، بالإضافة إلى عدم قدرة المستثمر علي إسترداد أمواله في أي وقت. وقد أيد هذا الاتجاه دراسة (Taher and Al-Shboul, 2022) عند التطبيق علي عدد ٣١١ شركة أمريكية غير مالية مدرجة في سوق الأوراق المالية خلال الفترة من عام ٢٠٠٦ حتي عام ٢٠١٧، كما أوضحت أن هذا التأثير غير متمثل في حالة ارتفاع وإنخفاض مقدار التوزيعات، حيث أن توزيعات الأرباح المرتفعة تؤدي إلى إنخفاض سيولة الأسهم ولكن بمقدار أقل من ارتفاع سيولة الأسهم الناتج عن إنخفاض توزيعات الأرباح.

بخلاف الدراسات السابقة فقد توصلت دراسة (Lee and Yoon, 2017) لنتيجة مخالفة عن الاتجاهات السابقة، حيث توصلت هذه الدراسة إلى **عدم وجود تأثير** لتوزيعات الأرباح علي سيولة الأسهم، وذلك بالتطبيق علي عينة من الشركات الكورية والتي تتمثل في ٢١٧٣ شركة خلال الفترة من عام ١٩٩٩ حتي عام ٢٠١٥. يمكن للباحث تفسير النتيجة التي توصلت إليها دراسة Lee and Yoon (2017) علي أن توزيعات الأرباح لا تتصف بأنها ذات محتوى إعلامي لأنها لم تؤثر علي قرار المستثمر، وقد يرجع ذلك للعديد من الأسباب من أهمها؛ توافر معلومات أخرى للمستثمرين يمكن الإعتماد عليها في عملية إتخاذ القرار بدلاً من توزيعات الأرباح. حيث ايدت هذه الدراسة عدد من الدراسات الأخرى؛ لعل منها دراسة (Sawitri and Sulistyowati, 2018) التي قامت بالتطبيق علي عينة من الشركات الإندونيسية والتي تتمثل في ٢٥١ شركة خلال الفترة من عام ٢٠١٤ حتي عام ٢٠١٦، حيث أشارت هذه الدراسة إلى أن طريقة قياس سيولة الأسهم من الممكن أن تؤثر علي النتائج، وفي ضوء الإختبارات توصلت الدراسة إلى عدم وجود أي علاقة بين توزيعات الأرباح وسيولة الأسهم، وذلك عند قياس سيولة الأسهم طبقاً لمقياس (Amihud)، ولكن عند قياس سيولة الأسهم طبقاً لمقياس معدل الدوران توصلت إلى وجود تأثير عكسي قوي، وبناءً عليه فإن المحتوى الإعلامي ليس فقط هو المحدد في العلاقة بين توزيعات الأرباح وسيولة الأسهم بل إختلاف المقاييس من الممكن أيضاً أن يؤثر علي تلك العلاقة. كما إتفقت نتائج دراسة (Sumardi et al., 2022) مع هذا الاتجاه من الدراسات عندما قامت بالتطبيق علي عينة من الشركات الإندونيسية المدرجة بالبورصة والمتمثلة في ٣١ شركة خلال الفترة من عام ٢٠١٧ حتي عام ٢٠٢١، وتم تفسير تلك النتيجة علي أن توزيعات الأرباح لا تُمثل أخبار جيدة وهامة للمستثمرين، وقد يرجع ذلك بسبب حالة عدم التأكد حول إمكانية دفع الشركة توزيعات أرباح بصفة مستمرة، مما قد يدفع هؤلاء المستثمرين في البحث عن مصدر آخر للمعلومات بخلاف توزيعات الأرباح.

في ضوء ما تم عرضه من الدراسات السابقة التي تناولت تأثير توزيعات الأرباح علي سيولة الأسهم، تبين وجود إختلاف في وجهات النظر حيث توصلت بعض الدراسات إلى وجود تأثير طردي؛ مثل دراسات (Jiang et al., 2017)، ودراسة (Akhtar, 2018)، ودراسة (Hu et al., 2020)، ودراسات أخرى توصلت لوجود تأثير عكسي (Banerjee, 2005; Griffin, 2010)، في حين توصل عدد آخر من الدراسات إلى عدم وجود أي علاقة بينهما (Lee and Yoon, 2017; Sawitri and Sulistyowati, 2018).

يشير الباحث أن هذا الإختلاف قد يرجع إلى العديد من الأسباب من أهمها:

١. المحتوى الإعلامي لتوزيعات الأرباح؛ حيث أنه كلما إتصفت توزيعات الأرباح بأنها ذات محتوى إعلامي، كلما إعتد عليها المستثمر في إتخاذ القرار وبالتبعية التأثير في سيولة الأسهم.
٢. فرص نمو الشركة؛ حيث أنه كلما كانت هناك فرص نمو متاحة أمام الشركة كلما دفعها ذلك إلى إتخاذ قرار بإحتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها، مما قد يكون له تأثير مختلف علي المستثمرين وذلك بسبب إختلاف رغبات المستثمرين، حيث أن إحتجاز الأرباح قد يكون له تأثير سلبي علي المستثمرين الذين يفضلون الإستثمار في الأجل القصير، في حين قد يكون له تأثير إيجابي علي المستثمرين الذين يفضلون الإستثمار في الأجل الطويل (عبد اللطيف، ٢٠٠٦).
٣. إختلاف المقاييس المستخدمة فقد توصلت دراسة (Sawitri and Sulistyowati, 2018) إلى إختلاف في النتائج بسبب تغيير طرق قياس سيولة السهم.

في ضوء ماسبق يتضح أن غالبية الدراسات السابقة التي تم عرضها مسبقاً أشارت إلى أن هناك علاقة بين توزيعات الأرباح وسيولة الأسهم، لذلك يتوقع الباحث بأن هناك أثر لتوزيعات الأرباح كأحد القرارات المالية للشركة علي سيولة الأسهم بالتطبيق علي البيئة المصرية، وأن الشركات قامت بإستخدام توزيعات الأرباح بهدف التأثير علي سيولة الأسهم، وبناءً عليه قام الباحث بإشتقاق الفرض الثالث كما يلي:

الفرض الثالث (H3): هناك علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح وسيولة الأسهم.

في ضوء الدراسات السابقة التي تم عرضها يتضح أن إتخاذ الشركات لقرار توزيعات الأرباح قد يؤثر علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ونظراً لأن سيولة الأسهم تتأثر بتوزيعات الأرباح من ناحية، وتؤثر علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم من ناحية أخرى، فإن الباحث يتوقع أن سيولة الأسهم قد تعد المتغير الوسيط الذي يفسر ويشرح سبب أثر توزيعات الأرباح علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وفي حدود علم الباحث فإن هذه العلاقة لم يتم إختبارها من قبل في الدراسات السابقة، وبناءً عليه قام الباحث بصياغة الفرض الرابع علي النحو التالي:

الفرض الرابع (H4): هناك علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء سيولة الأسهم كمتغير وسيط.

٣. الدراسة التطبيقية:

في سبيل الإجابة عن تساؤلات الدراسة وتحقيق أهدافها فقد تم صياغة الدراسة التطبيقية والتي تم عرضها في هذا الجزء من الدراسة علي النحو التالي:

١-٣ خصائص عينة الدراسة:

يمكن عرض بعض المعلومات الخاصة بعينة الدراسة فيما يلي:

١-١-٣ الفترة الزمنية:

اعتمد الباحث في الدراسة الحالية على سلسلة زمنية مكونة من ٤ سنوات، تبدأ من عام ٢٠١٨ وحتى عام ٢٠٢١، ونظرًا لأن من أحد أهداف الدراسة الحالية معرفة الآثار المترتبة على انتشار وباء فيروس كورونا على وضع الشركات، فإن الباحث قام بتقسيم الفترة الزمنية الحالية إلى فترتين؛ الفترة الأولى: من عام ٢٠١٨ حتى عام ٢٠١٩ قبل انتشار وباء فيروس كورونا، والفترة الثانية: من عام ٢٠٢٠ حتى عام ٢٠٢١ في ظل أزمة وباء فيروس كورونا، وذلك حتى يتسني للباحث إجراء مقارنة بين النتائج.

٢-١-٣ مجتمع وعينة الدراسة ومصادر الحصول علي البيانات:

تمثل مجتمع الدراسة في كافة الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية، والمتمثلة في ٢٢٥ شركة، بينما تمثلت العينة النهائية محل الدراسة في ٧٧ شركة؛ وذلك بعد استبعاد ١٤٨ شركة وفقًا للشروط الآتية:

١. استبعاد قطاع البنوك من العينة؛ لمالها من قواعد خاصة تحكم عملها، ونظرًا لاختلاف طبيعة نشاطها، واختلاف مؤشرات تقييم أدائها.

٢. استبعاد الشركات التي لم يتوافر عنها البيانات اللازمة خلال الفترة محل الدراسة.

٣. استبعاد الشركات التي كانت مدرجة بالبورصة وتم شطب قيدها، وإيقاف التداول على أسهمها خلال الفترة محل الدراسة.

٤. استبعاد الشركات التي كانت غير مدرجة بالبورصة، وتم إدراجها سواء في عام ٢٠١٩، أو ٢٠٢٠، أو ٢٠٢١.

في ضوء الشروط السابق ذكرها تمثلت العينة النهائية محل الدراسة في ٧٧ شركة، وذلك بإجمالي عدد مشاهدات ١٥٤ مشاهدة خلال الفترة الزمنية الأولى من عام ٢٠١٨ حتى عام ٢٠١٩ (٧٧ شركة × سنتين = ١٥٤ مشاهدة)، وإجمالي عدد مشاهدات ١٥٤ مشاهدة خلال الفترة الزمنية الثانية من عام ٢٠٢٠ حتى عام ٢٠٢١ (٧٧ شركة × سنتين = ١٥٤ مشاهدة)، هذا وقد تم تجميع البيانات اللازمة لإجراء الدراسة التطبيقية من مصادر مختلفة تبعًا لتنوع البيانات، وتمثل هذا المصادر في موقع البورصة المصرية، وموقع مباشر مصر، وقاعدة بيانات (Thomson Reuters)؛ وموقع (Investing).

٢-٣ متغيرات الدراسة وأساليب قياسها:

اعتمدت الدراسة على ثلاث أنواع من المتغيرات تتمثل في؛ **المتغير المستقل** وتم التعبير عنه بتوزيعات الأرباح، و**المتغير الوسيط** وتم التعبير عنه بسيولة الأسهم، و**المتغير التابع** وتم التعبير عنه بمخاطر انهيار أسعار الأسهم، وفيما يلي عرض لتلك المتغيرات وأساليب قياسها:

١-٢-٣ المتغير المستقل: توزيعات الأرباح:

تعددت المقاييس المستخدمة في احتساب توزيعات الأرباح؛ فطبقًا لدراسة كل من Ye et al.(2015); Lee and Yoon (2020); Hu et al. (2020); (2017)، فتم قياس توزيعات الأرباح النقدية من خلال متغير وهمي يأخذ (١) في حالة قيام الشركة بإجراء توزيعات الأرباح، و(صفر) بخلاف ذلك. أما بالنسبة لدراسة Djazuli and Dodi (2020) فقد اعتمدت على مقياس نصيب السهم من التوزيعات (DPS) كمقياس لتوزيعات الأرباح، والذي يتم احتسابه من خلال نسبة مقدار التوزيعات الفعلية إلى عدد الأسهم القائمة.

في ضوء المقاييس المختلفة في احتساب توزيعات الأرباح، فإن الباحث يرى أن أنسب مقياس للدراسة الحالية هو مقياس نصيب السهم من التوزيعات (DPS)؛ وذلك لأنه أكثر تعبيرًا عن قرار المستثمر؛ حيث إن مجرد إجراء الشركة للتوزيعات ليس هو العامل المؤثر على المستثمر؛ بل حصة المستثمر ونصيبه من تلك التوزيعات، وبناءً عليه؛ فإن احتساب توزيعات الأرباح سيكون من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{توزيعات الأرباح} = \text{مقدار التوزيعات الفعلية} / \text{عدد الأسهم القائمة}$$

٢-٢-٣ المتغير الوسيط: سيولة الأسهم:

إعتمدت دراسة كل من Lee and Yoon (2017); Trang and Dinh (2020) ، على مقياس معدل دوران الأسهم لإحتساب سيولة الأسهم، كذلك تم احتساب سيولة الأسهم من خلال الفرق بين سعر الشراء والبيع (bid-ask price/ العرض والطلب) وذلك من قبل دراسة كل من Bar-Yosef and Prencepe (2013); chang et al. (2017); Sayari (2018) . أما بالنسبة لدراسة كل من Pan et al. (2015); Ye et al. (2015); Jiang et al. (2017); Nadarajah et al. (2018); Chen et al. (2020); Taher and Al-Shboul (2022) ، فقد اعتمدوا على مقياس عدم سيولة الأسهم (Amihud (2002) في احتساب سيولة الأسهم.

في ضوء ما سبق فإن الباحث سوف يعتمد على مقياس (Amihud, 2002)، ويرجع ذلك إلى أن هذا المقياس يجمع بين كل من مقياس معدل دوران الأسهم، ومقياس الفرق بين سعر الشراء والبيع؛ وذلك نظرًا لأن هذا المقياس يأخذ في حسبانته السعر والحجم معًا، ويمكن احتساب مقياس (Amihud, 2002) بناءً على المعادلة الآتية:

$$\text{Amihud ILLIQ} = \frac{|\text{Daily Return}_p|}{\text{Trading Volume}_p}$$

حيث إن:

Amihud ILLIQ: سيولة الأسهم، والذي تم قياسه بمقياس تدهور سيولة الأسهم Amihud illiquidity measure، والذي يتم تقديره عن طريق نسبة العوائد المطلقة اليومية للسهم خلال الفترة موضع القياس (Daily Return)، إلى أحجام التداول اليومية على السهم مقاسة بالجنيه المصري (Trading Volume).

هذا، ويُمثل المقياس السابق مؤشرًا عكسيًا لخاصية سيولة الأسهم، فكلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر، دل ذلك على ارتفاع خطر تدهور سيولة الأسهم، والعكس صحيح.

٣-٢-٣ المتغير التابع: مخاطر انهيار أسعار الأسهم:

إعتمد الباحث على مقياس الانحراف السلبي في عوائد الأسهم (NCSKEW) باعتباره أحد المقاييس المستخدمة في احتساب مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال الخطوات الآتية: Talebnia and Metanat (2018); Dang et al. (2018); Ahadnezhad et al.(2018); kim et al.(2020); Cheng et al.(2020); Hasan et al.(2020); Canbaloglu et al.(2022)

أ - صياغة معادلة انحدار تعبر عن علاقة عائد السهم الأسبوعي للشركة بعوائد السوق الأسبوعية، وذلك من خلال النموذج الآتي:

$$r_{it} = \beta_0 + \beta_1 R_{m_{it-2}} + \beta_2 R_{m_{it-1}} + \beta_3 R_{m_{it}} + \beta_4 R_{m_{it+1}} + \beta_5 R_{m_{it+2}} + \varepsilon_{it}$$

حيث إن: r_{it} تشير إلى العائد الأسبوعي للسهم، R_m تشير إلى عائد السوق الأسبوعي، وبالاعتماد على قيمة الخطأ المعياري يمكن احتساب قيمة العائد غير العادي الأسبوعي للسهم، وبناءً على هذه القيمة يمكننا احتساب قيمة مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال الخطوة الآتية:

ب - الانحراف السلبي في عوائد الأسهم (NCSKEW): حيث يتم تقدير قيمة مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال المعادلة الآتية:

$$\text{NCSKEW}_{it} = - (n(n-1) \sum Rit^3) / (n-1) (n-2) \sum (Rit)^2)^{3/2}$$

حيث إن n هو عدد الأسابيع داخل الفترة، R_{it} هي العوائد غير العادية، ويجب الإشارة إلى أن زيادة قيمة معامل الانحرافات السلبية في عوائد السهم تعني زيادة قيمة مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

في ضوء ما سبق يمكن للباحث أن يوضح ملخصًا للمتغيرات محل الدراسة، وطرق قياسها من خلال الجدول الآتي:

جدول رقم (١)

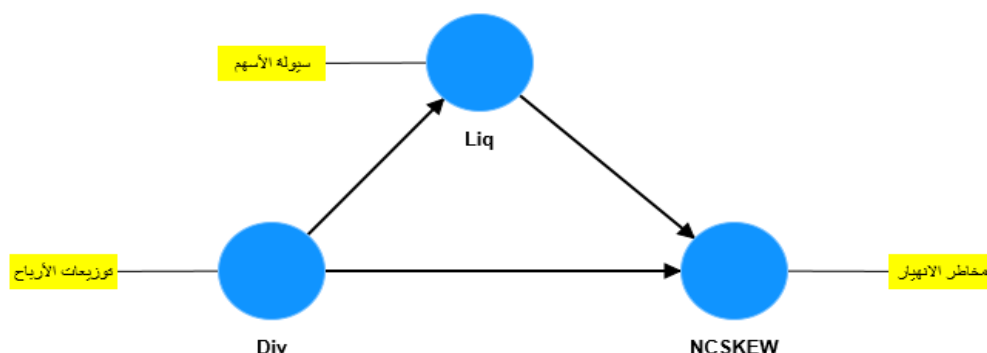
متغيرات الدراسة والطرق المستخدمة لقياسها

المتغيرات	الرمز	طريقة القياس
المتغير التابع		
مخاطر انهيار أسعار الأسهم	NCSKEW	أ - صياغة معادلة انحدار تعبر عن علاقة عائد السهم الأسبوعي للشركة بعوائد السوق الأسبوعية، وذلك من خلال النموذج التالي: $rit = \beta_0 + \beta_1 R_{mit-2} + \beta_2 R_{mit-1} + \beta_3 R_{mit} + \beta_4 R_{mit+1} + \beta_5 R_{mit+2} + \varepsilon_{it}$
		ب - الانحراف السلبي في عوائد الأسهم (NCSKEW): حيث يتم تقدير قيمة مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال المعادلة الآتية: $NCSKEW_{it} = - (n(n-1) / 3) \Sigma (R_{it}^3) / (n-1) (n-2) \Sigma (R_{it}^2) / 3$
المتغير المستقل		
توزيعات الأرباح	Div	يقاس من خلال نصيب السهم من التوزيعات (DPS)، ويتم احتسابه من خلال المعادلة الآتية: توزيعات الأرباح = مقدار التوزيعات الفعلية / عدد الأسهم القائمة
المتغير الوسيط		
سيولة الأسهم	Liq	يتم احتسابه بواسطة مقياس (Amihud, 2002)؛ وذلك من خلال المعادلة الآتية: $Amihud\ ILLIQ = \frac{|Daily\ Return_p|}{Trading\ Volume_p}$

المصدر: إعداد الباحث

٣-٣ نموذج الدراسة:

لاختبار فروض الدراسة، وتوضيح وتفسير العلاقات السببية، والعلاقات المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة، قام الباحث بتصميم نموذج الدراسة وفقاً للشكل التالي:

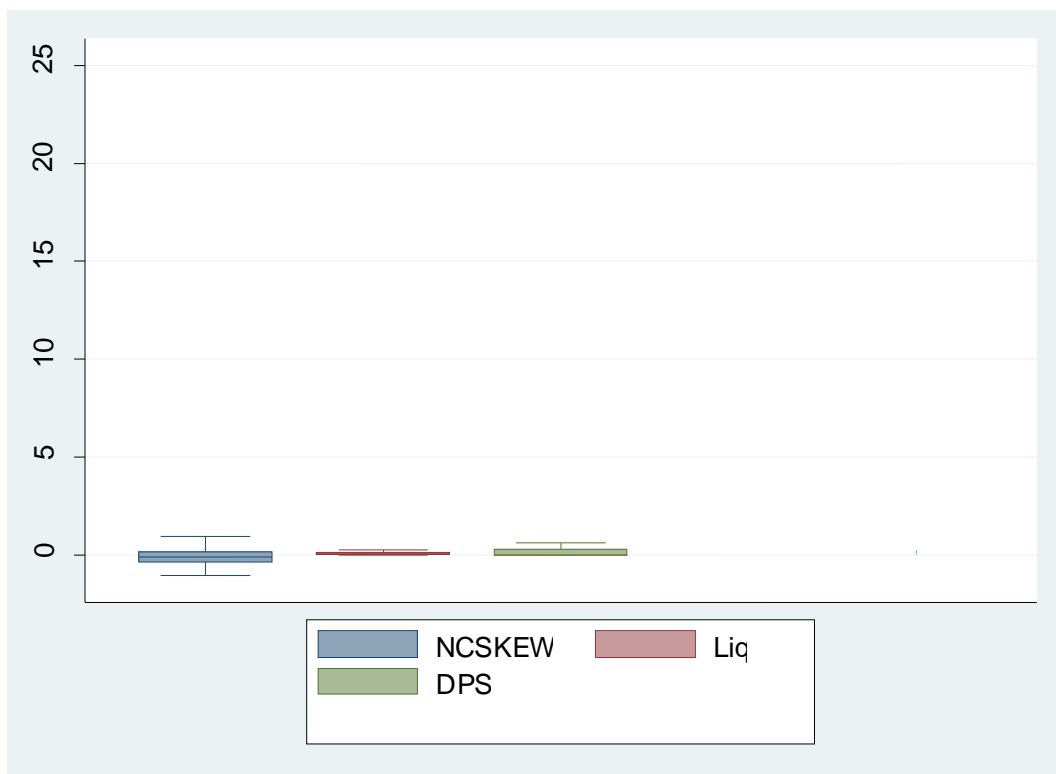


شكل رقم (١): نموذج الدراسة المقترح

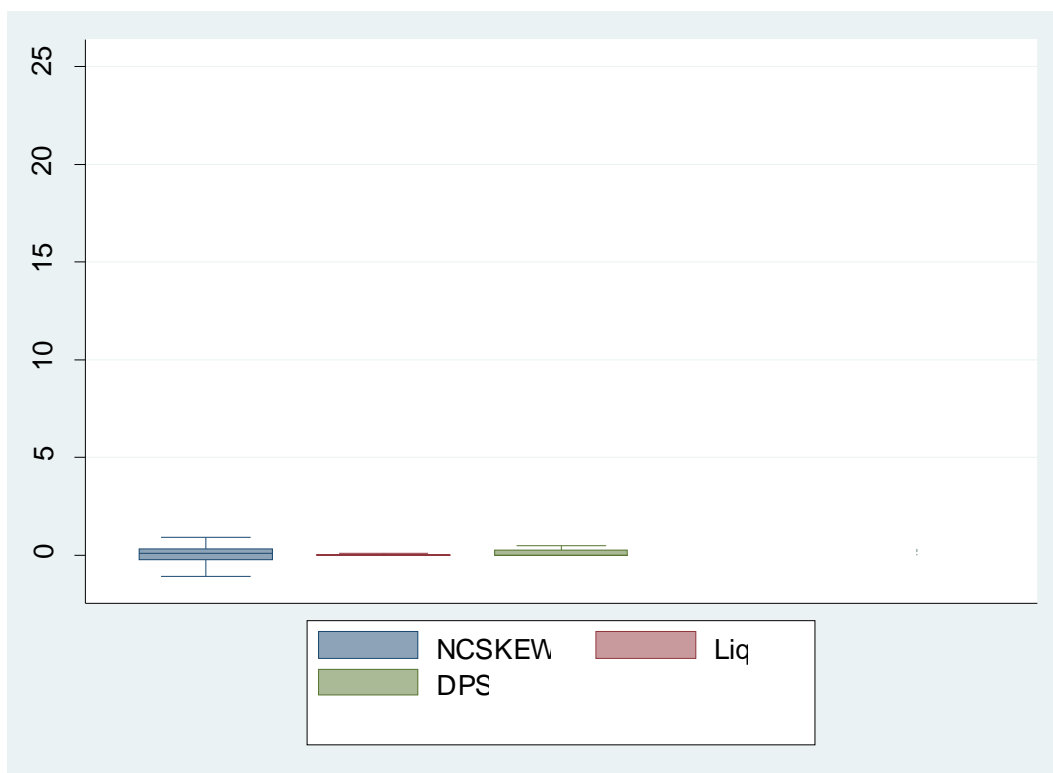
١-٣-٣ اختبارات مدى صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي:

١-١-٣-٣ معالجة القيم المتطرفة Outliers:

قام الباحث باستخدام طريقة Tukey's fences Winsorizing لمعالجة القيم الشاذة عند مستوى ٥٪، ووفقاً لهذا الأسلوب يتم استبدال القيم المتطرفة التي تتجاوز قيم الحدود الدنيا والقصوى للمتغيرات بأقرب قيمة مجاورة لها، وتظهر الأشكال التالية متغيرات الدراسة بعد معالجة القيم الشاذة، وعدم تضمنها أي قيم متطرفة قد تؤثر على نتائج الدراسة:



شكل رقم (٢) متغيرات الدراسة بعد معالجة القيم الشاذة خلال الفترة من ٢٠١٨ حتى ٢٠١٩.



شكل رقم (٣) متغيرات الدراسة بعد معالجة القيم الشاذة خلال الفترة من ٢٠٢٠ حتى ٢٠٢١.

٢-١-٣-٣ مؤشرات جودة توفيق نموذج الدراسة المقترح Goodness-of-fit tests: استخدم الباحث مجموعة من مؤشرات جودة التوفيق Goodness-of-fit tests؛ وذلك للتحقق من مدى توافق نموذج الدراسة المقترح مع البيانات المستخلصة من عينة الدراسة، وتتضمن هذه المؤشرات ما يلي (عمر، ٢٠٢٢):

١. مؤشر مربع كاي (Chi-square) (Chi2): والذي يجب أن تكون احتمالية قيمته أقل من أو تساوي (٠,٠٥) حتى يمكن قبول النموذج الهيكلي للدراسة.
 ٢. الجذر التربيعي لمتوسط مربعات خطأ التقدير التقريبي (RMSEA) Root Mean Square Error Approximation: يُعتبر من أهم المؤشرات المستخدمة في قياس جودة التوفيق، وهو عبارة عن مؤشر يقيس التعارض لكل درجة واحدة من درجات الحرية، وإذا كانت قيمته (٠,٠٥) أو أقل دل ذلك على أن النموذج مطابق تمامًا، وإذا كانت القيمة تقع بين (٠,٠٥) و (٠,٠٨) دل ذلك على أن النموذج يُطابق بدرجة كبيرة بيانات العينة، أما إذا كانت قيمته أكبر من (٠,٠٨) فيتم رفض النموذج.
 ٣. معيار الجذر التربيعي (SRMR) Standard Root Mean Square Residual: يُستخدم هذا المقياس في الحكم على صلاحية النموذج المقترح لتفسير العلاقات بين متغيرات الدراسة، وحد القبول لهذا المؤشر أقل من (٠,٠٨)، وكلما انخفضت قيمة (SRMR) دل ذلك على جودة توفيق النموذج المقدر لبيانات عينة الدراسة.
 ٤. مؤشر جودة التوفيق المقارن (Comparative Fit Index (CFI): هو مؤشر آخر لجودة التوافق، وتتراوح درجته من (صفر)، أي عدم وجود توافق إلى (واحد)، أي توافق تام، وتُشير القيمة المرتفعة بين هذا المدى إلى توفيق أفضل للنموذج مع بيانات العينة.
 ٥. مؤشر توكر- لويس (Tucker-Lewis (TL): والذي تتراوح قيمته بين (صفر-١)؛ بحيث إنه كلما اقتربت القيمة من الواحد الصحيح، دل ذلك على جودة توفيق النموذج الهيكلي للدراسة والعكس صحيح.
- من أجل التحقق من هذه المؤشرات اعتمد الباحث على برنامج التحليل الإحصائي (Smart pls)؛ وذلك خلال الفترة الزمنية الأولى من عام ٢٠١٨ حتى عام ٢٠١٩، كذلك خلال الفترة الزمنية الثانية من عام ٢٠٢٠ حتى عام ٢٠٢١، ويعرض الجدول التالي نتائج تلك المؤشرات لنموذج الدراسة المقترح:

جدول رقم (٢)

مؤشرات جودة توفيق نموذج الدراسة المقترح

مؤشرات جودة توفيق النموذج	الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٩-٢٠١٨)	الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢١-٢٠٢٠)
Chi2	٠,٠٠٣	٠,٠٠٠
RMSEA	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠
SRMR	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠
CFI	١,٠٠٠	١,٠٠٠
TL	١,٠٠٠	١,٠٠٠

في ضوء نموذج الدراسة المقترح لوصف العلاقات المحتملة بين متغيرات الدراسة باستخدام أسلوب نمذجة المعادلات الهيكلية (SEM). ووفقاً لمؤشرات جودة التوفيق (Goodness-of-fit tests) أظهرت النتائج ما يلي:

١. طبقاً لمؤشر (Chi2) - والذي يجب أن تكون احتمالية قيمته أقل من أو تساوي (٠,٠٥) حتى يمكن قبول النموذج الهيكلي للدراسة - فقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي أن أعلى احتمالية قيمة لمؤشر Chi2 كانت (٠,٠٣) سواء في الفترة الزمنية الأولى أو الفترة الزمنية الثانية، وهو أقل من مستوى المعنوية (٠,٠٥) والمتعارف عليه، وبناءً عليه تم قبول النموذج الهيكلي المقترح للدراسة.
٢. على صعيد مؤشر الجذر التربيعي لمتوسط مربع خطأ التقدير التقريبي (RMSEA) - والذي يجب أن تكون قيمته أقل من أو تساوي (٠,٠٨)، فقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي أن قيمة مؤشر (RMSEA) تبلغ (٠,٠٠) سواء في الفترة الزمنية الأولى أو الفترة الزمنية الثانية، وبالتالي يمكن القول أن هناك تطابقاً للنموذج المقترح مع البيانات المستخلصة من عينة الدراسة.
٣. طبقاً لمؤشر الجذر التربيعي المعياري لمتوسط مربعات البواقي (SRMR) - والذي يجب أن تنخفض قيمته عن (٠,٠٨)، أظهرت نتائج التحليل الإحصائي أن قيمة مؤشر (SRMR) تبلغ (٠,٠٠) في الفترة الزمنية الأولى والفترة الزمنية الثانية، وهو ما يشير إلى ارتفاع مستوى جودة توفيق نموذج الدراسة.
٤. في ضوء مؤشر جودة التوفيق المقارن (CFI) ومؤشر (Tucker-Lewis) - واللذان تتراوح قيمتهما بين (صفر-١)، أظهرت نتائج التحليل الإحصائي أن قيمة مؤشر (CFI) ومؤشر (Tucker-Lewis) تساوي (١) في الفترة الزمنية الأولى والفترة الزمنية الثانية، وهو ما يشير إلى وجود تطابق تام للنموذج الهيكلي المقترح مع البيانات المستخلصة من مفردات عينة الدراسة، وارتفاع مستوى جودة توفيق النموذج.

٣-٢- الإحصاء الوصفي:

إعتمد الباحث على كل من الوسط الحسابي، والانحراف المعياري، وأعلى وأدنى قيمة في توصيف متغيرات الدراسة؛ هذا ويوضح الجدول رقم (٦) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة خلال الفترة الزمنية الأولى، بينما يوضح الجدول رقم (٧) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة خلال الفترة الزمنية الثانية.

جدول رقم (٣)

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩)

المتغيرات	المشاهدات	البيانات المفقودة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
مخاطر انهيار أسعار الأسهم	١٥٤	صفر	٠,١١٦١٦-	٠,٤٤٧٧٣	١,٠٤٥٥٢-	٠,٩٥١
سيولة الأسهم	١٥٤	صفر	٠,٠٧٣٣٦٢	٠,٠٦٨٦٦	٠,٠٠٠٣٥	٠,٢٥٥٨٧٧
توزيعات الأرباح	١٥٤	صفر	٠,١٦٣٨٤٤	٠,٢٥٢٣٢	صفر	٠,٦٢٤

يمكن من الجدول السابق ملاحظة ما يلي:

١. الوسط الحسابي لمخاطر انهيار أسعار الأسهم بلغ (٠,١١٦١٦-) بانحراف معياري قدره (٠,٤٤٧٧٣)، وكانت أعلى قيمة (٠,٩٥١)، وأدنى قيمة (١,٠٤٥٥٢-)، وهذا يشير إلى ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم لعينة الدراسة.
٢. الوسط الحسابي لسيولة الأسهم بلغ (٠,٠٧٣٣٦٢) بانحراف معياري قدره (٠,٠٦٨٦٦)، وكانت أعلى قيمة (٠,٢٥٥٨٧٧)، وأدنى قيمة (٠,٠٠٠٣٥)، ونظرًا لأن الباحث اعتمد على مقياس عدم سيولة الأسهم (Amihud, 2002) في احتساب سيولة الأسهم، إذًا تعبر أدنى قيمة على ارتفاع سيولة الأسهم، بينما تعبر أعلى قيمة على تحقيق مستوى مرتفع من عدم السيولة وبالتبعية انخفاض سيولة الأسهم.
٣. الوسط الحسابي لتوزيعات الأرباح بلغ (٠,١٦٣٨٤٤) بانحراف معياري قدره (٠,٢٥٢٣٢)، وكانت أدنى قيمة (صفر) وهذا يعني عدم إجراء تلك الشركات لتوزيعات أرباح على المساهمين، بينما تشير أعلى قيمة والتي تبلغ (٠,٦٢٤) أن أقصى توزيع تم على المساهمين خلال فترة الدراسة كان (٠,٦٢٤) للسهم الواحد.

جدول رقم (٤)

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١)

المتغيرات	المشاهدات	البيانات المفقودة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
مخاطر انهيار أسعار الأسهم	١٥٤	صفر	٠,٠٥١٢٣١	٠,٤٥٠١٧	١,٠٦٧٦-	٠,٩٣٠٤٤٣
سيولة الأسهم	١٥٤	صفر	٠,٠٢٩٢٤٥	٠,٠٣٠٢١	صفر	٠,٠٩٥٩٦
توزيعات الأرباح	١٥٤	صفر	٠,١٢٦٨٨٣	٠,٢٠٦١٨	صفر	٠,٥

يمكن من الجدول السابق ملاحظة ما يلي:

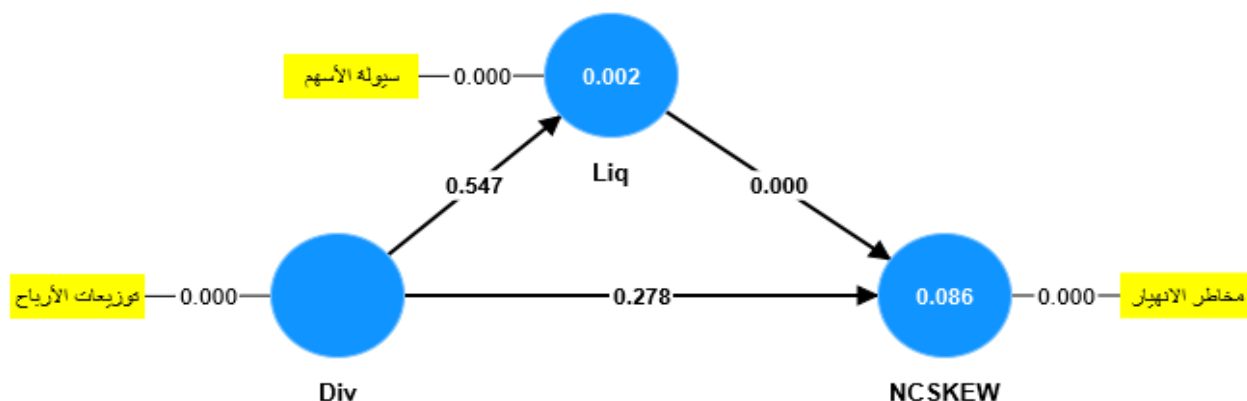
١. الوسط الحسابي لمخاطر انهيار أسعار الأسهم بلغ (٠,٠٥١٢٣١) بانحراف معياري قدره (٠,٤٥٠١٧)، وكانت أعلى قيمة (٠,٩٣٠٤٤٣)، وأدنى قيمة (١,٠٦٧٦-)، وهذا يشير إلى ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم لعينة الدراسة.
٢. الوسط الحسابي لسيولة الأسهم بلغ (٠,٠٢٩٢٤٥) بانحراف معياري قدره (٠,٠٣٠٢١)، وكانت أعلى قيمة (٠,٠٩٥٩٦)، وأدنى قيمة (صفر)؛ ونظرًا لأن الباحث اعتمد على مقياس عدم سيولة الأسهم (Amihud, 2002) في احتساب سيولة الأسهم، إذًا تعبر أدنى قيمة على ارتفاع سيولة الأسهم، بينما تعبر أعلى قيمة على تحقيق مستوى مرتفع من عدم السيولة وبالتبعية انخفاض سيولة الأسهم.
٣. الوسط الحسابي لتوزيعات الأرباح بلغ (٠,١٢٦٨٨٣) بانحراف معياري قدره (٠,٢٠٦١٨)، وكانت أدنى قيمة (صفر) وهذا يعني عدم إجراء تلك الشركات لتوزيعات أرباح على المساهمين بينما تشير أعلى قيمة والتي تبلغ (٠,٥) أن أقصى توزيع تم على المساهمين خلال فترة الدراسة كان (٠,٥) للسهم الواحد.

من أجل اختبار فروض الدراسة وتحليلها اعتمد الباحث على أسلوب تحليل المسارات (Path Analysis) كأحد اختبارات نمذجة المعادلة الهيكلية (SEM) [Structural Equation Modeling](#) باستخدام برنامج (Smartpls 4)؛ وذلك بهدف تحديد العلاقات المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة، وتوضيح الجداول أرقام (٥)، و(٦) التالية الأثار المعيارية المباشرة، وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة الرئيسية، ومعامل التحديد، وذلك خلال الفترة الزمنية الأولى والثانية.

جدول رقم (٥)

الآثار المعيارية المباشرة، وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩)

المعنوية	المسار المعياري			بيان المسار
	الكلية	غير مباشر	مباشر	
٠,٥٤٧	٠,٠٤٩	.....	٠,٠٤٩	توزيعات الأرباح--> سيولة الأسهم
٠,٠٠٠	٠,٢٧٨-	.....	٠,٢٧٨-	سيولة الأسهم --> مخاطر انهيار أسعار الأسهم
٠,٢٧٨	٠,٠٨-	.....	٠,٠٨-	توزيعات الأرباح --> مخاطر انهيار أسعار الأسهم
٠,٥٥٩	٠,٠١٤-	٠,٠١٤-	.....	توزيعات الأرباح --> سيولة الأسهم --> مخاطر انهيار أسعار الأسهم
٠,٠٠٢	توزيعات الأرباح--> سيولة الأسهم			معامل التحديد (R-square)
٠,٠٨٦	توزيعات الأرباح و سيولة الأسهم --> مخاطر انهيار أسعار الأسهم			

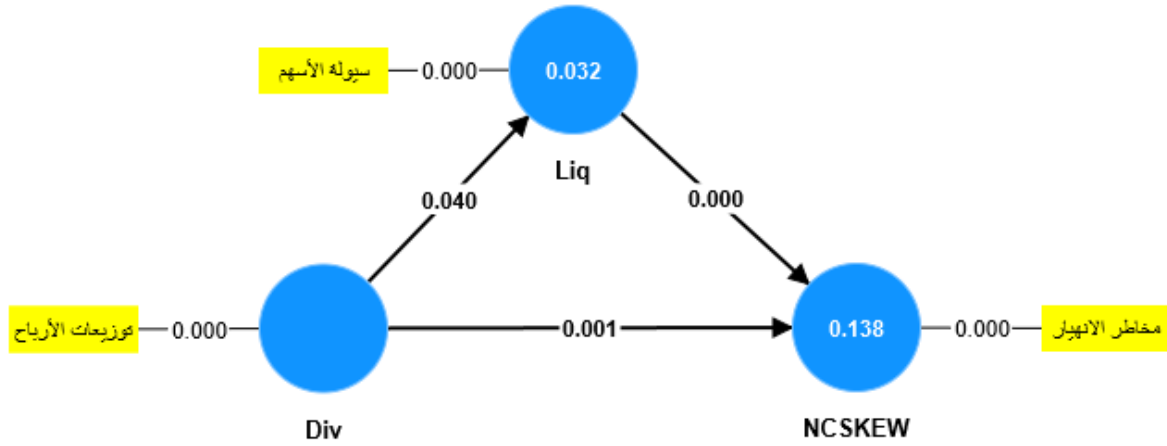


شكل رقم (٤): الآثار المعيارية المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩)

جدول رقم (٦)

الآثار المعيارية المباشرة، وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١)

المعنوية	المسار المعياري			بيان المسار
	الكلية	غير مباشر	مباشر	
٠,٠٤	٠,١٧٨	.....	٠,١٧٨	توزيعات الأرباح--> سيولة الأسهم
٠,٠٠٠	٠,٣٣٣-	.....	٠,٣٣٣-	سيولة الأسهم --> مخاطر انهيار أسعار الأسهم
٠,٠٠١	٠,٢٣٦	.....	٠,٢٣٦	توزيعات الأرباح --> مخاطر انهيار أسعار الأسهم
٠,٠٧٣	٠,٠٥٩-	٠,٠٥٩-	.....	توزيعات الأرباح --> سيولة الأسهم --> مخاطر انهيار أسعار الأسهم
٠,٠٣٢	توزيعات الأرباح--> سيولة الأسهم			معامل التحديد (R-square)
٠,١٣٨	توزيعات الأرباح و سيولة الأسهم --> مخاطر انهيار أسعار الأسهم			



شكل رقم (٥) الآثار المعيارية المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١)

في ضوء الجداول السابقة اظهرت نتائج اختبار فروض الدراسة مايلي:

أولاً. اختبار الفرض الأول:

الفرض الأول (H1): هناك علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين سيولة الأسهم ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

لاختبار هذا الفرض تم استخدام أسلوب تحليل المسارات؛ وذلك خلال فترتين من الزمن الأولى من عام ٢٠١٨ حتى عام ٢٠١٩، والفترة الثانية من عام ٢٠٢٠ حتى عام ٢٠٢١، وأوضحت نتائج التحليل الإحصائي الواردة بالجدول أرقام (٥)، (٦) ما يلي:

١. **خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩):** تم التوصل إلى وجود تأثير عكسي مباشر لسيولة الأسهم وفقاً لمقياس عدم سيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم عند مستوى معنوية أقل من ٥٪، وذلك بمقدار -٠,٢٧٨، مما يعني وجود تأثير طردي لسيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

٢. **خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١):** تم التوصل إلى وجود تأثير عكسي مباشر لسيولة الأسهم وفقاً لمقياس عدم سيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم عند مستوى معنوية أقل من ٥٪، وذلك بمقدار -٠,٣٣٣، مما يعني وجود تأثير طردي لسيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

بناءً على ما سبق، يتم قبول الفرض الثالث القائل بأن "هناك علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين سيولة الأسهم ومخاطر انهيار أسعار الأسهم"، وذلك في الفترة الزمنية الأولى والفترة الزمنية الثانية.

ثانياً. اختبار الفرض الثاني:

الفرض الثاني (H2): هناك علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

لاختبار هذا الفرض تم استخدام أسلوب تحليل المسارات؛ وذلك خلال فترتين من الزمن الأولى من عام ٢٠١٨ حتى عام ٢٠١٩، والفترة الثانية من عام ٢٠٢٠ حتى عام ٢٠٢١، وأوضحت نتائج التحليل الإحصائي الواردة بالجدول أرقام (٥)، (٦) ما يلي:

١. **خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩):** لا يوجد تأثير مباشر لتوزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك لأن مستوى المعنوية يتعدى نسبة ٥٪؛ حيث أظهرت النتائج الإحصائية أن مستوى المعنوية هو ٠,٢٧٨.

٢. **خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١):** تم التوصل إلى وجود تأثير طردي مباشر لتوزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم بمقدار ٠,٢٣٦، وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥٪.

بناءً على ما سبق، يتم رفض الفرض الثاني القائل بأن "هناك علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح ومخاطر انهيار أسعار الأسهم" في الفترة الزمنية الأولى وقبول الفرض في الفترة الزمنية الثانية.

ثالثاً. اختبار الفرض الثالث:

الفرض الثالث (H3): هناك علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح وسيولة الأسهم.

لاختبار هذا الفرض تم استخدام أسلوب تحليل المسارات؛ وذلك خلال فترتين من الزمن الأولى من عام ٢٠١٨ حتى عام ٢٠١٩، والفترة الثانية من عام ٢٠٢٠ حتى عام ٢٠٢١، وأوضحت نتائج التحليل الإحصائي الواردة بالجدول أرقام (٥)، (٦) ما يلي:

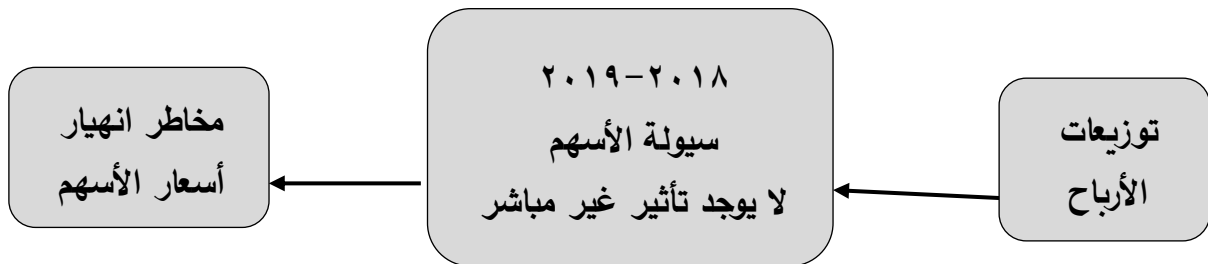
١. خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩): لا يوجد تأثير مباشر لتوزيعات الأرباح على سيولة الأسهم، وذلك لأن مستوى المعنوية يتعدى نسبة ٥٪؛ حيث أظهرت النتائج الإحصائية أن مستوى المعنوية هو ٠,٥٤٧.
 ٢. خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١): تم التوصل إلى وجود تأثير طردي مباشر لتوزيعات الأرباح على سيولة الأسهم وفقاً لمقياس عدم سيولة الأسهم (بمعنى وجود تأثير عكسي لتوزيعات الأرباح على سيولة الأسهم)، بمقدار ٠,١٧٨ وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٥٪.
- وبناءً على ذلك، يتم رفض الفرض الأول " هناك علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح وسيولة الأسهم" في الفترة الزمنية الأولى وقبول الفرض في الفترة الزمنية الثانية.

رابعاً. اختبار الفرض الرابع:

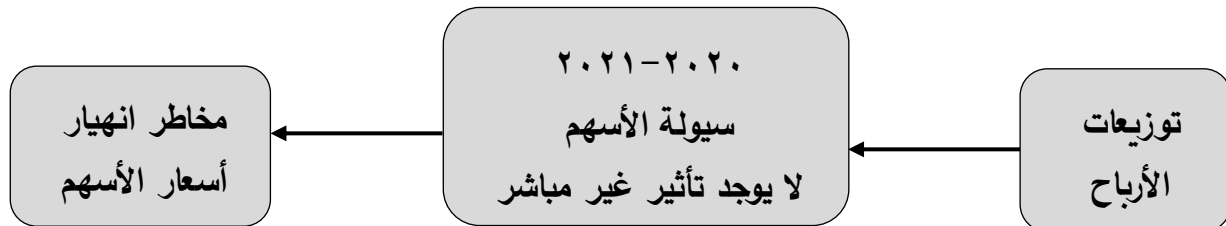
الفرض الرابع (H4): هناك علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء سيولة الأسهم كمتغير وسيط.

لاختبار هذا الفرض تم استخدام أسلوب تحليل المسارات؛ وذلك خلال فترتين من الزمن الأولى من عام ٢٠١٨ حتى عام ٢٠١٩، والفترة الثانية من عام ٢٠٢٠ حتى عام ٢٠٢١، وأوضحت نتائج التحليل الإحصائي الواردة بالجدول أرقام (٥)، (٦) ما يلي:

١. خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩): لا يوجد تأثير غير مباشر لتوزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط، وذلك لأن مستوى المعنوية يتعدى نسبة ٥٪، حيث أظهرت النتائج الإحصائية أن مستوى المعنوية هو ٠,٥٥٩.
 ٢. خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١): لا يوجد تأثير غير مباشر لتوزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط، وذلك لأن مستوى المعنوية يتعدى نسبة ٥٪؛ حيث أظهرت النتائج الإحصائية أن مستوى المعنوية هو ٠,٠٧٣.
- وعلى ذلك، يتم رفض الفرض الرابع القائل بأن " هناك علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين توزيعات الأرباح ومخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط"، وذلك في الفترة الزمنية الأولى والفترة الزمنية الثانية.
- وتعرض الأشكال أرقام (٦)، (٧) التالية الدور الوسيط لسيولة الأسهم في العلاقة بين توزيعات الأرباح ومخاطر انهيار أسعار الأسهم (التأثير غير المباشر لتوزيعات الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء سيولة الأسهم كمتغير وسيط).



شكل رقم (٦) الدور الوسيط لسيولة الأسهم في العلاقة بين توزيعات الأرباح ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية من عام ٢٠١٨ إلى عام ٢٠١٩



شكل رقم (٧) الدور الوسيط لسيولة الأسهم في العلاقة بين توزيعات الأرباح ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية من عام ٢٠٢٠ إلى عام ٢٠٢١

وفيما يلي جدول يعرض نتائج اختبار فروض الدراسة:

جدول رقم (٧)

نتائج اختبار الفروض/ المصدر إعداد الباحث

فروض الدراسة	قبول / رفض	
	٢٠٢٠ - ٢٠٢١	٢٠١٨ - ٢٠١٩
الفرض الأول	قبول	قبول
الفرض الثاني	قبول	رفض
الفرض الثالث	قبول	رفض
الفرض الرابع	رفض	رفض

٣-٤ مناقشة النتائج:

٣-٤-١ أثر سيولة الأسهم على مخاطر انهيار أسعار الأسهم:

إعتمد الباحث في اختبار هذه العلاقة علي فترتين من الزمن؛ الفترة الأولى قبل إنتشار وباء كورونا من عام ٢٠١٨ حتي عام ٢٠١٩، أما بالنسبة للفترة الثانية فكانت أثناء إنتشار الوباء خلال الفترة من عام ٢٠٢٠ حتي عام ٢٠٢١، وقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي ما يلي:

وجود تأثير طردي لسيولة الأسهم علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم في الفترة الزمنية الأولى والفترة الزمنية الثانية وهذه النتيجة تتفق مع ماتم التوصل إليه من قبل دراسة كل من (Chang et al., 2017; Zhang et al., 2018; Alp et al., 2022) ، ويمكن تفسير هذ النتيجة وفقاً للأسباب التالية:

- أ- قد يكون ارتفاع سيولة الأسهم ناتج عن إتباع سياسات غير مشروعة من قبل إدارة الشركة وإخفائها للأخبار السيئة وإظهار الأخبار الجيدة فقط، مما يترتب عليه زيادة في حجم الطلب علي أسهم الشركة، ولكن مع تراكم الأخبار السيئة قد تزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً، وتزداد تلك العلاقة في فترات الأزمات، حيث أن الشركات قد تلجأ إلى التلاعب لتحسين سيولة أسهمها للحفاظ علي المستثمرين.
- ب- هناك بعض من المستثمرين قد يشككون في سيولة الأسهم المرتفعة وأنها غير حقيقية وناتجة عن قرارات خاطئة وخصوصاً لو كان هذا الارتفاع خلال فترات الأزمات، مما قد يدفعهم ذلك لإنهاء التعامل مع أسهم تلك الشركة وعرضها للبيع، وبالتالي قد يؤدي هذا إلى زيادة حجم العرض وحدوث إنخفاض كبير في سعر السهم وقد يصل في بعض الأحيان إلى الانهيار.
- ت- إن ارتفاع سيولة الأسهم قد يكون دافع للعديد من المستثمرين إلى عرض أسهمهم للبيع للإستفادة من ارتفاع أسعار الأسهم، ولكن مع زيادة المعروض من تلك الأسهم قد يؤدي إلى إنخفاض في سعر السهم، مما قد يترتب عليه ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً.

٣-٤-٢ أثر توزيعات الأرباح علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم:

إعتمد الباحث في اختبار هذه العلاقة علي فترتين من الزمن؛ الفترة الأولى قبل إنتشار وباء كورونا من عام ٢٠١٨ حتي عام ٢٠١٩، أما بالنسبة للفترة الثانية فكانت أثناء إنتشار الوباء خلال الفترة من عام ٢٠٢٠ حتي عام ٢٠٢١، وقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي ما يلي:

أولاً: عدم وجود أي تأثير لتوزيعات الأرباح علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم في الفترة الزمنية الأولى: ويمكن للباحث تفسير هذه النتيجة وفقاً للأسباب التالية:

- أ. إنخفاض عدد الشركات التي قامت بالفعل بإجراء توزيعات أرباح علي المستثمرين خلال فترة الدراسة، لذلك لن يعتمد عليها المستثمر في إتخاذ القرار نظراً لإنخفاضها وعدم تكرارها، وبالتالي لن تؤثر علي عملية العرض والطلب وأسعار الأسهم، وبالتالي لن تؤثر علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- ب. عدم إتصاف توزيعات الأرباح بأنها ذات محتوى إعلامي، وبالتالي لم يكن لها تأثير علي أسعار الأسهم، وبالتالي لن يصبح لها تأثير علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

ثانياً: وجود تأثير طردي لتوزيعات الأرباح علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم في الفترة الزمنية الثانية: وهذه النتيجة تتفق مع ماتم التوصل إليه من قبل دراسة (Shan et al. (2022)، وذلك خلافاً لغالبية الدراسات السابقة والتي توصلت إلى أن هناك تأثير عكسي لتوزيعات الأرباح علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وأن الشركات من الممكن أن تعتمد علي توزيعات الأرباح للحد من هذه المخاطر، وبصفة عامة يمكن تفسير هذ النتيجة في ضوء العديد من الأسباب منها مايلي:

أ. ترتب علي إنتشار وباء كورونا قيام العديد من الشركات بإجراء توزيعات أرباح نقدية علي المستثمرين للحفاظ عليهم، إلا أن هناك البعض من المستثمرين قد يقوموا ببيع الأسهم المملوكة لهم بعد الحصول علي تلك التوزيعات، مما يترتب عليه زيادة العرض عن الطلب، وإنخفاض سعر السهم، وبالتبعية زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

ب. يري بعض المستثمرين أنه من الأفضل أن تحتجز الشركة أرباحها وعدم إجراء توزيع لها في فترات الأزمات، وذلك حتي تتمكن الشركة من مواكبة التغييرات التي قد تحدث نتيجة تلك الأزمة، وبناءً عليه كلما قامت الشركة بتوزيع الأرباح في ظل الأزمة التي تتعرض لها كلما دفع العديد من المستثمرين إلى بيع أسهم الشركة والتحول لشركة أخرى، وفي حالة زيادة العرض عن الطلب، سوف ينخفض سعر السهم، وتزداد مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

٣-٤-٣ أثر توزيعات الأرباح علي سيولة الأسهم:

إعتمد الباحث في إختبار هذه العلاقة علي فترتين من الزمن؛ الفترة الأولى قبل إنتشار وباء كورونا من عام ٢٠١٨ حتي عام ٢٠١٩، أما بالنسبة للفترة الثانية فكانت أثناء إنتشار الوباء خلال الفترة من عام ٢٠٢٠ حتي عام ٢٠٢١، وقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي ما يلي:

أولاً: عدم وجود أي تأثير لتوزيعات الأرباح علي سيولة الأسهم في الفترة الزمنية الأولى: وهذه النتيجة تتفق مع ماتم التوصل إليه من قبل بعض الدراسات السابقة (Lee and Yoon, 2017; Sawitri and Sulistyowati, 2018)، ويمكن تفسير هذه النتيجة وفقاً للعديد من الأسباب من أهمها مايلي:

أ. أظهرت نتائج جمع البيانات الخاصة بتوزيعات الأرباح إنخفاض عدد الشركات التي قامت بالفعل بإجراء توزيعات أرباح علي المستثمرين، بالإضافة إلى أن الأرباح التي تم توزيعها من قبل الشركات لم تكن خلال الفترة الزمنية بالكامل بل بعض من هذه التوزيعات كان خلال عام واحد فقط أما العام الثاني لم يتم توزيع أرباح علي المستثمرين، لذلك يري الباحث أن توزيعات الأرباح في هذه الحالة لن يعتمد عليها المستثمر في إتخاذ القرار نظراً لإنخفاضها وعدم تكرارها، وبالتالي لن تؤثر علي عملية العرض والطلب، وبالتبعية لن تؤثر علي سيولة الأسهم.

ب. إرتفاع حالة عدم التأكد حول مدي قدرة وإمكانية دفع الشركة توزيعات أرباح بصفة مستمرة، قد يكون دافع للمستثمرين في البحث عن مصدر آخر للمعلومات بخلاف توزيعات الأرباح، وبالتالي لن تؤثر علي سيولة الأسهم.

ثانياً: وجود تأثير عكسي لتوزيعات الأرباح علي سيولة الأسهم في الفترة الزمنية الثانية: وهذه النتيجة تتفق مع ماتم التوصل إليه من قبل العديد من الدراسات (Banerjee, 2005; Griffin, 2010; Pan et al., 2015; Ye et al., 2015; Taher and Al-Shboul, 2022)، ويمكن تفسير هذه النتيجة في ضوء العديد من الأسباب منها مايلي:

أ. قد تقوم بعض الشركات بإجراء توزيعات أرباح علي المستثمرين لتعويضهم عن إنخفاض سيولة الأسهم وبصفة خاصة في فترات الأزمات، وبالتالي فإن إنخفاض سيولة الأسهم خلال فترة إنتشار وباء كورونا، قد يكون دافع للعديد من الشركات للقيام بإجراء توزيعات أرباح بهدف الحفاظ علي المستثمرين الحاليين وجذب مستثمرين مرتقبين، وبالتبعية ستكون العلاقة في هذه الحالة عكسية.

ب. ترتب علي إنتشار وباء كورونا قيام العديد من الشركات بإجراء توزيعات أرباح نقدية علي المستثمرين للحفاظ عليهم، إلا أن هناك البعض من المستثمرين قد يقوم ببيع الأسهم المملوكة له بعد الحصول علي تلك التوزيعات من ناحية وخوفاً علي إستثماراتهم من ناحية أخرى، وبالتالي زيادة العرض عن الطلب، وبالتبعية إنخفاض سيولة الأسهم.

ت. تعتبر فرص النمو المتاحة أمام الشركات من أهم محددات تلك العلاقة، فكلما زادت فرص النمو كلما دفع الشركات إلى إحتجاز الأرباح وعدم إجراء توزيع لها، وبالتالي ستنخفض توزيعات الأرباح وترتفع سيولة الأسهم خاصة في ظل وجود مستثمرين يفضلون الاستثمار طويل الأجل.

٣-٤-٤ أثر توزيعات الأرباح علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء سيولة الأسهم كمتغير وسيط:

إعتمد الباحث في إختبار هذه العلاقة علي فترتين من الزمن؛ الفترة الأولى قبل إنتشار وباء كورونا من عام ٢٠١٨ حتي عام ٢٠١٩، أما بالنسبة للفترة الثانية فكانت أثناء إنتشار الوباء خلال الفترة من عام ٢٠٢٠ حتي عام ٢٠٢١، وقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي ما يلي: عدم وجود وساطة لسيولة الأسهم في العلاقة بين توزيعات الأرباح ومخاطر انهيار أسعار الأسهم سواء في الفترة الزمنية الأولى والفترة الزمنية الثانية: ويمكن تفسير هذه النتيجة وفقاً للأسباب التالية:

أ. في ظل الفترة الزمنية الأولى: لم يكن هناك تأثير لتوزيعات الأرباح علي كل من سيولة الأسهم ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وبالتالي كنتيجة منطقية لن تصبح هناك علاقة وساطة لسيولة الأسهم.

ب. في ظل الفترة الزمنية الثانية: علي الرغم من وجود تأثير لتوزيعات الأرباح علي كل من سيولة الأسهم ومخاطر انهيار أسعار الأسهم من ناحية، ومن ناحية أخرى وجود تأثير لسيولة الأسهم علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أن النتائج أظهرت عدم وجود وساطة لسيولة الأسهم، وهذه النتيجة منطقية نظراً لإختلاف إتجاه العلاقات، حيث جاءت نتائج العلاقات وجود تأثير

طردي لتوزيعات الأرباح علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتأثير عكسي لتوزيعات الأرباح علي سيولة الأسهم، وبالتالي حتي تكون هناك وساطة لسيولة الأسهم كان يجب أن يكون تأثير سيولة الأسهم كمتغير وسيط علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم كمتغير تابع تأثير عكسي إلا أن النتائج أظهرت وجود تأثير طردي، وبناءً عليه لا يمكن إعتبار سيولة الأسهم كمتغير وسيط في هذه الحالة، وأن سبب تأثير توزيعات الأرباح علي مخاطر انهيار أسعار الأسهم قد يرجع لمتغير آخر بخلاف سيولة الأسهم.

٤. الخلاصة والنتائج والتوصيات:

تمثل هدف البحث في تناول أثر توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم، ومدى انعكاس ذلك على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ومن أجل تحقيق هذا الهدف قام الباحث بعرض الإطار النظري لكل من توزيعات الأرباح، وسيولة الأسهم، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وكذلك عرض الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين تلك المتغيرات وتحليلها؛ وذلك للوقوف على أهم النتائج التي تم التوصل إليها، بالإضافة إلى إجراء دراسة تطبيقية علي عينة من الشركات المصرية المدرجة بالبورصة والمتمثلة في ٧٧ شركة بإجمالي عدد مشاهدات ٣٠٨ مشاهدة مقسمة علي فترتين من الزمن؛ الفترة الزمنية الأولى من عام ٢٠١٨ حتي عام ٢٠١٩ قبل إنتشار وباء كورونا، والفترة الزمنية الثانية من عام ٢٠٢٠ حتي عام ٢٠٢١ أثناء انتشار وباء كورونا.

توصل الباحث إلى العديد من النتائج من أهمها؛ أن إجراء الشركات لتوزيعات الأرباح أثر سلبيًا علي المستثمرين، مما دفع العديد من المستثمرين إلى بيع أسهم الشركة، وبالتالي إنخفاض سيولة الأسهم، كما أن سيولة الأسهم أدت إلى إرتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وقد يرجع ذلك إلى العديد من الأسباب من أهمها؛ زيادة شكوك المستثمرين حول سيولة الأسهم المرتفعة خاصة في ظل أزمة كورونا، وأن الشركات قد لجأت لأساليب غير مشروعة من أجل تحسين سيولة الأسهم، مما قد يدفع هؤلاء المستثمرين إلى بيع أسهم الشركة، ولكن مع زيادة العرض عن الطلب وإنخفاض سعر السهم أدى ذلك إلى إرتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، كذلك توصل الباحث إلى أن توزيعات الأرباح ترتبط طرديًا مع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتلك النتيجة قد ترجع إلى وجود مستثمرين يفضلون الاستثمار في الأجل الطويل وأن الأرباح المحققة من الأفضل إعادة استثمارها مرة أخرى بدلاً من توزيعها، وقد ترتب علي ذلك بيع هؤلاء المستثمرين أسهم الشركة، وبالتالي إرتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

نظرًا لإختلاف نتائج الدراسة الحالية مع بعض الدراسات السابقة يشير الباحث إلى أن هذا الإختلاف قد يرجع -بشكل كبير- إلى مجموعة من المحددات والعوامل من أهمها؛ (١) إختلاف معتقدات ورغبات المستثمرين. (٢) القرارات المتخذة من قبل الإدارة. (٣) نوعية المستثمرين ما بين مستثمرين مضاربين ومستثمرين يفضلون الاستثمار في الأجل الطويل، لذلك يوصي الباحث إدارة الشركات بضرورة تقييم قراراتها المتعلقة بتوزيعات الأرباح لما لها من دور هام في التأثير علي سيولة الأسهم ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك حتي تتمكن من إتخاذ إجراءات تصحيحية لردود الفعل السلبية للمستثمرين تجاه أسهم الشركة، وبالتالي تحسين قيمة الشركة، كذلك ضرورة تحديد نسبة كل نوعية من المستثمرين لديها حتي يتسني لها إتباع الإستراتيجية التي تتوافق مع النسبة الأكبر من المستثمرين لضمان إستقرار وضع الشركة والحفاظ على سعر السهم، دون الإخلال بحقوق باقي المستثمرين.

المراجع

أولاً: مراجع باللغة العربية:

- زينة، نبيل زغبوي ومحمود، راضي حامد ومحمود، محمد عبد الهادي صبح. (٢٠١٨). تأثير سيولة السهم على قيمة المنشأة. *المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٣، ٢٨٥-٣٠٦.
- عبد اللطيف، عيادة سالم داوود. (٢٠٠٦). العوامل المؤثرة علي سيولة السهم في سوق فلسطين للأوراق المالية. *رسالة ماجستير*، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية بغزة، فلسطين.
- عفت، محمد أبو بكر الصاوي. (٢٠١٦). أثر إختلاف هيكل ملكة الشركات علي سياسة توزيع الأرباح من منظور محاسبي- دراسة تطبيقية. *مجلة كلية التجارة للبحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٥٣ (٢)، ١-٤٩.
- عمر، خالد محمد عبد المنعم زكي وهالة، عبدالله الخولي وثناء، عطية فراج. (٢٠٢١). قياس مستوى إفصاح منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة المصرية عن أبعاد الاستدامة وانعكاسه على سيولة أوراقها المالية. *مجلة الدراسات التجارية المعاصرة*، كلية التجارة، جامعة كفر الشيخ، ١١ (٧)، ٩٣٩-٩٨٠.
- متولي، السيد متولي عطية. (٢٠٢٠). أثر سياسة توزيع الأرباح وتكلفة رأس المال علي القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية. *مجلة كلية التجارة للبحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٤ (٣)، ١-٧١.

ثانياً: مراجع باللغة الإنجليزية:

- Abu-Alkhair, A. (2018). *The Dividends Behavior of the Jordanian Companies Listed in Amman Stock Exchange: Four Essays*. Doctoral dissertation, Yarmouk University .

- Ahadnezhad, N., Azadi, B., & Imanzadeh, P. (2018). Figuring the Relationship between Cash Dividend Ratio and Stock Price Crash in Companies Accepted in Tehran Stock Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(4), 277-283.
- Ak, B. K., Rossi, S., Sloan, R., & Tracy, S. (2016). Navigating stock price crashes. *The Journal of Portfolio Management*, 42(4), 28-37.
- Akhtar, K. (2018). *Impact of Stock liquidity on dividend payouts* . Doctoral dissertation, Capital University .
- Ali, I. (2013). *Dividend payment behavior of European listed firms: Three essays*. Doctoral dissertation, Université de Grenoble
- Alp, O. S., Canbaloglu, B., & Gurgun, G. (2022). Stock liquidity, stock price crash risk, and foreign ownership. *Borsa Istanbul Review*, 22(3), 477-486.
- Assadi, G. H., & Kazemi, K. (2018). The relationship between dividend payments and stock price cash risk in the companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Management Perspective*, 8(22), 9-28.
- Badavar, N. Y., & Taghizadeh, K. V. (2017). The Effect of Dividend Payments and Bad News Hoarding on Stock Price Crash Risk with an Emphasis on Information Asymmetry. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 24 (1), 19-40 .
- Banerjee, S., Gatchev, V. A., & Spindt, P. A. (2007). Stock market liquidity and firm dividend policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 12(4), 369-397.
- Bar-Yosef, S., & Prencipe, A. (2013). The impact of corporate governance and earnings management on stock market liquidity in a highly concentrated ownership capital market. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 28(3), 292-316.
- Canbaloglu, B., Alp, O. S., & Gurgun, G. (2022). Debt Maturity Structure and Stock Price Crash Risk: The Case of Turkey. *Borsa Istanbul Review*, 8, 1-20.
- Chang, X., Chen, Y., & Zolotoy, L. (2017). Stock liquidity and stock price crash risk. *Journal of financial and quantitative analysis*, 52(4), 1605-1637.
- Chauhan, Y., Kumar, S., & Pathak, R. (2017). Stock liquidity and stock prices crash-risk: Evidence from India. *The North American Journal of Economics and Finance*, 41, 70-81.
- Chen, Z., Gao, K., & Huang, W. (2020). Stock liquidity and excess leverage. *Finance Research Letters*, 32,1-7.
- Cheng, F., Chiao, C., Fang, Z., Wang, C., & Yao, S. (2020). Raising short-term debt for long-term investment and stock price crash risk: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 6, 1-9.
- Dang, V. A., Lee, E., Liu, Y., & Zeng, C. (2018). Corporate debt maturity and stock price crash risk. *European Financial Management*, 24(3), 451-484.
- De Villiers, C., & Ma, D. (2017). The association between corporate social responsibility and dividend pay-outs. *International Journal of Critical Accounting*, 9(5-6), 460-480
- DeFond, M. L., Hung, M., Li, S., & Li, Y. (2015). Does mandatory IFRS adoption affect crash risk?. *The Accounting Review*, 90(1), 265-299.
- Djazuli, A., & Dodi, D. (2020). The Effect of Liquidity, Solvency and Profitability on Dividend in the Manufacturing Listed Firms on the Indonesian Stock Exchange. *International Journal of Finance Research*, 1(1), 15-32.
- Edmans, A., Fang, V. W., & Zur, E. (2013). The effect of liquidity on governance. *The Review of Financial Studies*, 26(6), 1443-1482.
- 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), 261-278.
- Griffin, C. H. (2010). Liquidity and dividend policy: international evidence. *International Business Research*, 3(3), 3.
- Harris, L. (2003). *Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners* . OUP USA.
- Hasan, M., Rahman, D., Taylor, G., & Oliver, B. (2020). Crash risk and debt maturity: evidence from Australia. *International Journal of Managerial Finance*, 5, 1-24.

- Hong, H. A., Kim, J. B., & Welker, M. (2017). Divergence of cash flow and voting rights, opacity, and stock price crash risk: International evidence. *Journal of Accounting Research*, 55(5), 1167-1212.
- Hu, J., Li, S., Taboada, A. G., & Zhang, F. (2020). Corporate board reforms around the world and stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101- 157 .
- Huang, S., & Liu, H. (2021). Impact of COVID-19 on stock price crash risk: Evidence from Chinese energy firms. *Energy Economics*, 101, 105-131.
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009) . Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of financial Economics*, 94(1), 67-86.
- Jiang, F., Ma, Y., & Shi, B. (2017). Stock liquidity and dividend payouts. *Journal of Corporate finance*, 42, 295-314.
- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of financial Economics*, 79(2), 257-292.
- Kim, J. B., Luo, L., & Xie, H. (2020). *Do Dividends Mitigate Bad News Hoarding, Overinvestment, and Stock Price Crash Risk?. Over investment, and Stock Price Crash Risk* . Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=3127275>
- Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. D. (2009). Do managers withhold bad news?. *Journal of Accounting research*, 47(1), 241-276.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of accounting research*, 45(2), 385-420.
- Lee, J. H., & Yoon, B. (2017). Stock market liquidity and dividend policy in Korean corporations. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 33(4), 731-740.
- Lobo, G., Wang, C., Yu, X., & Zhao, Y. (2020). Material weakness in internal controls and stock price crash risk. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 35(1), 106-138.
- Nadarajah, S., Ali, S., Liu, B., & Huang, A. (2018). Stock liquidity, corporate governance and leverage: New panel evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 50, 216-234.
- Nguyen, T. G. (2020). Stock liquidity and dividend policy: Evidence from an imputation tax environment. *International Review of Financial Analysis*, 72, 101- 159.
- Pan, R., Shi, J., & Zhu, Q. (2015). Dividend policy, corporate governance and stock liquidity. In Corporate Governance and Stock Liquidity (2015). *Financial Markets & Corporate Governance Conference*. <https://ssrn.com/abstract=2557826>.
- Ping, Z. (2015). Monetary Policy, Stock Liquidity and Stock Price Crash Risk. *South China Journal of Economics*, (7), 3.
- Saman, S. (2016). *Pricing of Liquidity Risks in London Stock Exchange* . Master Thesis. School of Business and Management. Lut University. Finlanda.
- Sarah, el momny. (2019). *The effect of stock liquidity on firm Value Evidence from Amman stock Exchange*. Master Thesis, Faculty of Economics and Administrative Sciences. Yarmouk University. Jordan.
- Sawitri, A. N., & Sulistyowati, C. (2018). *Stock Liquidity and Dividend Policy*. *KnE Social Sciences*, International Conference of Organizational Innovation.
- Sayari, S. (2018). Investigation of the effect of earnings management on stock liquidity for the case of the Tunisian Stock Exchange. *International Journal of Accounting and Taxation*, 6(1), 52-73.
- Shan, Y. G., Wu, W., & Zhang, L. (2022). *Do Overpaid Dividends Drive Stock Price Crash Risk? Evidence from China*, 1-67. <https://ssrn.com/abstract=4149258>
- Sumardi, U., Zukhri, N., & Priyati, R. Y. (2022). Analysis of the Effect of Stock Split and Dividend Policy on the Stock Liquidity of Go Public Companies. *Wiga: Jurnal Penelitian Ilmu Ekonomi*, 12(2), 118-124.
- Taher, F. N. A., & Al-Shboul, M. (2022). Dividend policy, its asymmetric behavior and stock liquidity. *Journal of Economic Studies*, 1-23.
- Talebna, G., & Metanat, M. (2018). The Investigation of Information Asymmetry's Moderating Effect on the Relationship between Dividend Payments and Future Stock Price Crash Risk of

- Firms Listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 25(4), 537-554.
- Trang, D, Dinh, H. L. (2020). The impact of earnings management on market liquidity. *Investment Management & Financial Innovations*, 17(2), 389.
- Wu, C. M., & Hu, J. L. (2019). Can CSR reduce stock price crash risk? Evidence from China's energy industry. *Energy policy*, 128, 505-518.
- Ye, Z., Zhang, Z., & Tang, S. (2015). Stock dividends policy and liquidity of ex ante announcement: The liquidity hypothesis retest. *China Finance Review International*, 5(3), 258-276.
- Zhang, H., Arda, B., Lu, Y., & Miao, S. (2018). Stock Liquidity and Price Crash Risk: Evidence from a Kernel Matching Approach. *Annals of Economics and Finance*, 19(2), 653-681.
- Zhu, W. (2016). Accruals and price crashes. *Review of Accounting Studies*, 21(2), 349-399.

Measuring the Impact of Dividends on Stock Liquidity and its Impact on the Stock Price Crash Risk: An Empirical Study

Eslam Mohammed Naguib Elkhawaga

Assistant Lecturer in Accounting Department
Faculty of Commerce
Cairo University

Islam_Mohamed_Elkhawaga@foc.cu.edu.eg

Hala Abdullah Al-Kholy

Professor of Accounting
Faculty of Commerce
Cairo University

Walid Shehata Mohammed Kasim

Associate Professor of Accounting
Faculty of Commerce
Cairo University

Abstract

The current study aimed to measure the impact of dividends on stock liquidity, and the extent to which this reflects on the stock price crash risk, by applying it to a sample of Egyptian companies listed on the stock exchange, represented by 77 companies during the period from 2018 to 2021, with a total number of 308 views, and given that One of the objectives of the current study is to know the effects of the spread of the Corona virus epidemic on the situation of companies. The researcher divided the time period into two periods; the first period from 2018 to 2019 before the spread of the Corona virus epidemic, with a total number of views of 154 views, and the second period from 2020 to 2021 during the spread of the Corona virus epidemic, with a total number of views of 154 views. And based on the Path Analysis method as one of the Structural Equation Modeling tests; It was concluded that there is no effect of dividends on the stock liquidity during the first time period and the presence of an inverse effect during the second time period, in addition to the absence of an effect of dividends on the stock price crash risk during the first time period and the presence of a direct effect during the second time period, as well as the presence of an effect Directive of stock liquidity on the stock price crash risk, whether in the first or second time period, and finally there is no indirect effect of dividends on the stock price crash risk through stock liquidity as a mediating variable, in the first and second time period.

Keywords

Dividends, Stock liquidity, Stock price crash risk, Corona virus epidemic.