

أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة ومستوى الاحتفاظ
بالنقدية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

دكتور/ محمد خميس جمعة خطاب زيتون

مدرس المحاسبة والمراجعة

كلية التجارة - جامعة دمنهور

E-mail addresses: Mohzaytoun@com.dmu.edu.eg

أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

ملخص:

يهدف هذا البحث إلى دراسة واختبار التأثير المباشر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، واختبار التأثير غير المباشر - من خلال المخاطر المنتظمة والقيمة العادلة للأصول والالتزامات - على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وذلك باستخدام عينة من الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية والمدرجة بالمؤشر EGX100 عن فترة سبع سنوات من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٦. وأوضحت النتائج ما يلي: (١) وجود تأثير إيجابي ومعنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الاحتفاظ بالنقدية. (٢) عدم وجود تأثير مباشر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. (٣) وجود تأثير غير مباشر جزئي إيجابي ومعنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال كثافة القيمة العادلة للأصول والالتزامات. (٤) وجود تأثير غير مباشر سلبي ومعنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال المخاطر المنتظمة.

الكلمات المفتاحية: الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، الاحتفاظ بالنقدية، المخاطر المنتظمة، القيمة العادلة.

The Effect of CSR Disclosure on the Value and Level of Cash Holdings: An Empirical Study on Companies listed in the Egyptian Stock Exchange

Abstract

This research aims to study and examine the direct impact of CSR disclosure on the value and level of cash holdings, and the indirect impact, through the systematic risk and the fair value accounting, on the cash holdings level, using a sample of the corporations listed in EGX100 index for a period of seven years from 2010 to 2016. The results indicated that: (1) there is a positive and a statistically significant effect of the CSR disclosure on the value of cash holdings. (2) There is no direct effect of the CSR disclosure on the level of cash holdings. (3) There is a partial positive indirect and statistically significant effect of the CSR disclosure on the level of cash holdings through the fair value accounting. (4) There is a negative indirect and a statistically significant effect of the CSR disclosure on the level of cash holdings through systematic risks.

Keywords: Corporate Social Responsibility Disclosure, Cash Holdings, Systematic Risks, Fair Value Accounting

أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د. محمد خميس جمعة خطاب زيتون¹

١- مقدمة:

يساعد انفصال الملكية عن الإدارة في زيادة مخاطر سوء تخصيص الإدارة لموارد الشركة على حساب مصلحة المساهمين. وعندما يتوقع المستثمرون قيام الإدارة بمثل هذا السلوك، فإنهم يقيمون الشركة عند قيمة منخفضة (Durnev and Kim 2005; Lu et al. 2017)، وبشكل خاص، قد تتعرض النقدية التي تحتفظ بها الشركة لمخاطر سوء التخصيص، لأنها متاحة للاستخدام وفقاً لتقدير الإدارة (Dittmar and Mahrt-Smith 2007). وقد أوضح البعض (e.g., Masulis et al. 2009; Fresard and Salva 2010; Arena and Julio 2015) أن المستثمرين يقيمون النقدية المحتفظ بها عند قيمة منخفضة، وأن جودة الإفصاح المالي يمكن أن تسهل من الرقابة على الإدارة بهدف تخفيف تدهور قيمة الاحتفاظ بالنقدية (e.g., Drobetz et al. 2010; Louis et al. 2012; Chung et al. 2015; Lu et al. 2017). وعلى الرغم من تعدد الدراسات التي تتناول بالقياس أو بالتحليل الدور الرقابي للمعلومات المالية (e.g., Chen et al. 2011; Jung et al. 2014)، فمازال هناك جدل بشأن كيف يمكن أن يستخدم المستثمرون الإفصاح غير المالي، على سبيل المثال؛ الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية - في رقابة استخدام المديرين لموارد الشركة بشكل عام، وللنقدية المحتفظ بها بشكل خاص.

ولقد تعددت الدراسات التي تتناول بالقياس أو بالتحليل محددات وآثار الاحتفاظ بالنقدية؛ بما في ذلك، القيود المالية (Denis and Sibilkov 2009)، ومخاطر إعادة التمويل (Harford et al. 2014)، وحقوق الدائنين (Yung and Nafar 2014)، والثقافة الوطنية (Chen et al. 2015b)، وهيكلة الملكية (Kuan et al. 2012)، وعديد من المتغيرات التي ترتبط بخصائص الشركة (Amess et al. 2015). وبالإضافة إلى ذلك، حدد البحث المحاسبي عدداً من الدوافع لتفسير أسباب الاحتفاظ بالنقدية، فقد خلص البعض (e.g., Bates et al. 2009; Magerakis et al. 2015) إلى أن الشركات تحتفظ بالنقدية لأغراض المعاملات، وخلص البعض الآخر (e.g., Harford et al. 2008; Lins et al. 2010; Pinkowitz et al. 2012; Nikolov and Whited 2014; Gao et al. 2017) إلى أن هناك دوافع أخرى مهمة أيضاً، تشمل؛ الدافع الوقائي (e.g., Han and Qiu 2007; Lins et al. 2010)، ودافع تكلفة الوكالة

¹ مدرس المحاسبة والمراجعة بكلية التجارة جامعة دمنهور
البريد الإلكتروني: Mohzaytoun@com.dmu.edu.eg

(e.g., Dittmar et al. 2003; Harford et al. 2008; Nikolov and Whited 2014; Gao et al. 2017) والدافع الضريبي (e.g., Foley et al. 2007; Pinkowitz et al. 2012). وعلى الرغم من اهتمام البحث المحاسبي بدوافع الاحتفاظ بالنقدية إلا أنه لم يأخذ بعين الاعتبار تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، والذي من المحتمل أن يشكل دافعًا للاحتفاظ بالنقدية، ولم يأخذ بعين الاعتبار أيضًا الآليات المحتملة التي يمكن أن تفسر تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الاحتفاظ بالنقدية. خاصة مع تزايد أهمية المسؤولية الاجتماعية سواء على المستوى الدولي (e.g., Bick et al. 2015; Reverte 2016; Hu et al. 2018; Chen et al. 2019; Ni and Zhang 2019) المحلي^٢ (على سبيل المثال، رضوان ٢٠١٥؛ الحوشي ٢٠١٧؛ عبد الهادي وآخرون ٢٠١٨؛ بركات ٢٠١٨)، فقد تزايد اهتمام المستثمرين بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، وتزايدت استثماراتهم في الشركات المسؤولة اجتماعيًا^٣ (Benlemlih and Girerd-Potin 2017).

لقد شهد العقد الأخير اهتمام البحث المحاسبي بتفسير العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية والقرارات أو المقاييس المالية، وتشمل؛ الاستثمار أو التدفقات النقدية المستقبلية (Lin and Dong 2018)، والمخاطر المنتظمة (Benlemlih and Girerd-Potin 2017)، وتكلفة الديون (Hoepner et al. 2016)،

^٢ ففي ٢٣ مارس ٢٠١٠ أطلقت البورصة المصرية بالتعاون مع مؤسسة (Standard & Poors) المؤشر المصري لمسؤولية الشركات ESG الذي يعتبر الأول من نوعه في المنطقة العربية والثاني على مستوى العالم بعد الهند، ويقاس هذا المؤشر حجم المعلومات التي تفصح عنها الشركات المدرجة بالبورصة المصرية بشكل اختياري عن ممارستها المتعلقة بالحوكمة والبيئة والعاملين والمسؤولية الاجتماعية، ويتم تقييم الشركات في هذا الصدد بحيث يتم اختيار وترتيب أفضل (٣٠) شركة في المؤشر. بالإضافة إلى ذلك، فقد أصدرت البورصة المصرية في ٢٠١٦ دليل استرشادي لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الاستدامة بهدف تحسين الشفافية في سوق المال المصري، ويسهم هذا الدليل في إرشاد الشركات المقيدة إلى تقديم تقارير استدامة دورية توضح فيها أداءها وممارساتها المتعلقة بحماية البيئة والمسؤولية الاجتماعية والحوكمة، وتضمن الدليل ثلاثة أقسام؛ يتعلق الأول منها بأهمية الإفصاح عن أداء الاستدامة، ويتعلق الثاني منها بالمسؤولية والاشراف، ويتعلق القسم الأخير بإعداد تقرير الإفصاح عن الاستدامة.

^٣ إن فضيحة فولكس واجن Volkswagen التي اسفرت عن فقدان الشركة لثلث قيمتها السوقية خلال أربعة أيام تداول بعد الفضيحة التي اندلعت في ١٨ سبتمبر ٢٠١٥ - تكشف عن الاهتمام المتزايد من صناع السياسة والمستثمرين والناشطين الاجتماعيين والبيئيين تجاه استراتيجيات المسؤولية الاجتماعية، ففي سبتمبر ٢٠١٥ خفضت وكالات التصنيف الاجتماعي، مثل فيجو Vigeo درجات تصنيف فولكس واجن، ولكن في بيانها الصحفي، سلطت فيجو الضوء على حقيقة أنه قبل الفضيحة كانت فولكس واجن في وضع أفضل من أداء أقرانها في قطاع السيارات. وقد يساعد هذا المثال في تفهم السبب الذي يجعل البحث المحاسبي يظهر ارتباطًا سلبيًا بين المسؤولية الاجتماعية والمخاطر المالية (Benlemlih and Girerd-Potin 2017).

تكلفة رأس المال (Suto and Takehara 2017)، وسياسة توزيع الأرباح ((Ni and Zhang 2019) ومحاسبة القيمة العادلة (Bick et al. 2015) وإدارة الأرباح (Chen et al. 2019) وهيكل الملكية (Hu et al. 2018). ومع ذلك، فإن العلاقة المباشرة بين المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية لا تزال مجدل جدل، ولا تزال محدداتها أيضاً محل جدل، والتي يمكن تفسيرها من خلال بعض المتغيرات المحاسبية.

فقد أوضح البحث المحاسبي أن جودة التقارير المالية تقلل من الأثر السلبي لعدم تماثل المعلومات، وتسمح للشركات بتخفيض مستوى الاحتفاظ بالنقدية (García-Teruel et al. 2009)، لذلك يتوقع أن تحتفظ الشركات المسؤولة اجتماعياً التي تقدم تقارير مالية تتصف بالجودة - بالنقدية عند مستوى منخفض (Habib and Hasan 2017; Jha 2017). وأوضح أيضاً أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يخفض من حساسية الشركة للمخاطر المنتظمة (Ferris et al. 2019). ولذلك يسعى البحث الحالي لإيجاد دليل عملي على تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وتفسير هذه العلاقة في بيئة الأعمال والممارسة المحاسبية المصرية.

٢- مشكلة البحث:

على الرغم من أهمية الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للمستثمرين، إلا أن القليل من الدراسات الذي تناول الدور الرقابي لهذا الإفصاح (e.g., Chen et al. 2011; Jung et al. 2014)، فبينما خلص البعض (e.g., Suto and Takehara 2017; Lin and Dong 2018) إلى أن هناك دوراً تقييمياً Value Relevance للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، فإنه مازال هناك جدل بشأن ما إذا كان هذا الإفصاح يمكن أن يحسن من الأداء المالي أم لا (Chen et al. 2011; Jung et al. 2014). وهناك ندرة في البحث المحاسبي بشأن تفسير ما إذا كان يمكن أن يستخدم أصحاب المصلحة بصفة عامة، والمستثمرين بصفة خاصة، المعلومات الإضافية التي يحتوي عليها الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في رقابة استخدام موارد الشركة، خاصة الموارد النقدية أم لا.

وبالتالي، تتمثل مشكلة البحث في الإجابة على الأسئلة التالية؛ ماهي المسؤولية الاجتماعية والنظريات المفسرة للإفصاح المحاسبي عنها؟ ولماذا تحتفظ الشركات بالنقدية على الرغم من وجود تكاليف وكالة وتكاليف فرصة بديلة مرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية؟ وهل هناك مستوى أمثل من النقدية المحتفظ بها؟ وما هي العوامل التي تؤثر في هذه القرارات؟ وكيف يؤثر الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة؟ وهل يوجد تأثير مباشر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، والقيمة العادلة للأصول والالتزامات، والمخاطر المنتظمة؟ وهل يوجد تأثير مباشر للقيمة العادلة للأصول والالتزامات على مستوى الاحتفاظ بالنقدية؟ وهل يوجد تأثير مباشر للمخاطر المنتظمة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية؟ وهل يوجد تأثير غير مباشر للإفصاح عن المسؤولية

الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال القيمة العادلة للأصول والالتزامات أو من خلال المخاطر المنتظمة؟ وما هي الأهمية النسبية لهذا التأثير؟

٣- هدف البحث:

يهدف هذا البحث إلى إيجاد دليل عملي على مدى وجود علاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وقيمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، والقيمة العادلة للأصول والالتزامات، والمخاطر المنتظمة في بيئة الأعمال والممارسة المحاسبية المصرية، وتحديد التأثير المباشر وغير المباشر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال القيمة العادلة للأصول والالتزامات، والمخاطر المنتظمة، كمتغيرين وسيطين، وذلك باستخدام عينة من الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية المدرجة بالمؤشر EGX100 عن الفترة من ٢٠١٠ حتى ٢٠١٦.

٤- أهمية ودوافع البحث:

يستمد هذا البحث أهميته العملية من خلال سعيه لتوضيح العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، والقيمة العادلة للأصول والالتزامات، والمخاطر المنتظمة، وقيمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، بهدف معرفة ما إذا كانت النقدية المحتفظ بها ترتبط بكل من الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والقيمة العادلة للأصول والالتزامات والمخاطر المنتظمة، وبالتالي، توضيح التأثير المباشر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على كل من قيمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية والقيمة العادلة للأصول والالتزامات، والمخاطر المنتظمة، بالإضافة إلى التأثير غير المباشر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال القيمة العادلة للأصول والالتزامات، والمخاطر المنتظمة كمتغيرين وسيطين. ويأتي ذلك في ظل الاهتمام المتزايد بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في البيئة المصرية في الوقت الحالي، وهو ما قد يكون له آثاره على سوق المال المصري من حيث قرارات المستثمرين، ونمو هذا السوق، وبالتالي مطالبة الجهات التنظيمية للشركات بضرورة التوسع في مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية.

ومن ناحية أخرى، يستمد البحث أهمية أكاديمية من أن الدراسات التي تناولت تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الاحتفاظ بالنقدية (Cheung 2016; Arouri and Pijourlet 2017; Lu et al. 2017) اقتصرت أولاً؛ على إما قيمة أو مستوى الاحتفاظ بالنقدية فقط دون دراستهما معاً، وثانياً؛ على تناول تأثيره المباشر فقط دون دراسة تأثيره غير المباشر من خلال القيمة العادلة للأصول والالتزامات، والمخاطر المنتظمة، ومن ثم فإن تناول هذا التأثير يعتبر أمراً جديراً بالدراسة. وبالتالي، يساهم هذا البحث الحالي في توسيع البحث المحاسبي من خلال تناوله أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الاحتفاظ بالنقدية من وجهتي نظر. أولهما، وجهة نظر المستثمر من خلال دراسة الأثر على

قيمة الاحتفاظ بالنقدية. وثانيهما، وجهة نظر الشركة من خلال دراسة الأثر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. أضف إلى ذلك محاولته تفسير هذا الأثر من خلال متغيرين وسيطين هما؛ القيمة العادلة للأصول والالتزامات، والمخاطر المنتظمة.

ومن أهم دوافع البحث التحقق من الارتباط بين أداء المسؤولية الاجتماعية وقيمة الشركة، حيث تمثل النقدية المحتفظ بها جزءاً جوهرياً من إجمالي أصول الشركة، وبالتالي، تسمح دراسة العلاقة بين الإفصاح المسؤولية الاجتماعية وقيمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية باستكشاف الأسباب التي تدفع المديرين للقيام بسياسات المسؤولية الاجتماعية. كما يعمل البحث الحالي، بما يسفر عنه من نتائج، في توفير معلومات ملائمة لوضعي المعايير بشأن أهمية الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية من خلال تحديد ما إذا كانت هذا الإفصاح يساعد في كبح مشكلة الوكالة المرتبطة بسوء استخدام المديرين لموارد الشركة أم لا. كما يتخذ البحث الحالي خطوة إضافية مقارنة بالدراسات السابقة التي تقترح أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات يخفض من تكلفة رأس المال وتشتت توقعات المحللين الماليين حيث يتحقق مما إذا كان الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يمكن أن يساعد المستثمرين في تقييم القرارات الاستثمارية للشركة أم لا.

٥- حدود البحث:

يقتصر هذا البحث على دراسة التأثير المباشر وغير المباشر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال القيمة العادلة للأصول والالتزامات، والمخاطر المنتظمة، كمتغيرين وسيطين، ولهذا يقع خارج نطاق هذا البحث دراسة محددات الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، ومحددات احتفاظ الشركات بالنقدية. كما يقتصر البحث على دراسة تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية فقط سواء بشكل مباشر أو غير مباشر من خلال القيمة العادلة للأصول والالتزامات، والمخاطر المنتظمة، وبالتالي، لن يتم التعرض للآثار غير المباشرة الأخرى للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية إلا بقدر ما يلزم لمعالجة مشكلة البحث. وأخيراً، فإن قابلية النتائج للتعميم مشروطة بضوابط اختيار عينة البحث.

٦- خطة البحث:

من أجل تحقيق هدف البحث، سوف يتم تنظيم المتبقي منه على النحو التالي:

^٤ تراكم لدى الشركات الأمريكية والأوروبية مستويات مرتفعة غير عادية من النقدية، فقد زادت نسبة متوسط النقدية (النقدية وما في حكمها مقسومة على إجمالي الأصول) للشركات الأمريكية بشكل جوهري خلال الفترة من ١٩٨٠ إلى ٢٠٠٦ من ١٠,٥% في ١٩٨٠ إلى ٢٣,٢% في ٢٠٠٦، وهذا الاتجاه المتزايد في الاحتفاظ بالنقدية أصبح أكثر حدة في السنوات الأخيرة.

١/٦-المسئولية الاجتماعية للشركات من منظور محاسبي.

٢/٦-احتفاظ الشركة بالنقدية من منظور محاسبي.

٣/٦-تحليل العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وقيمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية واشتقاق فرضي البحث الأول والثاني.

٤/٦-تحليل المحددات المفسرة للعلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية واشتقاق فرضي البحث الثالث والرابع.

٥/٦-الدراسة التطبيقية.

٦/٦-خلاصة البحث وتوصياته ومجالات البحث المقترحة.

١/٦-المسئولية الاجتماعية للشركات من منظور محاسبي:

أصبحت المسؤولية الاجتماعية قضية استراتيجية للشركات، فقد أشار البحث المحاسبي (e.g., Bick et al. 2015; Reverte 2016; Hu et al. 2018; Chen et al. 2019; Ni and Zhang 2019) و(على سبيل المثال، الحوشي ٢٠١٧؛ عبد الهادي وآخرون ٢٠١٨؛ بركات ٢٠١٨) إلى أن الشركات أصبحت ملزمة بتبرير عملياتها التشغيلية لأصحاب المصلحة، فلم يعد يقتصر إفصاح الشركات على الجوانب الاقتصادية لأنشطتها فقط بل امتد إلى عديد من القضايا الأخرى التي تؤثر على عملياتها، ويمثل الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية الأداة التي تستخدمها الشركات بهدف توصيل أنشطة المسؤولية الاجتماعية لأصحاب المصلحة.

وبشأن مفهوم المسؤولية الاجتماعية، تعد الفكرة الأساسية لها أن الشركة يقع عليها مسؤولية معينة، إلا أنه لا يوجد اتفاق حول ماهية المسؤولية، فطبقاً لوجهة النظر التقليدية، فإن الشركة مسئولة فقط أمام مساهميها، وبالتالي تتمثل مسئوليتها في تحقيق أقصى قدر من قيمتها الاقتصادية، الأمر الذي ينعكس في زيادة ثروة مساهميها (Radhakrishnan et al. 2018). وبالتالي فإن مسؤولية المديرين تتجسد في العمل لصالح مساهمي الشركة، وليس من حقهم المشاركة في مشاريع اجتماعية لا تؤدي إلى تعظيم الربح، وبالتالي، تعد المسؤولية الاجتماعية، التي لا تؤدي لتعظيم ثروة المساهمين، سوء استخدام لموارد الشركة (Lawrence et al. 2014)، لذلك فإن المسؤولية الاجتماعية الوحيدة للشركة هي استخدام مواردها للمشاركة في أنشطة تزيد أرباحها دون ارتكاب غش أو تضليل (Sundaram and Inkpen 2004; Jensen 2010; Lawrence et al. 2014).

ومن جانب آخر، تفترض وجهة نظر أصحاب المصلحة أن الشركة لا تعد مسئولة فقط تجاه مساهميها، ولكن أيضاً تجاه أصحاب المصلحة المتأثرين بأداء الشركة (Freeman 1984)، وفي هذا الصدد، يجادل البعض (Mitchell et al. 1997) بأنه عندما تسعى الشركة إلى تحقيق الأرباح، ينبغي

أن تأخذ بعين الاعتبار اهتمامات أصحاب المصلحة، وأحد التعاريف الأكثر قبولاً في هذا الصدد هو تعريف (Carroll 1979) والذي حدد المسؤولية الاجتماعية في ضوء أربع مسؤوليات؛ المسؤولية الاقتصادية^٥، والمسؤولية القانونية^٦، والمسؤولية الأخلاقية^٧، والمسؤولية الخيرية^٨.

وبشأن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية^٩، يستخدم مصطلح المحاسبة الاجتماعية أحياناً في البحث المحاسبي للإشارة إلى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية (e.g., Gray 2002; Parker 2005)، وفي هذا الصدد، يشير (Mathews and Perera 1996) إلى أن المحاسبة الاجتماعية تعني توسيع الإفصاح المحاسبي ليشتمل مجالات غير تقليدية، على سبيل المثال؛ توفير معلومات عن الموظفين، والمنتجات، والخدمات المجتمعية، وحماية البيئة من التلوث. وبذلك يمكن القول إن المحاسبة الاجتماعية تتجاوز الجوانب الاقتصادية المالية عند تقييم أداء الشركات. وعرف (Brooks and Oikonomou 2018) الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على أنه أي معلومات تقدمها الشركة لأصحاب المصلحة، وتكون عادة داخل التقارير السنوية أو إلى جانبها أو في تقارير مستقلة، وترتبط بأداء أو بمعايير أو بأنشطة الشركة التي تقوم بها تحت مظلة المسؤولية الاجتماعية. لذلك يمكن القول إن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية مصطلح واسع يتضمن قضايا مختلفة مثل؛ الإفصاح عن المشاركة المجتمعية، والإنتاج، والعلاقات مع العملاء، والطاقة والبيئة، والموارد البشرية.

^٥ هي المسؤولية الأولى للشركة، وتعني أن العمليات التشغيلية للشركة تمثل عوائد مستدامة للمستثمرين، وتنتج السلع والخدمات التي يطلبها المجتمع، وتخلق وظائف وفرص عمل.

^٦ تتطلب من جميع الشركات داخل المجتمع أن تقوم بتنفيذ مسؤوليتها وفقاً للمتطلبات القانونية والأنظمة الاجتماعية.

^٧ تتطلب من الشركات أن تكون أخلاقية، ولذلك تغطي قيود المسؤولية القانونية، مثل، ضمان الالتزام بالقيم الأخلاقية.

^٨ تركز على أنشطة الشركة المتعلقة بالتبرعات للمجتمع، وهي مشاركة اختيارية، مثل، التبرعات للتعليم والصحة.

^٩ من الجدير بالذكر أن هناك فرقاً بين أداء المسؤولية الاجتماعية والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية؛ لأن الشركات ذات أداء المسؤولية الاجتماعية الجيد ليس لديها بالضرورة إفصاحاً أفضل أو أوسع عن المسؤولية الاجتماعية (Hahn and Kühnen 2013)؛ فمن جانب، حدد كل من (Hahn and Kühnen 2013) أنه قد يكون هناك علاقة إيجابية بينهم؛ لأن الشركات قد ترغب في تقديم إشارة عن أداء المسؤولية الاجتماعية الجيد من خلال الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية. ومن جانب آخر، قد تستخدم الشركات ذات الأداء الاجتماعي الضعيف الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية لتخفيف تهديدات شرعيتها، بسبب ضغوط أصحاب المصلحة. وعلى الرغم من وجود أدلة مختلطة في هذا الشأن إلا أن عديد من الدراسات تشير إلى العلاقة الإيجابية بينهم (Clarkson et al. 2008; Belal and Cooper 2011).

وبشأن دور الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، فقد يولد انفصال الملكية عن الرقابة في الشركات، جنباً إلى جنب، مع وجود عدم تماثل المعلومات، سلوكاً انتهازيًا من قبل الإدارة تجاه الملاك، من خلال سعيها إلى تحقيق أهداف شخصية (Prior et al. 2008)، أضف إلى ذلك، قد يمارس المدبرون إدارة الأرباح إما بهدف الحصول على منافع شخصية أو بهدف تضليل المساهمين عن الأداء المالي للشركة (Prior et al. 2008)، وينظر إلى الإفصاح على أنه آلية من آليات الرقابة التي يستخدمها المستثمرون في الحد من عدم تماثل المعلومات (Huang and Zhang 2011)، ونظراً لإن الشفافية والقابلية للمساءلة تعد مبادئ مهمة للمسؤولية الاجتماعية، فإنه من المحتمل أن يكون السلوك الانتهازي أقل في الشركات المسؤولة اجتماعياً (Chih et al. 2008).

واتساقاً مع ما سبق، فقد خلص (Huang and Watson 2015) إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يخفض من عدم تماثل المعلومات، ويزيد من الشفافية. ودرس (Cho et al. 2013) أداء المسؤولية الاجتماعية فيما يتعلق بعدم تماثل المعلومات، وتوصل إلى أن عدم تماثل المعلومات يمكن أن ينخفض من خلال تقديم معلومات عن أداء المسؤولية الاجتماعية سواء كان الأداء إيجابياً أو سلبياً. وخلص (Clarkson et al. 2013) إلى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يمكن أن يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة، وأنه يوفر معلومات عن الأداء المستقبلي المتوقع، وعن القدرة التنافسية. وتوصل البعض (Dhaliwal et al. 2011; 2012) إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يمكن أن يجتذب اهتمام المحللين الماليين والمستثمرين المؤسسين، مما يقلل من خطأ توقعات المحللين الماليين، وبالتالي، تنخفض تكلفة رأس المال. علاوة على ذلك، يمكن القول إن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يزيد من الشفافية، حيث خلص (Lanis and Richardson 2012) إلى أن المستوى المرتفع من الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يرتبط مع انخفاض التجنب الضريبي.

وبشأن النظريات المفسرة للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، فإن هذه النظريات تفسر العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومحدداته، ومن ضمن هذه النظريات؛ نظرية أصحاب المصلحة، ونظرية الشرعية، ونظرية الإشارة، ونظرية الوكالة. وتنص نظرية أصحاب المصلحة على أن أصحاب المصلحة هم أي فرد أو مجموعة، على سبيل المثال؛ الموظفين، يمكن أن تؤثر على أو تتأثر بعمليات الشركة، وبالتالي، ينبغي على فريق الإدارة الحصيف أن يحدد أصحاب المصلحة، ويحاول صياغة استراتيجية متوازنة تلبي احتياجات جميع أصحاب المصلحة دون التأثير على بعضهم البعض (Wilson 2003; Radhakrishnan et al. 2018). ويجادل (Ullman 1985) بأن مستوى تلبية احتياجات أحد أصحاب المصلحة يعتمد على الدور الذي يلعبه في التأثير على عمليات الشركة، أي توجد علاقة إيجابية بين قوة أصحاب المصلحة وأهمية تلبية مصالحهم. وبذلك، يمكن القول إن نظرية أصحاب المصلحة تدمج بين المسؤولية وهيكل التخطيط بالشركة في محاولة للوصول إلى موافقة على

استراتيجية الشركة من قبل أصحاب المصلحة الأساسيين. وتعددت الدراسات التي تفسر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية باستخدام نظرية أصحاب المصلحة، حيث يجادل كل من (Adams and Harte 1999) بأن الشركة لن تختار الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ما لم يكن هناك طلب جوهري على مثل هذه المعلومات من أصحاب المصلحة، ويأخذ على هذه النظرية أنها تستجيب فقط لأصحاب المصلحة الأساسيين وفقاً للقانون، حيث توفر لهم الإفصاح الذي يطلبونه (Deegan, 2002)، ومع ذلك، حتى في ظل وجود هذا القيد عليها، فإنها مازالت مفيدة في تحديد المجموعات التي تؤثر وتتأثر بالشركة.

ومن ناحية أخرى، تؤكد نظرية الشرعية على أن الشركات تسعى باستمرار لضمان أنها تعمل ضمن حدود ومعايير مجتمعتها، وأن المجتمع ينظر إلى أنشطتها على أنها أنشطة مشروعة (Deegan 2002; Radhakrishnan et al. 2018)، ويجادل (Guthrie and Parker 1989) بأن هناك عقد اجتماعي كامن بين الشركات والمجتمع، وفي إطار هذا العقد، تحصل الشركات على موافقة على العمل في المجتمع، وفي المقابل، ينبغي على الشركة إعادة بعض المنافع والمكافآت للمجتمع. ووفقاً لنظرية الشرعية، يهدف الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية إلى إضفاء الشرعية على سلوك الشركة من خلال توفير المعلومات التي تهدف إلى التأثير في إدراك أصحاب المصلحة والمجتمع (Boesso and Kummer 2007). وبذلك، يمكن القول إن وفقاً لنظرية الشرعية يمكن أن توفر الشركات معلومات اجتماعية في تقاريرها السنوية بهدف تحسين سمعة الشركة في عيون أصحاب المصلحة وتلبية احتياجات المجتمع.

وفي نفس السياق، تقترح نظرية الإشارة أن المديرين يكونون أكثر احتمالاً للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بهدف تقديم إشارة عن النتائج الإيجابية (Hassanein and Hussainey 2015)، وبناء على ذلك، تستخدم الشركة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية لتقديم إشارة إلى مستثمريها بهدف تخفيض عدم تماثل المعلومات، وتخفيض تكلفة التمويل، وزيادة قيمة الشركة (Sun et al. 2010)، ووفقاً لنظرية الإشارة فإن أداء الشركة يؤثر في مدى الإفصاح (Anis et al. 2012). وأخيراً، تتعلق نظرية الوكالة بمشاكل عدم تماثل المعلومات، وتقترح أن الشركات قد تستخدم الحوافز أو تقدم إفصاحاً اختيارياً بهدف تقليل تكاليف الوكالة، وتقتضي أنشطة المسؤولية الاجتماعية أن تصبح الشركة أكبر قابلية للمساءلة تجاه أصحاب المصلحة، وهذا بدوره يحول انتباه المساهمين بعيداً عن متابعة اللاعبين في الأرباح، وبالتالي، يتحسن سعر سهم الشركة، ويجادل (Sun et al. 2010) بأن الشركات الأكثر رافعة مالية تفصح عن المعلومات اختيارياً بهدف تخفيض تكاليف الوكالة.

وبالتالي يمكن القول إن أهمية الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية تزايدت، فلم تعد الشركات مسئولة عن تحقيق الأرباح، وإنما أصبحت مطالبة بالاهتمام أيضاً بالنواحي الاجتماعية، لضمان نمو قيمة الشركة بشكل مستدام، ويعد الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية عملية تقوم من خلالها الشركات بتوفير معلومات عن آثارها الاجتماعية والبيئية الاقتصادية لأصحاب المصلحة. وعلى الرغم من أنها مازالت في مرحلة مبكرة مقارنة بالتقارير المالية، فقد أصبح الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية جزءاً أساسياً من ممارسات التقرير عن الشركات.

٢/٦- احتفاظ الشركة بالنقدية من منظور محاسبي:

تواجه الشركات خطر التعثر المالي نتيجة التقلبات في الأسواق المالية، وتعد مخاطر عدم توافر النقدية الكافية من أصعب المخاطر التي تواجه بقاؤها، وتعد عائق أمام نموها، الأمر الذي ينعكس على قيمتها السوقية، وتقوم الشركات بالاحتفاظ بالنقدية بهدف التعامل بنجاح مع هذه المخاطر، وتجنب التعثر المالي. وقد عرف معيار المحاسبة المصري رقم (٤) لسنة ٢٠١٥ بعنوان "قائمة التدفقات النقدية" في الفقرة (٦) النقدية على أنها النقدية بالصندوق والودائع تحت الطلب، وعرف ما في حكمها على أنه استثمارات قصيرة الأجل مرتفعة السيولة، يمكن تحويلها بسهولة إلى مبالغ نقدية محددة، ويكون خطر تعرض قيمتها للتغير ضئيلاً. وفي نفس السياق عرف (Cai 2016) النقدية المحتفظ بها على أنها الأرصدة النقدية المتراكمة التي تكونها الشركات وتزيد عن الاحتياجات التقليدية بقدر مثالي يسمح بتحقيق توازن بين الإيراد الحدي والتكلفة الحدية لهذه النقدية.

وينتج احتفاظ الشركات بالنقدية من وجود احتكاكات في سوق التمويل الخارجي، إذ لا يوجد سبب للاحتفاظ بالنقدية في سوق مال مثالي يمكن من خلاله تحويل الأصول إلى نقدية أو الحصول على التمويل بتكلفة عادلة من السوق مباشرة، لذلك يمثل سوق المال غير المثالي أساساً للاحتفاظ بالنقدية بسبب تكاليف المعاملات وعدم تماثل المعلومات (Opler 1999; Wai and Zhu 2013; Sheikh et al. 2018). وعند احتفاظ الشركات بالنقدية، فإنها تتخلى عن فرض استثمارية واعدة، وأضف إلى ذلك، ينبغي أن تتعامل بنجاح مع تكلفة الفرصة البديلة الناتجة عن الاحتفاظ بنقدية يمكن استخدامها في زيادة قيمة الشركة أو ثروة المساهمين. وفي نفس السياق، يمكن أن يتسبب المستوى المرتفع للنقدية المحتفظ بها أيضاً في تكاليف وكالة، لذلك قد يعد الاحتفاظ بالنقدية أمراً مكلفاً بالنسبة للشركات (Bates et al. 2009; Sheikh et al. 2018).

وحدد البحث المحاسبي الذي تناول بالقياس أو بالتحليل الاحتفاظ بالنقدية (e.g., Harford et al. 2008; Bates et al. 2009; Denis and Sibilkov 2009; Lins et al. 2010; Pinkowitz et al. 2012; Nikolov and Whited 2014; Magerakis et al. 2015; Gao et al. 2017) أربعة دوافع للاحتفاظ

بالنقدية^{١٠}، فقد اقترح (Keynes 1936) أول دافعين للاحتفاظ بالنقدية وهما؛ دافع المعاملات Transaction Motive ودافع الوقاية (الاحتياط) Precautionary Motive، فيمكن أن تقوم الشركات بتوفير رأس المال من خلال الأسواق الخارجية، أو من خلال إعادة التفاوض على عقود رأس المال القائمة، أو من خلال تصفية أصول أخرى، أو من خلال رصيد النقدية المتاح داخليًا. وتعد المصادر الخارجية أكثر تكلفة، خاصة عندما يكون الاقتصاد في حالة ركود، بينما تكون المصادر الداخلية - على الرغم من وجود تكلفة فرصة بديلة - أقل تكلفة، وبناء على ذلك، يعني **دافع المعاملات** أن الشركات يمكن أن تفضل الاحتفاظ بالنقدية كمصدر داخلي لرأس المال بدلًا من المصادر الخارجية، خاصة عندما تصبح المصادر الخارجية أكثر تكلفة بسبب سوء الوضع الاقتصادي (Dittmar et al. 2003; Magerakis et al. 2015). كما حدد البعض (Bates et al. 2009; Magerakis et al. 2015) أيضًا أن الشركات الكبيرة تميل إلى الاحتفاظ بمستوى نقدي أقل لأنها تواجه تكاليف معاملات أقل نظرًا لوافرات الحجم في تمويل الأصول. وقد قدم البعض (Bates et al. 2009) أدلة تجريبية على دافع المعاملات.

وبالنسبة **للدافع الوقائي**، فيعني أن الشركات التي لديها مزيد من الفرص الاستثمارية والنمو تحتفظ بنقدية أكثر للتحوط ضد الصدمات العكسية للتدفق النقدي (Opler 1999; Almeida et al.

^{١٠} تناولت العديد من الدراسات السابقة (e.g., Opler 1999; Dittmar et al. 2003; Ferreira and Vilela 2004; Seifert and Gonenc 2008) النظريات المفسرة لمستوى النقدية المحتفظ بها في الشركات، وتتمثل هذه النظريات في؛ **نظرية المفاضلة Trade-off Theory**، **ونظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل Pecking Order Theory**، و**نظرية التدفق النقدي الحر Free Cash Flow Theory**. وتقتصر نظرية المفاضلة أن التكلفة الحدية للاحتفاظ بالنقدية؛ والتي تتمثل في تكلفة الفرصة البديلة الناتجة عن انخفاض العائد على الأصول السائلة وتكاليف الوكالة، والمنافع الحدية للاحتفاظ بالنقدية؛ والتي تقلل من احتمال تعرض الشركة لأزمات مالية وتسمح لها باستغلال الفرص الاستثمارية وتخفيض تكاليف التمويل الخارجي -يمثلان محددان المستوى الأمثل للنقدية، حيث تتوازن المنافع الحدية ومع التكاليف الحدية للاحتفاظ بالنقدية. وتقدم نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل طريقة مختلفة عند النظر في القرارات الاستثمارية من خلال النظر في كيفية تمويل الاستثمار، وتقتصر أنه لا يوجد مستوى أمثل مستهدف للنقدية، وتمثل أرصدة النقدية ناتج ربحية الشركة واحتياجاتها التمويلية، وتميل الشركة إلى اتباع تسلسل هرمي لاستراتيجيات التمويل عندما تتخذ قرارات استثمارية، فنتيجة عدم تماثل المعلومات، يعد التمويل الخارجي أعلى تكلفة من التمويل الداخلي، وتفضل الشركة تمويل أنشطتها من خلال الأموال المولدة داخليًا، وإذا كانت غير كافية تعتمد على التمويل من خلال الديون، وأخيرًا يأتي التمويل عن طريق إصدار أسهم ملكية، ومن ثم تحدد هذه الأولويات مستوى النقدية المحتفظ به. وتركز نظرية التدفق النقدي الحر على أن الاحتياطات النقدية الفائضة تسهل على المديرين تحقيق مصالحهم الشخصية على حساب مصالح المساهمين من خلال الاستثمار الزائد، ويحتفظ المديرين بالنقدية بهدف زيادة حجم الأصول تحت سيطرتهم ويهدف التمتع بحرية تصرف أعلى (عفيفي، ٢٠١٦؛ ٢٠١٥؛ بلال ٢٠١٧، محمد ٢٠١٧).

(Han and Qiu 2007; 2004، وميز البعض (Lins et al. 2010) سيولة الشركة إلى جزأين هما؛ النقدية والتسهيلات الائتمانية، ووجدوا أن التسهيلات الائتمانية ترتبط بحاجة الشركات إلى تمويل خارجي من أجل الفرص الاستثمارية بينما ترتبط النقدية بمواجهة صدمات العجز النقدي المستقبلي. وتتصرف الإدارة متجنباً للمخاطرة بشكل أكثر حذراً، وتفضل الاحتفاظ بنقدية أكثر عندما تكون أقل ثقة بشأن الظروف الاقتصادية، وعندما تتوقع زيادة التقلبات النقدية المستقبلية، وعندما توجد صعوبة أكبر في الوصول إلى أسواق رأس المال (Denis and Sibilkov 2009; Lins et al. 2010). وتمشيًا مع الدافع الوقائي، يمكن أن يساعد دافع التمويل في تفسير سلوك الاحتفاظ بالنقدية خاصة عندما يكون السوق في حالة ركود، ومن الصعب على الشركات أن توفر التمويل من الخارج، وبالتالي، تحتفظ بنقدية أكثر للاستثمارات المستقبلية، أي تقوم الشركات بتوفير النقدية لبدء أو مواصلة الاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة عندما تكون طريقة التمويل الخارجي صعبة ومكلفة بسبب الانكماش الاقتصادي (Lins et al. 2010). وأوضح البعض (Bates et al. 2009) أن الدافع الوقائي هو السبب الرئيسي وراء قيام الشركات بالاحتفاظ بالنقدية.

ويتمثل الدافع الثالث للاحتفاظ بالنقدية في **الدافع الضريبي Tax Motive** والذي اقترحه دراسة (Foley et al. 2007)، فقد حددت أن الشركات متعددة الجنسيات يمكنها أن تحقق نفعًا فيما يخص المعاملة الضريبية على أرباحها في الخارج عندما تكون تكلفة استرداد هذه الأرباح على أرضها عالية. وعلى الرغم من ذلك، فقد قام البعض (Pinkowitz et al. 2012) بدراسة الشركات متعددة الجنسيات بهدف تحديد ما إذا كانت التكاليف الضريبية لاسترداد الأرباح (المرتفعة) مهمة للاحتفاظ بالنقدية (أكثر)، ووجدوا أن التكاليف الضريبية لا ترتبط مع الاحتفاظ بالنقدية في الشركات متعددة الجنسيات، وبالتالي، ما إذا كان الدافع الضريبي يمكن أن يعمل على تغيير مستوى الاحتفاظ بالنقدية أو لا مازال أمرًا محل جدل.

وأخيرًا، يتعامل **دافع الوكالة Agency Motive** بنجاح مع تعارض المصالح الذي ينشأ بين المديرين والمستثمرين بشأن كيفية توزيع النقدية المتولدة داخليًا، حيث يمكن توزيع النقدية المحتفظ بها على المساهمين، أو يمكن إنفاقها على إعادة شراء أسهم رأس المال. فقد أوضح البعض (Harford et al. 2008) أن المديرين ذوي التحصن الإداري القوي أكثر احتمالًا للاحتفاظ بالنقدية بدلًا من دفع توزيعات للمساهمين أو الإنفاق على الأغراض الأخرى، وخلص البعض (Dittmar et al. 2003) إلى أن الشركات التي تعمل في بيئة تتخفف فيها حماية المستثمرين تميل إلى الاحتفاظ بمزيد من النقدية بينما الشركات التي تعمل في بيئة يمتلك فيها المستثمرين القدرة على رقابة الإدارة تحتفظ بمستويات نقدية أقل. وقام (Nikolov and Whited 2014) بدراسة أثر مشاكل الوكالة على قيمة الشركة من خلال الاحتفاظ بالنقدية، وخلصوا إلى أن مشاكل الوكالة يمكن أن تؤدي إلى ارتفاع الاحتفاظ بالنقدية بنسبة

٢٢% وانخفاض قيمة المساهمين بنسبة ٦%، ويؤكد البعض (Gao et al. 2017) أن مشاكل الوكالة تؤثر في مستوى النقدية المستهدف وتعامل المديرين مع النقدية المحتفظ بها زيادة عن دافع المعاملات والدافع الوقائي، وخصوصاً إلى أنه كلما زادت مشاكل الوكالة كلما زاد ميل المديرين للاحتفاظ بالنقدية بهدف زيادة مقدار الموارد التي تخضع لسيطرتهم، وبالتالي، تزيد من حرية تصرف الإدارة.

ولقد حظي تفسير محددات مستوى احتفاظ الشركة بالنقدية باهتمام الكثيرين (e.g., McLean 2011; Pinkowitz et al. 2012; Wasiuzzaman 2014; Lyandres and Palazzo 2016; Gao et al. 2017; Sheikh et al. 2018; Roy 2018; Falato et al. 2018; Lei et al. 2018) على دور خصائص الشركة^{١١}، وخلص (Opler et al. 1999) إلى أنه في الشركات الأمريكية المقيدة بالبورصة، ترتبط نسبة النقدية إلى الأصول عكسياً مع كل من حجم الشركة، والقيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، وإيجاباً مع كل من النفقات الرأسمالية، ومصاريف البحوث والتطوير، وتقلبات التدفق النقدي. واتفق معه (Han and Qiu 2007)، فقد خلصا إلى أن تقلبات التدفق النقدي تؤثر إيجاباً في الدافع الوقائي للاحتفاظ بالنقدية، ومع ذلك كانت هذا التأثير معنوي فقط في الشركات التي تتعرض لقيود مالية. وقد أكدت دراسة (Duchin 2010) على الدافع الوقائي، فقد أظهرت أن زيادة عدم تأكد التدفقات النقدية يمكن أن يساعد في تفسير تراكم النقدية المحتفظ بها في الشركات المقيدة بالبورصة. وخلص (McLean 2011) إلى أن إصدار الأسهم أصبح مصدرًا متزايد الأهمية للحصول على النقدية في الشركات ذات الدافع الوقائي المرتفع عندما تقوم بمزيد من مصاريف البحوث والتطوير، وتكون تقلبات التدفق النقدي عالية. وعلاوة على ذلك، فقد تشابهت دراستي (Pinkowitz et al. 2012; Gao et al. 2017) في اختبار تأثير مجموعة من خصائص الشركة مثل نمو المبيعات والرافعة المالية والديون وصافي رأس المال العامل، بهدف تفسير مستويات النقدية المحتفظ بها في الشركات متعددة الجنسيات، واتفقوا على وجود اختلاف في تأثير خصائص الشركة على الاحتفاظ بالنقدية بين الشركات المقيدة وغير المقيدة بالبورصة.

وفي نفس السياق، اختبر (Roy 2018) دور حوكمة الشركة في تحديد مستوى النقدية المحتفظ بها في الشركات الهندية، وبشكل أكثر تحديداً، أثر خصائص عملية المراجعة، ودور مجلس الإدارة، وهيكل الملكية. وخلص إلى أن الشركات التي تتمتع بحوكمة شركات قوية تحتفظ بنقدية أقل، في حين تحتفظ نظيرتها بنقدية أكثر. وخلص (Roy 2018) أيضاً إلى أن الشركات تحتفظ بمستوى مرتفع من

^{١١} بالإضافة إلى خصائص الشركة، يمكن أن تلعب ظروف الاقتصاد الكلي دوراً مهماً في سلوك الاحتفاظ بالنقدية، فقد ترتبط التغييرات في البيئة الاقتصادية في دولة ما ارتباطاً وثيقاً بالتغيرات في خصائص الاقتصاد الكلي، على سبيل المثال؛ معدل الفائدة، ومعدل التضخم، ومستوى الاستهلاك، وترتبط التغييرات في هذه الخصائص مع كمية وسعر المنتجات والتدفق النقدي للشركة. وبالتالي، تؤثر في القرار المالي للشركة، وبالتالي، في الاحتفاظ بالنقدية.

النقدية بهدف تجنب حالات عدم التأكد، وعدم تعرضها للاقتراض من السوق عند معدلات مرتفعة، وللاستفادة من الفرص السوقية المتاحة، وللمحافظة على المرونة المالية. وحاول البعض (Lyandres and Palazzo 2016; Falato et al. 2018; Lei et al. 2018) ربط مصاريف البحوث والتطوير والأصول غير الملموسة (على سبيل المثال؛ القدرات التنظيمية ورأس المال المعرفي) باحتفاظ الشركات بالنقدية، وخلصوا إلى أن الشركات عندما تنفق أكثر على مصاريف البحوث والتطوير فإنها تميل إلى الاحتفاظ بمزيد من النقدية، كما تميل الشركات ذات المستويات المرتفعة من الأصول غير الملموسة إلى الاحتفاظ بنقدية أكثر. وخلص البعض (Lei et al. 2018) إلى أن تقلب التدفق النقدي للشركات وفرص النمو القوية لها يرتبطان مع احتفاظ الشركات بنقدية أكثر، وعلى العكس، تفضل الشركات التي يمكنها التعامل بسهولة مع الأسواق المالية الاحتفاظ بمستوى نقدية منخفض. وخلص (Ozkan and Ozkan 2004) إلى أن الملكية الإدارية تؤثر في الاحتفاظ بالنقدية، علاوة على ذلك، تعد الرافعة المالية والتدفقات النقدية وفرص النمو والأصول القابلة للتحويل إلى نقدية خصائص مهمة تؤثر في الاحتفاظ بالنقدية. وخلص (Ferreira and Vilela 2004) إلى ارتباط كل من فرص الاستثمار والتدفقات النقدية إيجاباً، وارتباط السيولة والحجم والرافعة المالية سلباً مع الاحتفاظ بالنقدية، كما أوضح ارتباط حماية المستثمرين القوية والملكية المركزة سلباً مع الاحتفاظ بالنقدية.

واعتماداً على التحليل السابق، يمكن القول إن البحث المحاسبي حدد العديد من دوافع الاحتفاظ بالنقدية ومنها؛ دافع تخفيض تكلفة المعاملات، ودافع التحوط، ودافع الوكالة. وقام بقياس وبتحليل محددات الاحتفاظ بالنقدية سواء المتعلقة بخصائص الشركة، وبخصائص حوكمة الشركات وحماية المستثمرين، وبخصائص عملية المراجعة، إلا أنه أهمل بعض المحددات الأخرى، على سبيل المثال، الإفصاح غير المالي؛ الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، والذي قد يحمل بين طياته العديد من الدوافع للاحتفاظ بالنقدية، والآليات المحتملة التي تفسر هذه الدوافع.

٣/٦- تحليل العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وقيمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية واشتقاق فرضي البحث الأول والثاني:

أظهر البحث المحاسبي (e.g., Masulis et al. 2009; Frésard and Salva 2010; Louis et al. 2012; Chen et al. 2015a; Lu et al. 2017; Habib and Hasan 2017; Arouri and Pijourlet 2017; Bick et al. 2018) أن آثار الاحتفاظ بالنقدية على قيمة الشركة تتحدد من خلال فهم كيف يتوقع المستثمرون استخدام الإدارة للنقدية المحتفظ بها؛ فقد تسمح النقدية المحتفظ بها بتخفيف مستوى المخاطر، أو بتجنب نقص الاستثمار المستقبلي، أو بتقليل تكاليف التمويل الخارجي (Mikkelsen and Partch 2003; Faulkender and Wang 2006; Lu et al. 2017)، إلا أنه في ظل وجود مشاكل وكالة

مرتفعة، يمكن أن تقدم النقدية المحتفظ بها فرص للمديرين تساعدهم في تحقيق منافع شخصية، من خلال المشاركة في استثمارات ذات صافي قيمة حالية سالبة (Lu et al. 2017). وعندما يتوقع المستثمرون مثل هذا السلوك الانتهازي، فإنهم يقيمون النقدية المحتفظ بها عند قيمة منخفضة^{١٢}، خاصة عندما تكون آليات الرقابة ضعيفة، فقد أوضح البعض (Dittmar and Mahrt-Smith 2007; Masulis et al. 2009; Frésard and Salva 2010; Chen et al. 2015a; Arouri and Pijourlet 2017) أن المستثمرين يدركون مخاطر الاستخدام غير الكفء للنقدية من قبل الإدارة عندما لا يمتلكون معلومات كافية تساعدهم في رقابة قرارات المديرين. وأوضح (Louis et al. 2012; Habib and Hasan 2012; Bick et al. 2018; Arouri and Pijourlet 2017) أن قيمة النقدية ترتبط إيجاباً مع جودة أرباح الشركة، لأن ضعف جودة الأرباح يؤدي إلى زيادة تكاليف الوكالة للاحتفاظ بالنقدية.

ومن أجل دراسة العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وقيمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، فإن هناك وجهتي نظر متعارضتين بشأن تفسير كيف يتوقع المستثمر أن يتم استخدام النقدية في الشركات المسؤولة اجتماعياً، أولهما، وجهة نظر نظرية الوكالة، وتقتصر على الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يرتبط بمشاكل أكبر للوكالة، وبتحصن إداري، وإهدار للموارد المالية، وتدهور القيمة (e.g., Surroca and Tribo 2008; Jiraporn and Chintrakarn 2013; Fabrizi et al. 2014). وثانيهما، وجهة نظر حل التعارض Conflict-Resolution، وتقتصر على الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يعتبر أداة لحل التعارض، وأن المديرين يستخدمون الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بهدف حل التعارض، وتخفيف التوتر بين أصحاب المصلحة، وزيادة قيمة الشركة (e.g., Harjoto and Jo 2011; Jo and Harjoto 2011; 2012; Jiraporn and Chintrakarn 2013; Arouri and Pijourlet 2017).

وتفسر نظرية الوكالة العلاقة السلبية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وقيمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية بأن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يمكن أن يؤدي إلى تشتيت انتباه المديرين عن تحقيق هدف الشركة الوحيد؛ تحقيق أقصى قدر من الأرباح وتعظيم القيمة للمساهمين (Surroca and Donaldson and Preston 1995; Jones 1995; Jensen 2001). وفقاً للبعض (Tribo 2008; Fabrizi et al. 2014) قد يتواطأ المديرين مع أصحاب المصلحة غير الماليين من خلال الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بهدف تحقيق مصالح شخصية، فمن خلال الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، قد يرغب المديرين في المضي قدماً نحو اتباع استراتيجية التحصن الإداري بسبب ارتفاع تكلفة الرقابة للمساهمين.

^{١٢} أي يقوم المستثمرون بتقييم النقدية المحتفظ بها بمبلغ أقل من القيمة المالية الصحيحة للأصول النقدية.

وتوصل البعض (e.g., Surroca and Tribo2008; Fabrizi et al. 2014; Arouri and Pijourlet 2017) إلى أن ممارسات التحصن الإداري تؤثر إيجاباً على الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، وخلص (Fabrizi et al. 2014) إلى وجود علاقة سلبية بين حوافز المدير التنفيذي لتعظيم قيمة الشركة والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، تمشياً مع هذه النتائج، فقد أشارت دراسة (Jiraporn and Chintrakarn 2013) إلى أن هناك علاقة مضطربة Non-Monotonic Relationship بين أداء المدير التنفيذي والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية. فقد أظهرت النتائج أنه عندما تكون قوة المدير التنفيذي منخفضة، فإن المديرين التنفيذيين يزيدون من الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية من أجل تعزيز قوتهم داخل الشركة، وبمجرد وصول المدير التنفيذي إلى حد معين من القوة، تصبح العلاقة بين قوة المدير التنفيذي والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية سلبية. وبعبارة أخرى، عندما يكون المديرون التنفيذيون يتمتعون بتحصن إداري كاف في الشركة، فإنهم يخفضون الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية لأنها لم تعد مفيدة في زيادة قوتهم.

وبناء على ذلك، يمكن القول إن الإفصاح عن الشركات المسؤولية الاجتماعية قد يرتبط بمستوى عالٍ من التحصن الإداري، ويرتبط باستخدام غير كفاء للموارد النقدية. على اعتبار أنه ينظر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على أنه وسيلة يستخدمها المديرون في تحقيق مصالحهم الشخصية. وبالتالي، يمكن للمستثمرين أن يقيموا الاحتفاظ بالنقدية عند قيمة منخفضة في حالة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية.

ومن ناحية أخرى، فإن وجهة نظر **حل التعارض** بشأن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية (e.g., Harjoto and Jo 2011; Jo and Harjoto 2011; 2012; Jiraporn and Chintrakarn 2013; Arouri and Pijourlet 2017) تشير إلى أن المديرين يستخدمون الإفصاح في حل التعارض مع أصحاب المصلحة، ولذلك، ينظر إلى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على أنه أداة لزيادة قيمة الشركة من خلال إرضاء أصحاب المصلحة، وتخفيف حدة التوتر بينهم وبين المديرين. وتتوافق وجهة النظر هذه مع وجهة نظر نظرية أصحاب المصلحة. واتساقاً مع ذلك، فقد أشارت دراسة (Donaldson and Preston 1995) إلى أن الإدارة الاستراتيجية لأصحاب المصلحة غير الماليين يمكن أن تزيد من التزامهم تجاه الشركة، وتشجع على الاستخدام الأكثر كفاءة للموارد المالية للشركة، وتخلق قيمة للمساهمين. وبالتالي، قد يقوم المستثمرون بتقييم الاحتفاظ بالنقدية عند قيمة مرتفعة في حالة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، لأنهم يعتبرون الإفصاح وسيلة للمديرين لخدمة مصالح المساهمين.

وتأكيداً على ما سبق، فقد أشار (Jones 1995) إلى أنه يمكن اعتبار الشركات التي تتمتع بدرجة عالية من المسؤولية الاجتماعية شريكاً مرغوباً فيه، ونتيجة لذلك، قد يتوقع المستثمرون أن تستخدم الشركات المسؤولة اجتماعياً مواردها النقدية بطريقة أكثر كفاءة من تلك الأقل مسؤولية اجتماعية.

وخلص البعض (Harjoto and Jo 2011; Jo and Harjoto 2011; 2012; Arouri and Pijourlet 2017) إلى أن الشركات تميل إلى استخدام آليات الرقابة جنباً إلى جنب مع الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في الحد من التعارض بين المديرين وأصحاب المصلحة، وإلى جانب حوكمة الشركات القوية، فإن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يزيد من الأداء التشغيلي. وفي نفس السياق، خلص (Ntim and Soobaroyen 2013) إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يؤثر إيجاباً على الأداء المالي عندما يتم الجمع بين أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات وممارسات الحوكمة الجيدة.

وخلص البعض (Lu et al. 2017; Arouri and Pijourlet 2017) إلى أن الإفصاح الاختياري عن المسؤولية الاجتماعية يزيد بشكل جوهري من قيمة الاحتفاظ بالنقدية، نظراً أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يوفر معلومات إضافية تسهل من متابعة ورقابة القرارات الاستثمارية للمديرين، مما يؤدي إلى استخدام أكثر كفاءة للنقدية. وتوصلوا إلى أن التأثير الإيجابي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الاحتفاظ بالنقدية يكون أكثر وضوحاً للشركات في بيئة المعلومات الأقل جودة، وللشركات ذات الرقابة الخارجية الضعيفة. وتقتصر هذه النتائج أن تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الاحتفاظ بالنقدية يكون أكثر وضوحاً عندما تكون فرض المديرين في إساءة استخدام النقدية المحفوظ بها أقل تقييداً.

وبناء على ذلك، يمكن القول إن وفقاً لوجهة نظر حل التعارض، فإنه لا ينظر إلى الإفصاح المسؤولية الاجتماعية كوسيلة للمديرين لتحقيق مصالحهم الشخصية، ولكن ينظر إليه كوسيلة للتصرف في ضوء مصالح المساهمين، من خلال حل التعارض مع أصحاب المصلحة. من الواضح، في ضوء نتائج البحث المحاسبي، أنه لا يوجد تناقض بين هدف تعظيم القيمة للمساهمين والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية. وبالتالي، يمكن أن يخصص المستثمرون قيمة أعلى للنقدية المحفوظ بها من قبل الشركات المسؤولة اجتماعياً، لأنهم يرون أن الإفصاح المسؤولية الاجتماعية يؤدي إلى استخدام أكثر كفاءة للموارد النقدية، وقد يؤدي إلى تسهيل اتخاذ القرارات الإدارية، حيث أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يعد طريقة أكثر كفاءة للحد من السلوك الانتهازي. **وبناء على وجهتي النظر** السابقتين يمكن صياغة فرضيَّ البحث الأول والثاني على النحو التالي:

الفرض الأول: يؤثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الاحتفاظ بالنقدية.

الفرض الثاني: يؤثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٤/٦- تحليل المحددات المفسرة للعلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية واشتقاق فرضيَّ البحث الثالث والرابع:

يقترح البحث الحالي آليتين يمكن من خلالها تفسير تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية: أولهما، القيمة العادلة للأصول والالتزامات، وثانيهما، المخاطر المنتظمة^{١٣}.

بالنسبة لآلية القيمة العادلة للأصول والالتزامات، خلص البعض (e.g., Carroll et al. 2003; Song et al. 2010) إلى أن القيمة العادلة للأصول والالتزامات لها دورًا تقييميًا، وبالتالي، فإن محاسبة القيمة العادلة لها قدرة تفسيرية أكثر من محاسبة التكلفة التاريخية. ويجادل (Penman 2007) بأنه نظرًا لأن مدخلات القيمة العادلة تعتمد على السوق، فإنها تقدم معلومات مهمة في الوقت المناسب عن التدفقات النقدية المستقبلية (Hitz 2007)، وتعكس بشكل أفضل المركز المالي (Wang and Zhang 2017)، ويشير (Plantin et al. 2008) إلى أن التغييرات في محاسبة القيمة العادلة تمثل إشارة عن التغييرات في تقييم مخاطر الشركة، مما يسمح للمستثمرين باتخاذ إجراءات تصحيحية مبكرة، لذلك، يمكن القول إن تطبيق محاسبة القيمة العادلة يخفف من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين.

وعلى الجانب الآخر، خلص البعض (e.g., Muller and Riedl 2002; Dechow et al. 2010; Lee and Park 2013) إلى أن القيمة العادلة للأصول والالتزامات لا يمكن الاعتماد عليها؛ لأنها تؤدي إلى انخفاض جودة التقارير المالية، وقد توصل (Lee and Park 2013) إلى أن المديرين يتلاعبون في تقديرات مدخلات القيمة العادلة، وأشار (Wang and Zhang 2017) إلى أن تطبيق محاسبة القيمة العادلة يؤدي إلى مزيد من عدم تماثل المعلومات بين المديرين ومستخدمي القوائم المالية؛ لأنها تعتمد على أسعار السوق لمدخلات مماثلة أو على تقديرات المديرين، وبالتالي، يمكن القول إن مشاكل الوكالة قد تزيد مع تطبيق الشركة لمحاسبة القيمة العادلة.

وأوضح (Allen and Ramanna 2013) أن تطبيق محاسبة القيمة العادلة يزيد من ملاءمة المعلومات ويخفف من إمكانية الاعتماد عليها، وبناء على انخفاض إمكانية الاعتماد على المعلومات، فإن المستثمرين قد يقومون باتخاذ قرارات خاطئة؛ لأن هذه المعلومات أقل مصداقية وأقل

^{١٣} وتشير إلى المخاطر التي تسببها عناصر تؤثر في السوق ككل، وبالتالي، لا يمكن التخلص منها من خلال التنوع؛ لأنها تؤثر على كل الشركات تقريبًا في نفس الوقت. ومن بين هذه العناصر مخاطر التضخم، وأسعار الفائدة، والسياسات المالية والنقدية. وعلى العكس من ذلك، فإن المخاطر غير المنتظمة أو المخاطر القابلة للتنوع: وهي جزء من المخاطر التي تسببها عناصر خاصة بالشركة، وبالتالي، يمكن التخفيف من حدتها من خلال التنوع؛ لأن أي تأثيرات سلبية على شركة قد تقابلها تأثيرات إيجابية على شركة أخرى، ومن بين عناصر المخاطر غير المنتظمة سوء إدارة الشركة وارتفاع نسبة الاقتراض.

قابلية للتحقق. وعلاوة على ذلك، غالبًا ما ينطوي استخدام محاسبة القيمة العادلة على مستوى مرتفع من السلوك الإداري الانتهازي، وبالتالي، يمكن القول إن انخفاض خاصية إمكانية الاعتماد تزيد من مشاكل الوكالة بين المستثمرين والإدارة.

وقد استهدفت دراسة (Bick et al. 2015) اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتطبيق محاسبة القيمة العادلة. وخلص إلى وجود علاقة إيجابية (سلبية) بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومدخلات المستويين الأول والثاني (مدخلات المستوى الثالث) عند تطبيق محاسبة القيمة العادلة، مما يشير إلى تطبيق الشركات المسؤولة اجتماعيًا محاسبة القيمة العادلة. وبالإضافة إلى ذلك، خلص إلى أن المديرين الأكثر تحصنًا إداريًا يستخدمون المستوى الثالث لمدخلات القيمة العادلة. وفي نفس السياق، وخلص (Bick et al. 2018) إلى وجود علاقة إيجابية بين تطبيق مدخلات القيمة العادلة والاحتفاظ بالنقدية، لأن الشركات ذات مشاكل الوكالة المرتفعة تحتفظ بنقدية أكثر، وكانت النتائج أكثر معنوية في الشركات ذات المدراء الأكثر تحصنًا إداريًا. وبناء على ذلك يمكن صياغة فرض البحث الثالث على النحو التالي:

الفرض الثالث: يؤثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على القيمة العادلة للأصول والالتزامات، وينعكس هذا التأثير على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

وبالنسبة لآلية المخاطر المنتظمة، تربط المخاطر المنتظمة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بكل من ولاء المستثمرين والعملاء تجاه الشركة؛ حيث يؤدي تفضيل المستثمرين للشركات المسؤولة اجتماعيًا و/أو ولاء العملاء لها إلى انخفاض المخاطر المنتظمة (Cheun 2016; Habib and Hasan 2017; Benlemlih and Girerd-Potin 2017)، ويأخذ المستثمرون بعين الاعتبار الاستثمار في الشركات المسؤولة اجتماعيًا كأصول استهلاكية وليس كأصول استثمارية، لأنهم يستطيعون تحقيق منافع من الاحتفاظ بهذه الأصول علاوة على الأرباح^{١٤} (Fama and French 2007). وبشكل مشابه، فإن زيادة ولاء العملاء للشركات المسؤولة اجتماعيًا يعني أن هذه الشركات ستواجه طلبًا أكثر ولاءً، وأقل حساسية للأسعار. وبالتالي، تكون دالة الربح أقل حساسية للتغيرات في العوامل الاقتصادية الأساسية. ويجعل هذا النوع من عدم المرونة الأسهم أقل استجابة للصدمات على مستوى السوق، وأقل عرضة للمخاطر المنتظمة (Luo and Bhattacharya 2009; Jo and Na 2012; and Oikonomou et al. 2012; Albuquerque et al. 2014; Gregory et al. 2016). وبالتالي، يمكن القول إن هذه الآلية تشير إلى أن

^{١٤} يفرض هذا السلوك الاستثماري نوع من عدم المرونة في منحى الطلب على أسهم الشركات المسؤولة اجتماعيًا، على سبيل المثال، قد يشتري المستثمرون هذه الأسهم أو يبيعونها، ليس بسبب أداء العائد المعدل حسب المخاطر أو الأساسيات الاقتصادية، ولكن بسبب أداء المسؤولية الاجتماعية للشركات.

الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية من المحتمل أن يؤدي إلى أن انخفاض المخاطرة المنتظمة للشركة^{١٥}.

وتخضع العلاقة بين المخاطر المنتظمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية إلى وجهتي نظر متعارضتين، أولهما، تجادل بأن انخفاض المخاطر المنتظمة يؤدي إلى انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية؛ لأنه يقلل من دافع المعاملات للاحتفاظ بالنقدية (e.g., Palazzo 2012; Acharya et al. 2013; Cheun 2016; Habib and Hasan 2017). فقد أوضح (Palazzo 2012) أن الشركات ذات الاحتمال المنخفض لمواجهة صدمات كلية تكون أقل عرضة لحدوث عجز في التدفقات النقدية في المواقف التي تتطلب تمويل خارجي أكبر، وبالتالي، يكون لديها احتياجات أقل للتحوط، وتحفظ بمستوى نقدية منخفض. ويشير (Acharya et al. 2013) إلى أن المخاطر المنتظمة يمكن أن تؤثر في كيفية اختيار الشركات بين الاحتفاظ بالنقدية أو خطوط الائتمان المصرفي^{١٦}. ونظراً لأن البنوك تميل إلى منح خطوط ائتمان إلى الشركات ذات المخاطر المنتظمة المنخفضة.

وبالتالي، يمكن القول إن الشركات منخفضة المخاطر المنتظمة تكون أقل عرضة لحدوث عجز في التدفقات النقدية، وأكثر احتمالاً لزيادة فرص الحصول على تمويل خارجي، مما يقلل من الحاجة إلى التحوط والاحتفاظ بالنقدية.

وثانيهما، تجادل بأن انخفاض المخاطر المنتظمة يؤدي إلى ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية؛ لأنه يقلل من مخاطر إعادة التمويل. فقد خلص (Chen et al. 2013; Harford et al. 2014; Cheun 2016; Habib and Hasan 2017) إلى أن الشركات ذات المخاطر المنتظمة المرتفعة تميل إلى تفضيل هيكل استحقاق ديون طويل الأجل؛ لتقليل مخاطر إعادة تمويل، ولذلك يرتبط هيكل استحقاق الديون

^{١٥} هناك ثلاث حجج تبرر نظرياً العلاقة السلبية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والمخاطر المنتظمة، تتعلق الحجة الأولى بنظرية أصحاب المصلحة، وتتعلق الحجة الثانية بعدم تماثل المعلومات، بينما تتعلق الأخيرة بنظرية إدارة المخاطر. فوفقاً لنظرية أصحاب المصلحة يعد الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بمثابة تأمين ضد التقييمات السلبية من قبل أصحاب المصلحة، ومن العقوبات التي يمكن فرضها على الشركة، مما يقلل من المخاطر. بينما تقترح وجهة نظر عدم تماثل المعلومات أن تحسين جودة الإفصاح عن ربحية الشركة يؤدي إلى انخفاض عدم تماثل المعلومات، وبالتالي انخفاض المخاطر. وتعتمد حجة نظرية إدارة المخاطر على أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يعد نتيجة لسياسة تخفيض المخاطر (للمزيد يمكن الرجوع إلى: Benlemlih and Girerd-Potin 2017).

^{١٦} هي ترتيب بين مؤسسة مالية وعميل، يحدد الحد الأقصى لمقدار القرض الذي يمكن أن يفترضه العميل، ويمكن للمقترض الوصول إلى الأموال من خط الائتمان في أي وقت، طالما أنه لا يتجاوز الحد الأقصى للمبلغ المنصوص عليه في الاتفاقية ويلبي أي متطلبات أخرى، مثل إجراء الحد الأدنى من المدفوعات في الوقت المناسب.

قصير الأجل بمخاطر إعادة تمويل، وبالتالي، تحتفظ الشركة بمستوى نقدية مرتفع للحد هذه المخاطر. بعبارة أخرى، يعد الاحتفاظ بالنقدية مهمًا في الحد من مخاطر إعادة التمويل بالنسبة للشركات ذات الديون قصيرة الأجل. وفي نفس السياق، اتفق البعض (Cheun 2016; Habib and Hasan 2017; Benlemlih and Girerd-Potin 2017) على أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يزيد مستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال آلية المخاطر المنتظمة.

وبالتالي، يمكن القول إن الشركات ذات المخاطر المنتظمة المرتفعة (المنخفضة) يتوقع أن يكون لديها هيكل استحقاق ديون أطول (أقصر) ومخاطر إعادة تمويل أقل (أكبر) وبالتالي، مستوى نقدية محتفظ به منخفض (مرتفع).

ويمكن القول إن الطلب غير المرن بسبب تفضيل المستثمرين للشركات المسؤولة اجتماعيًا، وولاء العملاء لها يؤدي إلى انخفاض المخاطر المنتظمة. ويتوقع أن ينعكس هذا الانخفاض على مستوى النقدية المحتفظ بها، فمن جانب، يجعل الشركات أقل ميلاً إلى الاحتفاظ بالنقدية عند مستوى مرتفع. ومن جانب آخر، يجعل الشركات تفضل هيكل استحقاق ديون قصير الأجل، وبالتالي مخاطر إعادة تمويل أعلى، مما يشير إلى الحاجة للاحتفاظ بالنقدية عند مستوى مرتفع. وبناء على ذلك يمكن صياغة فرض البحث الرابع على النحو التالي:

الفرض الرابع: يؤثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على المخاطر المنتظمة، وينعكس هذا التأثير على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٥/٦- الدراسة التطبيقية:

تستهدف الدراسة التطبيقية اختبار التأثير المباشر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، بالإضافة إلى اختبار التأثير غير المباشر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال القيمة العادلة للأصول والالتزامات، والمخاطر المنتظمة، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية. وفي سبيل تحقيق هذا الهدف سيعرض الباحث لكل من؛ مجتمع وعينة الدراسة، وتوصيف وقياس متغيرات الدراسة، والنماذج المستخدمة في اختبار فروض البحث، والإحصاءات الوصفية لعينة الدراسة، ونتائج واختبار فروض البحث، وذلك على النحو التالي:

١/٥/٦- مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع هذه الدراسة من شركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية على مدار فترة سبع سنوات من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٦. وقد تم مراعاة توافر المعايير التالية في اختيار عينة

الدراسة: (أ) أن تكون الشركة مقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية على مدار فترة الدراسة. (ب) أن تكون الشركة مدرجة بالمؤشر EGX 100، والذي يقيس أداء المائة شركة الأكثر نشاطاً، وذلك حتى لا تكون أسعار الأسهم متحيزة خلال فترة الدراسة. (ج) أن تنتهي السنة المالية للشركة في ٣١ ديسمبر من كل عام. (د) ألا تنتمي الشركة إلى قطاعي البنوك، والخدمات المالية، نظراً لأن لهما خصائص تميز طبيعة عملهما، والتي تنعكس على المعلومات الواردة في التقارير المالية للشركات بشكل عام، وعلى الاحتفاظ بالنقدية بشكل خاص، ونظراً لاختلاف وتعدد مسببات مخاطرها المنتظمة. (هـ) أن تتوفر البيانات التالية عن الشركة وهي: سعر السهم، ومقياس المخاطر المنتظمة للسهم (بيتا).

وقد نتج عن تطبيق المعايير السابقة عينة من ٥١ شركة بإجمالي ٢٧٣ مشاهدة. وقد اعتمد الباحث في الحصول على البيانات اللازمة لإجراء الدراسة التطبيقية على التقارير المالية للشركات، بالإضافة إلى أسعار أسهم الشركات، وقيمة مؤشر EGX 100، ومعدل العائد الخالي من المخاطر المتمثل في المتوسط المرجح لأذونات الخزنة قصيرة الأجل، وذلك بالنسبة لكل فترة من فترات الدراسة الممتدة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٦، والتي تم الحصول عليها من شركة مصر لنشر المعلومات، وموقع معلومات مباشر مصر، وكذلك المعلومات المتاحة على المواقع الإلكترونية للشركات. ويوضح الجدول رقم (١) عدد ونسبة شركات عينة الدراسة موزعة وفقاً للقطاعات التي تنتمي إليها^{١٧}.

جدول رقم (١) عدد ونسبة شركات عينة الدراسة موزعة وفقاً للقطاعات

النسبة	عدد الشركات	عدد ونسبة الشركات القطاع
١٩,٦%	١٠	الخدمي
٣٣,٣٣%	١٧	الصناعي
٥,٨٨%	٣	الموارد الأساسية
٤١,١٨%	٢١	العقارات والتشييد والبناء
١٠٠%	٥١	إجمالي عدد الشركات

^{١٧} قد بلغ عدد القطاعات التي تنتمي إليها شركات العينة (١٠) قطاعات، ولأغراض التحليل الإحصائي تم دمج بعض القطاعات ذات العمليات المتشابهة معاً، وقد بلغ العدد النهائي للقطاعات بعد الدمج أربعة قطاعات، وهي: القطاع الخدمي ويتضمن الشركات التي تعمل في مجالات السياحة والترفيه، والرعاية الصحية والأدوية، والاتصالات. والقطاع الصناعي ويتضمن الشركات التي تعمل في مجالات الكيماويات، والمنتجات المنزلية والشخصية، والخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات. وقطاع الموارد الأساسية ويتضمن الشركات التي تعمل في مجال الموارد الأساسية. وأخيراً قطاع العقارات والتشييد والبناء ويتضمن الشركات التي تعمل في مجال العقارات، والتشييد ومواد البناء.

٦/٥/٢-توصيف وقياس متغيرات الدراسة:

تشمل متغيرات الدراسة خمسة متغيرات، وهي: (١) متغير مستقل، الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية. (٢) ومتغيرين تابعين، قيمة الاحتفاظ بالنقدية، ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. (٣) ومتغيرين وسيطين، القيمة العادلة للأصول والالتزامات، والمخاطر المنتظمة، بالإضافة إلى مجموعة من متغيرات الرقابة. وسوف يعرض الباحث توصيف وقياس هذه المتغيرات على النحو التالي:

٦/٥/٢/١-المتغير المستقل: الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية: اتفق البحث المحاسبي الذي تناول الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قياس الإفصاح عن طريق بناء مؤشر للمسؤولية الاجتماعية (على سبيل المثال، الحوشي ٢٠١٧؛ عبد الهادي وآخرون ٢٠١٨) أو عن طريق استخدام مؤشر موجود فعلاً ببورصة الأوراق المالية (Arouri and Pijourlet 2017). واعتمد الباحث في قياس الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على المؤشر المصري لمسؤولية الشركات S&P/EGX ESG Index استناداً لدراسات (رضوان ٢٠١٥؛ محمد ٢٠١٧؛ غريب ٢٠١٧)، ويهدف هذا المؤشر إلى تقييم ممارسات الشركات فيما يتعلق بالشفافية والإفصاح بالإضافة إلى الأداء الفعلي بشأن البرامج والأنشطة والمبادرات البيئية والاجتماعية، والحوكومية، ويتكون من أفضل ٣٠ شركة (على الأكثر) من إجمالي ١٠٠ شركة الأنشط في السوق المصرية، ويحسب بشكل سنوي. وقام الباحث بالاعتماد على ثلاث متغيرات فرعية لقياس الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بناء على مدى إدراج الشركات بالمؤشر على النحو التالي:

- الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية خلال السنة المعينة من سنوات الدراسة: وتم قياس هذا المتغير الفرعي باستخدام متغير ثنائي (صفر، ١)، حيث يأخذ قيمة (١) إذا كانت المشاهدة مدرجة بالمؤشر المصري للمسؤولية خلال هذه السنة، ويأخذ قيمة (صفر) في حالة عدم إدراجها خلال السنة بالمؤشر. وتعتبر ذلك هو المقياس الأكثر أهمية عند تفسير نتائج البحث.
- الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية خلال فترة الدراسة: وتم قياس هذا المتغير الفرعي باستخدام متغير ثنائي (صفر، ١)، حيث يأخذ قيمة (١) إذا كانت الشركة أدرجت بالمؤشر خلال فترة الدراسة ككل ولو مرة واحدة، ويأخذ قيمة (صفر) في حالة عدم إدراج الشركة بالمؤشر خلال فترة الدراسة. ويهدف هذا المتغير الفرعي إلى رقابة الاختلافات الثابتة بين الشركات التي أدرجت على الأقل مرة واحد بالمؤشر أثناء فترة الدراسة والتي لم تدرج.
- عدد مرات الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية خلال فترة الدراسة: وتم قياس هذا المتغير باستخدام متغير سباعي (١، ٢، ٣، ٤، ٥، ٦، ٧)، حيث يأخذ قيمة (١) إذا أدرجت الشركة

بالمؤشر مرة واحدة خلال فترة الدراسة ككل، ويأخذ قيمة (٢) إذا أدرجت الشركة بالمؤشر مرتين خلال فترة الدراسة، وهكذا. ويهدف هذا المتغير الفرعي إلى رقابة أداء الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية؛ حيث قد يؤثر في الأداء المالي المستقبلي للشركة.

٢/٢/٥/٦- المتغير التابع الأول: مستوى الاحتفاظ بالنقدية: استخدم البحث المحاسبي طرقًا مختلفة لقياس مستوى الاحتفاظ بالنقدية من أهمها: (أ) نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية (Habib and Hasan 2017). (ب) نسبة النقدية وما في حكمها إلى صافي الأصول بالقيمة الدفترية (محسوبة بإجمالي الأصول بالقيمة الدفترية مخصوما منها النقدية وما في حكمها (Opler et al. 1999)، (ج) نسبة النقدية وما في حكمها إلى القيمة السوقية للشركة أو صافي المبيعات (Sheu et al. 2012)، (د) الفرق بين نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول للشركة ومتوسط الصناعة (Harford et al. 2008)، (هـ) اللوغاريتم الطبيعي للنقدية وما في حكمها إلى صافي الأصول بالقيمة الدفترية، (و) اللوغاريتم الطبيعي لواحد زائد نسبة النقدية وما في حكمها إلى صافي الأصول بالقيمة الدفترية. وقد استند الباحث في قياس مستوى الاحتفاظ بالنقدية إلى نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية في نهاية الفترة، نظرًا لأنه يعد المقياس الأكثر استخدامًا في البحث المحاسبي (عفيفي ٢٠١٥)

٣/٢/٥/٦- المتغير التابع الثاني: قيمة الاحتفاظ بالنقدية: يستخدم في قياس أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على تقييم المستثمرين للاحتفاظ بالنقدية، واتساقًا مع البحث المحاسبي (Dittmar and Mahrt-Smith 2007; Faulkender and Wang 2006; Louis et al. 2012; Lu et al. 2017; Arouri and Pijourlet 2017) تم قياس هذا المتغير باستخدام العائد على الأسهم غير العادي المحسوب لفترة (١٢) شهر تنتهي بعد (٣) أشهر من نهاية السنة المالية للشركة^{١٨}. وقد تم حساب العائد غير العادي وفقًا للخطوات التالية:

أ- حساب معدل العائد السنوي الفعلي لسهم الشركة (i) خلال الفترة (t) وبحسب بالمعادلة التالية:

$$RA_{it} = LN (P_{it} / P_{it-1})$$

^{١٨} وذلك حتى تكون القوائم المالية أصبحت متاحة للمتعاملين في سوق الأوراق المالية تنفيذًا لمتطلبات المادة رقم (٢١٨) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١، علاوة إلى ذلك، فإنه بعد نشر القوائم المالية، يفترض أن محتوى القوائم المالية يكون قد تم استيعابه من قبل المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وذلك بافتراض كفاءة السوق.

حيث: RA_{it} : معدل العائد الفعلي لسهم الشركة (i)، في نهاية الفترة (t)، LN: اللوغاريتم الطبيعي بهدف تحويل النسبة المئوية للتغير في السعر إلى علاقة خطية، P_{it} : سعر سهم الشركة (i)، في نهاية الفترة (t)، P_{it-1} : سعر سهم الشركة (i)، في نهاية الفترة (t-1).

ب- استخراج المتوسط المرجح لمعدل العائد السنوي الخالي من المخاطر R_{ft} الخاص بسوق الأسهم المصري، وقد تم استخراج المتوسط المرجح لمعدل الفائدة السنوي على أذون الخزانة الصادرة عن البنك المركزي المصري كمعدل للعائد السنوي الخالي من المخاطر.

ت- حساب معدل العائد السنوي الفعلي لمؤشر EGX-100 خلال الفترة (t) وبحسب بالمعادلة التالية:

$$R_{mt} = LN (EGX-100_t / EGX-100_{t-1})$$

حيث: R_{mt} : معدل العائد الفعلي لمؤشر EGX-100 خلال الفترة (t)، LN: اللوغاريتم الطبيعي، EGX-100_t: قيمة المؤشر في نهاية الفترة (t)، EGX-100_{t-1}: قيمة المؤشر في نهاية الفترة (t-1).

ث- حساب المخاطر المنتظمة β_{it} للاستثمار في الشركة (i)، في نهاية الفترة (t)، وهي التغيرات (أي مدى التلازم بين حركة أو سلوك متغيرين) بين معدل العائد لسهم الشركة (i) خلال الفترة (t) ومعدل العائد لمؤشر EGX-100 خلال الفترة (t)، ويعتبر التغيرات محددًا لاتجاه وقوة العلاقة بين عائد الاسهم والحالة الاقتصادية العامة، أي محددًا لحجم المخاطر المنتظمة، وكلما زادت قيمة التغيرات كان ذلك دليلًا على أن الحجم المطلق للمخاطر المنتظمة التي تتعرض لها الأسهم كبيرًا. وبحسب باستخدام العوائد اليومية لفترة (١٢) شهر تنتهي بعد (٣) أشهر من نهاية السنة المالية للشركة (Benlemlih and Girerd-Potin 2017; Arouri and Pijourlet 2017).

ج- حساب معدل العائد السنوي المطلوب باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، وتمثل الصيغة الرئيسية لهذا النموذج في المعادلة التالية:

$$R_{it} = R_{ft} + (R_{mt} - R_{ft}) \beta_{it}$$

حيث: R_{it} : معدل العائد المطلوب لسهم الشركة (i)، في نهاية الفترة (t)، R_{ft} : تمثل معدل العائد الخالي من المخاطر في نهاية الفترة (t)، R_{mt} : تمثل معدل العائد السنوي لمؤشر EGX-100 خلال الفترة (t)، $(R_{mt} - R_{ft})$ تمثل بدل مخاطرة السوق أو علاوة السوق للمخاطرة، β_{it} : تمثل المخاطر المنتظمة (بيتا) في الاستثمار في الشركة (i) خلال الفترة (t).

ح- حساب معدل العائد غير العادي السنوي الفعلي لسهم الشركة (i) خلال الفترة (t)، وفقاً للمعادلة التالية:

$$ABRET_{it} = RA_{it} - R_{it}$$

حيث: $ABRET_{it}$: تمثل العائد غير العادي السنوي الفعلي لسهم الشركة (i) خلال الفترة (t)، RA_{it} : تمثل معدل العائد السنوي الفعلي لسهم الشركة (i) خلال الفترة (t)، R_{it} : تمثل معدل العائد المطلوب لسهم الشركة (i)، في نهاية الفترة (t).

٤/٢/٥/٦- المتغير الوسيط الأول: المخاطر المنتظمة: تحتسب المخاطر المنتظمة β_{it} للاستثمار في الشركة (i)، في نهاية الفترة (t) عن طريق التغيرات بين معدل العائد لسهم الشركة (i) خلال الفترة (t) ومعدل العائد لمؤشر EGX-100 خلال الفترة (t)، ويحدد اتجاه العلاقة بين عائد السهم وعائد السوق إشارة التغيرات، وتحتسب باستخدام العوائد اليومية لفترة (١٢) شهر تنتهي في نهاية السنة المالية للشركة (Benlemlih and Girerd-Potin 2017; Arouri and Pijourlet 2017). وبالتالي، فقد تم احتساب المخاطر المنتظمة مرة أخرى بخلاف التي تم احتسابها عند تحديد معدل العائد غير العادي، نظراً لاختلاف فترة (١٢) شهر التي تحتسب عنها.

٥/٢/٥/٦- المتغير الوسيط الثاني: تطبيق القيمة العادلة: وهي كثافة القيمة العادلة لأصول والتزامات الشركة في نهاية الفترة، واتساقاً مع البعض (Magnan et al. 2015; Bick et al. 2018) تم قياس هذا المتغير باستخدام حساب إجمالي القيمة العادلة للأصول والالتزامات إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية بالمعادلة التالية:

$$MBR_{it} = \{FVLIAB_{it} + (STOCK_{it} * P_{it}) / BOOKASSETS_{it}\}$$

حيث: MBR_{it} : تمثل تطبيق القيمة العادلة في الشركة (i) خلال الفترة (t)، $FVLIAB_{it}$: تمثل القيمة العادلة للالتزامات الشركة (i) خلال الفترة (t)، $STOCK_{it}$: تمثل عدد الأسهم العادية المتداولة للشركة (i)، في نهاية الفترة (t)، P_{it} : يمثل سعر اقفال لسهم الشركة (i) في نهاية الفترة (t)، $BOOKASSETS_{it}$: تمثل إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية للشركة (i) في نهاية الفترة (t).

٦/٢/٥/٦- المتغيرات الرقابية: أوضح البحث المحاسبي (Dittmar and Mahrt-Smith 2007; Faulkender and Wang 2006; Louis et al. 2012; Lu et al. 2017; Benlemlih and Girerd-Potin 2017; Arouri and Pijourlet 2017) وجود بعض العوامل المرتبطة بالشركة قد تؤثر على الاحتفاظ بالنقدية. لذلك سيتم تضمين مجموعة من متغيرات الرقابة، والتي تتمثل فيما يلي:

متغير الرقابة	رمز المتغير	التوصيف وطريقة القياس
التغير في النقدية وما في حكمها	$C\Delta$	وهو نسبة التغير بين رصيد النقدية وما في حكمها آخر الفترة وأول الفترة إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية في آخر الفترة.
التغير في الأرباح	$E\Delta$	وهو نسبة التغير بين الأرباح قبل العناصر الاستثنائية

والعمليات المستبعدة في الفترة الحالية والفترة السابقة إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية في آخر الفترة.		
وهو نسبة التغير بين رصيد الأصول بخلاف النقدية وما في حكمها آخر الفترة وأول الفترة إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية في آخر الفترة.	NCA Δ	التغير في الأصول غير النقدية
وهو نسبة التغير في مصروف الفائدة في الفترة الحالية والفترة السابقة إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية في آخر الفترة.	I Δ	التغير في مصروف الفائدة
من المتوقع أن الشركات التي تقوم بسداد توزيعات تحتفظ بنقدية أقل؛ حيث من المحتمل أن تكون هذه الشركات أقل مخاطرة. ويقاس بنسبة التغير في التوزيعات على الأسهم العادية في الفترة الحالية والفترة السابقة إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية في نهاية السنة.	D Δ	التغير في التوزيعات
وهو نسبة صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية خلال الفترة إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية في آخر الفترة.	NF	صافي التمويل خلال الفترة
وهو نسبة الأرباح قبل العناصر الاستثنائية والعمليات المستبعدة أول الفترة إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية في آخر الفترة.	LAGE	الأرباح في أول الفترة
وهو نسبة النقدية وما في حكمها أول الفترة إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية في آخر الفترة.	LAGC	النقدية وما في حكمها أول الفترة
قد تستخدم الشركات الاحتفاظ بالنقدية لتخفيض ديونها؛ لذلك من المحتمل وجود ارتباط سلبي بين الرافعة المالية والاحتفاظ بالنقدية، وتقاس الرافعة المالية بنسبة الديون طويلة وقصيرة الأجل إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية في آخر الفترة.	L	الرافعة المالية
يتوقع أن تحتفظ الشركات الأكبر حجمًا بنقدية أقل؛ ويرجع ذلك إلى وفورات الحجم الكبير. وبالتالي، من المتوقع أن يكون هناك ارتباط سلبي بين حجم الشركة والاحتفاظ بالنقدية. ويقاس حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول بالقيمة الدفترية في آخر الفترة.	FIRMSIZE	حجم الشركة
يعرف صافي رأس المال العامل على أنه رأس المال العامل	NWC	صافي رأس المال

<p>مخصوم منه النقدية وما في حكمها ومخزون آخر الفترة، وهو يتحكم في احتمالية أن تكون الأصول قصيرة الأجل الأخرى بديلاً عن النقدية. ومن المتوقع وجود ارتباط سلبي بين صافي رأس المال العامل والاحتفاظ بالنقدية. ويقاس بنسبة رأس المال العامل مخصوم منه النقدية وما في حكمها والمخزون إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية في آخر الفترة.</p>		العامل
<p>من المتوقع أن تحظى الشركات ذات النمو المرتفع بمزيد من النقدية، حيث يتعين على الشركات التي لا تمتلك ما يكفي من النقدية أن تتخلى عن فرص نمو مربحة. ويقاس بنسبة صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية في آخر الفترة.</p>	CFLOW	صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية
<p>وتشير إلى قيمة الشركة من وجهة نظر المستثمرين، وتقاس بالقيمة السوقية لحقوق الملكية (عن طريق ضرب عدد الأسهم العادية المصدرة والمدفوعة في سعر السهم بعد (٣) أشهر من نهاية السنة المالية للشركة) إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية في آخر الفترة.</p>	FMV	القيمة السوقية للشركة
<p>وهو نسبة التغير في مخزون آخر عن الفترة الحالية والفترة السابقة إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية في آخر الفترة.</p>	INV Δ	التغير في المخزون
<p>تتمتع كل صناعة بعدد من الخصائص المميزة، ولأغراض التحليل الإحصائي تم دمج بعض الصناعات ذات العمليات المتشابهة معاً، وقد بلغ عدد الصناعات المتشابهة بعد الدمج أربعة صناعات وهي؛ الخدمية، والصناعية، والموارد الأساسية، والبناء والتشييد. وتم قياس الصناعة كمتغير وهمي يأخذ قيمة ١ للشركات المنتمية للصناعة، ويأخذ قيمة صفر للصناعات الأخرى.</p>	Industry fixed effects	الصناعة التي تنتمي لها الشركة
<p>تمد فترة الدراسة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٦، ولكل سنة خصائص مميزة لها، وتم قياس السنة كمتغير وهمي يأخذ قيمة واحد للسنة المعينة محل المشاهدة، ويأخذ قيمة صفر للسنوات الأخرى.</p>	Year fixed effects	السنة المعينة

٦/٥/٣- النماذج المستخدمة في اختبار فروض البحث:

اعتمد الباحث على نموذجين لاختبار فروض البحث. الأول، لتقييم تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الاحتفاظ بالنقدية (من وجهة نظر المستثمرين). والثاني، لتقييم تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية (من وجهة نظر الشركة)، وتفسير هذا التأثير من خلال المتغيرات الوسيطة المتمثلة في؛ المخاطر المنتظمة، والقيمة العادلة للأصول والالتزامات. وذلك على النحو التالي:

٦/٥/٣- النموذج المستخدم في اختبار فرض البحث الأول:

اتساقاً مع البحث المحاسبي (Dittmar and Mahrt-Smith 2007; Faulkender and Wang 2006; Louis et al. 2012; Lu et al. 2017; Arouri and Pijourlet 2017) اعتمد الباحث في قياس أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الاحتفاظ بالنقدية على استخدام تحليل الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى كما يتضح بالنموذج التالي:

$$ABRET_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta C_{it} + \beta_2 Disclosure_{it} + \beta_3 \Delta C_{it} \times Disclosure_{it} + \beta_4 Reporter_{it} + \beta_5 \Delta C_{it} \times Reporter_{it} + \beta_6 \Delta E_{it} + \beta_7 \Delta NCA_{it} + \beta_8 \Delta I_{it} + \beta_9 \Delta D_{it} + \beta_{10} NF_{it} + \beta_{11} LAGE_{it} + \beta_{12} LAGC_{it} + \beta_{13} L_{it} + \beta_{14} Csr-score_{it} + \beta_{15} \Delta C_{it} \times LAGC_{it} + \beta_{16} \Delta C_{it} \times L_{it} + \beta_{17} \Delta C_{it} \times Csr-score_{it} + \Sigma \beta_{18} Industry \text{ fixed effects} + \Sigma \beta_{19} Year \text{ fixed effects} + \epsilon_{it}$$

حيث: $ABRET_{it}$: العائد غير العادي السنوي الفعلي لسهم الشركة (i) خلال الفترة (t)، ΔC_{it} : تمثل التغير في النقدية وما في حكمها للشركة (i) خلال الفترة (t)، $Disclosure_{it}$: تمثل الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية لشركة (i) خلال الفترة (t)، $Reporter_{it}$: تمثل الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة (i) خلال فترة الدراسة ككل، ΔE_{it} : تمثل التغير في صافي الأرباح للشركة (i) خلال الفترة (t)، ΔNCA_{it} : تمثل التغير في الأصول غير النقدية للشركة (i) خلال الفترة (t)، ΔI_{it} : تمثل التغير في مصروف الفائدة للشركة (i) خلال الفترة (t)، ΔD_{it} : تمثل التغير في التوزيعات للشركة (i) خلال الفترة (t)، NF_{it} : تمثل صافي التمويل للشركة (i) خلال الفترة (t)، $LAGE_{it}$: تمثل الأرباح في أول الفترة (t) للشركة (t)، $LAGC_{it}$: تمثل النقدية وما في حكمها أول الفترة (t) للشركة (t)، L_{it} : تمثل الرافعة المالية للشركة (i) خلال الفترة (t)، $Csr-score_{it}$: عدد مرات الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة (i) خلال فترة الدراسة ككل، $Industry \text{ fixed effects}$: تمثل تأثير الصناعة، $Year \text{ fixed effects}$: تمثل تأثير السنة، ϵ_{it} : بند الخطأ للشركة (i) خلال الفترة (t).

٦/٥/٣- النموذج المستخدم في اختبار فروض البحث من الثاني حتى الرابع:

اتساقاً مع البحث المحاسبي (Cheun 2016; Habib and Hasan 2017) اعتمد على ثلاث معادلات لقياس التأثير المباشر وغير المباشر (من خلال القيمة العادلة للأصول والالتزامات،

والمخاطر المنتظمة) للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. تتضمن المعادلة (1) التأثير المباشر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية (Disclosure)، والمخاطر المنتظمة (Beta)، والقيمة العادلة (MBR). بينما تحسب المعادلات (2، 3) التأثير المباشر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية (Disclosure) على المخاطر المنتظمة (Beta) والقيمة العادلة (MBR)، وأيضاً تأثيره غير المباشر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. وتم استخدام نفس مجموعة المتغيرات الرقابية في الثلاث معادلات، كما يتضح بالنموذج التالي:

$$\text{Cash}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Beta}_{it} + \beta_2 \text{MBR}_{it} + \beta_3 \text{Disclosure}_{it} + \beta_4 \text{Reporter}_i + \beta_5 \text{Csr-score}_i + \beta_6 \Delta E_{it} + \beta_7 \Delta \text{NCA}_{it} + \beta_8 \Delta I_{it} + \beta_9 \Delta D_{it} + \beta_{10} \text{NF}_{it} + \beta_{11} \text{FirmSize}_{it} + \beta_{12} \text{Nwc}_{it} + \beta_{13} L_{it} + \beta_{14} \Delta \text{Inv}_{it} + \beta_{15} \text{Cflow}_{it} + \beta_{16} \text{FMV}_{it} + \sum \beta_{17} \text{Industry fixed effects} + \sum \beta_{18} \text{Year fixed effects} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{Beta}_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Disclosure}_{it} + \alpha_2 \text{Reporter}_i + \alpha_3 \text{Csr-score}_i + \alpha_4 \Delta E_{it} + \alpha_5 \Delta \text{NCA}_{it} + \alpha_6 \Delta I_{it} + \alpha_7 \Delta D_{it} + \alpha_8 \text{NF}_{it} + \alpha_9 \text{FirmSize}_{it} + \alpha_{10} \text{Nwc}_{it} + \alpha_{11} L_{it} + \alpha_{12} \Delta \text{Inv}_{it} + \alpha_{13} \text{Cflow}_{it} + \alpha_{14} \text{FMV}_{it} + \sum \alpha_{15} \text{Industry fixed effects} + \sum \alpha_{16} \text{Year fixed effects} + \omega_{it} \quad (2)$$

$$\text{MBR}_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 \text{Disclosure}_{it} + \gamma_2 \text{Reporter}_i + \gamma_3 \text{Csr-score}_i + \gamma_4 \Delta E_{it} + \gamma_5 \Delta \text{NCA}_{it} + \gamma_6 \Delta I_{it} + \gamma_7 \Delta D_{it} + \gamma_8 \text{NF}_{it} + \gamma_9 \text{FirmSize}_{it} + \gamma_{10} \text{Nwc}_{it} + \gamma_{11} L_{it} + \gamma_{12} \Delta \text{Inv}_{it} + \gamma_{13} \text{Cflow}_{it} + \gamma_{14} \text{FMV}_{it} + \sum \gamma_{15} \text{Industry fixed effects} + \sum \gamma_{16} \text{Year fixed effects} + v_{it} \quad (3)$$

حيث: Cash_{it} : مستوى النقدية المحتفظ بها في الشركة (i) خلال الفترة (t)، Beta_{it} : تمثل المخاطر المنتظمة للشركة (i) خلال الفترة (t)، MBR_{it} : تمثل تطبيق القيمة العادلة للشركة (i) خلال الفترة (t)، Disclosure_{it} : تمثل الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية لشركة (i) خلال الفترة (t)، Reporter_i : تمثل الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة (i) خلال فترة الدراسة ككل، Csr-score_i : عدد مرات الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة (i) خلال فترة الدراسة ككل، ΔE_{it} : تمثل التغير في صافي الأرباح للشركة (i) خلال الفترة (t)، ΔNCA_{it} : تمثل التغير في الأصول غير النقدية للشركة (i) خلال الفترة (t)، ΔI_{it} : تمثل التغير في مصروف الفائدة للشركة (i) خلال الفترة (t)، ΔD_{it} : تمثل التغير في التوزيعات للشركة (i) خلال الفترة (t)، NF_{it} : تمثل صافي التمويل للشركة (i) خلال الفترة (t)، FirmSize_{it} : تمثل حجم الشركة (i) خلال الفترة (t)، Nwc_{it} : تمثل صافي رأس المال العامل للشركة (i) خلال الفترة (t)، L_{it} : تمثل الرافعة المالية للشركة (i) خلال الفترة (t)، ΔInv_{it} : تمثل التغير في مخزون آخر الفترة للشركة (i) خلال الفترة (t)، Cflow_{it} : تمثل صافي التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية للشركة (i) خلال الفترة (t)، FMV_{it} : تمثل القيمة السوقية للشركة (i) خلال الفترة (t)، ω_{it} و v_{it} : ϵ_{it} : بند الخطأ للشركة (i) خلال الفترة (t).

وقد اعتمد الباحث على استخدام المعادلات الآتية وفقاً لتقدير المربعات الصغرى ذات المرحلتين، Two Stage Least Squares (TSLS) estimation as a Simultaneous Equations Model، ويتمثل

التأثير المباشر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في β_3 ، بينما يتمثل التأثير غير المباشر في $\beta_1\alpha_1$ من خلال آلية المخاطر المنتظمة، ويتمثل التأثير غير المباشر أيضاً في $\beta_2\gamma_1$ من خلال آلية القيمة العادلة للأصول والالتزامات. واختبار التأثير غير المباشر اعتمد الباحث على طريقة Bootstrapping Method.

٤/٥/٦- الإحصاءات الوصفية لعينة الدراسة:

تستهدف الدراسة في هذه الجزئية عرض أهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة التطبيقية، ويوضح الجدول رقم (٢) عدد ونسبة المشاهدات المدرجة بالمؤشر (التي أفصحت عن المسؤولية الاجتماعية). كما يوضح الجدول رقم (٣) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الدراسة عن فترة الدراسة مجتمعة. بالإضافة إلى ذلك، يوضح الجدول رقم (٤) المتوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة وفقاً للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، ويوضح جدول (٥) المتوسط الحسابي عن كل سنة من سنوات الدراسة. وأخيراً يوضح الجدول رقم (٦) المتوسط الحسابي عن كل قطاع من قطاعات الدراسة.

وتشير الإحصاءات الوصفية بالجدول رقم (٢) إلى أن ٣٣% (٩٠ مشاهدة) من عينة الدراسة (٢٧٣ مشاهدة) أفصحت عن مسؤوليتها الاجتماعية (أدرجت بالمؤشر) خلال السنة التي تم سحب المشاهدة خلالها، أما الباقي لم تفصح عن مسؤوليتها الاجتماعية. وتشير الإحصاءات الوصفية أيضاً إلى أن ٥٩,٧% (١٦٣ مشاهدة) من عينة الدراسة أفصحت عن مسؤوليتها الاجتماعية على الأقل مرة واحدة خلال فترة الدراسة ككل، منها ١٨,٣% أفصحت مرة واحدة، و ١,٨% أفصحت مرتان، و ١٥,٤% أفصحت ثلاث مرات، و ٢,٦% أفصحت أربع مرات، و ٥,١% أفصحت خمس مرات، و ٤,٨% أفصحت ست مرات، و ١١,٧% أفصحت سبع مرات.

جدول رقم (٢) الإحصاءات الوصفية لمتغير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية*

المتغير		مشاهدات متحققة (١)		مشاهدات غير متحققة (٥)	
		العدد	النسبة	العدد	النسبة
الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية خلال السنة المعينة		٩٠	٣٣%	١٨٣	٦٧%
الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية خلال فترة الدراسة		١٦٣	٥٩,٧%	١١٠	٤٠,٣%
مرات الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية خلال فترة الدراسة		١	٢	٣	٤
		٥٠	٥	٤٢	٧
العدد		٥٠	٥	٤٢	٧
المرات		١	٢	٣	٤
النسبة		٥٠%	٥%	٤٢%	٧%

١١,٧	٤,٨	٥,١	٢,٦	١٥,٤	١,٨	١٨,٣	النسبة	
%	%	%	%	%	%	%		

* عدد المشاهدات للسنوات السبع مجتمعة ٢٧٣ مشاهدة.

وتشير الإحصاءات الوصفية بالجدول رقم (٣) إلى أن متوسط مستوى النقدية المحتفظ بها إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية في نهاية الفترة بلغ ٨,٣٤% بانحراف معياري (٠,٠٩٣٩) خلال فترة الدراسة، وهي أقل من متوسط نظيرتها في بعض الدراسات التي تم إجرائها في البيئة المصرية، فقد أشار (بلال ٢٠١٧) إلى أن متوسط النقدية المحتفظ بها بلغ ١١,٠٢% بانحراف معياري (٠,١٢٦٩) خلال الفترة من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٥، وأشار أيضاً (محمد ٢٠١٧) إلى أنه يبلغ ١٣% من إجمالي قيمة الأصول، وأشار (عفيفي ٢٠١٥) أنه يبلغ ١٤,٧٣% بانحراف معياري (٠,١٦٩١١) خلال سنة ٢٠٠٩، وقد يرجع الباحث أسباب التفاوت بين هذه النسب ونسبة البحث الحالي إلى أنه تم سحب عينة الدراسة من مجتمع شركات المساهمة المقيدة بالبورصة والمدرجة بالمؤشر EGX 100 وليس جميع شركات المساهمة المقيدة بالبورصة، وأيضاً إلى اختلاف الفترة الزمنية للدراسة، ففي البحث الحالي امتدت لسبع سنوات، بينما اقتصر في دراسة (بلال ٢٠١٧) على ثلاث سنوات، وفي دراسة (عفيفي ٢٠١٥) عن سنة واحدة فقط. أما على المستوى الدولي، فقد ظهر متوسط النقدية المحتفظ بها قريباً من دراسة (Arouri and Pijourlet 2017) والذي بلغ ٩,٥%، مع الأخذ بعين الاعتبار أن هذه الدراسة تمت على مستوى دولي وضمت عينة الدراسة عدد (٦) مشاهدات لشركتين مصريتين. ومن ناحية أخرى، وتشير الإحصاءات الوصفية بالجدول رقم (٤) إلى أن متوسط مستوى النقدية المحتفظ بها إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية في نهاية الفترة كان في حالة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية (٩,٦%) أكبر من حالة عدم الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية (٧,٧%)، مما يشير إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية قد يؤدي إلى زيادة مستوى النقدية المحتفظ بها بما يتفق مع وجهة نظر نظرية الوكالة، ويختلف مع وجهة نظر نظرية أصحاب المصلحة.

جدول رقم (٣) بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات للدراسة عن فترة الدراسة مجتمعة*

المتغير	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	الحد الأدنى	الحد الأعلى
العائد غير العادي	-٠,٥١١٥	٠,٣٤٩٩٥	-١,٣٤	٠,٨٥
مستوى النقدية	٠,٠٨٣٤	٠,٠٩٣٩	٠,٠٠٠٢٩٦	٠,٦٣٤١
المخاطر المنتظمة	١,١٠٥٨	٠,٧٠٥٩	-٠,٦٣	٧,٩٤
القيمة العادلة	١,١٦٠٨	٠,٧٨٨٧	٠,١٧٨٣٣	٧,٣٥٥٧

* عدد المشاهدات للسنوات السبع مجتمعة ٢٧٣ مشاهدة. وجميع المتغيرات مقسومة على إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية نهاية الفترة.

جدول رقم (٤) المتوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة وفقاً للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية*

القيمة العادلة	المخاطر المنتظمة	مستوى النقدية	العائد غير العادي	عدد المشاهدات	المتغير
١,٢٥٦٦٣	١,٠٣٢١	٠,٠٩٦٠٩٩	٠,٠٢٤٩٣-	٩٠	الإفصاح
١,١١٣٧٩	١,١٤١٨	٠,٠٧٧١٥٦	٠,٠٦٤٠٤-	١٨٣	عدم الإفصاح

* عدد المشاهدات للسنوات السبع مجتمعة ٢٧٣ مشاهدة. وجميع المتغيرات مقسومة على إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية نهاية الفترة.

وتشير الإحصاءات الوصفية بالجدول رقم (٥) إلى أن متوسط مستوى النقدية المحتفظ بها إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية في نهاية الفترة بلغ في سنة ٢٠١٠ أعلى مستوى له، وكان ١٠,٧٤%، وبلغ في سنة ٢٠١٤ أدنى مستوى له، وكان ٦,٥%، إلا أنه تزايد مرة أخرى حتى بلغ ٩,٧% في سنة ٢٠١٦، ويرجع الباحث ذلك إلى طبيعة الظروف الاقتصادية خلال تلك الفترات، والتي تم أخذها بعين الاعتبار عند بناء نموذج الدراسة، على سبيل المثال الفوائد، والتوزيعات، والرافعة المالية، وصافي التمويل. واستند الباحث في تفسير ذلك إلى متوسط المخاطر المنتظمة خلال فترة الدراسة، فقد بلغ أعلى مستويات له خلال سنتي ٢٠١٣ و ٢٠١٤ وكان ١,٣٥، و ١,١٥ على الترتيب، وقد بلغ ٠,٩٦ في سنة ٢٠١٠، وبلغ ١,٠٤ في سنة ٢٠١٦. مما يشير إلى أن ارتفاع المخاطر المنتظمة تؤدي إلى انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية. ومن ناحية أخرى، تشير الإحصاءات الوصفية بالجدول رقم (٦) إلى أن القطاع الصناعي كان الأعلى احتفاظاً بالنقدية بمتوسط ٩,٢%، وكان القطاع الخدمي قريباً منه بمتوسط ٩,١%، بينما كان قطاع الموارد الأساسية الأقل احتفاظاً بالنقدية بمتوسط ٥,٧%. وتتفق هذه الإحصاءات مع دراستي (عفيفي ٢٠١٥؛ محمد ٢٠١٧).

جدول رقم (٥) المتوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة عن كل سنة من سنوات الدراسة*

القيمة العادلة	المخاطر المنتظمة	مستوى النقدية	العائد غير العادي	عدد المشاهدات	المتغير
١,٠٧٤٢٨	٠,٩٦٧٦	٠,١٠٧٤١٣	٠,١١٥٦٣-	٣٢	٢٠١٠
٠,٨٢٩١٧٩	١,٠٥٦٢	٠,٠٩١٧٢٩	٠,١٢٦٧٦-	٣٧	٢٠١١
٠,٩٦٥٢٩٨	١,٠٢١٢	٠,٠٧٤٠٨٤	٠,١١١٨٤	٣٨	٢٠١٢
١,٢٠٨١٧	١,٣٥٢١	٠,٠٧٨٤٤٩	٠,٠١٥٥	٤٠	٢٠١٣
١,٣٦٦٩٢	١,١٥٤٤	٠,٠٦٥١١٥	٠,١٠٦٦٧-	٤٢	٢٠١٤
١,١٤١٦٨	١,١١٣٤	٠,٠٧٥٣٤٥	٠,٠٩٩٧٧	٤٣	٢٠١٥

٢٠١٦	٤١	٠,٢٥٠١٠	٠,٠٩٧٧٩٣٨	١,٠٤٠٩	١,٤٧٢٠٣
------	----	---------	-----------	--------	---------

* عدد المشاهدات للسنوات السبع مجتمعة ٢٧٣ مشاهدة. وجميع المتغيرات مقسومة على إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية نهاية الفترة.

جدول رقم (٦) المتوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة عن كل قطاع من قطاعات الدراسة*

القطاع	عدد المشاهدات	العائد غير العادي	مستوى النقدية	المخاطر المنتظمة	القيمة العادلة
الخدمي	٤٧	٠,١٤٢٥-	٠,٠٩١٤٥	١,١٢٦٢	١,٣٧٦٧
الصناعي	٩٤	٠,٠٢٨٨٣	٠,٠٩٢٣٠	١,٠٠٢٣	١,١٥١٤
الموارد	٢٢	٠,٠٧٣١٨-	٠,٠٥٧٦١	١,٠٥٦٧	١,٠١٧٠
البناء	١١٠	٠,٠٢٦٧٦-	٠,٠٧٧٥١	١,١٩٦٩	١,١٠٥٤

* عدد المشاهدات للسنوات السبع مجتمعة ٢٧٣ مشاهدة. وجميع المتغيرات مقسومة على إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية نهاية الفترة.

٥/٥/٦- نتائج اختبار فروض البحث^{١٩}:

١/٥/٥/٦- نتائج اختبار فرض البحث الأول:

استهدف هذا الفرض اختبار ما إذا كان الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يؤثر على قيمة الاحتفاظ بالنقدية، ويوضح الجدول رقم (٧) نتائج التحليل الإحصائي. وتشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول إلى أن نموذج الانحدار كان معنوياً عند مستوى معنوية أقل من ٥%، فقد بلغت قيمة (F) ٣,٩٧٧، كما بلغت قيمة P.Valu للنموذج ٠,٠٠٠، وقد بلغ معامل التحديد (R^2) للنموذج ككل ٠,٣٠٦.

جدول رقم (٧) نتائج التحليل الإحصائي لاختبار أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الاحتفاظ بالنقدية

المتغير التابع	المتغيرات التفسيرية	معامل الانحدار	قيمة الاختبار	مستوى المعنوية	إحصائيات النموذج
العائد	(Constant)	-.303	-2.986	.003	R= 0.553
غير	ΔC	-.579	-.872	.384	R ² = 0.306
	DISCLOSURE	.002	.035	.972	Adjusted R ² =

^{١٩} من الجدير بالذكر أن الباحث قام باختبار مشكلة الارتباط الذاتي الخطي بين المتغيرات التفسيرية المستقلة بعضها البعض، وقد ظهر معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) كحد أقصى ٣,٢٩ وهي قيمة أقل من ١٠، لذلك يمكن القول إن الارتباط الذاتي الخطي غير معنوي.

0.229	.042	2.048	1.419	$\Delta C \times DISCLOSURE$	العادي
F Test = 3.977	.921	-.100	-.006	REPORTER	
	.430	-.791	-.538	$\Delta C \times REPORTER$	
P.Value = 0.000	.000	4.072	1.412	ΔE	
	.087	1.716	.150	ΔNCA	
	.146	1.458	3.567	ΔI	
	.056	1.923	1.255	ΔD	
	.216	-1.241	-.365	NF	
	.513	-.655	-.155	LAGE	
	.001	3.524	.701	LAGC	
	.190	-1.315	-.126	L	
	.665	.433	.006	CSR-SCORE	
	.578	-.557	-.530	$\Delta C \times LAGC$	
	.247	1.160	1.200	$\Delta C \times L$	
	.322	-.992	-.151	$\Delta C \times CSR-SCORE$	
	.004	-2.914	-.163	SERVICES	
	.753	-.314	-.014	MANUFACTURING	
	.950	-.062	-.005	RESOURCES	
	.036	2.105	.205	Y2010	
	.057	1.915	.186	Y2011	
	.000	4.183	.400	Y2012	
	.001	3.257	.311	Y2013	
	.023	2.283	.216	Y2014	
	.000	4.634	.435	Y2015	
	.418	.812	.044	Y2016	

وكما هو وارد بالجدول رقم (٧) فإن قيمة مستوى المعنوية لأثر تفاعل الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية مع التغيير في النقدية وما في حكمها ($\Delta C \times DISCLOSURE$) أقل من ٠,٥ حيث كانت (٠,٠٤٢)، كما بلغت قيمة معامل الانحدار له (١,٤١٩)، مما يشير إلى وجود تأثير معنوي إيجابي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الاحتفاظ بالنقدية. وبناء على ذلك يمكن للباحث رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل الأول، أي يؤثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية إيجاباً على قيمة الاحتفاظ بالنقدية في البيئة المصرية^{٢٠}.

^{٢٠} قام الباحث بإجراء تحليل الحساسية للتحقق من إعادة اختبار الفرض الأول للبحث، في ظل استخدام مقياس مختلف لقياس قيمة الاحتفاظ بالنقدية، حيث تم استخدام القيمة السوقية للشركة إلى إجمالي الأصول بالقيمة الدفترية (القيمة السوقية للشركة = عدد الأسهم المصدرة والمدفوعة مضروبة في سعر السهم في نهاية الشهر الثالث بعد نهاية السنة المالية) كمقياس بديل للعائد غير العادي. وقد أظهرت نتائج تشغيل الانحدار الخطي المتعدد للنموذج أن قيمة مستوى المعنوية لأثر تفاعل الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية مع التغيير في النقدية وما في حكمها ($\Delta C \times$)

وجاءت نتائج هذا الفرض متفقة مع العديد من الدراسات (Jiraporn and Chintrakarn 2013; Lu et al. 2017; Arouri and Pijourlet 2017) التي أوضحت أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يزيد بشكل جوهري من قيمة الاحتفاظ بالنقدية، نظرًا لأنه يوفر معلومات إضافية تسهل من متابعة ورقابة القرارات الاستثمارية للمديرين، مما يؤدي إلي استخدام أكثر كفاءة للنقدية. ومن ناحية أخرى، جاءت نتائج هذا الفرض مختلفة مع العديد من الدراسات (Surroca and Tribo2008; Fabrizi et al. 2014; Arouri and Pijourlet 2017) التي أوضحت أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يمكن أن يؤدي إلى تشتيت انتباه المديرين عن تحقيق هدف الشركة، وقد يرتبط بمستوى عالٍ من التحصن الإداري، والاستخدام غير الكفء للموارد النقدية. ويرى الباحث إن الإفصاح المسؤولية الاجتماعية يوفر معلومات إضافية للمستثمرين عن التكاليف والمنافع الحالية والمستقبلية للشركة، وإن تقارير المسؤولية الاجتماعية تخفض عدم تماثل المعلومات وتحسن الرقابة على القرارات الاستثمارية للمديرين، وبالتالي، تحد من السلوك الانتهازي للمديرين للاستخدام السيء للنقدية في استثمارات تبدد القيمة، مما يؤدي إلى قيمة مرتفعة للاحتفاظ بالنقدية.

ومن الجدير بالاهتمام أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية (حتى إذا كان مرة واحدة فقط) يؤدي إلى زيادة قيمة الاحتفاظ بالنقدية، في المتوسط، بمقدار ١,٤١٩ جنيه، على الرغم من وجود انخفاض في القيمة الاجمالية للاحتفاظ بالنقدية بمقدار (-٠,٠٩٤)، في السنة التي تفصح الشركة عن مسؤوليتها الاجتماعية، في ظل ثبات العوامل الأخرى، وقد تم حساب مقدار الانخفاض في القيمة الاجمالية للنقدية كما يلي:

أ- حساب قيمة مرجعية للاحتفاظ بالنقدية (أي تأثير الزيادة بمقدار ١ جنيه في النقدية للشركات التي لم تفصح عن مسؤوليتها الاجتماعية)، عن طريق جمع معامل الانحدار لمتغير التغير في النقدية وما في حكمها مع معاملات الانحدار للمتغيرات الرقابية التي تتفاعل مع متغير التغير في النقدية وما في حكمها مضروبًا في متوسط هذه المتغيرات الرقابية (ΔC , $\Delta C * L$, $\Delta C * LAGC$). وهي تبلغ (-٠,٥٤٧ جنيه) وتعادل مجموع ((-٠,٥٧٩) + (-٠,٨٣ * ٠,٥٣) + (٠,٣٩ * ١,٢))

ب- حساب قيمة مرجعية للتغير في الاحتفاظ بالنقدية للشركات التي أفصحت عن مسؤوليتها الاجتماعية وتعادل (-٠,٠٩٤ جنيه) وهي عبارة عن (-٠,٥٤٧ - ٠,٥٣٨ + ١,١٤١٩ - ٠,١٥١).

(DISCLOSURE) كانت أقل من ٠,٥ حيث كانت (٠,٠٠٦)، كما بلغت قيمة معامل الانحدار له (٣,٩١٩)، مما يدعم وجود تأثير معنوي إيجابي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الاحتفاظ بالنقدية.

وبناء على التحليل السابق، يرى الباحث إنه في حالة عدم إفصاح الشركات عن المسؤولية الاجتماعية، فإن المستثمرين يقيمون الزيادة في النقدية المحتفظ بها عند قيمة منخفضة (-0,547)، ويعتقدون أنه سوء تخصيص لموارد الشركة، نظرًا لأن النقدية تحت تصرف الإدارة، وفي ظل ارتفاع عدم تماثل المعلومات، فقد يتم إدارتها بشكل يخدم الإدارة في تحقيق مصالحها الشخصية، وتتفق هذه النتيجة مع البعض (e.g., Masulis et al. 2009; Fresard and Salva 2010; Arena and Julio 2017). وعلى الجانب الآخر، فإن في حالة إفصاح الشركات عن المسؤولية الاجتماعية، يتحول هذا التقييم المنخفض إلى تقييم إيجابي للاحتفاظ بالنقدية، حيث يقيمها المستثمرون تقييماً إيجابياً عند (1,419) في السنة التي يتم فيها الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، على الرغم من أنه في حالة عدم إفصاح نفس هذه الشركات عن المسؤولية الاجتماعية يقيم المستثمرون احتفاظها بالنقدية تقييماً سلبياً، ولذلك يمكن القول إن الشركات التي تتمتع بدرجة عالية من المسؤولية الاجتماعية تعتبر شريكا مرغوبا فيه، ويتوقع المستثمرون أن تستخدم مواردها النقدية بطريقة أكثر كفاءة من تلك الأقل مسؤولية اجتماعية، وتتفق هذه النتيجة مع البعض (e.g., Harjoto and Jo 2011; Jo and Harjoto 2011; Arouri and Pijourlet 2017; Jiraporn and Chintrakarn 2013; 2012).

١/٥/٥/٦ - نتائج اختبار فروض البحث من الثاني حتى الرابع:

يعرض الجدول رقم (٨) نتائج انحدار أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، والآليات التي يمكن من خلالها تفسير هذا التأثير. ويساعد هذا الاختبار في دراسة معنوية تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية بشكل مباشر بدون متغيرات وسيطة تفسر العلاقة (لاختبار الفرض الثاني للبحث)، وبشكل غير مباشر، من خلال آليتي المخاطر المنتظمة والقيمة العادلة للأصول والالتزامات (لاختبار فرضي البحث الثالث والرابع). وذلك باستخدام طريقة تقدير الانحدار ذات المرحلتين للمعادلات من (١) إلى (٣) باعتبارها معادلات آنية بغرض التحكم في التجانس، وذلك بالاتفاق مع البعض (Cheun 2016; Habib and Hasan 2017).

جدول رقم (٨) نتائج تقدير المعادلات الآنية بطريقة الانحدار وفقاً لطريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين			
الجزء (أ)	المعادلة (١)	المعادلة (٢)	المعادلة (٣)
المتغير	Cash	Beta	MBR
Constant	0.199 (0.017)	2.205 (0.003)	-0.008 (0.952)
Beta	0.023 (0.705)		
MBR	0.026 (0.003)		
Disclosure	0.024 (0.119)	-0.145 (0.047)	-0.037 (0.158)
Reporter	-0.006	-0.243	0.022

(0.366)	(0.063)	(0.692)	
0.002	0.064	0.002	Csr-score
(0.773)	(0.057)	(0.573)	
0.32	-0.459	0.125	ΔE
(0.821)	(0.547)	(0.136)	
0.012	-0.002	-0.023	ΔNCA
(0.745)	(0.992)	(0.278)	
-0.078	-2.969	1.209	ΔI
(0.937)	(0.576)	(0.039)	
-1.180	0.484	0.174	ΔD
(0.000)	(0.744)	(0.289)	
-0.034	-0.075	0.276	NF
(0.761)	(0.903)	(0.000)	
-0.002	-0.062	-0.006	Firmsize
(0.778)	(0.097)	(0.126)	
-0.005	0.051	-0.017	Nwc
(0.860)	(0.740)	(0.308)	
0.984	0.207	-0.097	L
(0.000)	(0.374)	(0.001)	
-0.0284	0.496	-0.101	ΔInv
(0.086)	(0.579)	(0.301)	
-0.027	-0.400	0.182	Cflow
(0.577)	(0.131)	(0.000)	
1.041	-0.065	0.046	FMV
(0.000)	(0.344)	(0.401)	
Yes	Yes	Yes	Industry Effects
Yes	Yes	Yes	Year Effects
إحصائيات النموذج			
0.988	0.327	0.622	R
0.975	0.107	0.387	R ²
0.973	0.020	0.327	Adjusted R ²
405.846	1.228	6.512	F Test
0.000	0.28	0.000	P.Value
Bootstrap Method			
95% Confidence Interval		Bootstrap Std. Error	Coefficients
		الجزء (ب)	
0.005	-0.067	0.019	-0.035
		Indirect (Beta)	
0.074	-0.001	0.020	0.042
		Indirect (MBR)	

وبالنسبة لاختبار فرض البحث الثاني، وكما هو وارد في الجزء (أ) من الجدول رقم (٨) في المعادلة الأولى فإن معامل الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية (٠,٠٢٤) يرتبط إيجاباً، ولكن ليس له دلالة معنوية إحصائية (مستوى المعنوية ٠,١١٩) مع مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ويتفق ذلك مع دراسة (محمد ٢٠١٧)، ويختلف مع ماتوصل إليه البعض (Cheun 2016; Habib and Hasan 2017)، مما يشير إنه أنه لا يوجد تأثير مباشر معنوي إحصائياً للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. وبناء على ذلك لا يستطيع الباحث رفض فرض العدم وبالتالي يرفض الفرض البديل الثاني، أي لا يؤثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في البيئة المصرية.

وبناء على ذلك، يرى الباحث أنه على الرغم من أن الشركات المسؤولة اجتماعيًا قد تمتك رأس مال اجتماعي مرتفع، لأنها تميل إلى علاقات أفضل مع أصحاب المصلحة، وإلى توفير تأمين يخفف من الاضرار الناتجة عن الاحداث السلبية (خاصة المتعلقة بالشركة)، فإنه من وجهة نظر الشركة لا يعد ذلك محركًا جوهريًا في تعديل مستوى احتفاظ الشركة بالنقدية.

وبالنسبة لاختبار فرضي البحث الثالث والرابع، وكما هو وارد في الجزء (أ) من الجدول رقم (٨) في المعادلة (١) فقد أوضحت النتائج أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يرتبط إيجابًا (المعامل = ٠,٠٢٣)، مع المخاطر المنتظمة، ولكن ليس ذو دلالة معنوية إحصائية (مستوى المعنوية = ٠,٧٠٥)، أي أنه يمكن القول إنه لا يوجد تأثير مباشر معنوي للمخاطر المنتظمة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. وتتعارض هذه النتائج مع البعض (Acharya et al. 2013; Cheun 2016). ويرى الباحث أن العلاقة الإيجابية ترتبط بالعوامل الاقتصادية الخاصة بالسوق، فالأسواق المالية الناشئة من شأنها أن تدفع الشركات إلى الاحتفاظ بالنقدية عندما تكون المخاطر المنتظمة مرتفعة. وبالمثل، أوضحت النتائج أيضًا أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية يرتبط إيجابًا (المعامل = ٠,٠٢٦)، وذو دلالة معنوية إحصائية (مستوى المعنوية = ٠,٠٠٣) مع القيمة العادلة للأصول والالتزامات، اتفاقًا مع البعض (Bick et al. 2018). مما يشير إلى وجود تأثير إيجابي معنوي إحصائيًا وبشكل مباشر لكثافة القيمة العادلة للأصول والالتزامات على الاحتفاظ بالنقدية.

وتشير المعادلات (٢)، و(٣) في الجزء (أ) من الجدول رقم (٨) إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يرتبط سلبًا وذو دلالة معنوية إحصائية مع المخاطر المنتظمة (المعامل = -٠,١٤٥)، ومستوى المعنوية ٠,٠٤٧)، مما يشير إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يؤثر سلبًا وبشكل مباشر على المخاطر المنتظمة، اتفاقًا مع (Albuquerque et al. 2012; Cheun 2016). ولذلك يرى الباحث أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يعد استثمارًا في ولاء العملاء والمستثمرين، ويؤدي إلى تقليل الحساسية لصددمات السوق. وبالمثل، تشير المعادلات أيضًا إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يرتبط سلبًا ولكن ليس له دلالة معنوية إحصائية مع القيمة العادلة للأصول والالتزامات (المعامل = -٠,٠٣٧)، ومستوى المعنوية ٠,١٥٨)، مما يشير إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية لا يؤثر بشكل مباشر على قيمة العادلة للأصول والالتزامات.

ويشير الجزء (ب) من الجدول رقم (٨) إلى نتائج اختبار فرضي البحث الثالث والرابع بشأن التأثير غير المباشر من خلال المخاطر المنتظمة والقيمة العادلة للأصول والالتزامات اعتمادًا على طريقة Bootstrapping Method. وقد أوضحت النتائج أن معامل التأثير غير المباشر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية عن طريق القيمة العادلة للأصول والالتزامات (٠,٠٤٢) وأن هذا التأثير معنوي

إحصائياً. وبالتالي توفر النتائج دليلاً على أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يؤثر بشكل غير مباشر على مستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال القيمة العادلة للأصول والالتزامات، إلا أن النتائج قد أوضحت سابقاً أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية لا يؤثر تأثيراً ذو دلالة معنوية إحصائية على القيمة العادلة للأصول والالتزامات، ومع ذلك توجد علاقة إيجابية بينهم. **وبناء على ذلك يمكن للباحث رفض فرض عدم وقبول الفرض البديل الثالث جزئياً، أي توجد علاقة إيجابية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والقيمة العادلة لأصول والالتزامات، وتؤدي إلى وجود تأثير إيجابي غير المباشر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في البيئة المصرية.** ويتفق ذلك مع ما توصلت إليه دراسات (Bick et al. 2015; Bick et al. 2018) من وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح عن المسؤولية القيمة العادلة للأصول والالتزامات، ومن وجود علاقة إيجابية بين القيمة العادلة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية.

وقد أوضحت النتائج أيضاً أن معامل التأثير غير المباشر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية عن طريق المخاطر المنتظمة (-0.035)، وأن هذا التأثير معنوي إحصائياً. وبالتالي توفر النتائج دليلاً على أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يؤثر في المخاطر المنتظمة وينعكس هذا التأثير على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. **وبناء على ذلك يمكن للباحث رفض فرض عدم وقبول الفرض البديل الرابع، أي يؤثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية سلباً على المخاطر المنتظمة، ويؤدي هذا التأثير غير المباشر انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية في البيئة المصرية.** ويتفق ذلك مع ما توصلت إليه دراسات (e.g., Palazzo 2012; Acharya et al. 2013; Cheun 2016; Habib and Hasan 2017) من أن الشركات منخفضة المخاطر المنتظمة تكون أقل عرضة لحدوث عجز في التدفقات النقدية، وأكثر احتمالاً لزيادة فرص الحصول على تمويل خارجي، مما يقلل من الحاجة إلى التحوط والاحتفاظ بالنقدية.

٦/٦- خلاصة البحث وتوصياته ومجالات البحث المقترحة:

استهدف هذا البحث دراسة تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الاحتفاظ بالنقدية، والتأثير المباشر وغير المباشر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال تطبيق القيمة العادلة والمخاطر المنتظمة كمتغيرين وسطين. وذلك باستخدام عينة من الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري والمدرجة بالمؤشر EGX100 عن الفترة من ٢٠١٠ وحتى ٢٠١٦.

وقد خلص الباحث إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية مصطلح واسع يتضمن قضايا مختلفة مثل؛ الإفصاح عن المشاركة المجتمعية، والإنتاج، والعلاقات مع العملاء، والطاقة والبيئة،

والموارد البشرية. وينظر إليه باعتباره آلية من آليات الرقابة التي يستخدمها المستثمرون في الحد من عدم تماثل المعلومات، كما يمكن أن يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة. كما خلص الباحث إلى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يقف وراءه عدد من النظريات التي تفسره، كنظرية أصحاب المصلحة، ونظرية الشرعية، ونظرية الوكالة، ونظرية الإشارة. وتعد هذه النظريات طرق بديلة لتفسير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية.

وقد خلص الباحث أيضًا إلى أن هناك دوافع لاحتفاظ الشركات بالنقدية ومن أهمها؛ دافع تخفيض تكلفة المعاملات، ودافع التحوط من صدمات السوق، ودافع تكايف الوكالة. وأنه من الصعب تحديد المستوى الأمثل من الاحتفاظ بالنقدية، نظرًا لعدم وجود سوق مال مثالي، ولكن ينبغي على الشركة أن توازن بين التكاليف والمنافع الحدية للاحتفاظ بالنقدية. خاصة وأن هناك عدد من المحددات التي تفسر مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ومن أهمها؛ الخصائص التشغيلية للشركة وجودة حوكمة الشركات وقوانين حماية المستثمرين.

وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير إيجابي ومعنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الاحتفاظ بالنقدية، نظرًا لأنه يوفر معلومات إضافية تسهل من رقابة القرارات الاستثمارية للمديرين، مما يؤدي إلى استخدام أكثر كفاءة للنقدية. أما فيما يتعلق بتأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، فقد أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود تأثير مباشر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية في البيئة المصرية، فمن وجهة نظر الشركة لا يعد الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية محركًا جوهريًا لتعديل مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

ومن ناحية أخرى، أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير غير مباشر جزئي إيجابي ومعنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال كثافة القيمة العادلة للأصول والالتزامات كمتغير وسيط، حيث يرتبط الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية إلى إيجابًا مع كثافة القيمة العادلة للأصول والالتزامات، وبالتالي يزداد مستوى الاحتفاظ بالنقدية. وأظهرت نتائج الدراسة أيضًا وجود تأثير غير مباشر سلبي ومعنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية من خلال المخاطر المنتظمة كمتغير وسيط، حيث يؤدي الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية إلى انخفاض المخاطر المنتظمة، وبالتالي انخفاض مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

وفي ضوء أهداف البحث ومشكلته وحدوده، وما انتهى إليه من نتائج في شقيه النظري والعملية، يمكن تقديم التوصيات التالية:

أولاً: بالنسبة للمستثمرين: نظراً لأن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يرتبط باستخدام أكثر كفاءة للنقدية المحتفظ بها، فإن الباحث يوصي المستثمرون بضرورة الأخذ بعين الاعتبار الإفصاح غير المالي عند اتخاذ القرارات الاستثمارية. علاوة على ذلك، ينبغي أن يكون المستثمرون على وعي بالمخاطر التي تتعرض لها الشركات، وفي حالة تأهب إذا ما استخدمت الشركات القيمة العادلة للأصول وللتزامات بشكل زائد.

ثانياً: بالنسبة للإدارة: نظراً لأن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يوفر منافع للمساهمين من خلال تخفيف تدهور القيمة المرتبطة بمشاكل الوكالة، فإن الباحث يوصي المديرون بضرورة الأخذ بعين الاعتبار الدور التقييمي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية عند اتخاذهم كل من القرارات الاستثمارية وقرارات الإفصاح.

ثالثاً: بالنسبة للجهات التنظيمية والتشريعية: نظراً لأن الإفصاح الاختياري عن المسؤولية الاجتماعية يوفر معلومات إضافية تسهل من رقابة الاختيارات الاستثمارية، فإن الباحث يوصي هيئة الرقابة المالية بضرورة توجيه اهتمام نحو زيادة الشفافية من خلال الإفصاح غير المالي. بالإضافة إلى ضرورة وضع آليات لتشجيع الشركات على الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية.

واستناداً إلى ما توصل إليه البحث بشقيه النظري والعملي، يعتقد الباحث بأهمية البحث مستقبلاً في بعض المجالات ذات الصلة، والتي من أهمها ما يلي:

- أثر خصائص مراقب الحسابات في احتفاظ عميله بالنقدية وانعكاس ذلك على قيمة الشركة.
- أثر خصائص عملية المراجعة في احتفاظ الشركة محل المراجعة بالنقدية وانعكاس ذلك على قيمة الشركة.
- الدور التقييمي لمعلومات التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والاستثمارية والتمويلية في تفسير الاحتفاظ بالنقدية.
- أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات والاحتفاظ بالنقدية.
- أثر درجة حماية المساهمين على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية.

مراجع البحث

المراجع العربية

الحوشي، محمد محمود. ٢٠١٧. التأثير المباشر وغير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة البحوث المحاسبية*، قسم المحاسبة، كلية التجارة - جامعة طنطا، العدد (٢)، ص ٣٩٣-٤٤٤.

بركات، خالد سعيد. ٢٠١٨. توصيف العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية والأداء المالي: دراسة وصفية تحليلية على الشركات السعودية. *الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة - جامعة عين شمس، العدد (١)، المجلد (٢٢)، ص ٦٨٢-٧٤٠.

بلال، السيد حسن سالم. ٢٠١٧. العلاقة بين جودة الأرباح والنقدية المحتفظ بها: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة - جامعة عين شمس، العدد (٤)، المجلد (٢١)، ص ٢٠٠-٢٤٨.

رضوان، أحمد جمعة أحمد. ٢٠١٥. أثر المسؤولية الاجتماعية للشركات على جودة التقارير المالية بالتطبيق على شركات المؤشر المصري لمسئولية الشركات. *مجلة البحوث المحاسبية*، قسم المحاسبة، كلية التجارة - جامعة طنطا، العدد (١)، ص ١٥٠-٢٠٦.

عبد الهادي، إبراهيم عبد الحفيظ؛ إيمان محمد سعد الدين؛ محمود أحمد عبد الوهاب أحمد. ٢٠١٨. دراسة العلاقة بين الملكية العائلية ومستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وأثرها على أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة - جامعة عين شمس، العدد (٣)، المجلد (٢٢)، ص ٩٤٤-٩٨٠.

عفيفي، هلال عبد الفتاح السيد. ٢٠١٥. أثر حوكمة مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية في الاحتفاظ بالنقدية: دراسة اختبارية. *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، كلية التجارة - جامعة المنصورة، العدد (٤)، المجلد (٣٩)، ص ٥١-١١٨.

— . ٢٠١٦. العلاقة بين التحفظ المحاسبي والتحفظ المالي: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة - جامعة عين شمس، العدد (٢)، المجلد (٢٠)، ص ١٦٩-٣١١.

محمد، أحمد سليم. ٢٠١٧. العلاقة بين الاحتفاظ بالأصول النقدية والمسئولية الاجتماعية للشركات - دراسة تطبيقية. *الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة - جامعة عين شمس، العدد (٢)، المجلد (٢١)، ص ٦١١-٦٤٧.

معايير المحاسبة المصرية، المعيار رقم (٤)، قائمة التدفقات النقدية، وزارة الاستثمار، ٢٠١٥، متاح على الموقع الإلكتروني: <http://www.fra.gov.eg>

المراجع الأجنبية:

Abukosim, A., Karina Karim, N., Marwah, T., Mukhtaruddin, M., and Saftiana, Y. 2014. The Quality of Voluntary Corporate Social Responsibility Disclosure Effect on the Firm Value of Service Companies Listed in the Indonesian Stock Exchange. *3rd Annual International Conference Proceedings*.

Acharya, V. V., Almeida, H., and Campello, M. 2013. Aggregate Risk and the Choice between Cash and Lines of Credit. *The Journal of Finance*, 68(5):2059-2116.

Adams, C. A., and Harte, G. 1999. *Towards Corporate Accountability for Equal Opportunities Performance*. Certified Accountants Educational Trust.

Allen, A., and Ramanna, K. 2013. Towards an Understanding of the Role of Standard Setters in Standard Setting. *Journal of Accounting and Economics*, 55(1):66-90.

Almeida, H., Campello, M., and Weisbach, M. S. 2004. The Cash Flow Sensitivity of Cash. *The Journal of Finance*, 59(4):1777-1804.

Amess, K., Banerji, S., and Lampousis, A. 2015. Corporate Cash Holdings: Causes and Consequences. *International Review of Financial Analysis*, 42:421-433.

Anis, R., Fraser, I., and Hussainey, K. 2012. A New Measure for Disclosure Quality. *Working Paper, Stirling University*.

Arena, M., and Julio, B. 2015. The Effects of Securities Class Action Litigation on Corporate Liquidity and Investment Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(1-2):251-275.

Arouri, M., and Pijourlet, G. 2017. CSR Performance and the Value of Cash Holdings: International Evidence. *Journal of business ethics*, 140(2):263-284.

Bates, T. W., Kahle, K. M., and Stulz, R. M. 2009. Why do US Firms Hold so Much More Cash than They Used to? *The journal of finance*, 64(5):1985-2021.

Belal, A. R., and Cooper, S. 2011. The Absence of Corporate Social Responsibility Reporting in Bangladesh. *Critical Perspectives on Accounting*, 22(7):654-667.

Benlemlih, M., and Girerd-Potin, I. 2017. Corporate Social Responsibility and Firm Financial Risk Reduction: On the Moderating Role of the legal Environment. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(7-8):1137-1166.

Bick, P., Chiang, W. C., Huang, S., and Sun, L. 2015. Corporate Social Responsibility and ASC 820 Hierarchy: Evidence from Responsible CSR Activities. *International Journal of Revenue Management*, 8(3-4):299-323.

———., Orlova, S., and Sun, L. 2018. Fair Value Accounting and Corporate Cash Holdings. *Advances in Accounting*, 40: 98-110.

Boesso, G., and Kumar, K. 2007. Drivers of Corporate Voluntary Disclosure: A Framework and Empirical Evidence from Italy and the United States. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 20(2):269-296.

- Brooks, C., and Oikonomou, I. 2018. The Effects of Environmental, Social and Governance Disclosures and Performance on Firm Value: A Review of the Literature in Accounting and Finance. *The British Accounting Review*, 50(1): 1-15.
- Cai, W., Zeng, C. C., Lee, E., and Ozkan, N. 2016. Do Business Groups Affect Corporate Cash Holdings? Evidence from a Transition Economy. *China Journal of Accounting Research*, 9(1):1-24.
- Carroll, A. B. 1979. A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *Academy of management review*, 4(4):497-505.
- Carroll, T. J., Linsmeier, T. J., and Petroni, K. R. 2003. The Reliability of Fair Value versus Historical Cost Information: Evidence from Closed-End Mutual Funds. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 18(1):1-24.
- Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., and Wang, X. 2011. Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets. *The accounting review*, 86(4):1255-1288.
- Chen, H., Xu, Y., Yang, J., 2013. Systematic Risk, Debt Maturity, and the Term Structure of Credit Spreads. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2024329>
- Chen, T., Harford, J., and Lin, C. 2015a. Do Analysts Matter for Governance? Evidence from Natural Experiments. *Journal of financial Economics*, 115(2):383-410.
- Chen, Y., Dou, P. Y., Rhee, S. G., Truong, C., and Veeraraghavan, M. 2015b. National Culture and Corporate Cash Holdings around the World. *Journal of Banking & Finance*, 50:1-18.
- ., Gao, J., and Zhang, M. 2019. The Effect of CSR Performance and CSR Disclosure Readability on Investors' Earnings Judgment. Available at SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3312006
- Cheung, A. W. K. 2016. Corporate Social Responsibility and Corporate Cash Holdings. *Journal of Corporate Finance*, 37(C):412-430.
- Chih, H. L., Shen, C. H., and Kang, F. C. 2008. Corporate Social Responsibility, Investor Protection, and Earnings Management: Some International Evidence. *Journal of business ethics*, 79(1-2):179-198.
- Cho, S. Y., Lee, C., and Pfeiffer Jr, R. J. 2013. Corporate Social Responsibility Performance and Information Asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1):71-83.
- Chung, K. H., Kim, J. C., Kim, Y. S., and Zhang, H. 2015. Information Asymmetry and Corporate Cash Holdings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(9-10):1341-1377.
- Clarkson, P. M., Fang, X., Li, Y., and Richardson, G. 2013. The Relevance of Environmental Disclosures: are Such Disclosures Incrementally Informative?. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(5):410-431.
- ., Li, Y., Richardson, G. D., and Vasvari, F. P. 2008. Revisiting the Relation between Environmental Performance and Environmental Disclosure: An Empirical Analysis. *Accounting, organizations and society*, 33(4-5):303-327.
- Dechow, P. M., Myers, L. A., and Shakespeare, C. 2010. Fair Value Accounting and Gains from Asset Securitizations: A Convenient Earnings Management Tool with Compensation Side-Benefits. *Journal of accounting and economics*, 49(1-2):2-25.

- Deegan, C. 2002. Introduction: The Legitimising Effect of Social and Environmental Disclosures—a Theoretical Foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3):282-311.
- Denis, D. J., and Sibilkov, V. 2009. Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings. *The Review of Financial Studies*, 23(1):247-269.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., and Yang, Y. G. 2011. Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The accounting review*, 86(1):59-100.
- ., Radhakrishnan, S., Tsang, A., and Yang, Y. G. 2012. Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure. *The Accounting Review*, 87(3):723-759.
- Dittmar, A., and Mahrt-Smith, J. 2007. Corporate Governance and the Value of Cash Holdings. *Journal of financial economics*, 83(3):599-634.
- ., ———., and Servaes, H. 2003. International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 38(1):111-133.
- Donaldson, T., and Preston, L. E. 1995. The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *Academy of management Review*, 20(1):65-91.
- Drobetz, W., and Grüninger, M. C. and Hirschvogel, S. 2010. Information Asymmetry and the Value of Cash. *Journal of Banking & Finance*, 34(9):2168-2184.
- Duchin, R. 2010. Cash Holdings and Corporate Diversification. *The Journal of Finance*, 65(3):955-992.
- Durnev, A., and Kim, E. H. 2005. To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *The Journal of Finance*, 60(3):1461-1493.
- Fabrizi, M., Mallin, C., and Michelon, G. 2014. The Role of CEO's Personal Incentives in Driving Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 124(2):311-326.
- Falato, A., Kadyrzhanova, D., Sim, J., and Steri, R. 2018. Rising Intangible Capital, Shrinking Debt Capacity, and the US Corporate Savings Glut. Available at SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3198030
- Fama, E. F., and French, K. R. 2007. Disagreement, Tastes, and Asset Prices. *Journal of financial economics*, 83(3):667-689.
- Faulkender, M., and Wang, R. 2006. Corporate Financial Policy and the Value of Cash. *The Journal of Finance*, 61(4):1957-1990.
- Ferreira, M. A., and Vilela, A. S. 2004. Why do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, 10(2):295-319.
- Ferris, S. P., Javakhadze, D., and Rajkovic, T. 2019. An International Analysis of CEO Social Capital and Corporate Risk-Taking. *European Financial Management*, 25(1):3-37.
- Foley, C. F., Hartzell, J. C., Titman, S., and Twite, G. 2007. Why do Firms Hold so Much Cash? A Tax-Based Explanation. *Journal of Financial Economics*, 86(3):579-607.
- Freeman, R. E. 1984. Strategic Management: A Stakeholder Perspective. **Boston: Pitman, 13.**
- Frésard, L., and Salva, C. 2010. The Value of Excess Cash and Corporate Governance: Evidence from US Cross-Listings. *Journal of Financial Economics*, 98(2):359-384.

Gao, J., and Grinstein, Y. 2017. Firms' Cash Holdings, Precautionary Motives, and Systematic Uncertainty. *Available at SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2478349*

García-Teruel, P. J., Martínez-Solano, P., and Sánchez-Ballesta, J. P. 2009. Accruals Quality and Corporate Cash Holdings. *Accounting & Finance*, 49(1):95-115.

Gray, R. 2002. The Social Accounting Project and Accounting Organizations and Society Privileging Engagement, Imaginings, New Accountings and Pragmatism over Critique?. *Accounting, organizations and society*, 27(7):687-708.

Gregory, A., Whittaker, J., and Yan, X. 2016. Corporate Social Performance, Competitive Advantage, Earnings Persistence and Firm Value. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(1-2):3-30.

Guthrie, J., and Parker, L. D. 1989. Corporate Social Reporting: a Rebuttal of Legitimacy Theory. *Accounting and business research*, 19(76):343-352.

Habib, A., and Hasan, M. M. 2017. Social Capital and Corporate Cash Holdings. *International Review of Economics & Finance*, 52:1-20.

Hahn, R., and Kühnen, M. 2013. Determinants of Sustainability Reporting: a Review of Results, Trends, theory, and opportunities in an expanding field of research. *Journal of cleaner production*, 59:5-21.

Han, S., and Qiu, J. 2007. Corporate Precautionary Cash Holdings. *Journal of Corporate Finance*, 13(1):43-57.

Harford, J., Klasa, S., and Maxwell, W. F. 2014. Refinancing Risk and Cash Holdings. *The Journal of Finance*, 69(3):975-1012.

———, Mansi, S. A., and Maxwell, W. F. 2008. Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US. *Journal of financial economics*, 87(3):535-555.

Harjoto, M. A., and Jo, H. 2011. Corporate Governance and CSR Nexus. *Journal of Business Ethics*, 100(1):45-67.

Hassanein, A., and Hussainey, K. 2015. Is Forward-looking Financial Disclosure Informative? Evidence from UK Narrative Statements. *International Review of Financial Analysis*, 41:52-61.

Hitz, J. M. 2007. The Decision Usefulness of Fair Value Accounting—a Theoretical Perspective. *European accounting review*, 16(2):323-362.

Hoepner, A., Oikonomou, I., Scholtens, B., and Schröder, M. 2016. The Effects of Corporate and Country Sustainability Characteristics on the Cost of Debt: An International Investigation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(1-2):158-190.

Hu, Y. Y., Zhu, Y., Tucker, J., and Hu, Y. 2018. Ownership Influence and CSR Disclosure in China. *Accounting Research Journal*, 31(1):8-21.

Huang, P., and Zhang, Y. 2011. Does Enhanced Disclosure Really Reduce Agency Costs? Evidence from the Diversion of Corporate Resources. *The Accounting Review*, 87(1):199-229.

Jensen, M. C. 2010. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of applied corporate finance*, 22(1):32-42.

———. 2001. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of applied corporate finance*, 14(3):8-21.

- Jha, A. 2017. Financial Reports and Social Capital. *Journal of Business Ethics*, 1-30.
- Jiraporn, P., and Chintrakarn, P. 2013. How do Powerful CEOs View Corporate Social Responsibility (CSR)? An Empirical Note. *Economics Letters*, 119(3):344-347.
- Jo, H., and Harjoto, M. A. 2011. Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility. *Journal of business ethics*, 103(3):351-383.
- Jo, H., and Harjoto, M. A. 2012. The Causal Effect of Corporate Governance on Corporate Social Responsibility. *Journal of business ethics*, 106(1):53-72.
- ., and ———. 2012. Does CSR Reduce Firm Risk? Evidence from Controversial Industry Sectors. *Journal of business ethics*, 110(4):441-456.
- Jones, T. M. 1995. Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics. *Academy of management review*, 20(2):404-437.
- Jung, B., Lee, W. J., and Weber, D. P. 2014. Financial Reporting Quality and Labor Investment Efficiency. *Contemporary Accounting Research*, 31(4):1047-1076.
- Keynes Maynard, J. 1936. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Harcourt, Brace and Co., New York.
- Kuan, T. H., Li, C. S., and Liu, C. C. 2012. Corporate Governance and Cash Holdings: A Quantile Regression Approach. *International Review of Economics & Finance*, 24:303-314.
- Lanis, R., and Richardson, G. 2012. Corporate Social Responsibility and Tax Aggressiveness: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(1):86-108.
- Lawrence, A. T., and Weber, J. 2014. *Business and Society: Stakeholders, Ethics, Public Policy*. Tata McGraw-Hill Education.
- Lee, C., and Park, M. S. 2013. Subjectivity in Fair-Value Estimates, Audit Quality, and Informativeness of Other Comprehensive Income. *Advances in accounting*, 29(2):218-231.
- Lei, J., Qiu, J., and Wan, C. 2018. Asset Tangibility, Cash Holdings, and Financial Development. *Journal of Corporate Finance*, 50:223-242.
- Lin, K. C., and Dong, X. 2018. Corporate Social Responsibility Engagement of Financially Distressed Firms and their Bankruptcy Likelihood. *Advances in accounting*, 43:32-45.
- Lins, K. V., Servaes, H., and Tufano, P. 2010. What Drives Corporate Liquidity? An International Survey of Cash Holdings and Lines of Credit. *Journal of financial economics*, 98(1):160-176.
- Louis, H., Sun, A. X., and Urcan, O. 2012. Value of Cash Holdings and Accounting Conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 29(4):1249-1271.
- Lu, L. Y., Shailer, G., and Yu, Y. 2017. Corporate Social Responsibility Disclosure and the Value of Cash Holdings. *European Accounting Review*, 26(4):729-753.
- Luo, X., and Bhattacharya, C. B. 2009. The Debate over Doing Good: Corporate Social Performance, Strategic Marketing Levers, and Firm-Idiosyncratic Risk. *Journal of Marketing*, 73(6):198-213.
- Lyandres, E., and Palazzo, B. 2016. Cash Holdings, Competition, and Innovation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(6):1823-1861.

- Magerakis, E., Siriopoulos, C., and Tsagkanos, A. 2015. Cash Holdings and Firm Characteristics: Evidence from UK Market. *Journal of Risk & Control*, 2(1):19-43.
- Magnan, M., Menini, A., and Parbonetti, A. 2015. Fair Value Accounting: Information or Confusion for Financial Markets?. *Review of Accounting Studies*, 20(1):559-591.
- Masulis, R. W., Wang, C., and Xie, F. 2009. Agency Problems at Dual-Class Companies. *The Journal of Finance*, 64(4):1697-1727.
- Mathews, M. R., and Perera, M. H. B. 1996. *Accounting Theory & Development*. Nelson.
- McLean, R. D. 2011. Share Issuance and Cash Savings. *Journal of Financial Economics*, 99(3):693-715.
- Mikkelson, W. H., and Partch, M. M. 2003. Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2):275-294.
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., and Wood, D. J. 1997. Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts. *Academy of management review*, 22(4):853-886.
- Muller III, K. A., and Riedl, E. J. 2002. External Monitoring of Property Appraisal Estimates and Information Asymmetry. *Journal of Accounting Research*, 40(3):865-881.
- Ni, X., and Zhang, H. 2019. Mandatory Corporate Social Responsibility Disclosure and Dividend Payouts: Evidence from a Quasi-Natural Experiment. *Accounting & Finance*.
- Nikolov, B., and Whited, T. M. 2014. Agency Conflicts and Cash: Estimates from a Dynamic Model. *The Journal of Finance*, 69(5):1883-1921.
- Ntim, C. G., and Soobaroyen, T. 2013. Corporate Governance and Performance in Socially Responsible Corporations: New Empirical Insights from a Neo-Institutional framework. *Corporate Governance: An International Review*, 21(5):468-494.
- Oikonomou, I., Brooks, C., and Pavelin, S. 2012. The Impact of Corporate Social Performance on Financial Risk and Utility: A longitudinal Analysis. *Financial Management*, 41(2):483-515.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., and Williamson, R. 1999. The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of financial economics*, 52(1):3-46.
- Ozkan, A., and Ozkan, N. 2004. Corporate Cash Holdings: An Empirical Investigation of UK Companies. *Journal of Banking & Finance*, 28(9):2103-2134.
- Palazzo, B. 2012. Cash Holdings, Risk, and Expected Returns. *Journal of Financial Economics*, 104(1):162-185.
- Parker, L. D. 2005. Social and Environmental Accountability Research: A View from the Commentary Box. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 18(6):842-860.
- Pinkowitz, L., Stulz, R. M., and Williamson, R. 2012. *Multinationals and the high cash holdings puzzle (No. w18120)*. National Bureau of Economic Research.
- Plantin, G., Sapra, H., & Shin, H. 2008. Fair Value Accounting and Financial Stability. Available at SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1275395
- Prior, D., Surroca, J., and Tribó, J. A. 2008. Are Socially Responsible Managers Really Ethical? Exploring the Relationship between Earnings Management and Corporate Social Responsibility. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3):160-177.

- Radhakrishnan, S., Tsang, A., and Liu, R. 2018. A Corporate Social Responsibility Framework for Accounting Research. *The International Journal of Accounting*, 53(4):274-294.
- Reverte, C. 2016. Corporate Social Responsibility Disclosure and Market Valuation: Evidence from Spanish listed Firms. *Review of Managerial Science*, 10(2):411-435.
- Roy, A. 2018. Corporate Governance and Cash Holdings in Indian Firms. *Governance and Regulations' Contemporary Issues* 99:93-119.
- Seifert, B., and Gonenc, H. 2008. The International Evidence on the Pecking Order Hypothesis. *Journal of Multinational Financial Management*, 18(3):244-260.
- Sheikh, N. A., Mehmood, K. K., and Kamal, M. 2018. Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from MNCs in Pakistan. *Review of Economics and Development Studies*, 4(1):71-78.
- Sheu, H. J., and Lee, S. Y. 2012. Excess Cash Holdings and Investment: The Moderating Roles of Financial Constraints and Managerial Entrenchment. *Accounting & Finance*, 52:287-310.
- Song, C. J., Thomas, W. B., and Yi, H. 2010. Value Relevance of FAS No. 157 Fair Value Hierarchy Information and the Impact of Corporate Governance Mechanisms. *The Accounting Review*, 85(4):1375-1410.
- Sun, N., Salama, A., Hussainey, K., and Habbash, M. 2010. Corporate Environmental Disclosure, Corporate Governance and Earnings Management. *Managerial Auditing Journal*, 25(7):679-700.
- Sundaram, A. K., and Inkpen, A. C. 2004. The Corporate Objective Revisited. *Organization science*, 15(3):350-363.
- Surroca, J., and Tribó, J. A. 2008. Managerial Entrenchment and Corporate Social Performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(5-6):748-789.
- Suto, M., and Takehara, H. 2017. CSR and Cost of Capital: Evidence from Japan. *Social Responsibility Journal*, 13(4):798-816.
- Ullmann, A. A. 1985. Data in search of a theory: A Critical Examination of the Relationships among Social Performance, Social Disclosure, and Economic Performance of US Firms. *Academy of management review*, 10(3):540-557.
- Wai, W. Y., and Zhun, Y. 2013. *The Effect of Corporate Governance on Cash Holdings: Evidence from Hong Kong*, Doctoral dissertation, Hong Kong Baptist University Hong Kong.
- Wang, H., and Zhang, J. 2017. Fair Value Accounting and Corporate Debt Structure. *Advances in accounting*, 37:46-57.
- Wasiuzzaman, S. 2014. Analysis of Corporate Cash Holdings of Firms in Malaysia. *Journal of Asia Business Studies*, 8(2):118-135.
- Watson, L. 2015. Corporate Social Responsibility Research in Accounting. *Journal of Accounting Literature*, 34:1-16.
- Wilson, M. 2003. Corporate Sustainability: What is it and Where Does it Come from. *Ivey business journal*, 67(6):1-5.
- Yung, K., and Nafar, N. A. 2014. Creditor Rights and Corporate Cash Holdings: International Evidence. *International Review of Economics & Finance*, 33:111-127.