

العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيولة الأسهام
(دراسة إمبريقية)

إعداد الباحثة

ساره حسام شوقي علي

تحت إشراف

الدكتور

أيمن عطوه عزازي سليم

مدرس المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

الأستاذ الدكتور

أحمد محمد صلاح عطية

أستاذ المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

٢٠٢٠

ملخص

في دراسة امبريقية أجرتها الباحثة استهدفت اختبار العلاقة بين المسؤولية الإجتماعية للشركات وسيولة الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المساهمة بالبورصة المصرية المدرجة بالمؤشر المصري لمسئولية الشركات تألفت من (٥١) شركة بإجمالى عدد مشاهدات (١٥٠) مشاهدة مقسمة على (١٤) قطاع وذلك للفترة من ٢٠١٣ حتى ٢٠١٧. استخدمت الباحثة نموذج إنحدار لإختبار العلاقة بين المتغيرات، وقد تم قياس المسؤولية الإجتماعية كمتغير مستقل من خلال الإعتماد على تصنيف الشركات داخل المؤشر المصري لمسئولية الشركات والذي يهدف إلى تقييم ممارسات الشركات فيما يتعلق بالشفافية والإفصاح والبرامج والأنشطة والمبادرات البيئية والإجتماعية وقد تم قياس المسؤولية الإجتماعية بالوزن النسبى للشركات داخل المؤشر، وقد تم استخدام سيولة الأسهم كمتغير تابع فى الدراسة من خلال معدل دوران السهم والذي يقيس النسبة المتوية لتداول أسهم شركة أو مجموعة من الشركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم فى سوق التداول خلال فترة معينة، وحجم التداول والذي يشير إلى رغبة بعض المستثمرين فى بيع أسهم الشركة ورغبة المستثمرين الآخرين فى الشراء. أيدت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة معنوية بين المسؤولية الإجتماعية وسيولة الأسهم للشركات عينة الدراسة، وهو ما يشير إلى عدم وجود أثر للمسئولية الإجتماعية على سيولة الأسهم.

المصطلحات الأساسية: المسؤولية الاجتماعية للشركات، المؤشر المصري، المسؤولية للشركات، سيولة الأسهم.

أولاً: مقدمة ومشكلة الدراسة:

يعد مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات من أهم المفاهيم التي تداولها الأدب المحاسبي نظراً لأنها توضح الدور الذي يقوم به القطاع الخاص في التنمية المستدامة للمجتمعات والذي ينعكس بشكل مباشر على تحقيق رفاهيتها، وبالرغم من ذلك لا يوجد إتفاق عام من قبل الباحثين حول مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات (رضوان، ٢٠١٥). عرفت دراسة (Bidhari et al., 2013) بأنها التزام أخلاقي بين الشركة والمجتمع غرضه الأساسي تقوية الروابط بينهما مما يعزز مكانة الشركاء في أذهان المجتمع والذي ينعكس على أدائها المالي المستقبلي وتحقيق التنمية المستدامة للمجتمع. أشارت دراسة (Subramaniam et al., 2015) إلى أن أنشطة المسؤولية الاجتماعية تساعد على استمرارية الشركة وتحسين أدائها المالي وذلك من خلال تحسين علاقاتها مع أصحاب المصالح والذي يساعد على جذب إهتمام العملاء والمستثمرين والمقرضين والموردين.

عرفت دراسة (العامري، ٢٠٠٨) سيولة الأسهم بأنها تمثل القدرة على تحويل الأسهم الى نقد بسرعة وبأقل تكلفة، فالقول بأن الأسهم سيولتها عالية أى أنه بالإمكان تحويلها الى نقد بسرعة وبأفضل الأسعار المتاحة وبأقل تكلفة ممكنة، والمقصود بالتكلفة هنا هي تكلفة عمولة البيع والفاوق في سعر الشراء، وذلك على العكس من العقارات والتي تعد ذات سيولة بطيئة لأن عملية بيعها تتم ببطء وتكلفتها عالية.

أيدت دراسة (Lambert et al., 2007) وجود علاقة موجبة بين جودة الإفصاح وما يحتويه من معلومات عن قيام الشركات بواجبها تجاه المجتمع والبيئة أى المسؤولية الاجتماعية، وسيولة الأسهم، وخاصة مع تزايد الإهتمام بسيولة الأسهم فى الأونة الأخيرة بعد الأزمات المالية العالمية وزيادة الطلب من قبل المستثمرين على المعلومات المالية وغير المالية وخاصة المعلومات التي تتعلق بالبيئة والعاملين وحقوق الانسان وغيرها من الأنشطة التي تقوم بها الشركات تجاه المجتمع. وعلى الرغم من ذلك أيدت نتائج دراسة (Jang, 2015) وجود علاقة سالبة بين الإفصاح عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيولة الأسهم بها وذلك تحت مبرر أن أنشطة المسؤولية الاجتماعية التي تقوم بها الشركات تحتاج إلى نفقات كبيرة مما يؤثر على المركز المالي للشركة وعلى رقم الربح الذي تحققه وبالتالي على حقوق المساهمين لهذه الشركات أى أنها تؤدي إلى انخفاض عوائد الأسهم لهذه الشركات.

على النقيض، أيدت نتائج دراسة (Subramaniam et al., 2015) وجود علاقة موجبة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيولة الأسهم نظراً لأن الأنشطة المتعلقة بالشركة تراعى

ظروف المجتمع الذى تعمل فيه والحفاظ عليه من التلوث وبالتالي تقليل التكاليف الإجتماعية التى يمكن أن تتحملها الشركات عند اختراق حقوق المجتمع الذى تعمل فيه مما يدفع المستثمرين فى التعامل على أسهم هذه الشركات شراء وبيع وبالتالي زيادة سيولة أسهم هذه الشركات. أيدت نتائج دراسة (Chang et al., 2018) وجود علاقة موجبة بين أنشطة المسؤولية الاجتماعية التى تقوم بها الشركات وسيولة الأسهم ولكن تحت شرط أن هذه العلاقة تظهر على المدى طويل الأجل بعد إعلان الشركة عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية والبيئية بالمجتمع. مما سبق يمكن تلخيص مشكلة الدراسة فى التساؤل الآتى :

هل يوجد علاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيولة الأسهم؟

ثانياً: أهداف الدراسة:

يتمثل هدف الدراسة الرئيسى فى تحديد العلاقة بين أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيولة الأسهم.

ثالثاً: أهمية الدراسة:

ترجع أهمية الدراسة إلى عدة اعتبارات لعل من أهمها ما يلى:

١. ندرة الدراسات السابقة التى تناولت العلاقة بين أنشطة المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم (فى حدود علم الباحثة).
٢. تشجيع الشركات على الإفصاح الاختيارى عن جوانب المسؤولية الاجتماعية نظراً للإهتمام المتزايد بها من قبل الشركات الأجنبية والمصرية.
٣. بيان أهمية أنشطة المسؤولية الاجتماعية نحو دفع عجلة التنمية وزيادة كفاءة سوق الأوراق المالية وكيف ان المستثمرين أصبحوا ينظرون الى الكفاءة الاجتماعية والإقتصادية معاً للشركات.
٤. توجيه واهتمام المنظمات المهنية نحو إصدار معيار للمسؤولية الاجتماعية فى ظل تجاهل إصداره حتى الآن .

رابعاً: حدود الدراسة:

يقتصر تطبيق الدراسة الحالية على الشركات المدرجة فى مؤشر المسؤولية الاجتماعية للشركات.

خامساً: الدراسات السابقة:

اختبرت دراسة (Haddad et al., 2009) أثر مستوى الإفصاح الاختياري على سيولة الأسهم بالشركات الأردنية، وفي سبيل تحقيق ذلك قامت الدراسة بقياس الإفصاح الاختياري كمتغير مستقل من خلال مؤشر مكون من ٦٢ بند فرعي، تندرج تحت ٩ تبويبات رئيسية وهي معلومات رئيسية عن الشركة والمعلومات المستقبلية والمتوقعة للشركة والمعلومات البيئية ومعلومات عما تقدمه الشركات من خدمات للمجتمع، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٦٠ شركة لعام ٢٠٠٤. أما عن المتغير التابع فتمثل في سيولة الأسهم مقيسةً من خلال مدى سعر السهم. أما عن المتغيرات الضابطة فتمثلت في الربحية وحجم الشركة والقيمة السوقية إلى الدفترية للأصول وحجم التداول والرفع المالي. أيدت نتائج الدراسة أنه كلما ارتفع مستوى الإفصاح الاختياري كلما انخفضت مشتت مدى السعر للسهم وبالتالي يؤدي إلى زيادة سيولة الأسهم، أي وجود علاقة موجبة بين الإفصاح الاختياري عن المعلومات المالية وغير المالية (معلومات عن المسؤولية الاجتماعية للشركة تجاه أصحاب المصالح) وسيولة الأسهم.

في دراسة اختيارية أجراها (Kim et al., 2014) تناول اختبار أثر المسؤولية الاجتماعية للشركات على خطر انهيار أسعار الأسهم، وخاصة إذا كان المديرين يحاولون إخفاء الأخبار غير السارة (السيئة) حول مسؤولية الشركة تجاه المجتمع وأثر ذلك على أسعار أسهم هذه الشركات بالتطبيق على عينة مكونة من ٥٥٠ شركة للفترة من ١٩٩٤ حتى ٢٠٠٨، وتم قياس المسؤولية الاجتماعية كمتغير مستقل من خلال سبع فئات ومنها المجتمع، إدارة الشركة وعلاقات الموظفين، والبيئية وحقوق الانسان. أما عن المتغير التابع فتمثل في خطر انهيار سعر السهم والذي تم قياسه من معدل عوائد الأسهم الأسبوعية لتحديد مدى الانهيار بسعر السهم من عدمه، أما عن المتغيرات الضابطة فتمثلت في حجم الشركة والرفع المالي ومعدل العائد على الأصول ونوع الصناعة. أيدت نتائج الدراسة وجود تأثير سلبي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على خطر انهيار سعر السهم، بمعنى آخر توجد علاقة موجبة بين الإفصاح عن بنود المسؤولية الاجتماعية كما تم قياسها مع أسعار وسيولة الأسهم وذلك لأن ذلك يجعل المستثمرين أقل قلقاً بشأن إخفاء أي معلومات خاصة عن الشركة تجاه الوفاء بسئوليتها للمجتمع مما يساعد على ارتفاع سيولة الأسهم لهذه الشركات.

أيضاً تناولت دراسة (Vujicic, 2015) العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات والأداء المالي لها في شكل عوائد الأسهم بالتطبيق على البيئة الأمريكية وذلك باستخدام مجموعة من مؤشرات المسؤولية الاجتماعية المصنفة للبيئة من الفترة ٢٠٠٢ حتى ٢٠٠٤ وملاحظة مدى

اختلاف الوفاء بالمسئولية الاجتماعية حسب نوع الصناعة حيث أنه من المتوقع أن يكون لبعض القطاعات تأثيرات بيئية أكثر من القطاعات الأخرى وبالتالي اختلاف حجم الإفصاح والوفاء ببند المسئولية الاجتماعية تجاه المجتمع الذي تعمل به الشركات حسب اختلاف القطاعات. استخدمت الدراسة المسئولية الاجتماعية للشركات كمتغير مستقل مقيساً من خلال استخدام مؤشر الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية KLD الذي يتكون من ٨٠ بند يعبر عن البعد البيئي والاجتماعي وحقوق الانسان وجودة الانتاج. أما عن المتغير التابع فتمثل في الأداء المالي للشركات مقيساً بعوائد الأسهم (عوائد الأسهم اليومية في المتوسط، عوائد الأسهم الأسبوعية، عوائد الأسهم نصف السنوية). تم استخدام حجم الشركة، والرفع المالي، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول كمتغيرات ضابطة، وتم تحليل البيانات باستخدام نموذج الانحدار المتعدد. أكدت نتائج الدراسة وجود علاقة سالبة بين الإفصاح عن أنشطة المسئولية الاجتماعية وعوائد الأسهم بالرغم من اختلاف القطاع بين الشركات ويرجع السبب في ذلك إلى أن الإنفاق على أنشطة المسئولية الاجتماعية يؤثر بالسلب على أرباح الشركة وبالتالي على عوائد وسيولة أسهمها.

أيضاً هدفت دراسة (Jang, 2015) إلى اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية للشركات وسيولة أسهمها، وتم قياس سيولة الأسهم كمتغير تابع من خلال أربعة مقاييس حيث تمثل المقياس الأول في متوسط أسعار الأسهم لستة أشهر، في حين تمثل المقياس الثاني في متوسط الأسعار اليومية على مدار ستة أشهر والثالث المتوسط السنوي لأسعار الأسهم لشهور السنة والرابع المتوسط السنوي للأسعار اليومية للأسهم مقسوماً على عدد أيام التداول، كما تم قياس المسئولية الاجتماعية من خلال مؤشر يتكون من ٨٠ بند لنقاط القوة والضعف التي تؤثر على الشركة مثل الأبعاد التنظيمية والقانونية المؤدية إلى تكوين العقود الاجتماعية للشركات والتي تقلل التكاليف الاجتماعية الناشئة عن العوامل الخارجية كالتلوث والتغيرات المناخية. وفي سبيل اختبار العلاقة قامت الدراسة بعمل نموذج انحدار متعدد وذلك لعينة مكونة من ٢٠٠ شركة من الشركات المدرجة بالبورصة الاسترالية لعام ٢٠١٤، واشتمل نموذج الانحدار متغيرات ضابطة منها معدل العائد على الأصول والرافعة المالية. أكدت نتائج الدراسة وجود علاقة سالبة بين الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية للشركات وسيولة أسهمها وذلك لأن تكاليف الإنفاق والإفصاح الاجتماعى أيضا تؤثر على رقم الربح وبالتالي على أسعار الأسهم وسيولتها.

في دراسة أجراها (Feng et al., 2018) استهدف معرفة ما إذا كانت أنشطة المسئولية الاجتماعية توفر قيمة مضافة للمتعاملين في سوق المال وذلك من خلال عروض وسيولة الأسهم وفي سبيل تحقيق هذه الهدف تم تدوين ملاحظات الإكتتاب في أسهم الشركات في ظل وجود

إفصاح عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية حيث تم قياس المسؤولية الاجتماعية من خلال مؤشر يحنوى على الأنشطة البيئية والاجتماعية التي تقدمها الشركات للمجتمع والتي يتم الإفصاح عنها في تقاريرها وذلك للفترة من ١٩٩٢ حتى ٢٠١٢ لعينة من الشركات الأمريكية. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن الإفصاح عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية يوفر قيمة مضافة للمتعاملين في سوق المال ولذلك توجد علاقة موجبة بين الإفصاح عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية وعوائد الأسهم، كما تشير النتائج إلى أن الإفصاح عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية يساعد في الحد من عدم تماثل المعلومات وبالتالي تعظيم القيمة لأصحاب المصالح.

تناولت دراسة (Chang et al., 2018) العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم حيث تشير إلى أن المسؤولية الاجتماعية بطبيعتها تتطلب منظور طويل الأجل لأنه لا يتم توليد فوائد فورية للمساهمين نتيجة الوفاء بالمسؤولية الاجتماعية ولكنها تزيد من قيمة الشركة على المدى الطويل من خلال تجنب المخاطر التي تهدد قيمة استمرارية الشركة على المدى الطويل من قبل المجتمع وأصحاب المصالح، وقامت هذه الدراسة على عينة مكونة من ٦٥٠ شركة للفترة من ١٩٩٥ حتى ٢٠١٣. تم قياس المسؤولية الاجتماعية لشركات العينة من خلال ستة أبعاد وهي: جودة المنتج وسلامته، التنوع، حقوق الانسان، علاقات الموظفين، البيئة والمجتمع. أما عن سيولة الأسهم فتم قياسها من خلال الاعتماد على مدى سعر السهم . في حين تمثلت المتغيرات الضابطة في حجم الشركة والرفع المالي ومعدل العائد على الأصول والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ومعدل النمو. أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الإفصاح عن بنود المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم وخاصة أنها تزيد على المدى قصير الأجل وتقل أيضاً ولكن بنسبة بسيطة على المدى طويل الأجل وذلك لأن الإنفاق على بنود المسؤولية الاجتماعية يؤثر على رقم الربح وبالتالي على سيولة الأسهم.

تلاحظ الباحثة أن أغلب الدراسات السابقة تتفق في النتائج ولكن تختلف من حيث البيئة وأسلوب القياس. ويمكن عرض أهم الملاحظات على الدراسات السابقة في الفقرات التالية:

تلاحظ الباحثة وجود تباين في نتائج الدراسات حيث أيدت دراسة (Haddad et al., 2009) وجود علاقة موجبة بين تطبيق الشركات لأنشطة المسؤولية الاجتماعية والإفصاح عنها وبين سيولة الأسهم لهذه الشركات. على النقيض، أيدت دراسة (Vujicic, 2015) وجود علاقة سالبة بين تطبيق الشركات لأنشطة المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم، وذلك نظراً لأن قيام الشركات بتطبيق أنشطة المسؤولية الاجتماعية يكلف الشركات نفقات عالية مما يقلل من الأرباح وبالتالي يؤثر ذلك على سيولة أسهمها. كما أيدت نتائج دراسات أخرى مثل (Chang et al.,

2018) وجود علاقة موجبة بين قيام الشركات بأداء أنشطة المسؤولية الإجتماعية والإفصاح عنها على سيولة الأسهم ولكن تحت شرط وهو على المدى طويل الأجل، أى أن عوائد أنشطة المسؤولية الإجتماعية للشركات لا تظهر على المدى قصير الأجل وبالتالي لها تأثير سلبي على سيولة الأسهم.

اشتقاق فروض الدراسة:

تلعب سيولة الاسهم دوراً هاماً فى كفاءة التداول فى الاسواق المالية، والتي يتم تحديدها جزئياً عن طريق عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين على الازواق المالية، والذي يتأثر بمستوى الإفصاح الاختيارى فى القوائم المالية للشركات، وقد اظهرت دراسة (Schoenfeld, 2017) وجود علاقة موجبة بين مستوى الإفصاح الاختيارى للشركة وسيولة أسهمها، بمعنى أنه كلما زاد مستوى الإفصاح الاختيارى للشركة زادت سيولة أسهمها.

ويساهم الإفصاح الاختيارى للشركات فى تخفيض عدم تماثل المعلومات، حيث أنه فى حالة عدم الإفصاح عن المعلومات بشكل موحد لكافة المستثمرين، فإن ذلك يترتب عليه عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين، وبناء عليه فإن نشر المعلومات والإفصاح الاختيارى فى القوائم المالية للشركات يعد أمراً ضرورياً لضمان المنافع المتبادلة بين الشركات ومستثمريها، وذلك بالإضافة إلى الوسائل الأخرى للإفصاح الاختيارى بخلاف القوائم المالية مثل البيانات الصحفية، وتقارير المحللين الماليين (Qu et al., 2017). تباينت نتائج البحوث السابقة حول تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على سيولة الأسهم حيث أشارت دراسة (Chang et al., 2018) وجود تأثير سلبي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على سيولة الأسهم، فى حين أيدت نتائج دراسة (Feng et al., 2018) وجود علاقة موجبة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيولة الأسهم. وبالنظر لهذا التباين فى نتائج البحوث السابقة والذي يمكن أن يرجع لعدة أسباب أبرزها اختلاف بيئة التطبيق أو أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات يجنى ثماره على المدى الطويل وهو ما أيدته نتائج دراسة (Chang et al., 2018). من خلال العرض السابق يمكن للباحثة صياغة فرضية الدراسة كما يلي:

ف: لا توجد علاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيولة الاسهم.

سادساً: تصميم الدراسة الإمبريقية

١/ مجتمع وعينة وفترة الدراسة :

يتمثل مجتمع الدراسة فى عينة ميسرة من الشركات المدرجة فى البورصة المصرية، وتتكون عينة الدراسة من مجموعة الشركات المدرجة فى المؤشر المصرى لمسئولية الشركات خلال الفترة من عام ٢٠١٣ إلى عام ٢٠١٧، والتي بلغت (٥١) شركة، بإجمالى عدد مشاهدات ١٥٠ مشاهدة. ويوضح جدول (١) توزيع مشاهدات الدراسة على حسب عدد الشركات والمشاهدات، كما يوضح جدول (٢) عدد مرات دخول الشركات فى المؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية وذلك على النحو التالى:

جدول (١)

توزيع مشاهدات الدراسة على حسب عدد الشركات والمشاهدات

رقم	القطاع	الشركات		المشاهدات	
		العدد	النسبة	التكرار	النسبة
١	قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات	٧	%١٢.٧	٢٠	%١٢.٣
٢	قطاع الاتصالات	٤	%٧.٨	١١	%٧.٣
٣	قطاع الاغذية والمشروبات	٣	%٥.٨	٤	%٢.٧
٤	قطاع الكيماويات	٢	%٤	٦	%٤
٥	قطاع الموارد الاساسية	٥	%٩.٨	١٢	%٨
٦	قطاع التشييد ومواد البناء	٧	%١٢.٧	١٦	%١٠.٧
٧	قطاع التكنولوجيا	١	%٢	٥	%٣.٣
٨	قطاع الرعاية الصحية والادوية	١	%٢	١	%٠.٧
٩	قطاع السياحة والترفيه	١	%٢	١	%٠.٧
١٠	قطاع الغاز والبتروول	١	%٢	٤	%٢.٧
١١	قطاع العقارات	٦	%١١.٧	٢٤	%١٦
١٢	قطاع المنتجات الشخصية والمنزلية	١	%٢	٥	%٣.٣
١٣	قطاع البنوك	٤	%٧.٨	٩	%٦
١٤	قطاع المؤسسات المالية بخلاف البنوك	٨	١٥.٧	٢٢	%٢١.٣
	الإجمالى	٥١	%١٠٠	١٥٠	%١٠٠

جدول (٢)

عدد مرات دخول الشركات في المؤشر المصري للمسئولية الاجتماعية خلال فترة الدراسة

تكرار دخول المؤشر	عدد الشركات	عدد مشاهدات	النسبة
٥ مرة	١٦	٨٠	٪٥٢.٢
٤ مرة	٢	١٢	٪٨
٣ مرة	٩	٢٧	٪١٨
٢ مرة	٨	١٦	٪١٠.٧
١ مرة	١٥	١٥	٪١٠
الإجمالي	٥٠	١٥٠	٪١٠٠

٢/ توصيف متغيرات الدراسة وقياسها

يوضح جدول (٣) وصفاً لمتغيرات الدراسة والتعريف الإجرائي لها، حيث يتم قياس المسئولية الاجتماعية للشركات وسيولة الأسهم والمتغيرات الضابطة على النحو التالي:

١/٢ المتغير المستقل: المسئولية الاجتماعية للشركات:

تم قياس المسئولية الاجتماعية للشركات وفق تصنيف الشركات داخل المؤشر المصري لمسئولية الشركات، والذي يهدف إلى تقييم ممارسات الشركات فيما يتعلق بالشفافية والإفصاح بالإضافة إلى الأداء الفعلي فيما يتعلق بالبرامج والأنشطة والمبادرات البيئية والاجتماعية والحوكومية وقد تم قياس المسئولية الاجتماعية بتقدير الوزن النسبي للشركات داخل مؤشر المسئولية الاجتماعية، أي درجة تطبيق الشركات المدرجة في المؤشر لممارسات المسئولية الاجتماعية. وقد اعتمدت الباحثة على إتباع الطريقتين لقياس أثر المسئولية الاجتماعية للشركات على سيولة الأسهم.

٢/٢ المتغير التابع: سيولة الأسهم:

ويتم قياسها من خلال مقياسين هما:

١/٢/٢ معدل دوران السهم (Turnover Stock):

يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد، للتعرف على نشاط هذه الأسهم في سوق التداول خلال فترة زمنية معينة، ويتم حساب هذا المؤشر بقسمة عدد الأسهم المتداولة (حجم التداول) خلال مدة معينة على إجمالي عدد أسهم الشركة القائمة (Bartov and Bodnar, 1996; Benic and Franic, 2008). وذلك من خلال التعريف التالي:

$$\text{TURN}_{i,t} = \frac{\text{TVOL}_{i,t}}{N_{i,t}}$$

حيث أن:

- TURN_{i,t} : معدل دوران الأسهم للشركة i في الفترة t
 TVOL_{i,t} : عدد الأسهم المتداولة للشركة i في الفترة t
 N_{i,t} : إجمالي عدد الأسهم القائمة للشركة i في الفترة t.

وقد تم الاعتماد على مقياس معدل دوران الأسهم كمقياس لسيولة الأسهم في السوق، لأنه يرتبط ارتباطاً طردياً بحجم تداول الأسهم، حيث إنه من المحتمل أن يتأثر حجم تداول الأسهم ببيئة معلومات الشركة وكذلك سيولة أسهم الشركة في السوق. كما أن ارتفاع معدل دوران الأسهم في السوق يعني ارتفاع مستوى سيولة السوق (Prommin et al., 2014).

٢/٢/٢ حجم التداول (Trading Volume):

استخدمت الباحثة أيضاً حجم التداول (حجم التعامل) كمقياس لسيولة الأسهم في السوق، معبراً عنها باللوغاريتم الطبيعي لمتوسط حجم التداول للشركة في نهاية الفترة المالية. ويعنى حجم التداول رغبة بعض المستثمرين في بيع أسهم الشركة ورغبة المستثمرين الآخرين في الشراء، وتتوقف درجة التداول على مدى توافر المعلومات الملائمة لكل المتعاملين، لذلك يعتبر حجم التداول أحد المؤشرات التي يستدل منها على عدم تماثل المعلومات وسيولة الأسهم في السوق (عبد الحافظ، ٢٠٠٠؛ عفيفي، ٢٠١٤؛ Chung et al., 2012; Leuz and Verrecchia, 2000; Karmani et al., 2012)، ويرتبط حجم التداول بعلاقة سالبة مع عدم تماثل المعلومات وموجبة مع سيولة الأسهم في السوق، فكلما زاد مستوى عدم تماثل المعلومات داخل السوق وعدم وصول المعلومات إلى كل المتعاملين في السوق، فإن هذا يعني تخفيض هؤلاء المتعاملين لتعاملاتهم مع المستثمرين ذوي المعلومات الخاصة، أو انسحابهم من السوق نهائياً، مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض حجم التداول داخل السوق، وبالتالي انخفاض سيولة الأسهم، وعلى العكس تماماً كلما انخفض مستوى عدم تماثل المعلومات داخل السوق وتوافرت المعلومات لكافة المستثمرين في وقت واحد، وعدم توقف عمليات النشر والإفصاح عن المعلومات العامة، يعني ذلك إقبال المستثمرين على عمليات البيع والشراء للأسهم دون خوف من امتلاك أطراف أخرى معلومات خاصة وعدم انسحابهم من السوق، وكذلك دخول متعاملين جدد للسوق ينتج عنه زيادة حجم التداول وتحسين السيولة في السوق.

جدول (٣)

التعريف الإجرائي لمتغيرات الدراسة

اسم المتغير	الرمز	التعريف الإجرائي
المتغير التابع		
معدل دوران الأسهم	Turnover	ويتم حساب هذا المؤشر بقسمة عدد الأسهم المتداولة (حجم التداول) خلال مدة معينة على إجمالي عدد أسهم الشركة القائمة.
حجم التداول	Tradvolume	معبراً عنها باللوغاريتم الطبيعي لمتوسط حجم التداول للشركة في نهاية الفترة المالية.
المتغير المستقل		
المسؤولية الاجتماعية للشركات بالأوزان	ESG	الوزن النسبي للشركات داخل مؤشر المسؤولية الاجتماعية، أي درجة تطبيق الشركات المدرجة في المؤشر لممارسات المسؤولية الاجتماعية.
المتغيرات الضابطة		
حجم الشركة	SIZE	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية العام.
الرافعة المالية	LEV	إجمالي الالتزامات / إجمالي الأصول للشركة في نهاية العام.
ربحية السهم	EPS	صافي الربح / المتوسط المرجح لعدد الأسهم.
نوع القطاع	INDUS	متغير تصنيفي يأخذ القيمة ١ للبنوك والمؤسسات المالية والقيمة صفر بخلاف ذلك.

٢٣ صياغة نماذج الدراسة:

اعتمدت الباحثة على استخدام نموذج الانحدار The Regression Model لاختبار العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات كمتغير مستقل، وسيولة الأسهم كمتغير تابع بعد التحكم في المتغيرات الأخرى المحددة بواسطة الدراسات السابقة، وفي سبيل اختبار هذه العلاقة سوف يتم تكوين أربعة نماذج للانحدار المتعدد، حيث يتم صياغة النموذج الأول بهدف اختبار العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية (مقاسة بترتيب الشركات داخل مؤشر المسؤولية الاجتماعية) وسيولة الأسهم (مقاسة بمعدل دوران الأسهم)، ويتم صياغة النموذج الثاني بهدف اختبار العلاقة بين المسؤولية

الاجتماعية (مقاسة بترتيب الشركات داخل مؤشر المسؤولية الاجتماعية) وسيولة الأسهم (مقاسة بحجم التداول)، ثم يتم صياغة النموذج الثالث بهدف اختبار العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية (مقاسة بالوزن النسبي للشركات داخل مؤشر المسؤولية الاجتماعية) وسيولة الأسهم (مقاسة بمعدل دوران الأسهم)، وأخيراً يتم صياغة النموذج الرابع بهدف اختبار العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية (مقاسة بالوزن النسبي للشركات داخل مؤشر المسؤولية الاجتماعية) وسيولة الأسهم (مقاسة بحجم التداول)، وذلك على النحو التالي:

النموذج الأول: لاختبار العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم (مقاسة بمعدل دوران الأسهم):

$$Turnover_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CRS1_{i,t} + \beta_2 EPS_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 INDUS_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

حيث :

$Turnover_{i,t}$: سيولة الأسهم (مقاسة بمعدل دوران الأسهم) للشركة أ في الفترة t.

$CRS1_{i,t}$: المسؤولية الاجتماعية للشركات

$EPS_{i,t}$: ربحية السهم للشركة أ في الفترة t.

$LEV_{i,t}$: الرافعة المالية للشركة أ في الفترة t.

$SIZE_{i,t}$: حجم الشركة أ في الفترة t.

$INDUS_{i,t}$: نوع الصناعة

β_0 : ثابت الانحدار.

β_1 : معامل الانحدار للمتغير المستقل (المسؤولية الاجتماعية للشركات).

$(\beta_2 : \beta_5)$: معاملات الانحدار للمتغيرات الضابطة.

ε : الخطأ العشوائي.

النموذج الثاني: لاختبار العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم (مقاسة بحجم التداول):

$$Tradvolume_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CRS1_{i,t} + \beta_2 EPS_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 INDUS_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

حيث:

$Tradvolume_{i,t}$: سيولة الأسهم (مقاسة بحجم التداول) للشركة أ في الفترة t.

٤/ مبررات إضافة المتغيرات الضابطة إلى نموذج الدراسة:

١- حجم الشركة:

تم استخدام هذا المتغير كمتغير ضابط في نموذج الانحدار لعزل تأثير حجم الشركة على سيولة الأسهم، وقد اختبرت العديد من الدراسات العلاقة بين حجم الشركة وسيولة الأسهم، وتوصلت إلى وجود علاقة موجبة بينهما، مثل: (Tang and Wang, 2011; Chung et al., 2012; Loukil and Yousfi, 2012; Prasanna and Menon, 2012; Karmani et al., 2012; Florinita, 2014) في المقابل توصلت دراسة (Neri, 2015) إلى وجود علاقة سالبة بين حجم الشركة وسيولة الأسهم.

٢- ربحية السهم:

تم استخدام هذا المتغير كمتغير ضابط في نموذج الانحدار لعزل تأثير ربحية السهم على سيولة الأسهم، وقد توصلت دراسة (Bar-Yosef and Prencipe, 2013; Elshandidy and Neri, 2015) إلى وجود علاقة موجبة بين ربحية السهم وسيولة الأسهم.

٣- الرفع المالي:

تم استخدام هذا المتغير كمتغير ضابط في نموذج الانحدار لعزل تأثير الرفع المالي للشركة على سيولة الأسهم، وقد اختبرت دراسات عديدة العلاقة بين الرفع المالي وسيولة الأسهم، مثل: (Amihud and Mendelson, 1986; Amihud and Mendelson, 2012; Bar-Yosef and Prencipe, 2013; Farooq et al., 2013) وتوصلت إلى وجود علاقة سالبة بينهما.

٤- نوع القطاع:

تم استخدام هذا المتغير كمتغير ضابط في نموذج الانحدار لعزل تأثير نوع القطاع على سيولة الأسهم، لأنه من المرجح أن تشارك الشركات في الصناعات الحساسة للمسؤولية الاجتماعية (مثل قطاع الكيماويات، الأغذية) في أنشطة المسؤولية الاجتماعية والإفصاح عنها بشكل أكبر من الشركات العاملة في الصناعات ذات الحساسية المنخفضة للمسؤولية الاجتماعية أو الصناعات ذات الأهمية المنخفضة (قطاع الخدمات) (Hasseldine et al., 2005). الأمر الذي يحسن من سمعة تلك الشركات وجعلها تبدو أكثر شرعية (Balmer and Greyser, 2003; Bertels and Pelozo, 2008)، ومن ثم زيادة سيولة الأسهم.

سابعا تحليل النتائج واختبار فرضية الدراسة

تمسعى الباحثة إلى إجراء الاختبارات الإحصائية لفرضية الدراسة، تمهيداً لتحليل نتائج الدراسة، وذلك من خلال التعرض للنقاط التالية:

- ١- الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة.
- ٢- نتائج تحليل الانحدار.
- ٣- مناقشة وتفسير النتائج.
- ٤- خلاصة الدراسة

١- الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

يعرض جدول (٤،٥) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة بهدف إظهار خصائصها المميزة على مستوى شركات عينة الدراسة، وتتضمن تلك الإحصاءات كل من المدى والمتوسط والانحراف المعياري والتكرار لقيم متغيرات الدراسة.

جدول (٤) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

الانحراف المعياري	المتوسط	الحد الأقصى	الحد الأدنى	عدد المشاهدات	المتغيرات
المتغير التابع: سيولة الأسهم					
٠.٩٧٦٧	٠.٧٤٤٣	٧.٢٢١٧	٠.١٠٤٦	١٥٠	معدل دوران الأسهم
١.١٧٨١	٨.٥١٩٠	١١.٨٠٣٣	٥.٢٣٨	١٥٠	حجم التداول
المتغير المستقل: المسؤولية الاجتماعية للشركات					
٠.٠١٦٩	٠.٠٣٣٣	٠.١٧٩٧	٠.٠٢١٤	١٥٠	مؤشر المسؤولية الاجتماعية
المتغيرات الضابطة					
٠.٨٨٠٨	٩.٢٣٤٣	١١.٠٥٦	٦.٤٠٧٢	١٥٠	حجم الشركة
٠.٤٩٨٩	٠.٤٣٨	٤.٦٨٧	٠.٠٠٠٣	١٥٠	الرافعة المالية
١.٥٩٩٨	٠.٨٢٨	٥.٩٦٦	١.٠٨٩-	١٥٠	ربحية السهم

جدول (٥) التكرارات لتفسير نوع الصناعة

النسبة	عدد المشاهدات	المتغيرات
٧٢.٧%	١٠٩	الشركات التي تنتمي للقطاعات الأخرى بخلاف البنوك والمؤسسات المالية
٢٧.٣%	٤١	الشركات التي تنتمي لقطاع البنوك والمؤسسات المالية
١٠٠%	١٥٠	الإجمالي

يتضح من جدول (٤) مايلي:

- بالنسبة لسيولة الأسهم، تشير الإحصاءات الوصفية إلى وجود مدى واسع لقيم سيولة الأسهم مقيسة بمعدل دوران الأسهم فيما بين شركات عينة الدراسة، حيث يلاحظ أن أعلى قيمة لمعدل دوران الأسهم تبلغ (٧.٢٢)، بينما أقل قيمة لمعدل دوران الأسهم تبلغ (٠.٠٠٥)، بانحراف معياري يبلغ (٠.٩٧٧)، وهو أعلى من المتوسط الذي يبلغ (٠.٧٤٤)، كما يلاحظ وجود تشتت في قيم سيولة الأسهم مقيسة بحجم التداول، حيث بلغت أعلى قيمة لحجم التداول (١١.٨٠)، بينما كانت أقل قيمة لحجم التداول (٥.٢٤) بانحراف معياري يبلغ (٢٣%) تقريباً والذي يقل عن المتوسط الذي يبلغ (٨.٥٢).
- فيما يتعلق بمؤشر المسؤولية الاجتماعية، تشير الإحصاءات الوصفية إلى عدم وجود تشتت كبير في قيم مؤشر المسؤولية الاجتماعية فيما بين شركات العينة، حيث بلغت أعلى قيمة لمؤشر المسؤولية الاجتماعية (٠.١٨)، بينما بلغت أقل قيمة لمؤشر المسؤولية الاجتماعية (٠.٠٢١) على التوالي، بانحراف معياري يبلغ (٠.٠١٧).
- فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تشير الإحصاءات الوصفية إلى أن متوسط نسبة الرافعة المالية لشركات عينة الدراسة بلغ ٤٤% تقريباً وهي تمثل نسبة معتدلة، لأن هذا يعني أن ما يقارب ٥٦% من إجمالي أصول هذه الشركات تم تمويلها بالملكية، و ٤٤% تم تمويلها عن طريق الديون. كذلك تشير الإحصاءات الوصفية الخاصة بربحية السهم إلى وجود تفاوت كبير لربحية السهم بين شركات عينة الدراسة، حيث يلاحظ أن أكبر قيمة لربحية السهم بلغت (٥.٩٧) تقريباً، في حين أن أدنى قيمة بلغت (- ١.٠٩)، بمتوسط يبلغ (٠.٨٢٨) وبانحراف معياري يبلغ

(١.٥٩٩). وفيما يتعلق بحجم الشركة، تشير الإحصاءات الوصفية إلى عدم وجود تشتت كبير بين شركات عينة الدراسة، حيث بلغت أعلى قيمة لحجم الشركة (١١.٠٦)، بينما بلغت أدنى قيمة لحجم الشركة (٦.٤١) تقريباً، بانحراف معياري (٠.٨٨١) وهو أقل من المتوسط الذي يبلغ (٩.٢٣٤). كذلك يتضح من الإحصاءات الوصفية الخاصة بنوع القطاع والمعروضة بالجدول رقم (٥)، أن عدد المشاهدات التي تقوم بتنفيذ أنشطة المسؤولية الاجتماعية وتنتمي للقطاع المالي والبنوك يبلغ (٤١) مشاهدة، ونسبة ٢٧.٣% تقريباً، بينما يبلغ عدد المشاهدات التي تقوم بتنفيذ أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات وتنتمي للقطاعات الأخرى (١٠٩) مشاهدة، ونسبة ٧٢.٧% تقريباً، وهو ما يشير إلى وجود اهتمام كبير من جانب القطاعات الأخرى بخلاف البنوك والمؤسسات المالية بأداء أنشطة المسؤولية الاجتماعية، حيث بلغ عدد الشركات المدرجة في مؤشر المسؤولية الاجتماعية للشركات وتنتمي للقطاعات الأخرى بخلاف البنوك والمؤسسات ٣٩ شركة من إجمالي عدد الشركات المدرجة في مؤشر المسؤولية الاجتماعية خلال فترة الدراسة، بينما بلغ عدد الشركات المدرجة في المؤشر خلال فترة الدراسة وتنتمي للقطاع المالي والبنوك ١٢ شركة فقط، وقد يرجع السبب في انخفاض عدد البنوك المدرجة في مؤشر المسؤولية الاجتماعية على الرغم من المقدرة المالية والربحية العالية للبنوك إلى انخفاض مستوى جودة الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية في تلك البنوك، وهو ما أكدته دراسة (مليجي، ٢٠١٤).

٢- نتائج تحليل الانحدار:

تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد Multiple Linear Regression Model لاختبار العلاقة بين المتغير التابع (سيولة الأسهم)، والمتغير المستقل (المسؤولية الاجتماعية للشركات)، والمتغيرات الضابطة، والتي تم تناولها في المبحث السابق بغرض الوصول إلى أهم المتغيرات المؤثرة في سيولة الأسهم.

تم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Squares) (OLS) لتقدير معالم الانحدار الخطي المتعدد، إذ تعتبر هذه الطريقة من أكثر الطرق استخداماً في تقدير معالم نماذج الانحدار الخطي. ويرجع ذلك إلى أن المقدرات المتحصل عليها باستخدام هذه الطريقة تتميز بأنها خطية وغير متحيزة (فمن بين جميع الطرق المستخدمة في تقدير معالم نماذج الانحدار

الخطي تتميز مقدرات طريقة المربعات الصغرى بأنها أفضل المقدرات لأنها أقل تباين (عنانى، ٢٠١١). وقد استخدمت الباحثة برنامج STATA الاصدار ١٥ لإجراء نموذج الانحدار. وللحصول علي أفضل المقدرات قامت الباحثة بالتحقق أولاً من مدى وقوع نماذج الانحدار المقدره في أي مشكلة من مشاكل القياس والتي قد تنشأ نتيجة لتخلف أحد فروض طريقة المربعات الصغرى (OLS) التي تستخدم في تقدير نماذج الانحدار، كما قامت بإضافة متغير وهمي لكل سنة من سنوات الدراسة للتأكد من ثبات النتائج. ومن أهم المشاكل التي قد تنشأ نتيجة لتخلف أحد فروض طريقة المربعات الصغرى (OLS) ما يلي:

أ- مشكلة الازدواج الخطي **Multicollinearity** :

يقصد بالازدواج الخطي وجود ارتباط مؤثر ما بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض، وتم التحقق من مدى وقوع النماذج المقدره في مشكلة الازدواج الخطي من خلال قياس معامل التضخم "VIF"، ولوحظ أن جميع قيم معاملات التضخم "VIF" لمتغيرات نماذج الانحدار لم تتجاوز ١٠، حيث بلغت أقصى قيمة لمعامل التضخم في النماذج المقدره (١.٠٨)، وهو ما يعنى عدم وقوع نماذج الدراسة المقدره في هذه المشكلة من مشاكل القياس (جدول ١٠، ١١).

ب- مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء **Autocorrelation** :

تنشأ هذه المشكلة بسبب وجود علاقة ارتباطية بين أخطاء نموذج الانحدار، وتعتبر من أخطر المشاكل التي تواجه الباحثين عند تقدير نماذج الانحدار والتي إذا وقع فيها النموذج لا يمكن الاعتماد علي نتائجه، وللكشف عن مدى وقوع النموذج في مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء، استخدمت الباحثة درين واطسون (Durbin-Watson)، وبحسابه توصلت إلى أنه توجد مشكلة ارتباط تسلسلي بين الأخطاء في متغيرات الدراسة، حيث كانت قيم درين واطسون لجميع النماذج أقل من ٢، ولحل هذه المشكلة لجأت الباحثة إلى تطبيق اسلوب (Robust Standard Error). ويوضح جدول (٦) قيم اختبار درين واطسون (Durbin-Watson).

جدول (٦)

اختبار (Durbin-Watson) لفرض مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء

اختبار Durbin-Watson		
النموذج	معدل دوران الأسهم	حجم التداول
مؤشر المسئولية الاجتماعية	١.٧٦٥	١.٣٩٠

ج- مشكلة اختلاف التباينات Heteroscedasticity.

للتحقق من صحة فرض ثبات التباينات، قامت الباحثة باستخدام اختبار White، و Cook-Weisberg وبحسابهما تبين عدم تحقق هذا الشرط أيضاً في نماذج الدراسة، حيث كانت قيمة $(P-Value < 0.05)$ ، ولحل هذه المشكلة قامت الباحثة بتطبيق أسلوب (Robust Standard Error)، والذي يصحح الأخطاء المعيارية من أثر مشكلتي عدم ثبات التباينات والارتباط الذاتي (Hoechle, 2007; Holzacker et al., 2015)، ويبين جدول (٧) نتائج اختبار White، Cook-Weisberg.

جدول (٧)

اختبار White، Cook-Weisberg لفرض مشكلة عدم ثبات التباينات

اختبار White			
النموذج		معدل دوران الأسهم	
القيمة	p-value	القيمة	p-value
مؤشر المسئولية الاجتماعية بالأوزان	17.43	0.560	48.28
***	0.0002		
اختبار Cook-Weisberg			
مؤشر المسئولية الاجتماعية بالأوزان	39.65	***	0.000
		0.05	0.8288

د- مشكلة عدم اعتدالية الأخطاء العشوائية Normality.

قامت الباحثة بالتحقق من فرض هام من فروض تطبيق طريقة المربعات الصغرى المستخدمة في التقدير ألا وهو أن تتبع الأخطاء العشوائية لنماذج الانحدار المقدر التوزيع الطبيعي، وللتحقق من هذا الفرض تم استخدام اختبار Shapiro-wilk ولوحظ أن الفرض غير متحقق وأن الأخطاء العشوائية لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث كانت قيمة $(p-value < 0.05)$ في

جميع نماذج الدراسة، وبالتالي فقدت طريقة المربعات الصغرى أهم شرط من شروط استخدامها، ولحل هذه المشكلة قامت الباحثة باستخدام أسلوب Winsorizing لتحويل القيم الشاذة إلى أقرب قيم مقبولة ومن ثم اختبارها باستخدام طريقة المربعات الصغرى كما فى دراسة (Veprauskaite and Adams, 2013; Larker et al., 2007)، وبين جدول (٨) نتائج اختبار Shapiro-wilk.

جدول (٨)

اختبار Shapiro-wilk لعرض مشكلة التوزيع الطبيعي

اختبار Shapiro-wilk				
حجم التداول		معدل دوران الأسهم		النموذج
p-value	القيمة	p-value	القيمة	
٠.٠٢٠٠	٢.٠٥٤	*٠.٠٠٠	٧.٧٦٦	مؤشر المسؤولية الاجتماعية

- نتائج تحليل الانحدار المتعدد للعلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات (معبراً عنها بالوزن النسبى للشركات داخل المؤشر)، وسيولة الأسهم (معبراً عنها بمعدل دوران الأسهم، وحجم التداول)

يعرض الجدول رقم (٩) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للعلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات مقيسة بالوزن النسبى للشركات داخل مؤشر المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم مقيسة بمعدل دوران الأسهم وحجم التداول، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار الموضحة بالجدول معنوية الانحدار الخطى بين المسؤولية الاجتماعية للشركات ومجموعة المتغيرات المفسرة (المسؤولية الاجتماعية للشركات، والمتغيرات الضابطة) وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F) حيث كانت قيمة اختبار (F) مساوية لـ (٣.٨٣، ٥.٣٦)، ودلالته (٠.٠٠٢٧، ٠.٠٠١) لنموذج معدل دوران الأسهم وحجم التداول على الترتيب، وهو أقل من مستوى الدلالة المطلوب فى العلوم الاجتماعية (٥%). كذلك أظهرت نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول (١١) أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة بانحدار معدل دوران الأسهم على كل من (متغير المسؤولية الاجتماعية والمتغيرات الضابطة) تعادل (٠.٠٩٧)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة فى معادلة الانحدار تفسر (١٠%) تقريباً من التباين فى معدل دوران الأسهم لشركات عينة الدراسة. كذلك يوضح الجدول أن قيمة معامل التحديد (R^2) الخاصة بانحدار حجم التداول على كل من

متغير المسؤولية الاجتماعية والمتغيرات الضابطة) تعادل (0.1179)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة فى معادلة الانحدار تفسر (12%) تقريباً من التباين فى حجم التداول لشركات عينة الدراسة. تظهر كذلك نتائج اختبار معامل تضخم التباين (VIF). أن جميع متغيرات النموذج تقع فى الحدود الطبيعية، حيث كانت أكبر قيمة لهذا المعامل (1.08) مما يعنى أن البيانات لا تعاني من مشكلة الازدواج الخطى بين المتغيرات.

فيما يتعلق بنتائج اختبار فرضيات الدراسة الحالية، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة فى الجدول رقم (9) عدم وجود علاقة معنوية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات مقيسة بالوزن النسبى للشركات داخل مؤشر المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم مقيسة بمعدل دوران الأسهم وحجم التداول، حيث كان مستوى المعنوية أكبر من 5%، وهو ما يعنى عدم وجود أى رد فعلى من قبل المشاركين فى سوق الأوراق المالية لقيام الشركات بالمسؤولية الاجتماعية. وبغرض اختبار ثبات النتائج قامت الباحثة بإضافة متغيرات وهمية للنموذج لتحديد أثر الزمن طبقاً لدراسة (Morris, 2010)، بهدف الحصول على نتائج أكثر ثباتاً وذلك عن طريق إضافة متغير وهمى لكل سنة من سنوات الدراسة، وإجراء نموذج الانحدار بعد أخذ أثر الزمن فى الحسبان توصلت الباحثة إلى أن هذه النتائج ظلت ثابتة، أى أن قيام الشركات بالمسؤولية الاجتماعية لا يؤثر على سيولة الأسهم (معبراً عنها بمعدل دوران الأسهم، وحجم التداول)، مع ملاحظة زيادة القوة التفسيرية للنموذج حيث وصلت إلى (0.1269، 0.4869) على التوالي، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة فى معادلة الانحدار تفسر (13%، 49%) تقريباً من التباين فى معدل دوران الأسهم، وحجم التداول لشركات عينة الدراسة على التوالي.

فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، تظهر نتائج تحليل الانحدار المتعدد الموضحة بالجدول رقم (9) وجود علاقة سالبة ودالة عند مستوى معنوية 1% بين الرافعة المالية وسيولة الأسهم (معبراً عنها بمعدل دوران الأسهم، وحجم التداول)، ويرجع ذلك إلى أن زيادة الرافعة المالية تعتبر مؤشراً على ارتفاع المخاطر المالية للشركة، الأمر الذى يؤدى إلى إجماع المستثمر عن الاستثمار فى تلك الشركات، وبالتالي انخفاض سيولة الأسهم. كما تظهر النتائج وجود علاقة موجبة ومعنوية عند مستوى معنوية 5% بين ربحية السهم وسيولة الأسهم (معبراً عنها بمعدل دوران الأسهم، وحجم

التداول)، وهذا يشير إلى أن المستثمرين يجدون في هذا المؤشر وسيلة ملائمة لترشيدهم قراراتهم الاستثمارية، حيث يعتبر هذا المؤشر دليل ملموس على أن الشركة تستطيع توزيع أرباح أكثر - إذا رغبت في ذلك - أو احتجاز أرباح أكثر لرفع القيمة الدفترية للسهم أو لاستعمالها في سداد الديون طويلة الأجل أو في التمويل الداخلى للتوسعات الخاصة بالشركة وهذه الأمور تمثل متغيرات ذات أهمية خاصة في التأثيرات الايجابية على القيمة السوقية للأسهم العادية، مما يؤثر على حجم الطلب على تلك الأسهم. كما تظهر النتائج أيضاً وجود علاقة موجبة عند مستوى معنوية ٥% بين نوع القطاع وسيولة الأسهم (معبراً عنها بمعدل دوران الأسهم، وحجم التداول)، بينما تشير النتائج إلى عدم وجود علاقة بين حجم الشركة وسيولة الأسهم (معبراً عنها بمعدل دوران الأسهم، وحجم التداول)، ويمكن إرجاع ذلك إلى أنه تم اختيار الشركات المدرجة في المؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية الذى يتم فيه اختيار أفضل ٣٠ شركة من حيث الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية للشركات، مما يشير إلى تقارب حجم هذه الشركات، الأمر الذى أدى إلى عدم وجود تأثير معنوى.

معامل تقسيم التباين (VIF)	حجم التداول (Trade volume)						معدل دوران الأسهم (Turnover)						المتغيرات المستقلة
	يوجد أثر الزمن			لا يوجد أثر الزمن			يوجد أثر الزمن			لا يوجد أثر الزمن			
	مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)	معاملات الاحتمال (B)	مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)	معاملات الاحتمال (B)	مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)	معاملات الاحتمال (B)	مستوى الدلالة (Sig.)	قيمة (t)	معاملات الاحتمال (B)	
1.00	***0.000	6.07	6.7027	***0.000	0.40	1.7888	0.741	0.33-	0.3061-	0.413	0.82-	0.126-	ثابت الاحتمال (Constant)
1.05	0.116	1.24	2.3807	0.083	0.00	2.227	0.814	0.24	0.2444	0.418	0.73	1.78	معامل المتداولة الاجمالية (RSG)
1.08	0.228	0.98	0.1173	0.291	1.00	0.132	0.207	1.17	0.0788	0.113	1.40	0.080	حجم الشركة (SIZE)
1.02	***0.000	0.14-	0.0246-	***0.000	4.04-	0.016-	***0.000	2.37-	0.0099-	***0.000	2.27-	0.006-	الرافعة المالية (LEV)
1.08	**0.014	2.49	0.4128	**0.022	2.11	0.712	**0.028	2.10	0.2222	**0.028	2.09	0.277	رطوبة السهم (ESP)
1.06	**0.027	2.11	0.3012	***0.008	2.14	0.444	**0.022	2.11	0.3189	**0.019	2.37	0.317	نوع القطاع (INDUS)
		0.4819			0.1179			0.1224			0.97		معامل التحليل (R)
		3.40			0.23			2.72			2.83		قيمة الاحتمال (P)
		***0.000			***0.001			***0.000			***0.007		دالة اختبار (F)
		نعم			لا			نعم			لا		أثر الزمن
		نعم			نعم			نعم			نعم		Robust Standard Error
													عدد المشاهدات (N)

***، **، * تشير إلى دلالة الإحصائية عند مستوى 1%، 5%، 10% على التوالي في الترتيب

٤- مناقشة وتفسير النتائج:

تهتم هذه الدراسة باختبار العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات معبراً عنها بالوزن النسبي للشركات داخل مؤشر المسؤولية الاجتماعية)، وبين سيولة الأسهم معبراً عنها بمقياسين هما: (معدل دوران الأقسام، وحجم التداول). وفيما يلي تفسير وتحليل نتائج الدراسة التي تم التوصل إليها بشأن علاقة المسؤولية الاجتماعية للشركات بسيولة الأسهم لشركات عينة الدراسة وذلك على النحو التالي:

أشارت نتائج الدراسة الحالية إلى عدم وجود علاقة معنوية بين المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم (معبراً عنها بمعدل دوران الأسهم، وحجم التداول) للشركات عينة الدراسة، وهو ما يشير إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات ليس لها أي تأثير معنوي على سيولة الأسهم، ويمكن تبرير ذلك بأن المستثمرين في البيئة المصرية لا يهتمون بتقرير الشركة عن أدائها للمسؤولية الاجتماعية، وإنما يهتمون بالربحية في الأجل القصير، حيث لم يعطى المستثمرون عناية للشركات الأعلى من حيث الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، وقد يرجع ذلك إلى جهل المشاركين في السوق بصفة عامة والمستثمرين بصفة خاصة بأهمية قيام الشركة بتنفيذ أنشطة المسؤولية الاجتماعية. ويدعم ذلك ما توصلت إليه الدراسة الحالية من وجود علاقة معنوية موجبة بين ربحية السهم وسيولة الأسهم.

كذلك يمكن إرجاع ذلك إلى أن السوق المصري لا يتصف بالكفاءة الكافية وبالتالي قد يتبع سلوكاً عشوائياً في عمليات البيع والشراء على الأسهم وتتحكم فيه الشائعات بالإضافة إلى عوامل أخرى قد تعود إلى البيئة الاستثمارية والتي ترتبط بالوضع الاقتصادي والمضاربات التي تتم على أسهم الشركات والتي لا تعتمد بالأساس على المعلومات المالية وغير المالية التي تقدمها الشركات وإنما على رغبة المستثمرين في الحصول على أرباح سريعة ناتجة عن التغير في أسعار الأسهم.

وتأتي نتيجة هذه الدراسة متفقة مع بعض الدراسات التي توصلت إلى عدم وجود علاقة معنوية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيولة الأسهم، ومنها على سبيل المثال دراسة (Subramaniam et al., 2016)، ولكنها تختلف مع العديد من الدراسات التي توصلت إلى وجود علاقة معنوية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيولة الأسهم، ومنها على سبيل المثال دراسة (Xu and Liu, 2016; Gao et al., 2016; Akrouf and Ben Othman, 2016).

وتسرى الباحثة أن سبب هذا الاختلاف في نتائج الدراسات السابقة قد يكون بسبب اختلاف البيئة والتي تلعب الدور الرئيسي في اختلاف هذه النتائج.

٥- خلاصة الدراسة:

استهدفت الدراسة الحالية بيان طبيعة العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيولة الأسهم، وقد خلصت الباحثة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات ، وسيولة الأسهم (معبراً عنها بمعدل دوران الأسهم، وحجم التداول)، وهو ما يشير إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات ليس لها أي تأثير معنوي على سيولة الأسهم، وقد فسرت الباحثة ذلك بأنه يرجع إلى عدم اهتمام المستثمرين بتقرير الشركة عن أدائها للمسؤولية الاجتماعية، حيث لم يعطى المستثمرون علوة للشركات الأعلى من حيث الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، وقد يرجع ذلك إلى جهل المشاركين في السوق بصفة عامة والمستثمرين بصفة خاصة بأهمية قيام الشركة بتنفيذ أنشطة المسؤولية الاجتماعية، وبالتالي تم قبول الفرض الرئيسي للدراسة القائل بأنه: " لا توجد علاقة معنوية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيولة الأسهم ". وفي ضوء النتائج التي توصلت إليها الباحثة، فإن الباحثة توصي بضرورة اهتمام المستثمرين والمحللين الماليين بمدى تطبيق الشركات للمسؤولية الاجتماعية وأن يأخذونها في الحسبان عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، وذلك للوقوف على القيمة الحقيقية للسهم، الأمر الذي يزيد من سيولة الأسهم.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- أبو العز، محمد السعيد. (٢٠١٤). مناهج وطرق البحث الإمبريقي في المحاسبة والأعمال. كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- العامري ، عادل قائد ، ٢٠٠٨ ، السيولة في أسواق الأسهم والعوامل والمحددات : دراسة تطبيقية على أسواق مجلس التعاون الخليجي ، رسالة دكتوراة غير منشورة ، الجامعة الأردنية .
- رضوان، أحمد جمعة أحمد. (٢٠١٥). أثر المسؤولية الاجتماعية للشركات على جودة التقارير المالية بالتطبيق على شركات المؤشر المصري لمسئولية الشركات، مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا (١): ١٥٠-٢٠٦.
- عبد الحافظ، السيد البدوي. ٢٠٠٠. السيولة ومعدلات العائد على الأسهم العادية. كلية التجارة، جامعة المنوفية، العدد الأول والثاني: ١٧٩-٢٠٠.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Akrouf, M. M., & Ben Othman, H. (2016). Environmental disclosure and stock market liquidity: evidence from Arab MENA emerging markets. *Applied Economics*, 48(20), 1840-1851.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 223-249.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (2012). Liquidity, the value of the firm, and corporate finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 24(1), 17-32.
- Balmer, J., & Greyser, S. (2003). Revealing the corporation: Perspectives on identity, image, reputation, corporate branding and corporate level marketing. Routledge.
- Bartov, E., & Bodnar, G. M. (1996). Alternative accounting methods, information asymmetry and liquidity: Theory and evidence. *The Accounting Review*, 397-418.
- 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.

- Benić, V., & Franić, I. (2008). Stock market liquidity: comparative analysis of Croatian and regional markets. *Financial Theory and Practice*, 32(4), 477-498.
- Bertels, S., & Pelozo, J. (2008). Running just to stand still? Managing CSR reputation in an era of ratcheting expectations. *Corporate Reputation Review*, 11(1), 56-72.
- Bidhari, S. C., Salim, U., Aisjah, S., & Java, E. (2013). Effect of corporate social responsibility information disclosure on financial performance and firm value in banking industry listed at Indonesia stock exchange. *European Journal of Business and Management*, 5(18), 39-46.
- Chang, X. S., Tan, W., Yang, E., & Zhang, W. (2018). Stock Liquidity and Available at SSRN: <https://Corporate Social Responsibility.ssrn.com/abstract=3130572>
- Chung, K. H., Kim, J. S., Park, K., & Sung, T. (2012). Corporate governance, legal system, and stock market liquidity: Evidence around the world. *Asia- Pacific Journal of Financial Studies*, 41(6), 686-703.
- Elshandidy, T., & Neri, L. (2015). Corporate Governance, Risk Disclosure Practices, and Market Liquidity: Comparative Evidence from the UK and Italy. *Corporate Governance: An International Review*, 23(4), 331-356.
- Farooq, O., Derrabi, M., & Naciri, M. (2013). Corporate governance and liquidity: Pre-and post-crisis analysis from the MENA region. *Review of Middle East Economics and Finance*, 8(3), 1-19.
- Feng, Z. Y., Chen, C. R., & Tseng, Y. J. (2018). Do capital markets value corporate social responsibility? Evidence from seasoned equity offerings. *Journal of Banking & Finance*, 94, 54-74.
- Gao, F., Dong, Y., Ni, C., & Fu, R. (2016). Determinants and economic consequences of non-financial disclosure quality. *European Accounting Review*, 25(2), 287-317.
- Haddad, A. E., AlShattarat, W. K., & Nobanee, H. (2009). Voluntary disclosure and stock market liquidity: evidence from the Jordanian capital market. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 5(3), 285-309.

- Hasseldine, J., Salama, A. I., & Toms, J. S. (2005). Quantity versus quality: the impact of environmental disclosures on the reputations of UK Plcs. *The British Accounting Review*, 37(2), 231-248.
- Hoechle, D. (2007). Robust standard errors for panel regressions with crosssectional dependence. *The Stata Journal*, 7(3), 281-312.
- Holzhammer, M., Krishnan, R., & Mahlendorf, M. D. (2015). The impact of changes in regulation on cost behavior. *Contemporary Accounting Research*, 32(2), 534-566.
- Jang, S. (2015). The relation between corporate social responsibility (CSR) disclosure and market liquidity: Australian evidence. *75517438 2 / publication net/ https://www.researchgate.*
- Karmani, M., & Ajina, A. (2012, June). Market stock liquidity and corporate governance. In 29th International Conference of the French Finance Association (AFFI).
- Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 43, 1-13.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385-420.
- Larcker, D. F., Richardson, S. A., & Tuna, I. (2007). Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review*, 82(4), 963-1008.
- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, 91-124.
- Loukil, N., & Yousfi, O. (2012, June). Does corporate governance affect stock liquidity in the Tunisian Stock Market?. In 29th International Conference of the French Finance Association (AFFI).
- Morris, J. J., & Laksmana, I. (2010). Measuring the impact of enterprise resource planning (ERP) systems on earnings management. *Journal of Emerging Technologies in Accounting*, 7 (1), 47-71.

- Neri, T., & Elshandidy, L. (2015). Corporate Governance, Risk Disclosure Practices, and Market Liquidity: Comparative Evidence from the UK and Italy. *Corporate Governance: An International Review*, 23(4), 331-356.
- Prasanna, P. K. (2011). Corporate governance and stock market liquidity in India. *In Finance and Corporate Governance Conference*.
- Prommin, P., Jumreornvong, S., & Jiraporn, P. (2014). The effect of corporate governance on stock liquidity: The case of Thailand. *International Review of Economics & Finance*, 32.
- Qu, Q., Wang, L., Qin, L., Zhao, X., & Wang, L. (2017). The impact of information disclosure on market liquidity: Evidence from firms' use of Twitter. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 465, 644-654.
- Schoenfeld, J. (2017). The effect of voluntary disclosure on stock liquidity: New evidence from index funds. *Journal of Accounting and Economics*, 63(1), 51-74.
- Subramaniam, R. K., Samuel, S. D., & Mahenthiran, S. (2015). Liquidity implications of corporate social responsibility disclosures: Malaysian evidence. *Journal of International Accounting Research*, 15(1), 133-153.
- Veprauskaitė, E., & Adams, M. (2013). Do powerful chief executives influence the financial performance of UK firms?. *The British accounting review*, 45(3), 229-241.
- Vujcic, T. (2015). Corporate Social Responsibility and stock returns: Examining US stock performance. *Available at SSRN 2595769*.
- Xu, S., & Liu, D. (2018). Do financial markets care about corporate social responsibility disclosure? Further evidence from China. *Australian Accounting Review*, 28(1), 79-103.