

التأثير المباشر وغير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية
الاجتماعية على قيمة الشركة - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة
بالبورصة المصرية

د/ محمد محمود الحوشي
مدرس المحاسبة والمراجعة
كلية التجارة - جامعة دمنهور

التأثير المباشر وغير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

ملخص

يهدف هذا البحث إلى اختبار التأثير المباشر وغير المباشر - من خلال سيولة الأسهم - لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات بأبعادها المختلفة (البعد البيئي، والبعد الاجتماعي، والبعد المتعلق بالموظفين، والبعد المتعلق بالمنتجات) على قيمة الشركة، وذلك باستخدام عينة من الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية والمدرجة بالمؤشر EGX100 عن فترة خمس سنوات من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٦. وباستخدام تحليل المسار، أوضحت النتائج ما يلي: (١) وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وبعديه البيئي والاجتماعي على كل من قيمة الشركة وسيولة الأسهم. (٢) وجود تأثير إيجابي ومعنوي لسيولة الأسهم على قيمة الشركة. (٣) وجود تأثير غير مباشر إيجابي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وبعديه البيئي والاجتماعي على قيمة الشركة. (٤) عدم وجود تأثير معنوي لمستوى الإفصاح عن بعدي المسؤولية الاجتماعية المتعلقين بالموظفين والمنتجات على قيمة الشركة. (٥) وجود تأثير غير مباشر سلبي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن البعد المتعلق بالموظفين على قيمة الشركة.

الكلمات الدالة: الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، وسيولة الأسهم، وقيمة الشركة.

Abstract

This research aims at examining the direct and indirect effects, through the stock liquidity, of the level of disclosure of corporate social responsibility and its different dimensions (environmental, social, employee, and product dimension), on the firm value, using the sample of the corporations listed in the Egyptian stock exchange and listed in the EGX100 index for a period of five years from 2012 to 2016. Using the path analysis, the results indicated that: (1) There is a significant positive effect of the level of disclosure of corporate social responsibility and its environmental and social dimensions on both of the firm value and the stock liquidity. (2) There is a significant positive effect of the stock liquidity on the firm value. (3) There is a significant positive indirect effect of the level of disclosure of corporate social responsibility and its environmental and social dimensions on firm value. (4) There is no significant effect of the level of disclosure of social responsibility dimensions related to employees and products on the firm value. (5) There is a significant negative indirect effect of the level of disclosure of the dimension of the employees on the firm value.

Keywords: disclosure of corporate social responsibility, stock liquidity, and the firm value.

التأثير المباشر وغير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

١ - مقدمة

تزايدت أهمية المسؤولية الاجتماعية للشركات على مدار العديد من العقود، حيث كانت موضوع العديد من المناقشات والبحوث، خاصة مع تزايد الوعي العام فيما يتعلق بدور الشركات في المجتمع على مدى العقود القليلة الماضية (Carroll and Shabana 2010). وقد ظهرت المسؤولية الاجتماعية استجابة للضغوط الاجتماعية من قبل أصحاب المصالح، والاهتمامات البيئية، والمطالب الاجتماعية والتي تصف أبعاد المسؤولية الاجتماعية. إذ يرتبط بُعد أصحاب المصالح بكيفية تفاعل الشركة مع مجموعة من أصحاب المصالح، مثل: الموظفين، والعملاء، والموردين. أما البُعد البيئي، فيشير إلى كيفية اهتمام الشركة بالبيئة الطبيعية وتأثير عملياتها عليها. وأخيراً، يرتبط البُعد الاجتماعي بكيفية مساهمة الشركة في تحسين المجتمع (Crisóstomo et al. 2011).

وعلى الرغم من أن العديد من الشركات كان لها الفضل في المساهمة في التقدم الاقتصادي والتكنولوجي، إلا أنه تم انتقادها بسبب ما أدت إليه من مشاكل اجتماعية. لذلك، أصبحت الشركات مسؤولة بشكل متزايد أمام نطاق أوسع من الجمهور بخلاف المساهمين والدائنين (Reverte 2009). وبالتالي، لم تعد الشركات مسؤولة فقط عن تحقيق الأرباح، وإنما أصبحت مطالبة بالاهتمام أيضاً بالنواحي البيئية والاجتماعية. إذ لم يعد البُعد المالي كافياً لضمان نمو قيمة الشركة بشكل مستدام، والذي لن يتحقق إلا إذا اهتمت الشركة بالأبعاد البيئية والاجتماعية (Nurlela and Isiahuddin 2008). ويؤيد ذلك، تزايد الاستثمارات في مجال المسؤولية الاجتماعية للشركات في العديد من الدول. فعلى سبيل المثال، تزايدت تلك الاستثمارات في الولايات المتحدة الأمريكية من ٦٣٩ بليون دولار إلى ٢,٢٩ تريليون دولار خلال الفترة ١٩٩٥-٢٠٠٥ (Holder-Webb et al. 2009).

ومع تزايد الإدراك العام والاهتمام بالقضايا البيئية والاجتماعية، ونمو حجم الاستثمارات في مجال المسؤولية الاجتماعية، فقد تزايد الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية من قبل الشركات من أجل توصيل معلومات عن مدى وفائها بمسئوليتها الاجتماعية، وذلك بهدف تحقيق بعض المنافع والتي من أهمها: إظهار مدى الوفاء بالمسئ

ولية الاجتماعية، وتلبية متطلبات الجهات التنظيمية، وتعزيز سمعة الشركة، وتخفيض تكلفة التمويل، وزيادة أسعار الأسهم، والتأثير الإيجابي على سوق المال.

٢ - مشكلة البحث

تواجه الشركات في الوقت الحالي العديد من الضغوط الاجتماعية من قبل أصحاب المصالح، وبالتالي، لم يعد مناسباً تقييم الشركات فقط بواسطة مؤشرات الأداء التقليدية، ولكن أيضاً من خلال

العديد من الجوانب التي توضح مدى تفاعلها مع مجموعة واسعة من مطالب أصحاب المصالح. وقد انعكس الاعتراف بالمسؤولية الاجتماعية في زيادة الاهتمام والمطالبة بقيام الشركات بالإفصاح عن معلومات المسؤولية الاجتماعية.

وقد تناول العديد من الدراسات (e.g., Fiori et al. 2010; Cahan et al. 2016; Reverte 2016) اختبار التأثير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة، إلا أنه لم يحدث اتفاق بين النتائج التي توصلت إليها تلك الدراسات. فقد توصل بعضها إلى وجود تأثير إيجابي لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة، بينما توصل البعض الآخر إلى عدم وجود مثل هذا التأثير. ومع ذلك، لم تختبر تلك الدراسات ما إذا كان يوجد تأثير غير مباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بأبعادها المختلفة على قيمة الشركة من خلال بعض المتغيرات الوسيطة الأخرى والتي من بينها سيولة الأسهم، وتحديد طبيعة هذا التأثير، وما إذا كان يمثل تأثيراً غير مباشر بصورة كلية أو جزئية، أو لا يوجد هذا التأثير، وما هي أهميته بالنسبة للتأثير الكلي لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بأبعادها المختلفة على قيمة الشركة؟

وبالتالي، تتمثل مشكلة هذا البحث في محاولة اختبار التأثير المباشر وغير المباشر لمستوى الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية للشركات بأبعادها المختلفة على سيولة الأسهم، وقيمة الشركة، وتحديد طبيعة التأثير غير المباشر وأهميته في تفسير التأثير الكلي لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بأبعادها المختلفة على قيمة الشركة. وبالتالي، تتمثل التساؤلات التي يحاول البحث الإجابة عليها فيما يلي:

- ما هي المسؤولية الاجتماعية، وأبعادها المختلفة، والنظريات المفسرة للإفصاح المحاسبي عنها؟
- هل يوجد تأثير مباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بأبعادها المختلفة على كل من قيمة الشركة وسيولة الأسهم؟
- هل يوجد تأثير مباشر لسيولة الأسهم على قيمة الشركة؟
- هل يوجد تأثير غير مباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بأبعادها المختلفة على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم؟ وما هي الأهمية النسبية لهذا التأثير؟

٣- هدف البحث

يهدف هذا البحث إلى دراسة العلاقة بين كل من مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بأبعادها المختلفة، وسيولة الأسهم، وقيمة الشركة، وتحديد التأثير المباشر وغير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط، وذلك باستخدام عينة من الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية والمدرجة بالمؤشر EGX100 عن فترة خمس سنوات ٢٠١٢-٢٠١٦. وقد تم ذلك عن طريق استخدام نموذج المعادلات الهيكلية Structural Equation Model باستخدام تحليل المسار Path Analysis، حيث يمثل مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بأبعادها الأربعة (البعد البيئي، والبعد الاجتماعي، والبعد

المتعلق بالموظفين، والبعد المتعلق بالمنتجات) المتغير المستقل، بينما تمثل قيمة الشركة المتغير التابع، في حين تمثل سيولة الأسهم المتغير الوسيط.

٤ - أهمية البحث

يستمد هذا البحث أهميته من خلال سعيه لتوضيح العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، وسيولة الأسهم، وقيمة الشركة، بهدف معرفة ما إذا كانت قيمة الشركة ترتبط بكل من مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم، وبالتالي، توضيح التأثير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بأبعادها المختلفة على كل من قيمة الشركة وسيولة الأسهم، بالإضافة إلى التأثير غير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بأبعادها المختلفة على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط. ويأتي ذلك في ظل الاهتمام المتزايد بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات في البيئة المصرية في الوقت الحالي، وهو ما قد يكون له آثار إيجابية على سوق المال المصري من حيث زيادة سيولة الأسهم، ونمو هذا السوق، وبالتالي مطالبة الجهات التنظيمية للشركات بضرورة التوسع في مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية. ومن ناحية أخرى، فإن الدراسات التي تناولت تأثير مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة اقتصررت على تناول تأثيره المباشر فقط دون دراسة تأثيره غير المباشر من خلال سيولة الأسهم، ومن ثم فإن تناول هذا التأثير يعتبر أمراً جديراً بالدراسة.

٥ - حدود البحث

يقتصر هذا البحث على دراسة التأثير المباشر وغير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بأبعادها المختلفة على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط، ولهذا يقع خارج نطاق هذا البحث دراسة محددات الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية. كما يقتصر البحث على دراسة تأثير مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة فقط سواء بشكل مباشر أو غير مباشر من خلال سيولة الأسهم، وبالتالي، لن يتم التعرض للآثار الأخرى للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية إلا بقدر ما يلزم لمعالجة مشكلة البحث.

ولتحقيق هدف البحث، سوف يتم تنظيم المتبقي منه على النحو التالي:

- ٦- تعريف المسؤولية الاجتماعية للشركات.
- ٧- الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات.
- ٨- الدراسات التي تناولت التأثير المباشر وغير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة وسيولة الأسهم، واشتقاق فروض البحث.
- ٩- الدراسة التطبيقية.
- ١٠- خلاصة البحث وتوصياته ومجالات البحث المقترحة.

٦- تعريف المسؤولية الاجتماعية للشركات

ظهرت المسؤولية الاجتماعية في الأدب المحاسبي منذ فترة طويلة تجاوزت السبعين عاماً، حيث تم ذكر المسؤولية الاجتماعية لأول مرة في الدراسات في عام ١٩٢٦ من قبل Clark، والذي لاحظ أن الشركات لديها التزامات تجاه المجتمع (Freeman and Hasanaoui 2011). ومع ذلك، يشير العديد من الدراسات (e.g., Carroll and Shabana 2010; Freeman and Hasanaoui 2011; Beal 2014) إلى أن موضوع المسؤولية الاجتماعية لم ينل الاهتمام الأكاديمي بدرجة كافية إلا مع ظهور كتاب Brown عام ١٩٥٣، والذي يعتبر الدافع لدراسة المسؤولية الاجتماعية للشركات، حيث تم تعريفها بأنها التزام رجال الأعمال بمتابعة تلك السياسات واتخاذ القرارات وإتباع الإجراءات المرغوبة من حيث أهداف وقيم المجتمع.

وتشير دراسة Carroll and Shabana (2010) إلى أن التعريفات الرسمية للمسؤولية الاجتماعية للشركات بدأت في فترة السبعينيات من القرن الماضي، والتي اتسمت بالتركيز على الأداء الاجتماعي للشركات، وبالتالي أصبحت المسؤولية الاجتماعية للشركات وأدائها الاجتماعي محور العديد من المناقشات والدراسات. ومع ذلك، اتفق العديد من الدراسات (e.g., Mc Williams et al. 2006; Dahlsrud 2008; Okeye 2009; Reverte 2009; Freeman and Hasanaoui 2011; Omran and Ramdhony 2015) على أنه رغم قبول مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات على نطاق واسع، فإنه لا يوجد إجماع على تعريف واحد للمسؤولية الاجتماعية. ومع ذلك، تشير دراسة Dahlsrud (2008) إلى أنه رغم تعدد تعاريف المسؤولية الاجتماعية للشركات، وصياغتها بعبارات مختلفة، إلا أنها غالباً ما تشير إلى وجود تطابق بينها. ويؤيد ذلك ما أوضحته دراسة Reverte (2009) من أن معظم التعريفات تصف المسؤولية الاجتماعية للشركات بأنها مفهوم تدمج الشركة من خلاله القضايا الاجتماعية والبيئية في عملياتها، وفي تفاعلها مع أصحاب المصالح فيها على أساس اختياري.

ويشير بدوي (٢٠٠٤) إلى أنه رغم الاهتمام الذي حظي به موضوع المسؤولية الاجتماعية، إلا أنه لا يوجد اتفاق واضح ومحدد حول مضمون ودلالات مفهوم المسؤولية الاجتماعية. ويرجع ذلك إلى تعدد واختلاف المفاهيم والمتغيرات الأساسية للمسؤولية الاجتماعية والتي لم يتم تحديدها بشكل قاطع يسمح بالتعرف على الأبعاد المحددة لتلك المسؤولية.

لذلك، قام العديد من الدراسات بتحديد أبعاد أو مجالات المسؤولية الاجتماعية. فقد صنفت دراسة Carroll (1991) المسؤولية الاجتماعية للشركات إلى أربعة أبعاد، هي: (١) المسؤولية الاقتصادية، وتتضمن جوانب مثل: تعظيم الأرباح، والحفاظ على مستوى مرتفع من كفاءة التشغيل، والحفاظ على المركز التنافسي. (٢) المسؤولية القانونية، وتتضمن جوانب لعل أهمها: الامتثال للقوانين واللوائح. (٣) المسؤولية الأخلاقية، وتتضمن جوانب مثل: الأداء بطريقة تتسق مع التوقعات والأعراف الاجتماعية والأخلاقية، والالتزام بالسلوك الأخلاقي بما يتجاوز مجرد الالتزام بالقوانين واللوائح. (٤) المسؤولية الخيرية، وتشمل جوانب مثل: الأداء بطريقة تتسق مع العمل الخيري والتوقعات الخيرية للمجتمع،

والمشاركة في العمل التطوعي، والقيام بالأنشطة الخيرية داخل المجتمع المحلي، وتقديم التبرعات. وقد تم تنظيم الأبعاد الأربعة السابقة في شكل هرمي، يبدأ من المسؤولية الاقتصادية وينتهي بالمسؤولية الخيرية في قمة هذا التنظيم. ورغم أن المسؤولية الاقتصادية وفقاً لهذا التسلسل تعد المسؤولية الأساسية للشركات، إلا أنه لا يمكن تعظيم قيمة الشركة وأدائها المالي إذا لم تقم الشركة بالوفاء بالأبعاد الثلاثة الأخرى للمسؤولية الاجتماعية.

وقد قدمت دراسة (Schwartz and Carroll (2003) مدخلاً يتضمن ثلاثة أبعاد أساسية للمسؤولية الاجتماعية، هي: (١) **المسؤولية الاقتصادية**، وتشمل الأنشطة التي يكون لها آثار اقتصادية مباشرة أو غير مباشرة على الشركة، مثل: تعظيم الأرباح، وتعظيم قيمة الشركة. (٢) **المسؤولية القانونية**، وتتمثل في استجابة الشركة وامتثالها للقوانين. (٣) **المسؤولية الأخلاقية**، وتشير إلى استجابة الشركة إلى المتطلبات الأخلاقية والتي يتوقعها الأفراد بصفة عامة، وأصحاب المصالح بصفة خاصة. ويتميز هذا التقسيم مقارنة بتقسيم دراسة (Carroll (1991) بالتداخل بين الأبعاد الثلاثة، وبالتالي توجد سبع فئات للمسؤولية الاجتماعية، هي: المسؤولية الاقتصادية، والمسؤولية القانونية، والمسؤولية الأخلاقية، والمسؤولية الاقتصادية والأخلاقية، والمسؤولية القانونية، والمسؤولية القانونية والأخلاقية، والمسؤولية الاقتصادية والقانونية والأخلاقية.

وقد ميزت دراسة (Nielsen and Thomsen (2007) بين ثلاثة مداخل لتحديد المسؤولية الاجتماعية للشركات. **المدخل الأول**، ويمثل وجهة النظر التقليدية، والتي ترى أن المسؤولية الاجتماعية للشركة تتمثل في تعظيم الأرباح. أما **المدخل الثاني**، فيمثل منظور أصحاب المصالح، والذي يرى أن الشركة ليست مسؤولة فقط تجاه ملاك الشركة، ولكن أيضاً تجاه أصحاب المصالح. ويمثل **المدخل الثالث**، المدخل الأوسع للمسؤولية الاجتماعية، والذي يعتبر الشركات مسؤولة أمام المجتمع بشكل عام، حيث يُنظر إلى الشركات على أنها جزء من المجتمع وأنها بحاجة إلى الحصول على ترخيص من المجتمع للاستمرار في العمل.

وتشير دراسة (Dahlsrud (2008) إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تتطوي على خمسة أبعاد، هي: (١) **البعد البيئي**، والذي يشير إلى البيئة الطبيعية، مثل: المحافظة على بيئة نظيفة، وإدراج الاهتمامات البيئية في أعمال الشركة. (٢) **البعد الاجتماعي**، ويشير إلى العلاقة بين الشركة والمجتمع، مثل المساهمة في تحسين المجتمع. (٣) **البعد الاقتصادي**، ويشير إلى الجوانب المالية، مثل: المساهمة في تطوير الأداء الاقتصادي، والمحافظة على الربحية. (٤) **بُعد أصحاب المصالح**، ويشير إلى أصحاب المصالح، والتفاعل معهم. (٥) **البعد الاختياري**، ويشير إلى الأحداث والتصرفات التي تتم على أساس القيم الأخلاقية، والتي لم ينص عليها القانون.

واستناداً إلى الأبعاد التي حددتها دراسات (Carroll (1991), Schwartz and Carroll (2003), Nielsen and Thomsen (2007), and Dahlsrud (2008) يمكن تبويب أبرز التعريفات التي تناولت مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات كما يلي: فمن ناحية، تناولت بعض التعريفات بعدين فقط من الأبعاد السابقة، وإن اختلفت فيما بينها في ماهية هذين البعدين. فقد عرفت

دراسة (2001) McWilliams and Siegel المسؤولية الاجتماعية للشركات بأنها إجراءات تعزز العمل الخيري الاجتماعي، وبما يتجاوز مصالح الشركة والمحددة بواسطة القانون. وقد عرفها الخيال، ومفتي (2003) بأنها التزام من قبل الشركات داخل المجتمع لتحمل مسؤوليتها البيئية والاجتماعية من خلال إنفاق جزء من أرباحها لحماية البيئة، والحفاظ على الموارد الطبيعية، وتقديم خدمات للمجتمع. وأخيراً، فقد عرفتها دراسة (2014) Waters and Ott بأنها تصرفات اختيارية تقوم المنشأة بتنفيذها لتحقيق أهداف أصحاب المصالح.

ومن ناحية أخرى، تناولت بعض التعريفات ثلاثة أبعاد للمسؤولية الاجتماعية وإن لم تتفق أيضاً في هذه الأبعاد. فقد عرف (2005) Vogel المسؤولية الاجتماعية للشركات بأنها الممارسات التي تحسن بيئة العمل وتفيد المجتمع بطرق تتجاوز ما يجب على الشركات القيام به قانوناً. وعرفت دراسة (2012) Isa بأنها عملية مستمرة وطويلة الأجل تسترشد بالقيم التنظيمية والشخصية، والتي تهتم بكل من الأفراد كأصحاب مصالح، والسياسات البيئية والتنظيمية. وغالباً ما يعتمد ذلك على مكاسب وأرباح الشركة. وأخيراً، عرفت دراسة (2014) Pirnea et al. المسؤولية الاجتماعية بأنها مجموعة من الأنشطة والتي تشمل العمل في شراكة مع المجتمع المحلي، وتطوير العلاقات مع الموظفين والعملاء وأسره، والمشاركة في الحفاظ على البيئة والاستدامة البيئية.

وقد تناولت مجموعة ثالثة من التعريفات أربعة أبعاد ركز معظمها على البعد البيئي، والاجتماعي، وأصحاب المصالح، والبعد الاختياري. فقد عرف مجلس الأعمال العالمي للتنمية المستدامة (2000) World Business Council for Sustainable Development المسؤولية الاجتماعية للشركات بأنها الالتزام المستمر بواسطة منشآت الأعمال بالتصرف بشكل أخلاقي، والمساهمة في التنمية الاقتصادية مع تحسين جودة حياة الموظفين وأسره بالإضافة إلى المجتمع المحلي والمجتمع ككل. وقد عرفها (2012) Aguinis and Glaves بأنها إجراءات وسياسات تنظيمية محددة تأخذ في اعتبارها توقعات أصحاب المصالح، بالإضافة إلى الأداء الاقتصادي والاجتماعي والبيئي. وعرفها Coombs and Holladay (2012) بأنها إجراءات اختيارية تقوم الشركة بتنفيذها ومتابعتها لوفاء بالتزاماتها المتوقعة تجاه أصحاب المصالح بما في ذلك الموظفين، والمجتمع المحلي، والبيئة والمجتمع ككل.

وقد تناولت المجموعة الرابعة من التعريفات خمسة أبعاد للمسؤولية الاجتماعية. فقد عرفت لجنة المجتمعات الأوروبية (2001) Commission of the European Communities المسؤولية الاجتماعية للشركات بأنها مفهوم تقوم من خلاله الشركات بدمج القضايا الاجتماعية والبيئية في عمليات الشركة، وتفاعلها مع أصحاب المصالح على أساس اختياري. ويشير (2010) Galbreath إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تتضمن المسؤوليات الاقتصادية والقانونية والأخلاقية والاختيارية التي تتحملها الشركات تجاه أصحاب المصالح.

ويرى الباحث أن تعدد تعريفات المسؤولية الاجتماعية للشركات قد يرجع إلى تعدد الأبعاد التي تنطوي عليها المسؤولية الاجتماعية، بالإضافة إلى عدم وجود اتفاق على هذه الأبعاد سواء من جانب الدراسات أو من جانب الهيئات التنظيمية. ويتفق الباحث مع دراسة (2009) Reverte في أن معظم

التعريفات تصف المسؤولية الاجتماعية للشركات بأنها مفهوم تدمج الشركات من خلاله القضايا الاجتماعية والبيئية في عملياتها، وتفاعلها مع أصحاب المصالح على أساس اختياري، وإن لم يتضمن بعض التعريفات جميع هذه الأبعاد.

٧- الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات

يمكن تصنيف الإفصاح المحاسبي إلى قسمين: أولهما، الإفصاح الإلزامي، والذي يمثل الحد الأدنى من المعلومات التي يجب الإفصاح عنها في ضوء اللوائح والقواعد والمعايير. وثانيهما، الإفصاح الاختياري، حيث يكون لدى الشركة الحرية في اختيار نوع المعلومات التي يتم الإفصاح عنها والتي تدعم عملية اتخاذ القرار وزيادة قيمة الشركة (Kurniasari and Warastui 2015).

ومع تزايد الطلب على المعلومات وتحقيق الشفافية خلال العقود الأخيرة الماضية، فقد ترتب على الإدراك العام والاهتمام بالقضايا البيئية والاجتماعية، ونمو حجم الاستثمارات في مجال المسؤولية الاجتماعية، بالإضافة إلى الاهتمام المتزايد في وسائل الإعلام، زيادة الإفصاح من قبل الشركات من أجل توصيل معلومات عن مدى وفائها بمسئوليتها الاجتماعية (Nielsen and Thomsen 2007; Holder-Webb et al. 2009; Yao et al. 2011; Tagesson et al. 2013). وفي هذا الصدد، يؤيد العديد من الدراسات (e.g., Holder-Webb et al. 2009; Yao et al. 2011; Gherghina et al. 2015; Hapsoro and Zidni 2015; Moravcikova et al. 2015) أنه لم يعد كافياً بالنسبة للشركات القيام بالأنشطة المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية، ولكن من المهم أيضاً الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بهذه الأنشطة وجعلها متاحة لأصحاب المصالح في الشركة. إذ إنه من الصعب الاستثمار في أنشطة المسؤولية الاجتماعية لتعزيز سمعة الشركة وتعظيم قيمتها دون الإفصاح عن معلومات بشأن هذه الأنشطة.

ويُعرف الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بأنه عملية توصيل الآثار الاجتماعية والبيئية للإجراءات الاقتصادية التي تقوم بها الشركة لمجموعات ذات مصالح محددة داخل الشركة والمجتمع ككل (Gray et al. 1996: as cited in Aldosari and Atkins 2015). وفي ذات السياق، عرّف Hackston and Milne (1996) الإفصاح الاجتماعي بأنه تقديم معلومات مالية وغير مالية تتعلق بتفاعل الشركة مع بيئتها المادية والاجتماعية، والتي يتم التقرير عنها في التقارير السنوية للشركة أو في شكل تقارير اجتماعية منفصلة. وتشمل تلك المعلومات، معلومات عن كل من: البيئة المادية، والطاقة، والموارد البشرية، والمنتجات، والمشاركة المجتمعية.

وعادة ما تقوم الشركات بالإفصاح عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات في التقارير السنوية أو في تقارير اجتماعية منفصلة، مثل: تقرير المسؤولية الاجتماعية أو تقرير الاستدامة (Reverte 2009). وتتفق دراسات (O'Donovan (2002), Yao et al. (2011), Tagesson et al. (2016), and Ahmed et al. (2013), Perez (2015), على أن الشركات تقوم بالإفصاح اختياريًا عن المعلومات الاجتماعية والبيئية في التقارير السنوية لتحقيق اتصال فعال مع أصحاب المصالح، من

خلال إرسال رسائل بشأن تصرفاتها وأنشطتها الاجتماعية والبيئية. ويترتب على ذلك تحقيق الشركة للعديد من المنافع، مثل: تحقيق الاتساق بين القيم الاجتماعية التي تتطوي عليها أنشطة الشركة والأعراف والقيم الاجتماعية، وتعزيز سمعة الشركة، وإظهار مدى الوفاء بالمسؤولية الاجتماعية. وقد أيد العديد من الدراسات تزايد عدد تقارير المسؤولية الاجتماعية المنشورة في السنوات الأخيرة. فعلى سبيل المثال، فإن أكثر من نصف شركات Fortune1000 قامت بإصدار تقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات بشكل منتظم (Jo and Kim 2008). كما أن أكثر من ٨٠% من شركات Fortune500 تعرض تقارير المسؤولية الاجتماعية على مواقعها على شبكة الانترنت (Lii and Lee 2012). ووفقاً لمبادرة التقرير العالمي GRI، فإن عدد الشركات الأمريكية التي تقوم بنشر تقارير المسؤولية الاجتماعية تزايد من ٧٠ شركة سنة ٢٠٠٧ إلى أكثر من ٥٤٠ شركة سنة ٢٠١٢. وتمثل شركات الولايات المتحدة الأمريكية ١٢,٥% من نسبة الشركات التي قامت بالتقرير عن المسؤولية الاجتماعية عالمياً في سنة ٢٠١٢.

ويشير تقرير (KPMG 2015) إلى تزايد عدد تقارير المسؤولية الاجتماعية التي تصدرها أكبر ٢٥٠ شركة على مستوى العالم G250 من ٣٥% سنة ١٩٩٩ إلى ٩٢% سنة ٢٠١٥، وكذلك تزايد عدد تقارير المسؤولية الاجتماعية التي تصدرها أكبر ١٠٠ شركة في كل دولة محل المسح N100 من ٢٤% سنة ١٩٩٩ إلى ٧٣% سنة ٢٠١٥، وكذلك تزايد إدراج معلومات تقرير المسؤولية الاجتماعية في التقارير السنوية لشركات N100 من ٤٠% سنة ٢٠٠٨ إلى ٥٦% سنة ٢٠١٥. وقد أرجع التقرير ذلك إلى سببين: أولهما، تزايد أهمية المعلومات المدرجة بتقارير المسؤولية الاجتماعية، والتي تعتبر ملائمة للمساهمين لتمكينهم من فهم الفرص والمخاطر التي تتعرض لها الشركة. وثانيهما، قيام أسواق المال، والحكومات في الكثير من الدول بإصدار متطلبات بشأن التقرير عن معلومات المسؤولية الاجتماعية في التقارير السنوية.

ويوجد العديد من النظريات التي تفسر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، منها: نظرية الشرعية، ونظرية أصحاب المصالح، ونظرية الإشارة (Jupe 2005; Reverte 2009; Omran and Ramdhony 2015).

ويشير (Omran and Ramdhony 2015) إلى أنه لا توجد نظرية واحدة قابلة للتطبيق بشأن تفسير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات لكل المواقف أو المجتمعات. ويرجع ذلك إلى أن المعلومات الاجتماعية والبيئية بطبيعتها هي معلومات غير مالية ولا يمكن تفسيرها بواسطة بعض النظريات التي تركز على المعلومات المالية والمستقبلية. وفي ذات السياق، يرى (Reverte 2009) أنه رغم وجود أدلة كثيرة على أن المعلومات الاجتماعية والبيئية تعتبر مفيدة لاتخاذ القرارات بواسطة المستثمرين، إلا أن التركيز على هذه الفئة من أصحاب المصالح لا يوفر أساساً نظرياً شاملاً لتفسير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، خاصة وأن معظم هذا الإفصاح يعتبر إفصاحاً غير مالي. واستجابة لذلك، تم عرض تفسيرات بديلة للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات.

ويشير (2002) Deegan إلى أنه نظراً لوجود تداخل بين عدد من النظريات، والتي يمكن أن تقدم وجهات نظر مختلفة، يستخدم الباحثون أكثر من نظرية لتوفير تفسير لبعض التصرفات الإدارية. ويرى (2009) Reverte أن النظريات البديلة في مجال دراسة سياسات الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية تركز على وجهات نظر مختلفة لنفس القضية. وبالتالي، لا ينبغي النظر إلى النظريات المختلفة على أنها وجهات نظر متنافسة، ولكنها بدلاً من ذلك تعتبر طرقاً بديلة لفهم ودراسة القرارات التنظيمية للإفصاح عن أنواع مختلفة من المعلومات. وباستقراء الدراسات (e.g., Deegan 2002; Jupe 2005; Branco and Rodrigues 2008; Reverte 2009) التي تناولت الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، يتضح استخدامها للعديد من النظريات لتفسير هذا الإفصاح. ويمكن تناول تلك النظريات على النحو التالي:

٧-١ نظرية الشرعية

تم استخدام نظرية الشرعية منذ أوائل الثمانينيات من القرن الماضي بواسطة العديد من الباحثين كأساس نظري في مجال المحاسبة الاجتماعية والبيئية (Laan 2009). وتُعرف الشرعية على أنها إدراك أو افتراض عام بأن تصرفات الشركة مرغوبة أو مناسبة في إطار بعض النظم الاجتماعية التي تم بناؤها على أساس من القواعد والقيم والمعتقدات (Perrow 1970: as cited in Reverte 2009). وتعتمد نظرية الشرعية على فكرة وجود عقد اجتماعي بين الشركات والمجتمع. وبالتالي، يصبح بقاء الشركة مهدداً، إذا ما توافر انطباع لدى المجتمع بأن الشركة قد انتهكت هذا العقد، حيث يمكن أن يلغي المجتمع عقد استمرار الشركة في عملياتها من خلال العديد من الإجراءات، مثل: قيام المستهلكين بتخفيض الطلب على منتجات الشركة، وزيادة الضغوط على الهيئات الحكومية لزيادة الضرائب أو الغرامات، أو فرض قوانين لحظر الإجراءات التي لا تتفق مع توقعات المجتمع. لذلك، تعتبر الشرعية مصدراً تعتمد عليه الشركات من أجل ضمان البقاء (Deegan 2002; Jupe 2005). وبالتالي، تقترض نظرية الشرعية أن الشركات يجب أن تتصرف في إطار حدود ما يعتبره المجتمع مقبولاً من الناحية الاجتماعية (O'Donovan 1999).

واستناداً إلى ذلك، يرتبط نطاق ونوع الإفصاح الاجتماعي للشركة بشكل مباشر بإدراك الإدارة الخاص باهتمامات المجتمع من منظور نظرية الشرعية (Deegan et al. 2002). ويتفق ذلك مع ما أوضحتها دراسة (2000) Hooghiemstra من أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يهدف إلى إضفاء الشرعية على سلوك الشركة من خلال توفير معلومات تهدف إلى التأثير على أصحاب المصالح وإدراك المجتمع حول الشركات. ويرى (2011) Yao et al. أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، في ضوء نظرية الشرعية، يعتبر استجابة للضغط العام واهتمام وسائل الإعلام الناتج عن الأحداث الاجتماعية الكبرى. ويتفق ذلك مع ما سبق أن أوضحه (2002) Deegan من أنه عندما تكون شرعية المنشأة محل تساؤل، فإنه يمكن تبني العديد من الاستراتيجيات التي سوف تعتمد على الإفصاح للأطراف الخارجية، كوسيلة يمكن للإدارة من خلالها أن تؤثر في إدراك تلك الأطراف عن الشركة.

ويضيف (Branco and Rodrigues 2008) أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات يعتبر وسيلة للشركات للتواصل مع المجتمع لإقناع الجمهور بأنها تلبى توقعاتهم الاجتماعية.

٧-٢ نظرية أصحاب المصالح

يمكن تعريف أصحاب المصالح بأنهم أي مجموعة أو فرد يمكن أن يؤثر أو يتأثر بتحقيق أهداف الشركة. ووفقاً لذلك، فإن أصحاب المصالح الرئيسيين هم أولئك الذين لديهم مصلحة في الشركة، مثل المستثمرين، والموظفين، والعملاء. بينما يعتبر المنافسون، والمجتمع المحلي، ووسائل الإعلام، والمجتمع أصحاب مصالح ثانويين (Freeman 1984: as cited in Nielsen and Thomsen 2007).

وينطوي تحليل أصحاب المصالح في البداية على تحديد مجموعات أصحاب المصالح في الشركة والذين لهم حق في المعلومات، وترتيب أو إعطاء الأولوية لمصالحهم (Laan 2009). لذلك، فقد قام Mitchell et al. (1997) بتحديد هوية مجموعات أصحاب المصالح استناداً إلى معيارين، هما: (١) القوة التي تمارسها هذه المجموعات على الشركة، والتي تعتمد على الموارد التي يسيطر عليها أصحاب المصالح ودرجة ارتباطهم بالشركة، بما يمكنهم من ممارسة السلطة عليها. (٢) شرعية هذه المجموعات، والتي تمثل حقهم الأخلاقي للتدخل في الشركة.

وبالتالي، تساعد نظرية أصحاب المصالح في تحديد ما هي المجموعات التي يتوقع أن تكون محل اهتمام الشركة. لذلك، تأخذ تلك النظرية في اعتبارها صراحة تأثير توقعات مختلف مجموعات أصحاب المصالح داخل المجتمع عند الإفصاح عن سياسات الشركة. وبالتالي، فإن إفصاح الشركة يعتبر أداة للإدارة لإدارة احتياجات مختلف أصحاب المصالح من المعلومات، وتعزيز سمعة الشركة من وجهة نظرهم (Neu et al. 1998; Deegan 2002; Reverte 2009; Hassan and Marston 2010).

وعلى الرغم من أن كلاً من نظرية الشرعية ونظرية أصحاب المصالح تعتبر الشركة جزءاً من نظام اجتماعي أوسع، حيث تؤثر الشركة في مجموعات أخرى داخل المجتمع، وتتأثر بها، فإن نظرية الشرعية تناقش توقعات المجتمع بشكل عام في ضوء العقد الاجتماعي، بينما توفر نظرية أصحاب المصالح مدخلاً أكثر دقة من خلال الإشارة إلى مجموعات أصحاب مصالح معينة داخل المجتمع. وبالتالي، سوف يكون هناك عقود اجتماعية مختلفة يتم التفاوض عليها مع أصحاب مصالح مختلفين بدلاً من وجود عقد واحد مع المجتمع بشكل عام (Deegan 2002).

٧-٣ نظرية الإشارة

تُعد نظرية الإشارة إحدى النظريات التي يستند إليها الإفصاح الاختياري. وتعتبر نظرية الإشارة مفيدة لوصف السلوك عندما يوجد طرفان لديهم مقدرة مختلفة للوصول إلى المعلومات. فعادة ما يكون لأحد الطرفين (المرسل) اختيار ما إذا كان ينبغي أن يقوم بالإفصاح عن المعلومات، وكيفية الإفصاح

عنها. أما الطرف الآخر (المستقبل)، فيقع عليه كيفية تفسير الإشارة المرسله له من الطرف الأول من خلال المعلومات التي تم الإفصاح عنها. وتتعلق نظرية الإشارة باستجابة سوق المال للأخبار الجيدة وغير الجيدة والتي تم الإفصاح عنها من قبل الشركة. وبالتالي، تساعد المعلومات التي تقدمها الإدارة في تعديل توقعات المستثمرين بشأن أداء الشركة وأرباحها في المستقبل، ومن ثم اتخاذ قرار بشراء أو بيع أسهم الشركة (Kurniasari and Warastui 2015).

وتشير نظرية الإشارة إلى أن مديري الشركات يكونوا أكثر احتمالاً للإفصاح عن المزيد من المعلومات بهدف الإشارة إلى نتائجها الإيجابية (Hassanein and Hussainey 2015). ووفقاً لنظرية الإشارة، فإنه يمكن اعتبار التقرير عن معلومات الشركة بمثابة إشارة إلى أسواق المال، والتي يتم إرسالها لتخفيض عدم تماثل المعلومات، وتخفيض تكلفة التمويل، وزيادة قيمة الشركة (Perez 2015). ووفقاً لذلك، فقد تستخدم الشركات الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات لإرسال إشارة إلى المستثمرين وأصحاب المصالح الآخرين بأن الشركة تشارك بفعالية في أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات، والذي قد يؤدي بدوره إلى آثار إيجابية، مثل: تعزيز سمعة الشركة (Linthicum et al. 2010; Sun et al. 2010)، وتخفيض تكلفة التمويل (Dhaliwal et al. 2011; Reverte 2012)، وزيادة أسعار الأسهم (De Klerk et al. 2015; Gutsche et al. 2017). لذلك، توفر هذه النظرية دوافع للإفصاح عن المعلومات في تقرير المسؤولية الاجتماعية (Perez 2015)، وهو ما قد يفسر الإفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية خاصة في الاقتصاديات الناشئة (Su et al. 2016).

٨- الدراسات التي تناولت التأثير المباشر وغير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة وسيولة الأسهم وإشفاق فروض البحث

توجد ثلاثة أنواع من الدراسات التجريبية بشأن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات: أولهما، الدراسات الوصفية والتي تقدم تقريراً بشأن طبيعة ومدى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، مع إجراء بعض المقارنات، على سبيل المثال، بين دول أو فترات زمنية. وثانيهما، الدراسات التي تركز على المحددات المحتملة للتقرير الاجتماعي والبيئي. أما الثالثة والأخيرة، فتهم بتأثير المعلومات الاجتماعية والبيئية على مختلف المستخدمين استناداً إلى رد فعل سوق المال (Reverte 2009).

ويرى (O'Donovan 1999) أن الإدارة لن توفر الإفصاح البيئي الاختياري، إلا إذا كانت ترى أن هذا الإفصاح سوف يفيد الشركة. كما يشير (Yao et al. 2011) إلى أنه رغم أهمية المسؤولية الاجتماعية للشركات، إلا أنه من غير الممكن أن يتم تعظيم قيمة الشركة وأدائها المالي إذا لم تقم الشركة بتوصيل معلومات عن مدى وفائها بتلك المسؤولية إلى الجمهور. ويرجع ذلك إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات يفيد في تقييم مدى التطابق بين القيم الاجتماعية المتضمنة بواسطة أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات والقيم والأعراف الاجتماعية. ويؤيد ذلك ما أوضحته

دراسة (Holder-Webb et al. (2009) من تركيز المستثمرين المؤسسيين ومجموعات أصحاب المصالح الآخرين على المعلومات الاجتماعية والبيئية عند تحليل الأسهم، خاصة مع نمو الاستثمارات في مجال المسؤولية الاجتماعية.

وسوف يتناول الباحث في هذا الجزء الدراسات التي تناولت التأثير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على كل من قيمة الشركة وسيولة الأسهم. وكذلك الدراسات التي تناولت التأثير المباشر لسيولة الأسهم على قيمة الشركة، وأخيراً، الدراسات التي تناولت التأثير غير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم، وذلك على النحو التالي:

٨-١ الدراسات التي تناولت تأثير مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة

يعتبر تقييم الشركات محل اهتمام العديد من الأطراف، مثل: المستثمرين والمحللين الماليين. ويزخر الفكر المحاسبي والإداري بالعديد من النماذج الكمية للتعبير عن قيمة الشركة. وتوجد معاني ودلالات عديدة للقيمة في الفكر المحاسبي والإداري والاقتصادي، حيث يمكن التمييز بين ثلاث قيم، هي: (١) القيمة السوقية، وهي تلك القيمة التي يتم تداول السهم بها في سوق الأوراق المالية. (٢) القيمة الحقيقية، وهي تلك القيمة التي يحكم بها ذوي الخبرة بناءً على الخصائص الضمنية للشركة، والتي تشمل مقدرتها على تحقيق الأرباح وإدارة المخاطر المرتبطة بالاستثمار. (٣) القيمة العادلة، وهي تلك القيمة التي سيتم الحصول عليها من بيع أصل أو التي سيتم دفعها لنقل التزام في معاملة منظمة بين المشاركين في السوق في تاريخ القياس (حسانين ٢٠٠٩).

ورغم تعدد نماذج التقييم التي تناولها الأدب المحاسبي، فإن الهدف من التقييم يؤثر على النموذج الذي يتم اختياره واستخدامه لتقييم الشركات. لذلك، ميزت دراسة المنياوي (٢٠٠٨) بين أربعة مداخل للتقييم، هي: (١) مدخل التكلفة التاريخية، والذي يعتمد على تكلفة اقتناء الأصول وكذلك تحديد قيمة الالتزامات. (٢) مدخل الأصول، والذي يقوم على تقييم عناصر الأصول كمفردات مستقلة وليس كوحدة واحدة، ثم بعد ذلك يتم تجميع قيم هذه الأصول وطرح التزامات الشركة منها للوصول إلى صافي الأصول. (٣) مدخل الدخل، والذي يقوم على افتراض إمكانية التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية الداخلة والخارجة للشركة محل التقييم. (٤) مدخل السوق، والذي يقوم على وجود سوق نشطة للأوراق المالية تتصف بالكفاءة بحيث تعكس القيمة الحقيقية للأوراق المالية.

ونظراً لأن الهدف الرئيسي لأي شركة هو زيادة قيمتها في الأجل الطويل، والتي تمثل إدراك المستثمرين لمستوى نجاحها وهو ما يرتبط غالباً بأسعار الأسهم (Hidayah 2014; Kurniasari and Warastuti 2015)، والذي قد يعتمد على وجود ممارسات جيدة للمسؤولية الاجتماعية، ومدى تأثيرها على أصحاب المصالح في الشركة (Barnett 2007)، لذلك فقد تناول العديد من الدراسات اختبار تأثير مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة، إلا أنه لا يوجد اتفاق بين النتائج

التي توصلت إليها تلك الدراسات. فمن ناحية، توصل بعض الدراسات (e.g., Fiori et al. 2010; Karim et al. 2013; De Klerk et al. 2015; Cahan et al. 2016; Jizi et al. 2016; Reverte 2016) إلى وجود تأثير إيجابي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة.

فقد استهدفت دراسة Karim et al. (2013) اختبار تأثير جودة الإفصاح الاختياري عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة، باستخدام عينة من ٤٠ شركة بقطاع الخدمات والمسجلة بالبورصة الإندونيسية خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠١٠. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين جودة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وقيمة الشركة.

وتوصلت دراسة مليجي (٢٠١٤) إلى وجود تأثير إيجابي لكل من مستوى وجودة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على أداء البنك السوقي مقاساً بنسبة Tobin's Q، وذلك بالتطبيق على ٣٦ بنكاً من البنوك العاملة في جمهورية مصر العربية خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٣. ويتفق مع ذلك، ما توصلت إليه دراسة Jizi et al. (2016) من وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وأسعار أسهم البنوك الأمريكية خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٠.

وباستخدام نموذج Ohlson (1995)، اختبرت دراستا De Klerk et al. (2015) and Reverte (2016) العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وأسعار أسهم الشركات بالمملكة المتحدة وأسبانيا على التوالي. وقد توصلت الدراستان إلى وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وأسعار الأسهم. وقد أضافت الدراستان بعداً آخر بدراسة ما إذا كانت العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وأسعار الأسهم تختلف باختلاف الصناعات. وقد توصلت الدراستان إلى أن العلاقة الإيجابية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وأسعار الأسهم تكون أكثر معنوية في الصناعات ذات الحساسية البيئية مقارنة بالصناعات الأخرى. إذ إن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات يقدم معلومات للمستثمرين تسمح لهم بإجراء تقييم أفضل للمخاطر المتزايدة المتعلقة بالالتزامات البيئية المستقبلية والقرارات التنظيمية المحتملة، مما يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات. وبالإضافة إلى ذلك فقد توصلت دراسة Reverte (2016) إلى وجود تأثير إيجابي غير مباشر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على أسعار الأسهم من خلال زيادة المقدرة التقييمية لكل من الأرباح والقيمة الدفترية للسهم.

وبالتطبيق على عينة من الشركات الهندية خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩، ٢٠١٣-٢٠١٤، وباستخدام إطار مبادرة التقرير العالمي لاحتساب مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومكوناتها (الموارد البشرية، والمجتمع، والمنتجات)، توصلت دراسة Laskar and Maji (2016) إلى ارتفاع مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية خلال فترة الدراسة، كما أن أعلى مستوى للإفصاح كان للبعد المتعلق بالمجتمع، يليه البعد المتعلق بالموارد البشرية، ثم البعد المتعلق بالمنتجات. كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات ومكوناتها على نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كقياس لقيمة الشركة.

وقد استهدفت دراسة (Gutsche et al. 2017) اختبار تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة مقاسه بمتوسط قيمة الأسهم على مدار الشهور الأربعة التالية لنهاية السنة المالية، وذلك باستخدام عينة من ٥٠٠ شركة من الشركات الأمريكية المدرجة بمؤشر S&P خلال الفترة ٢٠١١-٢٠١٤. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وقيمة الشركة. وقد أضافت الدراسة بعداً آخر بدراسة تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة مع الأخذ في الاعتبار مستوى أداء المسؤولية الاجتماعية. وقد توصلت الدراسة إلى أن التأثير الإيجابي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يكون أقوى في الشركات ذات الأداء الضعيف للمسؤولية الاجتماعية مقارنة بالشركات ذات الأداء المرتفع للمسؤولية الاجتماعية للشركات.

وعلى عكس ما سبق، فقد توصل بعض الدراسات (e.g., Tjia and Setiawati 2012; Dagiliene 2013، يوسف ٢٠١٦) إلى عدم وجود تأثير معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة. فقد استهدفت دراسة (Tjia and Setiawati (2012) اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وقيمة البنوك إندونيسيا مقاسه بنسبة Tobin's Q، خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠١٠. وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة البنك. أما دراسة (Dagiliene (2013) فقد اختبرت تأثير تقرير المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة، وذلك بالتطبيق على عينة من ٣٠ شركة مقيدة بسوق الأوراق المالية بلتوانيا كأحد الأسواق الناشئة. وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين تقرير المسؤولية الاجتماعية وقيمة الشركة سواء بالاعتماد على مؤشرات محاسبية (العائد على الأصول)، أو مؤشرات سوقية (القيمة السوقية للأسهم). وتتفق دراسة يوسف (٢٠١٦) مع ما سبق من حيث عدم وجود تأثير معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على معدل التغير في السعر السوقي للسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من ١٧ شركة من الشركات المدرجة بالمؤشر المصري لمسؤولية الشركات خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠١٠. ولكنها اختلفت مع دراسة (Dagiliene (2013) من حيث وجود تأثير إيجابي معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على معدل العائد على الأصول.

ومن ناحية أخرى، توصل بعض الدراسات إلى نتائج مختلفة بشأن تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة، سواء فيما بين أبعاد المسؤولية الاجتماعية، والشركات ذات هياكل الملكية المختلفة، والدول، والمدى الزمني للتأثير. فقد استهدفت دراسة (Bowerman and Sharma (2016) اختبار تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على أسعار الأسهم، باستخدام عينة من ٩١ شركة بالمملكة المتحدة، ٨٥ شركة باليابان. وباستخدام نموذج Ohlson (1995) توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وأسعار الأسهم في الشركات بالمملكة المتحدة، بالإضافة إلى أن تلك العلاقة تكون أكثر معنوية في الشركات التي تعمل في صناعات حساسة من الناحية البيئية. ومع ذلك، لم تتوصل الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وأسعار الأسهم في الشركات اليابانية.

وفي ذات السياق، اختبرت دراسة (Cahan et al. (2016) العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وقيمة الشركة، وكيف تختلف هذه العلاقة بين الدول، وذلك باستخدام عينة من ٦٧٦ شركة من ٢١ دولة خلال عام ٢٠٠٨. وقد تم تقسيم الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات إلى جزء متوقع وآخر غير متوقع والذي يشير إلى المعلومات الإضافية الموجودة في الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح غير المتوقع عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وقيمة الشركة، مقياسه بنسبة Tobin's Q. بينما لم تتوصل الدراسة إلى وجود علاقة بين الجزء المتوقع من الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وقيمة الشركة. ورغم أن الدول ذات المؤسسات الأقوى على مستوى الدولة تشجع على زيادة الجزء غير المتوقع من الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، إلا أن تقييم الجزء غير المتوقع من الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات كان أعلى عندما تكون المؤسسات على مستوى الدولة أضعف.

وأضافت دراسات Fiori et al. (2010), Nguyen et al. (2015), and Verbeeten et al. (2016) بعداً آخر، من خلال اختبارها تأثير الأبعاد المكونة للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية. وباستخدام عينة من ٣٣ شركة مقيدة بسوق الأوراق المالية الإيطالي على مدار فترة ست سنوات ٢٠٠٢-٢٠٠٧، توصلت دراسة Fiori et al. (2010) إلى أن جودة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والمتعلق بالموظفين ترتبط إيجاباً بزيادة أسعار الأسهم، بينما ترتبط جودة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بشأن البيئة والمجتمع سلباً بأسعار الأسهم.

وباستخدام عينة من الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية بفيتنام خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٣، توصلت دراسة Nguyen et al. (2015) إلى عدم وجود علاقة بين الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية الأربعة (البعد البيئي، والاجتماعي، والموظفين، والعملاء والموردين) وقيمة الشركة مقياسه بنسبة Tobin's Q في نهاية السنة. وقد بررت الدراسة ذلك، بوجود فترة لا تقل عن ثلاثة شهور بين نهاية السنة المالية وتاريخ نشر التقارير المالية، وبالتالي، فإن أسعار الأسهم ومن ثم قرارات الاستثمار في نهاية السنة قد لا تتأثر بالتقارير المالية المنشورة في نهاية السنة بما تحتويه من معلومات بشأن المسؤولية الاجتماعية للشركات. كما توصلت الدراسة إلى وجود ارتباط إيجابي بين الإفصاح عن البعد البيئي للمسؤولية الاجتماعية للشركات وقيمة الشركة في نهاية السنة المالية التالية. وعلى العكس، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين بعد الموظفين وقيمة الشركة في نهاية السنة المالية التالية. ومع ذلك، لم تتوصل الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين كل من: البعد الاجتماعي، وبعد العملاء والموردين، وقيمة الشركة في نهاية السنة المالية التالية.

وباستخدام نموذج Ohlson (1995)، توصلت دراسة Verbeeten et al. (2016) إلى أن معلومات المسؤولية الاجتماعية التي تقوم بالإفصاح عنها الشركات الألمانية لها مقدرة تقييمية، وإن اختلفت هذه المقدرة بين أبعاد المسؤولية الاجتماعية. فالإفصاح عن المعلومات الاجتماعية يرتبط إيجاباً بقيمة الشركة، بينما لا يوجد ارتباط بين الإفصاح البيئي وقيمة الشركة.

وباستخدام عينة من ٩١ شركة من أكبر الشركات الفرنسية على مدار فترة عشر سنوات ٢٠٠١-٢٠١٠، اختبرت دراسة (Nekhili et al. (2017) العلاقة بين تقرير المسؤولية الاجتماعية للشركات وقيمة الشركة مقاسه بنسبة Tobin's Q، وما إذا كانت هذه العلاقة تختلف بين الشركات العائلية والشركات غير العائلية. وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات العائلية تعرض معلومات أقل فيما يتعلق بالمسؤولية الاجتماعية للشركات مقارنة بالشركات غير العائلية. كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وقيمة الشركة في الشركات العائلية، بينما توصلت إلى وجود علاقة سلبية بين المتغيرين في الشركات غير العائلية.

ويرى الباحث، وجود تعارض في نتائج الدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وقيمة الشركة، والذي قد يرجع إلى العديد من الأسباب: أولها، اختلاف البيئة التي تم فيها إجراء الدراسة، فبعض الدراسات تم إجراؤها في أسواق مال متقدمة، بينما تم إجراء البعض الآخر في أسواق مال ناشئة. وثانيها، اختلاف المتطلبات المتعلقة بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات تبعاً لاختلاف البيئة التي تم إجراء الدراسة فيها. وثالثها، اختلاف المنهجية المستخدمة في قياس مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات. أما السبب الأخير، فيرجع إلى اختلاف المنهجية المستخدمة لقياس قيمة الشركة، حيث اعتمد بعض الدراسات على نسبة Tobin's Q، بينما اعتمد البعض الآخر على نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، واعتمد بعض الدراسات على القيمة السوقية للأسهم، وأخيراً اعتمدت دراسات أخرى على استخدام نموذج Ohlson (1995) لتحديد مدى ارتباط الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بأسعار الأسهم، بالإضافة إلى تأثيره غير المباشر على قيمة الشركة من خلال تدعيم المقدرة التقييمية للمعلومات المحاسبية ممثلة في الأرباح والقيمة الدفترية للسهم. ومع ذلك، فإن العديد من تلك الدراسات توصل إلى وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وقيمة الشركة. واستناداً إلى ما تقدم، يمكن اشتقاق الفرض الأول للبحث في صورته البديلة على النحو التالي:

الفرض الأول: يؤثر مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية إيجاباً على قيمة الشركة.

ومن ناحية أخرى، فقد يختلف مستوى الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات. وبالتالي، فقد يختلف تأثير مستوى الإفصاح عن تلك الأبعاد على قيمة الشركة. وبالالتحاق مع دراسات Hackston and Milne (1996), Nguyen et al. (2015), Laskar and Maji (2016), and Verbeeten et al. (2016) فسوف يتم اختبار تأثير الإفصاح عن أربعة أبعاد للمسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة، وهي: البعد البيئي، والبعد الاجتماعي، والبعد المتعلق بالموظفين، والبعد المتعلق بالمنتجات. ولاختبار هذا التأثير، تم اشتقاق الفروض الفرعية الأربعة التالية:

H1a: يؤثر مستوى الإفصاح البيئي إيجاباً على قيمة الشركة.

H1b: يؤثر مستوى الإفصاح الاجتماعي إيجاباً على قيمة الشركة.

H1c: يؤثر مستوى الإفصاح المتعلق بالموظفين إيجاباً على قيمة الشركة.

H1d: يؤثر مستوى الإفصاح المتعلق بالمنتجات إيجاباً على قيمة الشركة.

٨-٢ الدراسات التي تناولت تأثير مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على سيولة الأسهم

تلعب المعلومات دوراً رئيسياً في عملية التداول، حيث إنها تخفض عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية، ومن ثم تخفض مدى تشتت أسعار الأسهم، وبالتالي تزداد سيولة الأسهم (Haddad et al. 2009). ويتحدد سلوك المستثمرين في سوق الأوراق المالية غالباً بالمعلومات التي يحصل عليها هؤلاء المستثمرون. وبالتالي، فإن المستثمرين الذين يحصلون على معلومات أقل سوف يعانون من تحقيق خسائر عند التداول مقارنة بالمستثمرين الذين حصلوا على مزيد من المعلومات (Xu and Liu 2017). وتشير سيولة الأسهم إلى أنه يمكن تنفيذ أوامر كبيرة دون تحمل تكاليف معاملات مرتفعة. وتعرف سيولة الأسهم على أنها القدرة على تداول كميات كبيرة من الأسهم في ظل حدوث الحد الأدنى من تأثير السعر، والتكلفة، والتأخير (Sidhu 2016).

وقد أيد العديد من الدراسات وجود ارتباط بين مستوى الإفصاح وسيولة الأسهم من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية (Leuz and Verrecchia 2000; Espinosa et al. 2005; Haddad et al. 2009; Frino et al. 2013).

ومن ناحية أخرى، تشير دراسة Lang et al. (2012) إلى أن ارتفاع مستوى الشفافية يرتبط بانخفاض تكاليف المعاملات، وبالتالي زيادة سيولة الأسهم. وبناءً على ذلك، فمن المتوقع أن يقوم المديرون بالإفصاح عن معلومات المسؤولية الاجتماعية لإعطاء إشارة إيجابية للمستثمرين، مما قد يؤدي إلى زيادة مستوى سيولة السوق. لذلك، فقد قام بعض الدراسات باختبار العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم، باعتبار أن ذلك يمكن أن يخفض عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية. وقد أيد معظم هذه الدراسات وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم.

فقد استهدفت دراسة Gao et al. (2016) اختبار تأثير جودة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على سيولة الأسهم، باستخدام عينة من الشركات الهولندية خلال الفترة ٢٠٠٤-٢٠١٢. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين جودة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم، في ظل استخدام ثلاثة مقاييس لسيولة الأسهم، والتي تتضمن: (١) مقياس تأثير السعر وفقاً لـ Amihud (2002). (٢) المتوسط السنوي للوغاريتم الطبيعي لقيمة التداول اليومي. (٣) معدل الدوران، والذي يُعرف بالمتوسط السنوي لنسبة عدد الأسهم المتداولة يومياً مقسوماً على عدد الأسهم المصدرة.

وباستخدام عينة من ١٦٣ شركة من دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٢، توصلت دراسة Akrouit and Ben Othman (2016) إلى أن ارتفاع مستوى الإفصاح البيئي يؤدي إلى انخفاض مدى تشتت السعر، مما يشير إلى زيادة سيولة الأسهم. وقد أرجعت الدراسة هذه النتيجة إلى أن ارتفاع مستوى الإفصاح البيئي يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات.

واستهدفت دراسة (Subramaniam et al. 2016) اختبار تأثير مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على سيولة الأسهم، باستخدام عينة من ١٩٤ شركة مقيدة بالبورصة الماليزية خلال عام ٢٠٠٩. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيولة الأسهم باستخدام مقياس تأثير السعر وفقاً لـ Amihud 2002، بينما توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على سيولة الأسهم باستخدام التشتت الفعال ومعدل الدوران كمقياسين لسيولة الأسهم.

وتناولت دراسة (Xu and Liu 2017) اختبار دور الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات في تخفيض عدم تماثل المعلومات والذي تم التعبير عنه بمقياسي تقلب سعر السهم، وسيولة الأسهم والتي تم قياسها بالمتوسط اليومي لمدى التشتت النسبي للسعر. وباستخدام عينة من الشركات الصينية على مدار الفترة ٢٠٠٩-٢٠١١، توصلت الدراسة إلى حدوث تحسن جوهري في سيولة الأسهم بعد الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات.

ويخلص الباحث مما سبق إلى أن العديد من الدراسات قد أيد وجود علاقة إيجابية بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم. ويمكن تفسير ذلك في إطار نظرية الإشارة، حيث يساعد الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين من خلال ما يقدمه من إشارات إيجابية للمتعاملين في سوق الأوراق المالية. لذلك، تكون أسعار الأسهم مستندة إلى المعلومات، الأمر الذي يؤدي إلى حدوث انخفاض في مدى تشتت السعر. وبالتالي، قد يترتب على ذلك خلق قيمة للشركة في الأجل القصير من خلال زيادة سيولة الأسهم. واستناداً إلى ما تقدم، يمكن اشتقاق الفرض الثاني للبحث في صورته البديلة على النحو التالي:

الفرض الثاني: يؤثر مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية إيجاباً على سيولة الأسهم.

ونظراً لوجود عدة أبعاد للمسؤولية الاجتماعية للشركات، والتي قد يختلف تأثير الإفصاح عنها على سيولة الأسهم، فإنه لأغراض اختبار مدى تأثير مستوى الإفصاح عن كل بعد من الأبعاد الأربعة للمسؤولية الاجتماعية للشركات على سيولة السهم، يمكن اشتقاق الفروض الفرعية الأربعة التالية:

H2a: يؤثر مستوى الإفصاح البيئي إيجاباً على سيولة الأسهم.

H2b: يؤثر مستوى الإفصاح الاجتماعي إيجاباً على سيولة الأسهم.

H2c: يؤثر مستوى الإفصاح المتعلق بالموظفين إيجاباً على سيولة الأسهم.

H2d: يؤثر مستوى الإفصاح المتعلق بالمنتجات إيجاباً على سيولة الأسهم.

٣-٨ الدراسات التي تناولت تأثير سيولة الأسهم على قيمة الشركة

تساعد سيولة الأسهم على تنشيط حركة الاستثمار بواسطة المستثمرين ذوي الخبرة والذين تتوفر لديهم المعلومات، مما يحسن من قرارات الاستثمار في الأسهم (Arian et al. 2014; Nguyen et al. 2016). كما قد تدعم سيولة الأسهم من قيمة الشركة من خلال تخفيض معدل العائد المطلوب،

وزيادة ثقة المستثمرين، والتغذية العكسية الإيجابية. ويرجع ذلك إلى أن سيولة الأسهم تحفز من دخول المستثمرين الذين تتوافر لديهم المعلومات، مما يزيد من المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم بالنسبة لأصحاب المصالح، الأمر الذي يؤدي إلى تحسين الأداء التشغيلي وتخفيف القيود المالية (Fang et al. 2009). لذلك، فقد تناول العديد من الدراسات العلاقة بين سيولة الأسهم وقيمة الشركة. وقد توصل معظم هذه الدراسات إلى وجود علاقة إيجابية بين سيولة الأسهم وقيمة الشركة.

فباستخدام عينة من الشركات من ٤٦ دولة خلال الفترة ١٩٩٤-٢٠٠٧، توصلت دراسة Lang et al. (2012) إلى أن ارتفاع سيولة الأسهم يرتبط بانخفاض تكلفة رأس المال، وارتفاع قيمة الشركة مقاسه بنسبة Tobin's Q. كما توصلت الدراسة إلى أن سيولة الأسهم تعتبر وسيلة مهمة والتي تؤثر من خلالها الشفافية على قيمة الشركة وتكلفة رأس المال.

واستهدفت دراسة Arabsalehi et al. (2014) اختبار العلاقة بين سيولة الأسهم وأداء الشركات المقيدة ببورصة طهران على مدار الفترة ٢٠٠٣-٢٠١٢. وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لسيولة الأسهم على مقياسين لأداء الشركات، هما: القيمة الاقتصادية المضافة، ونسبة Tobin's Q، بينما لم تتوصل الدراسة إلى وجود علاقة بين السيولة والعائد على الأصول. وباستخدام عينة من ١٠٨ شركة مقيدة ببورصة طهران خلال الفترة ٢٠٠٧-٢٠١٢، أيدت دراسة Arian et al. (2014) ما توصلت إليه الدراسة السابقة من وجود علاقة معنوية بين حجم الدوران كمقياس لسيولة الأسهم ونسبة Tobin's Q. ومع ذلك لم تتوصل الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين نسبة Tobin's Q ومدى تشتت السعر كمقياس لسيولة الأسهم.

وقد أضافت دراسات Fang et al. (2009), Wu and Liu (2011), and Nguyen et al. (2016) بعداً آخر لاختبار العلاقة السابقة من خلال تحليل نسبة Tobin's Q إلى ثلاثة مكونات، هي: نسبة الدخل التشغيلي إلى سعر السهم، ونسبة الرفع المالي، ونسبة الدخل التشغيلي إلى الأصول. فقد توصلت دراسة Fang et al. (2009) إلى وجود علاقة إيجابية بين سيولة الأسهم وأداء الشركة مقاساً بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. وقد أرجعت الدراسة ذلك إلى أن ارتفاع سيولة الأسهم يؤدي إلى زيادة المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم. كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة غير معنوية بين سيولة الأسهم ونسبة الدخل التشغيلي إلى سعر السهم، في حين توصلت إلى وجود علاقة سلبية بين سيولة الأسهم وكل من نسبة الرفع المالي ونسبة الدخل التشغيلي إلى الأصول.

وقد أيدت دراسة Nguyen et al. (2016) ما توصلت إليه دراسة Fang et al. (2009)، بشأن العلاقة بين سيولة الأسهم والمكونات الثلاثة لنسبة Tobin's Q، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأسترالية خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠١٠. كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين سيولة الأسهم ونسبة Tobin's Q كمقياس لقيمة الشركة.

وبالتطبيق على عينة من الشركات التايوانية، توصلت دراسة Wu and Liu (2011) إلى وجود علاقة معنوية بين سيولة الأسهم وقيمة الشركة. كما توصلت الدراسة إلى أن ارتفاع سيولة الأسهم يرتبط إيجاباً بارتفاع نسبة الأسهم في هيكل تمويل الشركة، وارتفاع مستويات الربحية التشغيلية. وقد توصلت

الدراسة أيضاً إلى أن تأثير السيولة على أداء الشركة كان أقوى بالنسبة للشركات التي تعاني من مشاكل كبيرة في حوكمة الشركات. وعلى العكس، توصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي لسيولة الأسهم على قيمة الشركة بالنسبة للشركات التي تعاني من انخفاض مستوى شفافية المعلومات. واستناداً إلى ما تقدم، يمكن اشتقاق الفرض الثالث للبحث في صورته البديلة على النحو التالي:

الفرض الثالث: تؤثر سيولة الأسهم إيجاباً على قيمة الشركة.

٨-٤ الدراسات التي تناولت التأثير غير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم

أيد بعض الدراسات وجود تأثير غير مباشر للمسؤولية الاجتماعية للشركات والإفصاح عنها على قيمة الشركة وأدائها المالي من خلال بعض المتغيرات الوسيطة. فقد توصلت دراسة Putu et al. (2014) إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي للمسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة من خلال الربحية كمتغير وسيط، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة بسوق المال الإندونيسية. وبالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية توصلت دراسة Lin et al. (2015) إلى أن رأس المال الفكري يتوسط العلاقة الإيجابية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وأداء الشركة المالي مقاساً بالعائد على الأصول. وقد أيدت دراسة Nurdin and Hamzah (2016) وجود تأثير إيجابي ومعنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على عوائد الأسهم من خلال استمرارية الأرباح كمتغير وسيط، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة بسوق المال الإندونيسية.

ومن ناحية أخرى، توصل العديد من الدراسات (e.g., Lang et al. 2012; Akrouf and Ben Othman 2016; Xu and Liu 2017) إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات يلعب دوراً مهماً في سوق الأوراق المالية، حيث إنه يخفض عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين في تلك السوق، مما يؤدي إلى زيادة سيولة الأسهم. كما أوضح العديد من الدراسات (e.g., Fang et al. 2014; Arian et al. 2014; Lang et al. 2012) أن سيولة الأسهم تساعد على تحسين قرارات الاستثمار في الأسهم، وزيادة ثقة المستثمرين، وتخفيض معدل العائد المطلوب، مما يدعم قيمة الشركة. ويشير ذلك إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات قد يكون له تأثير غير مباشر إيجابي على قيمة الشركة - بخلاف تأثيره المباشر - من خلال متغير سيولة الأسهم كمتغير وسيط.

واستناداً إلى ما تقدم، يمكن اشتقاق الفرض الرابع للبحث في صورته البديلة على النحو التالي:

الفرض الرابع: يؤثر مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية إيجاباً على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط.

وحتى يتمكن الباحث من اختبار مدى وجود تأثير غير مباشر للإفصاح عن كل بعد من الأبعاد الأربعة للمسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة، فسيتم اشتقاق الفروض الفرعية الأربعة التالية:

H4a: يؤثر مستوى الإفصاح البيئي إيجاباً على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط.

H4b: يؤثر مستوى الإفصاح الاجتماعي إيجاباً على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط.

H4c: يؤثر مستوى الإفصاح المتعلق بالموظفين إيجاباً على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط.

H4d: يؤثر مستوى الإفصاح المتعلق بالمنتجات إيجاباً على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط.

٩- الدراسة التطبيقية

تستهدف الدراسة التطبيقية اختبار فروض البحث والمتعلقة بتأثير مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على كل من قيمة الشركة وسيولة الأسهم، بالإضافة إلى اختبار تأثير مستوى سيولة الأسهم على قيمة الشركة، وأخيراً التأثير غير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية، بهدف التوصل إلى إطار يحدد اتجاه العلاقة بين المتغيرات الثلاثة السابقة في بيئة الأعمال المصرية. وسيتم تحقيق ذلك من خلال التعرض للجوانب التالية: مجتمع وعينة الدراسة التطبيقية، وتوصيف وقياس متغيرات الدراسة، والأساليب الإحصائية المستخدمة، ونتائج تحليل النموذج الهيكلي، والإحصاءات الوصفية لعينة الدراسة، ونتائج اختبار فروض البحث، وذلك على النحو التالي:

٩-١ مجتمع وعينة الدراسة التطبيقية

يتكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية على مدار فترة خمس سنوات من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٦. وقد تم اختيار الشركات التي تمثل عينة الدراسة وفقاً للمعايير التالية:

- 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. ألا تنتمي الشركة إلى قطاعي البنوك، والخدمات المالية، لما لهما من خصائص تميز طبيعة عملهما، والتي تنعكس على المعلومات الواردة في التقارير المالية للشركات.
 - د. أن تنتهي السنة المالية للشركة في ٣١/١٢ من كل عام.
- وقد نتج عن تطبيق المعايير الأربعة السابقة اختيار ٥٢ شركة تمثل عينة الدراسة. وقد اعتمد الباحث في الحصول على البيانات اللازمة لإجراء الدراسة التطبيقية على التقارير المالية للشركات،

بالإضافة إلى أسعار أسهم الشركات، والتي تم الحصول عليها من شركة مصر لنشر المعلومات. وكذلك المعلومات المتاحة على المواقع الالكترونية للشركات. ويوضح الجدول رقم (١) عدد ونسبة الشركات الممثلة لعينة الدراسة وفقاً للقطاعات التي تنتمي إليها تلك الشركات.

جدول رقم (١) عدد ونسبة الشركات الممثلة لعينة الدراسة وفقاً للقطاعات

النسبة المئوية	عدد الشركات	القطاع
٣,٨٥%	٢	قطاع الموارد الأساسية
٥,٧٧%	٣	قطاع الكيماويات
١٥,٣٩%	٨	قطاع التشييد ومواد البناء
١٥,٣٩%	٨	قطاع الأغذية والمشروبات
١,٩٢%	١	قطاع الرعاية الصحية والأدوية
١١,٥٤%	٦	قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
٣,٨٥%	٢	قطاع منتجات منزلية وشخصية
٢٥%	١٣	قطاع العقارات
١,٩٢%	١	قطاع الإعلام
١,٩٢%	١	قطاع التكنولوجيا
١,٩٢%	١	قطاع الاتصالات
٧,٦٩%	٤	قطاع السياحة والترفيه
١,٩٢%	١	قطاع الغاز والبتروول
١,٩٢%	١	قطاع الموزعين وتجارة التجزئة
١٠٠%	٥٢	إجمالي عدد الشركات

٢-٩ توصيف وقياس متغيرات الدراسة

تشمل متغيرات الدراسة ثلاثة متغيرات، هي: (١) المتغير المستقل، مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وأبعادها المختلفة. (٢) المتغير الوسيط، سيولة الأسهم. (٣) المتغير التابع، قيمة الشركة، بالإضافة إلى مجموعة من متغيرات الرقابة. وسوف يعرض الباحث في هذا الجزء للتعريف بهذه المتغيرات ونماذج قياسها، وذلك على النحو التالي:

١-٢-٩ المتغير المستقل: مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية

يتمثل المتغير المستقل في مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وأبعادها الأربعة: البعد البيئي، والبعد الاجتماعي، والبعد المتعلق بالموظفين، والبعد المتعلق بالمنتجات. ويقصد بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات عملية توصيل الآثار الاجتماعية والبيئية للإجراءات الاقتصادية التي تقوم بها الشركة لمجموعات مصالح محددة داخل الشركة والمجتمع ككل. وتشمل تلك المعلومات، معلومات عن كل من: البيئة، والمشاركة المجتمعية، والموارد البشرية، والمنتجات.

وسوف يقوم الباحث باشتقاق مؤشر مقترح للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات بأبعادها الأربعة، لقياس مستوى الإفصاح بالنسبة للشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية، وذلك استناداً لدراسات مليجي (٢٠١٤)، Nekhili et al. (2016), Jizi et al. (2015), Kiliç et al. (2017), and Xu and Liu (2017)، وذلك على النحو التالي:

أولاً: الإفصاح عن البعد البيئي
١. السياسات البيئية والأهداف البيئية.
٢. نظم الإدارة البيئية.
٣. الجوائز البيئية (الأيزو).
٤. المحافظة على الموارد الطبيعية.
٥. إعادة التدوير.
٦. كفاءة الطاقة.
٧. التدريب البيئي.
ثانياً: الإفصاح عن البعد الاجتماعي
٨. خلق فرص عمل.
٩. دعم الأنشطة التعليمية.
١٠. دعم الأنشطة الصحية.
١١. دعم الأنشطة الرياضية.
١٢. دعم أنشطة التنمية.
١٣. دعم الأنشطة العلمية والثقافية.
١٤. تنمية المواهب.
١٥. التبرعات.
١٦. التدريب.
ثالثاً: الإفصاح عن البعد المتعلق بالموظفين
١٧. عدد الموظفين.
١٨. تدريب الموظفين.
١٩. مكافآت الموظفين.
٢٠. سياسة تكافؤ الفرص.
٢١. صحة وسلامة الموظفين.
٢٢. تحسين ظروف العمل.
٢٣. الأنشطة الترفيهية.
٢٤. تقدير الموظفين.

٢٥. المزايا.
رابعاً: الإفصاح عن البعد المتعلق بالمنتجات
٢٦. تطوير منتجات جديدة.
٢٧. الموافقة المسبقة على المنتج.
٢٨. جودة المنتج.
٢٩. سلامة المنتج.
٣٠. رضا العميل.

٩-٢-٢ المتغير الوسيط: سيولة الأسهم

يتمثل المتغير الوسيط في سيولة الأسهم، والتي يتم تعريفها بأنها القدرة على تداول كميات كبيرة من الأسهم في ظل حدوث الحد الأدنى من تأثير السعر، والتكلفة، والتأخير. وبالتالي، يمكن تنفيذ أوامر كبيرة دون تحمل تكاليف معاملات مرتفعة (Sidhu 2016).

وقد استخدمت الدراسات العديد من المؤشرات لقياس سيولة الأسهم، منها: (١) مؤشر تأثير السعر لـ Amihud، والذي يُعرف بأنه المتوسط السنوي لنسبة العوائد اليومية المطلقة إلى قيمة التداول (Gao et al. 2016; Subramaniam et al. 2016). (٢) المتوسط السنوي للوغاريتم الطبيعي لقيمة التداول اليومي (Gao et al. 2016). (٣) معدل الدوران، والذي يُعرف بأنه المتوسط السنوي لنسبة عدد الأسهم المتداولة يومياً إلى إجمالي عدد الأسهم المصدرة (Arian et al. 2014; Gao et al. 2016; Subramaniam et al. 2016). (٤) نسبة سيولة أميفست Amivest، والتي تشير إلى متوسط نسبة حجم التداول إلى العوائد المطلقة (Goyenko et al. 2009; Stefanovski and Rasin 2013). وسوف يستخدم الباحث المتوسط السنوي للوغاريتم الطبيعي لقيمة التداول اليومي لقياس سيولة الأسهم (Gao et al. 2016).

٩-٢-٣ المتغير التابع: قيمة الشركة

اتبعت الدراسات طرقاً مختلفة لقياس قيمة الشركة، منها: (١) القيمة السوقية للأسهم (De Klerk et al. 2015; Bowerman and Sharma 2016; Reverte 2016; Verbeeten et al. 2016). (٢) نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم (Laskar and Maji 2016). (٣) نسبة Tobin's Q (Fang et al. 2009; Lang et al. 2012; Tjia and Setiawati 2012; Cahan et al. 2017; Nekhili et al. 2016). وبالتالي، وبالاتساق مع الدراسات السابقة، فسيقوم الباحث باستخدام نسبة Tobin's Q لقياس قيمة الشركة، وذلك على النحو التالي:

Tobin's Q = (القيمة السوقية للأسهم * + القيمة الدفترية للالتزامات) / القيمة الدفترية لإجمالي الأصول.

* حيث: القيمة السوقية للأسهم = عدد الأسهم المصدرة × سعر إقبال السهم في نهاية الشهر الثالث بعد انتهاء السنة المالية (De Klerk et al. 2015; Bowerman and Sharma 2016; Verbeeten et al. 2016).

(e.g., De Klerk et al. 2015; Gherghina et al. 2015; Akrouf and Ben Othman 2016; Gao et al. 2016; Jizi et al. 2016; Subramaniam et al. 2016) et al. 2016^(١). وكلما كانت نسبة Tobin's Q أكبر من الواحد، كلما كان ذلك مؤشراً على زيادة قيمة الشركة.

٩-٢-٤ متغيرات الرقابة

أوضح العديد من الدراسات (e.g., De Klerk et al. 2015; Gherghina et al. 2015; Akrouf and Ben Othman 2016; Gao et al. 2016; Jizi et al. 2016; Subramaniam et al. 2016) وجود بعض العوامل المرتبطة بالشركة والتي قد تؤثر على كل من سيولة الأسهم، وقيمة الشركة. لذلك، سيتم إدراج مجموعة من متغيرات الرقابة، والتي تتمثل فيما يلي:

- أ. **حجم الشركة:** ويقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة.
- ب. **الرفع المالي:** ويقاس مخاطر الشركة، وسيتم قياسه بنسبة الديون إلى إجمالي الأصول.
- ج. **عمر الشركة:** ويقاس باللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات من تاريخ قيد الشركة ببورصة الأوراق المالية وحتى بداية السنة المالية.
- د. **العائد على الأصول:** ويقاس بنسبة صافي الأرباح إلى إجمالي الأصول.

٩-٣ الأساليب الإحصائية المستخدمة لاختبار فروض البحث

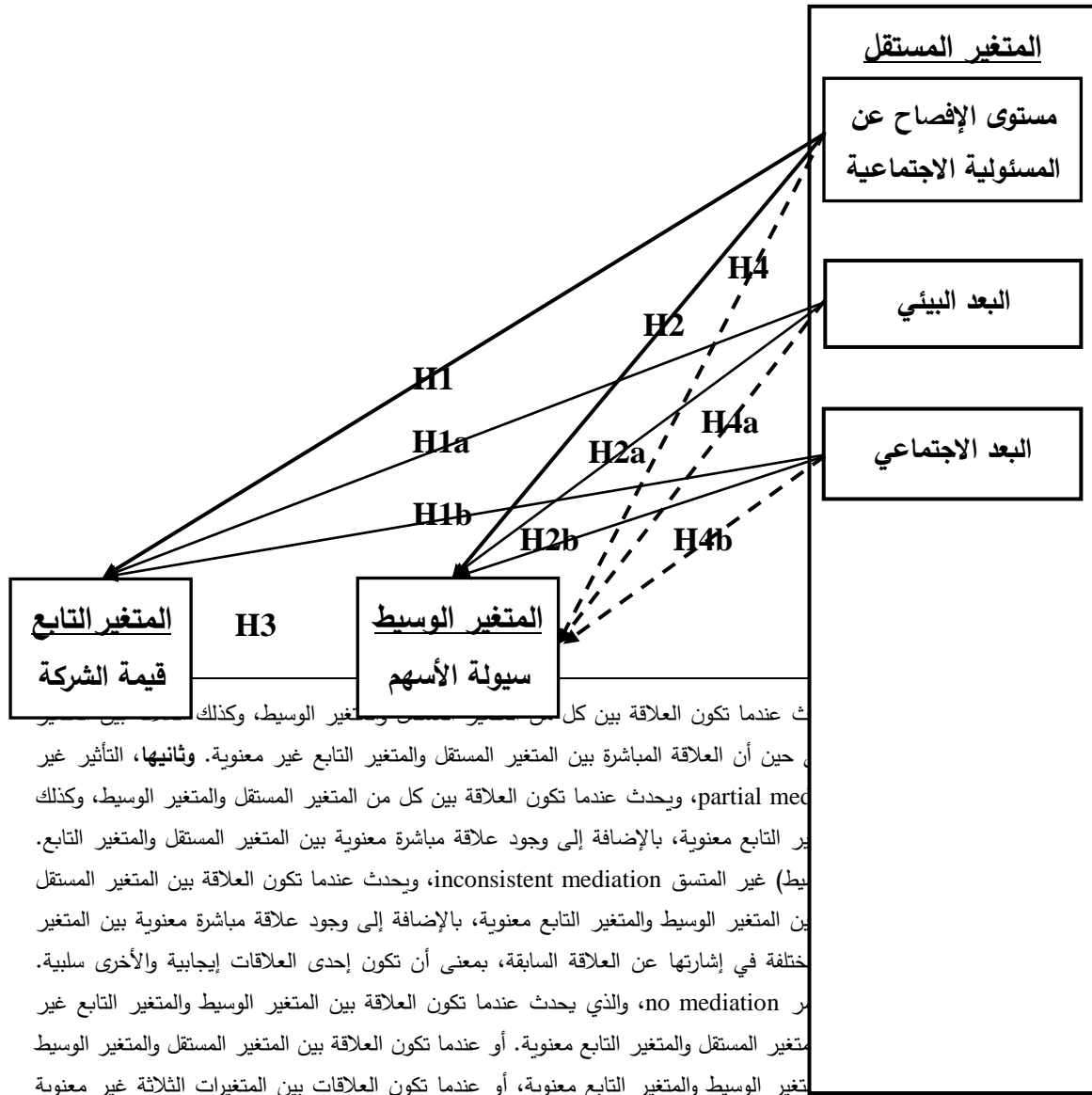
سوف يستخدم الباحث نموذج المعادلات الهيكلية، والذي يُمكن من اختبار سلسلة من العلاقات بين المتغيرات محل القياس في نفس الوقت، بالإضافة إلى أنه يفضل استخدامه بصفة خاصة لاختبار التأثير غير المباشر (الوسيط). فقد يشتمل النموذج على بعض المتغيرات التي تعتبر متغيرات تابعة لأنها تعتمد على متغيرات أخرى مستقلة تؤثر فيها. ولكن في نفس الوقت تعتبر تلك المتغيرات التابعة متغيرات مستقلة لمتغيرات تابعة أخرى تتأثر بها (Herda 2013). فعلى سبيل المثال، يعتبر متغير سيولة الأسهم متغيراً تابعاً يتأثر بالمتغيرات المستقلة المتمثلة في مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وأبعادها المختلفة. وفي نفس الوقت، يعتبر متغير سيولة الأسهم متغيراً مستقلاً يؤثر في متغير آخر هو قيمة الشركة.

ولتقدير النموذج المقترح تم استخدام برنامج (AMOS) الإصدار رقم ١٨، وهو يعد البرنامج الأكثر شيوعاً في هذا الصدد. ولقياس التأثيرات المباشرة وغير المباشرة للمتغيرات محل الدراسة، سوف يستخدم الباحث تحليل المسار^(٢). وقد استخدم الباحث نموذجين لاختبار فروض الدراسة. إذ يختبر

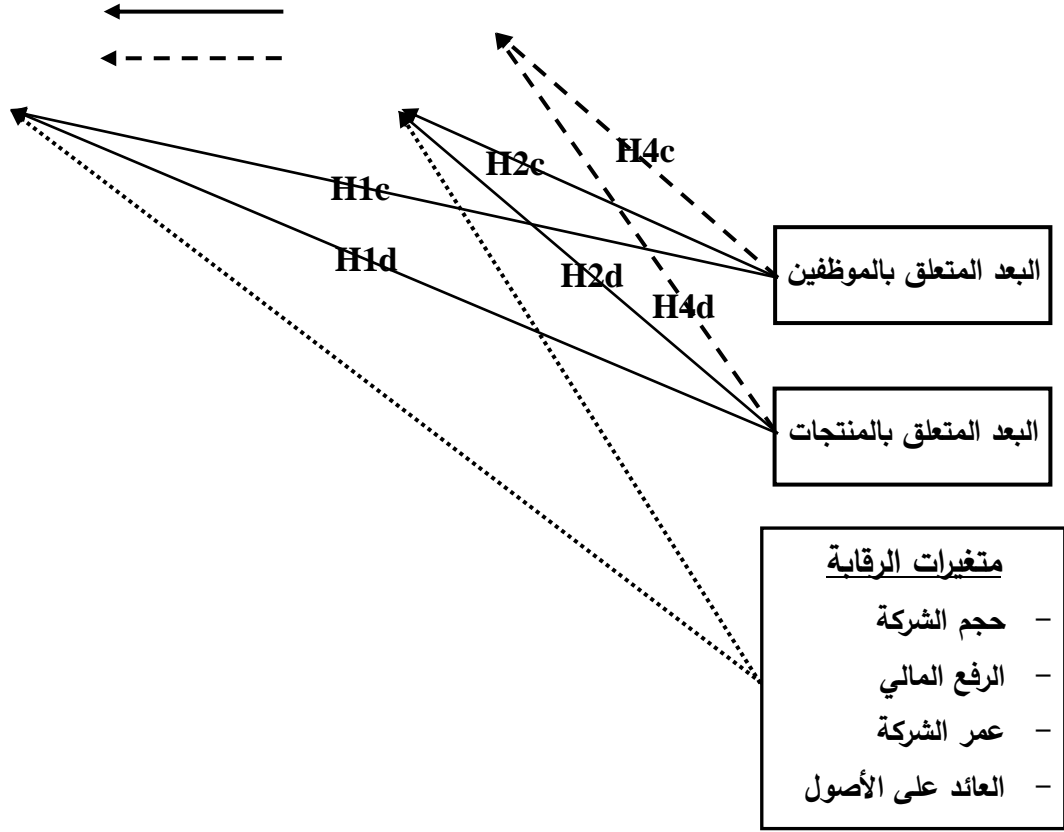
^(١) وفقاً لقانون الشركات رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١، فقد أوجبت المادة رقم (٦٤)، والمعدلة بالقانون رقم (٣) لسنة ١٩٩٨، على مجالس إدارة الشركات إعداد ونشر القوائم المالية السنوية مشفوعة بتقرير مراقب الحسابات خلال تسعين يوماً من تاريخ انتهاء السنة المالية. لذلك، سيتم استخدام أسعار الأسهم في نهاية شهر مارس من كل عام لاحتساب القيمة السوقية للأسهم.

^(٢) توجد ثلاثة أنواع من التأثيرات، (١) التأثير المباشر direct effect يقاس تأثير متغير (مستقل) على متغير آخر (تابع) دون وجود أي متغيرات أخرى بين هذين المتغيرين. (٢) التأثير غير المباشر indirect effect، يقاس تأثير متغير (مستقل) على متغير آخر (تابع) من خلال وجود متغير آخر (وسيط). وبالتالي، فهو عبارة عن حاصل ضرب المعاملات على نفس المسار (من المتغير المستقل إلى المتغير الوسيط، ومن المتغير الوسيط إلى المتغير التابع). (٣) التأثير الكلي total effect، وهو عبارة عن مجموع التأثير المباشر وغير المباشر. ويمكن التمييز بين عدة أنواع للتأثير غير المباشر (الوسيط): أولها، التأثير غير المباشر (الوسيط)

النموذج الأول فروض البحث الأربعة، والتي تتناول العلاقة بين متغير مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وكل من قيمة الشركة وسيولة الأسهم، وكذلك العلاقة بين سيولة الأسهم وقيمة الشركة. وأخيراً التأثير غير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم. أما النموذج الثاني، فيختبر الفروض الفرعية للفروض الرئيسية للبحث، والتي تتناول العلاقة بين متغير مستوى الإفصاح عن الأبعاد الأربعة للمسؤولية الاجتماعية وكل من قيمة الشركة وسيولة الأسهم، بالإضافة إلى العلاقة بين سيولة الأسهم وقيمة الشركة. وأخيراً التأثير غير المباشر لمستوى الإفصاح عن الأبعاد الأربعة للمسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط. ويوضح الشكل رقم (1) نموذج الدراسة.



(Little et al. 2007).



شكل رقم (١) نموذج الدراسة

المصدر: الشكل من إعداد الباحث

← التأثير المباشر

← - - - التأثير غير المباشر

ويتضح من الشكل رقم (١) أن نموذج الدراسة يتضمن المتغيرات التالية: (أ) المتغير المستقل، ويشمل: مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، ومستوى الإفصاح عن الأبعاد الأربعة المكونة لها. (ب) المتغير الوسيط، سيولة الأسهم. (ج) المتغير التابع، قيمة الشركة. (د) متغيرات الرقابة، وتشمل: حجم الشركة، والرفع المالي، وعمر الشركة، والعائد على الأصول.

وسوف يستخدم الباحث قيمة P.value للحكم على مدى معنوية إحصائية الاختبار عند مستوى ثقة ٩٥%، ومستوى معنوية ٥%، حيث يتم مقارنة قيمة P.value المشاهدة بمستوى المعنوية المقبول (٥%)، وتطبيق قاعدة القرار التالية:

- إذا كانت قيمة $P.value \geq ٥\%$ يتم عدم تأييد فرض العدم وقبول الفرض البديل.
- إذا كانت قيمة $P.value < ٥\%$ يتم تأييد فرض العدم وعدم قبول الفرض البديل.

٩-٤ نتائج تحليل النموذج الهيكلي

- يتم الحكم على مدى جودة النموذج الهيكلي من خلال العديد من المؤشرات، والتي يتم في ضوءها قبول أو رفض النموذج. ومن هذه المؤشرات (Hooper et al. 2008 ; إسماعيل ٢٠١٠):
- **مؤشر (كا^٢) Chi square**: إذا كانت قيمته أقل من ٥، دل ذلك على قبول النموذج، وإذا كانت أقل من ٢ دل ذلك على أن النموذج مطابق تماماً للبيانات.
 - **مؤشر جودة التوفيق (GFI) Goodness of Fit Index**: يقيس مقدار التباين في المصفوفة التي يتم تحليلها عن طريق النموذج، وهو يناظر معامل التحديد. وتتراوح قيمته بين (٠ ، ١). وتشير القيمة المرتفعة إلى توفيق أفضل للنموذج مع بيانات العينة، وكلما كانت القيمة أكبر من ٠,٩٥ دل ذلك على جودة النموذج. وتدل القيمة (١) على التوفيق التام بين النموذج المقترح والنموذج المفترض.
 - **مؤشر جودة التوفيق المعدل (AGFI) Adjusted Goodness of Fit Index**: تتراوح قيمته بين (٠ ، ١). وكلما كانت القيمة أكبر من ٠,٩٥ دل ذلك على جودة النموذج.
 - **مؤشر التوفيق الطبيعي (NFI) Normal Fit Index**: تتراوح قيمته بين (٠ ، ١). وتشير القيمة المرتفعة بين هذا المدى إلى توفيق أفضل للنموذج مع بيانات العينة. وكلما كانت القيمة أكبر من ٠,٩٥ دل ذلك على جودة النموذج.
 - **مؤشر التوفيق المقارن (CFI) Comparative Fit Index**: تتراوح قيمته بين (٠ ، ١). وتشير القيمة المرتفعة بين هذا المدى إلى توفيق أفضل للنموذج مع بيانات العينة. وكلما كانت القيمة أكبر من ٠,٩٥ دل ذلك على جودة النموذج.
 - **الجذر التربيعي لمتوسط مربعات خطأ التقدير (RMSEA) Root mean square error of approximation**: إذا كانت قيمته ٠,٠٥ أو أقل دل ذلك على أن النموذج مطابق تماماً للبيانات. وإذا كانت القيمة تقع بين ٠,٠٥ ، ٠,٠٨ دل ذلك على أن النموذج يطابق بدرجة كبيرة بيانات العينة، أما إذا كانت قيمته أكبر من ٠,٠٨، فيتم رفض النموذج.
 - **الجذر التربيعي لمتوسط مربعات البواقي (RMR) Root mean square residual**: إذا كانت قيمته أقل من ٠,٠٥ دل ذلك على أن النموذج مطابق للبيانات.
- وقد كشفت نتائج تحليل نموذجي الدراسة باستخدام المتوسط السنوي للوغاريتم الطبيعي لقيمة التداول اليومي كمقياس لسيولة الأسهم عن ارتفاع مؤشرات جودة التوفيق. فبالنسبة لنموذج الدراسة الأول، فقد بلغت قيمة كا^٢ ١,٠٤٨. وقد بلغت قيمة مؤشر جودة التوفيق (GFI) ٠,٩٩٩. كما بلغت قيمة مؤشر جودة التوفيق المعدل (AGFI) ٠,٩٦٧. وقد بلغت قيمة مؤشر التوفيق المقارن (CFI) ١,٠٠٠. بينما بلغت قيمة مؤشر التوفيق الطبيعي (NFI) ٠,٩٩٧. وبلغت قيمة الجذر التربيعي لمتوسط مربعات البواقي (RMR) ٠,٠٠٣. كما بلغت قيمة الجذر التربيعي لمتوسط مربعات خطأ التقدير (RMSEA) ٠,٠١٤. أما بالنسبة لنموذج الدراسة الثاني، فقد بلغت قيمة كا^٢ ٠,٧١٢. وبلغت قيمة مؤشر جودة التوفيق (GFI) ٠,٩٩٩. كما بلغت قيمة مؤشر جودة التوفيق المعدل (AGFI) ٠,٩٦٩. وبلغت قيمة مؤشر التوفيق المقارن (CFI) ١,٠٠٠. بينما بلغت قيمة مؤشر التوفيق الطبيعي

(NFI) ٠,٩٩٩. وقد بلغت قيمة الجذر التربيعي لمتوسط مربعات البواقي (RMR) ٠,٠٠٢، وبلغت قيمة الجذر التربيعي لمتوسط مربعات خطأ التقدير (RMSEA) ٠,٠٠٠.

٩-٥ الإحصاءات الوصفية لعينة الدراسة

تستهدف الدراسة في هذه الجزئية عرض أهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة التطبيقية. ويوضح الجدول رقم (٢) المتوسط الحسابي، والانحراف المعياري، وأعلى، وأدنى قيمة لمتغيرات الدراسة عن فترة الدراسة مجتمعة. كما يوضح الجدول رقم (٣) المتوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة عن كل سنة من سنوات الدراسة.

وتشير الإحصاءات الوصفية بالجدول رقم (٢) إلى انخفاض مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، بأبعادها الأربعة. إذ بلغ المتوسط الحسابي لكل من: مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، ومستوى الإفصاح عن البعد البيئي، ومستوى الإفصاح عن البعد الاجتماعي، ومستوى الإفصاح عن البعد المتعلق بالموظفين، ومستوى الإفصاح عن البعد المتعلق بالمنتجات لشركات العينة لفترة الدراسة مجتمعة ٠,٢٠٧٩، ٠,٠٤٤٣، ٠,٠٦٥٠، ٠,٠٨٢٧، ٠,٠١٥٥ على التوالي. يضاف إلى ذلك، أن هناك فرقاً كبيراً بين أعلى قيمة لبعض هذه المتغيرات وأدنى قيمة لها. لذلك، فقد بلغ الانحراف المعياري لكل من: مستوى الإفصاح عن البعد البيئي، مستوى الإفصاح عن البعد الاجتماعي، ومستوى الإفصاح عن البعد المتعلق بالمنتجات ٠,٠٧١٦، ٠,٠٩٣٣، ٠,٠٣١١ على التوالي، وهو أعلى من المتوسط نفسه لتلك المتغيرات، بما يشير إلى وجود تشتت كبير بين شركات العينة في هذا الصدد.

وبالنسبة لسيولة الأسهم، تشير الإحصاءات الوصفية بالجدول رقم (٢) إلى أن المتوسط الحسابي لسيولة الأسهم مقاسه باستخدام المتوسط السنوي للوغاريتم الطبيعي لقيمة التداول اليومي ١٣,١٥٠٩، والانحراف المعياري لمقياس سيولة الأسهم ١,٦٥٦٠، وهو أقل من المتوسط الحسابي لهذا المقياس. أما بالنسبة لقيمة الشركة، فتشير الإحصاءات الوصفية بالجدول رقم (٢) إلى أن المتوسط الحسابي بلغ ١,١٢١٠، مع عدم وجود تشتت كبير بين شركات العينة، حيث بلغ الانحراف المعياري ٠,٥٩٢٥، وهو أقل من المتوسط نفسه.

جدول رقم (٢) بعض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة عن فترة الدراسة مجتمعة*

الحد الأدنى	الحد الأعلى	الانحراف المعياري	المتوسط	الإحصاءات الوصفية المتغير
٠,٠٣	٠,٨٣	٠,٢٠٣٩	٠,٢٠٧٩	مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية
٠,٠٠٠٠	٠,٢٣	٠,٠٧١٦	٠,٠٤٤٣	مستوى الإفصاح عن البعد البيئي
٠,٠٠٠٠	٠,٣٠	٠,٠٩٣٣	٠,٠٦٥٠	مستوى الإفصاح عن البعد الاجتماعي
٠,٠٣	٠,٣٠	٠,٠٦٣٧	٠,٠٨٢٧	مستوى الإفصاح عن البعد المتعلق بالموظفين
٠,٠٠٠٠	٠,١٠	٠,٠٣١١	٠,٠١٥٥	مستوى الإفصاح عن البعد المتعلق بالمنتجات

٩,٢٠١٣	١٧,٤٢٦	١,٦٥٦٠	١٣,١٥٠٩	سيولة الأسهم
٠,٢٤٥١	٣,٧١٣٩	٠,٥٩٢٥	١,١٢١٠	قيمة الشركة

* عدد المشاهدات للسنوات الخمس مجتمعة ٢٥٥ مشاهدة.

وبالنسبة لسنوات الدراسة كل على حده، فتشير الإحصاءات بالجدول رقم (٣) إلى ارتفاع المتوسط الحسابي في سنتي ٢٠١٤، ٢٠١٦ لكل من: مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، ومستوى الإفصاح عن البعد الاجتماعي، ومستوى الإفصاح عن البعد المتعلق بالموظفين عن قيمته لفترة الدراسة مجتمعة. أما مستوى الإفصاح عن البعد المتعلق بالمنتجات، فقد ارتفع في سنوات ٢٠١٢، ٢٠١٤، ٢٠١٦ عن نظيره لفترة الدراسة مجتمعة. بينما ارتفع المتوسط الحسابي لمستوى الإفصاح عن البعد البيئي في سنتي ٢٠١٤، ٢٠١٥ مقارنة بنظيره لفترة الدراسة مجتمعة.

وفيما يتعلق بسيولة الأسهم، توضح الإحصاءات الوصفية بالجدول رقم (٣) حدوث ارتفاع في مقياس سيولة الأسهم في سنوات ٢٠١٢، ٢٠١٣، ٢٠١٤ مقارنة بنظيره لفترة الدراسة مجتمعة. وبالنسبة لقيمة الشركة، فتشير الإحصاءات بالجدول رقم (٣) إلى ارتفاع المتوسط الحسابي لقيمة الشركة في سنتي ٢٠١٣، ٢٠١٤ عن قيمة المتوسط لفترة الدراسة مجتمعة.

جدول رقم (٣) المتوسط الحسابي لمتغيرات الدراسة عن كل سنة من سنوات الدراسة*

السنة	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	المتغير
مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية	٠,٢٠١٨	٠,٢٠٤٨	٠,٢١٤٨	٠,٢٠٥٩	٠,٢١٢٢	
مستوى الإفصاح عن البعد البيئي	٠,٠٤٣٧	٠,٠٤٢٧	٠,٠٤٦٥	٠,٠٤٥١	٠,٠٤٣٣	
مستوى الإفصاح عن البعد الاجتماعي	٠,٠٥٩٦	٠,٠٦٤٢	٠,٠٦٨٨	٠,٠٦٤١	٠,٠٦٨٢	
مستوى الإفصاح عن البعد المتعلق بالموظفين	٠,٠٨٢٤	٠,٠٨١٩	٠,٠٨٣١	٠,٠٨٢٢	٠,٠٨٤٣	
مستوى الإفصاح عن البعد المتعلق بالمنتجات	٠,٠١٥٧	٠,٠١٥٤	٠,٠١٦٠	٠,٠١٤٣	٠,٠١٦٣	
سيولة الأسهم	١٣,٣٤٢٢	١٣,٦٣٩١	١٣,٥٩٦٨	١٢,٤٩٧٠	١٢,٦٤١٤	
قيمة الشركة	٠,٩٨١	١,٣١٣٣	١,١٩٥٩	١,٠٠٦٨	١,١٠١٩	

* عدد المشاهدات ٥١ مشاهدة لسنتي ٢٠١٢، ٢٠١٥، ٥٢ مشاهدة لسنتي ٢٠١٣، ٢٠١٤، ٤٩ مشاهدة لسنة ٢٠١٦ ويرجع نقص

عدد المشاهدات عن ٥٢ مشاهدة في سنة ٢٠١٢ إلى أن تاريخ قيد إحدى شركات عينة الدراسة بالبورصة كان في بداية سنة ٢٠١٢، وبالتالي لن يتم التمكن من احتساب متغير عمر الشركة. بينما يرجع نقص عدد المشاهدات عن ٥٢ مشاهدة في سنتي ٢٠١٥، ٢٠١٦ إلى تأخر نشر القوائم المالية لهذه الشركات، مما ترتب عليه إيقاف التعامل على أسهم هذه الشركات.

٩-٦ نتائج اختبار فروض البحث

تستهدف الدراسة في هذا الجزء اختبار فروض البحث باستخدام تحليل المسار. وقد استخدم الباحث نموذجين لاختبار فروض الدراسة. **النموذج الأول**، لاختبار الفروض الرئيسية. أما **النموذج الثاني**، فيختبر الفروض الفرعية للفروض الرئيسية للبحث. ويوضح الجدول رقم (٤) نتائج التحليل الإحصائي للتأثير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على كل من سيولة الأسهم، وقيمة الشركة. أما الجدول رقم (٥)، فيوضح نتائج التحليل الإحصائي للتأثير المباشر لمستوى الإفصاح عن الأبعاد الأربعة للمسؤولية الاجتماعية على كل من سيولة الأسهم، وقيمة الشركة. ويوضح الجدول رقم (٦) التأثيرات المباشرة وغير المباشرة والكلية لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة. أما الجدول رقم (٧)، فيوضح التأثيرات المباشرة وغير المباشرة والكلية لمستوى الإفصاح عن الأبعاد الأربعة للمسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة.

١. نتائج اختبار الفرض الأول

يستهدف الفرض الرئيسي الأول اختبار تأثير مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة. وتشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٤) إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة. فقد بلغت قيمة معامل المسار له ٠,٩٢٦، وقيمة P.value ٠,٠٠٠، وقيمة C.R. ٥,١٢٥. وبالتالي، يتم قبول الفرض الرئيسي الأول.

ويتفق ذلك مع ما توصلت إليه دراسات (Karim et al. (2013), De Klerk et al. (2015), Cahan et al. (2016), Jizi et al. (2016), Laskar and Maji (2016), Reverte (2016), and Gutsche et al. (2017) من وجود تأثير إيجابي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة، إلا أنه يختلف عما توصلت إليه دراسات (Tjia and Setiawati (2012), Dagiliene (2013)، يوسف (٢٠١٦)، من عدم وجود تأثير معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة.

جدول رقم (٤) التأثير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على كل من سيولة الأسهم وقيمة الشركة*

مستوى المعنوية P.value	قيمة C.R	معاملات المسار Path coefficients	المسار
٠,٠٠٠	٥,١٢٥	٠,٩٢٦	TOBIN's Q <--- CSR
٠,٠٣٥	٢,١٠٥	١,٠٢٦	LIQUIDITY <--- CSR

٠,٠٠٠	٣,٨١٨	٠,٠٨٦	TOBIN's Q <--- LIQUIDITY	نموذج الدراسة الأول
٠,٠٠٠	٣,٧٩٦-	٠,٢١٦-	TOBIN's Q <--- SIZE	
٠,٨٤٥	٠,١٩٥	٠,٠٣٢	TOBIN's Q <--- LEV	
٠,٠٠١	٣,٢٤٠-	٠,١٧١-	TOBIN's Q <--- AGE	
٠,٠٠٠	٦,٢٠٨	٢,٤٢٦	TOBIN's Q <--- ROA	
٠,٠٠٠	٧,٠١٠	١,٠٢١	LIQUIDITY <--- SIZE	
٠,٦٣١	٠,٤٨١-	٠,٢١٧-	LIQUIDITY <--- LEV	
٠,٠٠٠	٥,٠٦١-	٠,٧٠٨-	LIQUIDITY <--- AGE	

* حيث:

- عدد المشاهدات للسنوات الخمس مجتمعة ٢٥٥ مشاهدة.
- يختبر نموذج الدراسة الأول التأثير المباشر وغير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة.
- CSR: مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، LIQUIDITY: سيولة الأسهم مقاسه باستخدام المتوسط السنوي للوغاريتم الطبيعي لقيمة التداول اليومي، TOBIN's Q: قيمة الشركة، SIZE: حجم الشركة، LEV: الرفع المالي، AGE: عمر الشركة، ROA العائد على الأصول.
- معاملات المسار تناظر قيم معاملات الانحدار، أما قيمة C.R فتناظر قيمة اختبار t في تحليل الانحدار.

جدول رقم (٥) التأثير المباشر لمستوى الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية على كل من سيولة الأسهم وقيمة الشركة*

مستوى المعنوية P.value	قيمة C.R	معاملات المسار Path coefficients	المسار	
٠,٠٠١	٣,٢٢٤	١,٩٢٣	TOBIN's Q <--- ENVIRONMENTAL	نموذج الدراسة
٠,٠٥٠	١,٩٦٥	٠,٩٤٥	TOBIN's Q <--- SOCIAL	
٠,٣٤٢	٠,٩٥١	٠,٧١٠	TOBIN's Q <--- EMPLOYEE	
٠,١٧١	١,٣٦٩-	١,٥٩٢-	TOBIN's Q <--- PRODUCT	
٠,٠٠٣	٢,٩٦١	٤,٥٣٧	LIQUIDITY <--- ENVIRONMENTAL	
٠,٠٠٠	٥,٤٤٧	٦,٥٥٢	LIQUIDITY <--- SOCIAL	
٠,٠٠٠	٤,٠٠٦-	٧,٤٩٨-	LIQUIDITY <--- EMPLOYEE	

٠,٣٨٨	٠,٨٦٣-	٢,٦٣٠-	LIQUIDITY <---	PRODUCT	الثاني
٠,٠٠٢	٣,١٤١	٠,٠٧٥	TOBIN's Q <---	LIQUIDITY	
٠,٠٠٠	٤,٠٤١-	٠,٢٤١-	TOBIN's Q <---	SIZE	
٠,٥١١	٠,٦٥٧	٠,١١١	TOBIN's Q <---	LEV	
٠,٠٠٢	٣,١٤٧-	٠,١٦٥-	TOBIN's Q <---	AGE	
٠,٠٠٠	٦,٣٤١	٢,٤٩٠	TOBIN's Q <---	ROA	
٠,٠٠٠	٤,٣١٧	٠,٦٥١	LIQUIDITY <---	SIZE	
٠,١٥٩	١,٤٠٩	٠,٦١٩	LIQUIDITY <---	LEV	
٠,٠٠٠	٤,٦٣٢-	٠,٦٠٨-	LIQUIDITY <---	AGE	

* حيث:

- يختبر نموذج الدراسة الثاني التأثير المباشر وغير المباشر لمستوى الإفصاح عن الأبعاد الأربعة للمسئولية الاجتماعية على قيمة الشركة.

- ENVIRONMENTAL: مستوى الإفصاح عن البعد البيئي، SOCIAL: مستوى الإفصاح عن البعد الاجتماعي، EMPLOYEE: مستوى الإفصاح عن البعد المتعلق بالموظفين، PRODUCT: مستوى الإفصاح عن البعد المتعلق بالمنتجات. وباقي المتغيرات كما سبق تعريفها في الجدول رقم (٤).

وبالنسبة لتأثير مستوى الإفصاح عن الأبعاد الأربعة للمسئولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة، فتوضح نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٥) وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن البعد البيئي على قيمة الشركة. فقد بلغت قيمة معامل المسار له ١,٩٢٣، وقيمة P.value ٠,٠٠١، وقيمة C.R. ٣,٢٢٤. وبالتالي، يتم قبول الفرض الفرعي الأول. ويتفق ذلك مع ما توصلت إليه دراسة Nguyen et al. (2015) من وجود تأثير إيجابي ومعنوي للإفصاح عن البعد البيئي للمسئولية الاجتماعية على قيمة الشركة في نهاية السنة المالية التالية، إلا أنه يختلف عما توصلت إليه دراستا Fiori et al. (2010) and Verbeeten et al. (2016). وبالمثل، تشير نتائج التحليل الإحصائي إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن البعد الاجتماعي على قيمة الشركة، حيث بلغت قيمة معامل المسار له ٠,٩٤٥، وقيمة P.value ٠,٠٥٠، وقيمة C.R. ١,٩٦٥. وبالتالي، يتم قبول الفرض الفرعي الثاني. ويتفق ذلك مع ما توصلت إليه دراسة Verbeeten et al. (2016)، بينما يختلف عما توصلت إليه دراستا Fiori et al. (2010) and Nguyen et al. (2015).

وعلى العكس، تشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٥) إلى وجود تأثير إيجابي ولكنه غير معنوي لمستوى الإفصاح عن البعد المتعلق بالموظفين على قيمة الشركة، حيث بلغت قيمة معامل المسار ٠,٧١٠، وقيمة P.value ٠,٣٤٢، وقيمة C.R. ٠,٩٥١. وبالتالي، يتم عدم قبول الفرض الفرعي الثالث. كما تشير نتائج التحليل الإحصائي إلى وجود تأثير سلبي ولكنه غير معنوي لمستوى

الإفصاح عن البعد المتعلق بالمنتجات على قيمة الشركة. فقد بلغت قيمة معامل المسار له -1,092، وقيمة P.value 0,171، وقيمة C.R. -1,369. وبالتالي، يتم عدم قبول الفرض الفرعي الرابع. ويتفق ذلك مع ما توصلت إليه دراسة (Nguyen et al. (2015)، إلا أنه يختلف عما توصلت إليه دراسة (Fiori et al. (2010).

٢. نتائج اختبار الفرض الثاني

يستهدف الفرض الرئيسي الثاني اختبار تأثير مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على سيولة الأسهم. وتوضح نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٤) وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على سيولة الأسهم. فقد بلغت قيمة معامل المسار 1,026، حيث كانت قيمة P.value 0,035، وقيمة C.R. 2,105. وبالتالي، يتم قبول الفرض الرئيسي الثاني. ويتفق ذلك مع تفسير العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم من منظور نظرية الإشارة، حيث يساعد الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين من خلال ما يقدمه من إشارات إيجابية للمتعاملين في سوق الأوراق المالية. ولذلك، تكون أسعار الأسهم مستندة إلى المعلومات، وهو ما يؤدي إلى حدوث انخفاض في مدى تشتت السعر، وبالتالي زيادة سيولة الأسهم. ويؤيد ذلك ما توصلت إليه دراسات (Akrouf and Ben Othman (2016), Gao et al. (2016), and Xu and Liu (2017) من وجود تأثير إيجابي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على سيولة الأسهم. إلا أن هذه النتيجة تختلف عما توصلت إليه دراسة (Subramaniam et al. (2016) من وجود تأثير سلبي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على سيولة الأسهم باستخدام مقياس تأثير السعر وفقاً لـ Amihud، بينما توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على سيولة الأسهم باستخدام التشتت الفعال ومعدل الدوران كمقياسين لسيولة الأسهم.

أما بالنسبة لتأثير مستوى الإفصاح عن الأبعاد المكونة للمسؤولية الاجتماعية للشركات على سيولة الأسهم، فتشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٥) إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن البعد البيئي على سيولة الأسهم. فقد بلغت قيمة معامل المسار له 4,537، وقيمة P.value 0,003، وقيمة C.R. 2,961. وبالمثل، تشير نتائج التحليل الإحصائي إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن البعد الاجتماعي على سيولة الأسهم، حيث بلغت قيمة معامل المسار له 6,552، وقيمة P.value 0,000، وقيمة C.R. 5,447. وبالتالي، يتم قبول الفرضين الفرعيين الأول والثاني.

وعلى العكس، تشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٥) إلى وجود تأثير سلبي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن البعد المتعلق بالموظفين على سيولة الأسهم، حيث بلغت قيمة معامل المسار -7,498، وقيمة P.value 0,000، وقيمة C.R. -4,006. وبالتالي، يتم عدم قبول الفرض الفرعي الثالث، لأن التأثير كان سلبياً وليس إيجابياً. أما بالنسبة لتأثير مستوى الإفصاح عن البعد المتعلق

بالمنتجات على سيولة الأسهم، فتشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٥) إلى وجود تأثير سلبي وغير معنوي. فقد بلغت قيمة معامل المسار -٢,٦٣٠، وقيمة P.value ٠,٣٨٨، وقيمة C.R. - ٠,٨٦٣. وبالتالي، يتم عدم قبول الفرض الفرعي الرابع.

وتوضح النتائج السابقة، وجود تباين في مدى أهمية معلومات المسؤولية الاجتماعية للمتعاملين في سوق الأوراق المالية. إذ إن المعلومات البيئية والاجتماعية قد تكون أكثر أهمية بالنسبة للمستثمرين من المعلومات الخاصة بالبعدين الآخرين للمسؤولية الاجتماعية للشركات (المعلومات المتعلقة بالموظفين، والمنتجات)، وهو ما يفسر وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن المعلومات البيئية والاجتماعية على سيولة الأسهم. وعلى العكس، يقل اهتمام المستثمرين بالمعلومات المتعلقة بالموظفين أو المنتجات.

٣. نتائج اختبار الفرض الثالث

يستهدف هذا الفرض اختبار تأثير سيولة الأسهم على قيمة الشركة. وتشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٤) إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لسيولة الأسهم على قيمة الشركة. فقد بلغت قيمة معامل المسار ٠,٠٨٦، وقيمة P.value ٠,٠٠٠، وقيمة C.R. ٣,٨١٨. وبالمثل تشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٥) إلى وجود نفس التأثير السابق، حيث بلغت قيمة معامل المسار ٠,٠٧٥، وقيمة P.value ٠,٠٠٢، وقيمة C.R. ٣,١٤١. وبالتالي، يتم قبول الفرض الثالث. ويتفق ذلك مع ما توصلت إليه دراسات Lang et al. (2012), Arabsalehi et al. (2014), and Arian et al. (2014) ويؤيد ذلك الدور الإيجابي لسيولة الأسهم في تحسين قرارات الاستثمار في الأسهم، وزيادة ثقة المستثمرين، وزيادة المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وتخفيض معدل العائد المطلوب، مما يؤدي في النهاية إلى تحسين قيمة الشركة.

٤. نتائج اختبار الفرض الرابع

يستهدف الفرض الرئيسي الرابع اختبار التأثير غير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة. وتشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٦) إلى وجود تأثير غير مباشر إيجابي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط. فقد بلغت قيمة معامل المسار ٠,٠٨٨، وقيمة P.value ٠,٠٠٥. وبالتالي، يتم قبول الفرض الرئيسي الرابع.

وتوضح نتائج التحليل الإحصائي أن التأثير غير المباشر يمثل ٨,٦٨% من التأثير الكلي لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة، بينما يمثل التأثير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة ٩١,٣٢% ويوضح ذلك وجود تأثير مباشر وغير مباشر معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة. وبالتالي، فإن التأثير غير المباشر (الوسيط) هو تأثير جزئي، حيث يمثل جزءاً فقط من تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع، في حين يرجع جزء من هذا التأثير إلى التأثير المباشر للمتغير المستقل على المتغير التابع.

جدول رقم (٦) التأثيرات المباشرة وغير المباشرة والكلية لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة

المسار	نوع التأثير	التأثير	المعنوية
CSR <--- TOBIN's Q	مباشر	٠,٩٢٦	٠,٠٠٠
		%٩١,٣٢	
CSR <--- LIQUIDITY	مباشر	١,٠٢٦	٠,٠٣٥
LIQUIDITY <--- TOBIN's Q	مباشر	٠,٠٨٦	٠,٠٠٠
CSR <--- TOBIN's Q	غير مباشر	٠,٠٨٨	٠,٠٠٥
		%٨,٦٨	
CSR <--- TOBIN's Q	الكلية	١,٠١٤	٠,٠٠١

وبالنسبة للأبعاد الأربعة للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، توضح نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٧) وجود تأثير غير مباشر إيجابي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن البعد البيئي على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط. فقد بلغت قيمة معامل المسار ٠,٣٤١، وقيمة P.value ٠,٠٠٥. وبالتالي، يتم قبول الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الرابع.

وتوضح نتائج التحليل الإحصائي أن التأثير غير المباشر يمثل ١٥,٠٦% من التأثير الكلي لمستوى الإفصاح عن البعد البيئي على قيمة الشركة، بينما يمثل التأثير المباشر لمستوى الإفصاح عن البعد البيئي على قيمة الشركة ٨٤,٩٤%. ويوضح ذلك وجود تأثير مباشر وغير مباشر معنوي لمستوى الإفصاح عن البعد البيئي على قيمة الشركة. وبالتالي، فإن التأثير غير المباشر (الوسيط) هو تأثير وسيط جزئي، حيث يمثل جزءاً فقط من تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع، بينما يرجع جزء من هذا التأثير إلى التأثير المباشر للمتغير المستقل على المتغير التابع.

وبالنسبة للإفصاح عن البعد الاجتماعي، توضح نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٧) وجود تأثير غير مباشر إيجابي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن البعد الاجتماعي على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط. فقد بلغت قيمة معامل المسار ٠,٤٩٢، وقيمة P.value ٠,٠٠٣. وبالتالي، يتم قبول الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الرابع.

وتوضح نتائج التحليل الإحصائي أن التأثير غير المباشر يمثل ٣٤,٣٨% من التأثير الكلي لمستوى الإفصاح عن البعد الاجتماعي على قيمة الشركة، بينما يمثل التأثير المباشر لمستوى الإفصاح عن البعد الاجتماعي على قيمة الشركة ٦٥,٦٢%. ويتضح من ذلك وجود تأثير مباشر وغير مباشر معنوي لمستوى الإفصاح عن البعد الاجتماعي على قيمة الشركة. وبالتالي، فإن التأثير غير المباشر (الوسيط) هو تأثير وسيط جزئي، حيث يمثل جزءاً فقط من تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع، بينما يرجع جزء من هذا التأثير إلى التأثير المباشر للمتغير المستقل على المتغير التابع.

أما بالنسبة للإفصاح عن البعد المتعلق بالموظفين، فتشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٧) إلى وجود تأثير غير مباشر سلبي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن البعد المتعلق بالموظفين على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط. فقد بلغت قيمة معامل المسار -٠,٥٦٣، وقيمة P.value ٠,٠٠٢. وبالتالي، يتم عدم قبول الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الرابع لأن التأثير كان سلبياً وليس إيجابياً.

وتوضح نتائج التحليل الإحصائي عدم اتساق التأثير غير المباشر (سلبي ومعنوي) مع التأثير المباشر (إيجابي وغير معنوي). وبالتالي، فإن التأثير غير المباشر (الوسيط) هو تأثير غير متسق، نظراً لاختلاف اتجاه التأثير المباشر (إيجابي) وغير المباشر (سلبي).

وأخيراً، بالنسبة للإفصاح عن البعد المتعلق بالمنتجات، فتوضح نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٧) وجود تأثير غير مباشر سلبي وغير معنوي لمستوى الإفصاح عن البعد المتعلق بالمنتجات على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط. فقد بلغت قيمة معامل المسار -٠,١٩٨، وقيمة P.value ٠,٢٢٣. وبالتالي، يتم عدم قبول الفرض الفرعي الرابع من الفرض الرئيسي الرابع. وتوضح نتائج التحليل الإحصائي عدم وجود تأثير سواء مباشر أو غير مباشر لمستوى الإفصاح عن البعد المتعلق بالمنتجات على قيمة الشركة.

جدول رقم (٧) التأثيرات المباشرة وغير المباشرة والكلية لمستوى الإفصاح عن الأبعاد الأربعة للمسئولية الاجتماعية على قيمة الشركة

المعنوية	التأثير	نوع التأثير	المسار
٠,٠٠١	١,٩٢٣	مباشر	TOBIN's Q <--- ENVIRONMENTAL
	%٨٤,٩٤		النسبة
٠,٠٠٣	٤,٥٣٧	مباشر	LIQUIDITY <--- ENVIRONMENTAL
٠,٠٠٢	٠,٠٧٥	مباشر	TOBIN's Q <--- LIQUIDITY
٠,٠٠٥	٠,٣٤١	غير مباشر	TOBIN's Q <--- ENVIRONMENTAL
	%١٥,٠٦		النسبة
٠,٠٠١	٢,٢٦٤	الكلي	TOBIN's Q <--- ENVIRONMENTAL
٠,٠٥٠	٠,٩٤٥	مباشر	TOBIN's Q <--- SOCIAL
	%٦٥,٦٢		النسبة
٠,٠٠٠	٦,٥٥٢	مباشر	LIQUIDITY <--- SOCIAL
٠,٠٠٣	٠,٤٩٢	غير مباشر	TOBIN's Q <--- SOCIAL
	%٣٤,٣٨		النسبة
٠,٠٠٢	١,٤٣٧	الكلي	TOBIN's Q <--- SOCIAL

٠,٣٤٢	٠,٧١٠	مباشر	TOBIN's Q <---	EMPLOYEE
٠,٠٠٠	٧,٤٩٨-	مباشر	LIQUIDITY <---	EMPLOYEE
٠,٠٠٢	٠,٥٦٣-	غير مباشر	TOBIN's Q <---	EMPLOYEE
٠,٨٤٨	٠,١٤٧	الكلي	TOBIN's Q <---	EMPLOYEE
٠,١٧١	١,٥٩٢-	مباشر	TOBIN's Q <---	PRODUCT
٠,٣٨٨	٢,٦٣٠-	مباشر	LIQUIDITY <---	PRODUCT
٠,٢٢٣	٠,١٩٨-	غير مباشر	TOBIN's Q <---	PRODUCT
٠,١٦٣	١,٧٩٠-	الكلي	TOBIN's Q <---	PRODUCT

وفيما يتعلق بمتغيرات الرقابة، فتشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٤) إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لحجم الشركة على سيولة الأسهم، حيث بلغت قيمة معامل المسار ١,٠٢١، وقيمة P.value ٠,٠٠٠، وقيمة C.R. ٧,٠١٠. وعلى العكس، يوجد تأثير سلبي ومعنوي لعمر الشركة على سيولة الأسهم. فقد بلغت قيمة معامل المسار -٠,٧٠٨، وقيمة P.value ٠,٠٠٠، وقيمة C.R. -٥,٠٦١. ومن ناحية أخرى، توضح نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٤) وجود تأثير غير معنوي للرفع المالي على سيولة الأسهم.

ومن ناحية أخرى، تشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٤) إلى وجود تأثير سلبي ومعنوي لحجم الشركة على قيمة الشركة، حيث بلغت قيمة معامل المسار -٠,٢١٦، وقيمة P.value ٠,٠٠٠، وقيمة C.R. -٣,٧٩٦. وبالمثل، يوجد تأثير سلبي ومعنوي لعمر الشركة على قيمة الشركة، حيث بلغت قيمة معامل المسار له -٠,١٧١، وقيمة P.value ٠,٠٠١، وقيمة C.R. -٣,٢٤٠. وعلى العكس، يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للعائد على الأصول على قيمة الشركة، حيث بلغت قيمة معامل المسار ٢,٤٢٦، وقيمة P.value ٠,٠٠٠، وقيمة C.R. ٦,٢٠٨. بينما يوجد تأثير إيجابي وغير معنوي للرفع المالي على قيمة الشركة، حيث بلغت قيمة معامل المسار ٠,٠٣٢، وقيمة P.value ٠,٠٨٤٥، وقيمة C.R. ٠,١٩٥^(٣).

١٠ - خلاصة البحث وتوصياته ومجالات البحث المقترحة

تزايدت أهمية المسؤولية الاجتماعية وإفصاح الشركات عن مدى الوفاء بها على مدار العديد من العقود، نتيجة لتزايد الوعي العام فيما يتعلق بدور الشركات في المجتمع. وبالتالي، لم تعد مسألة فقط عن تحقيق الأرباح، وإنما أصبحت مطلوبة بالاهتمام أيضاً بالنواحي البيئية والاجتماعية، لضمان نمو قيمة الشركة بشكل مستدام. ويؤيد ذلك العديد من الدراسات من حيث تزايد عدد تقارير المسؤولية

(٣) تم تأييد هذه النتائج من خلال نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٥).

الاجتماعية المنشورة في السنوات الأخيرة، وكذلك عدد تقارير المسؤولية الاجتماعية على مواقع الشركات على شبكة الانترنت.

وقد استهدف هذا البحث دراسة التأثير المباشر وغير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بأبعادها المختلفة، على قيمة الشركة، من خلال استخدام سيولة الأسهم كمتغير وسيط. وذلك باستخدام عينة من الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري والمدرجة بالمؤشر EGX100 عن فترة خمس سنوات ٢٠١٢-٢٠١٦. وقد تم ذلك عن طريق استخدام تحليل المسار، حيث يمثل مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بأبعادها الأربعة (البعد البيئي، والبعد الاجتماعي، والبعد المتعلق بالموظفين، والبعد المتعلق بالمنتجات) المتغير المستقل في النموذج، بينما تمثل قيمة الشركة المتغير التابع، في حين تمثل سيولة الأسهم المتغير الوسيط.

وقد خلص الباحث إلى عدم وجود إجماع على تعريف واحد للمسؤولية الاجتماعية للشركات يلقي قبولاً عاماً، والذي يرجع إلى تعدد واختلاف المفاهيم والمتغيرات الأساسية للمسؤولية الاجتماعية التي لم تحدد بشكل قاطع يسمح بالتعرف على الأبعاد المحددة لتلك المسؤولية. ومع ذلك، فمعظم التعريفات تصف المسؤولية الاجتماعية للشركات بأنها مفهوم تدمج الشركة من خلاله القضايا الاجتماعية والبيئية في عملياتها، وفي تفاعلها مع أصحاب المصالح فيها على أساس اختياري. كما خلص الباحث إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات يقف وراءه عدد من النظريات التي تفسره، كنظرية الشرعية، ونظرية أصحاب المصالح، ونظرية الإشارة. وقد خلص الباحث إلى أن هذه النظريات تعتبر طرقاً بديلة لفهم ودراسة القرارات التنظيمية للإفصاح عن أنواع مختلفة من المعلومات وليست نظريات متنافسة. إذ إنه لا توجد نظرية واحدة قابلة للتطبيق بشأن تفسير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات لكل المواقف أو المجتمعات.

وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على كل من قيمة الشركة وسيولة الأسهم. كما تم التوصل إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن كل من البعد البيئي، والبعد الاجتماعي للمسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة. وعلى العكس، أظهرت النتائج عدم وجود تأثير معنوي لمستوى الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بكل من الموظفين، والمنتجات على قيمة الشركة.

أما فيما يتعلق بتأثير مستوى الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية على سيولة الأسهم، فقد أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن المعلومات البيئية والاجتماعية على سيولة الأسهم. وعلى العكس، أظهرت النتائج وجود تأثير سلبي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالموظفين على سيولة الأسهم. بينما أظهرت النتائج عدم وجود تأثير معنوي لمستوى الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالمنتجات على سيولة الأسهم.

ومن ناحية أخرى، أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير غير مباشر جزئي إيجابي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط. أما بالنسبة لأبعاد المسؤولية الاجتماعية، فقد أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير غير مباشر جزئي إيجابي

ومعنوي لمستوى الإفصاح عن كل من البعد البيئي، والبعد الاجتماعي على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط. وعلى العكس، أظهرت النتائج وجود تأثير غير مباشر سلبي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن البعد المتعلق بالموظفين على قيمة الشركة من خلال سيولة الأسهم كمتغير وسيط. وأخيراً، أظهرت النتائج عدم وجود تأثير غير مباشر لمستوى الإفصاح عن البعد المتعلق بالمنتجات على قيمة الشركة.

واستناداً إلى ما توصل إليه البحث في شقيه النظري والعملي، يمكن تقديم التوصيات التالية:

- يجب تشجيع الشركات على المشاركة في أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات، بالإضافة إلى وضع آليات لتشجيع الشركات على الإفصاح عن مدى وفائها بمسئوليتها الاجتماعية.
- ضرورة تطوير قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، بحيث تنطوي على متطلبات خاصة بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات. فعلى سبيل المثال، تلتزم الشركات وفقاً للقواعد الحالية عند إعدادها لتقرير مجلس الإدارة فقط بالإفصاح عن متوسط عدد العاملين بالشركة خلال السنة، ومتوسط دخل العامل خلال نفس الفترة، دون التطرق لأي متطلبات أخرى تخص العاملين بالشركة.
- تكرار هذه الدراسة باستخدام مقاييس أخرى سواء بالنسبة للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، أو بالنسبة لسيولة الأسهم، أو بالنسبة لقيمة الشركة.

وبالنسبة لمجالات البحث المقترحة، يعتقد الباحث بأهمية البحث مستقبلاً في بعض

المجالات ذات الصلة، والتي من أهمها ما يلي:

- أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على بعض المتغيرات، مثل تكلفة التمويل، وجودة التقارير المالية.
- أثر حوكمة الشركات على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وقيمة الشركة وأدائها المالي.
- اختبار التأثيرات غير المباشرة لبعض المتغيرات الوسيطة للعلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وقيمة الشركة مثل سمعة الشركة.
- أثر هيكل الملكية على مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات.
- أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قرار الاستثمار في أسهم الشركة، ومنح الائتمان.

مراجع البحث

المراجع العربية

- إسماعيل، عماد عبدالجليل علي. ٢٠١٠. مؤشرات اكتشاف خطر الاحتيال على شركات التأمين الطبي بالمملكة العربية السعودية. *مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين*، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد ٧٥: ٧٤١-٧٧٨.
- الخيال، توفيق عبد المحسن؛ محمد حسن علي المفتي. ٢٠٠٣. أهمية الإفصاح عن المسؤولية البيئية والاجتماعية في التقارير المالية المنشورة في المملكة العربية السعودية. *الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد السابع، العدد الثاني: ٢٥٣-٢٩٤.
- المنياوي، مصطفى محمد. ٢٠٠٨. دراسة تحليلية للمشكلات المحاسبية لتقييم الشركات عند تغيير الملكية مع التطبيق على برنامج خصخصة شركات قطاع الأعمال العام في مصر. رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة - جامعة الإسكندرية.
- بدوي، محمد عباس. ٢٠٠٤. الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للوحدة الاقتصادية. *مجلة المال والتجارة*، العدد ٤١٧: ٢٠-٣٦.
- حسانين، أحمد سعيد قطب. ٢٠٠٩. التكامل بين الآليات المحاسبية وغير المحاسبية لنظم الحوكمة وأثره على الأداء وخفض فجوة التوقعات عن القيمة العادلة للمنشأة - دراسة ميدانية على سوق

- الأسهم السعودي. *مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية*، جامعة الإسكندرية، المجلد ٤٦، العدد الأول: ٦٤-١.
- قانون رقم (٣) لسنة ١٩٩٨ بتعديل بعض أحكام قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة رقم (١٥٩) لسنة ١٩٨١، المادة رقم (٦٤).
 - مليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم. ٢٠١٤. محددات الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية وأثره على أداء وسمعة البنوك في البيئة المصرية- دراسة نظرية وتطبيقية. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الرابع: ٨١-١.
 - يوسف، حنان محمد إسماعيل. ٢٠١٦. العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وأدائها المالي- دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في المؤشر المصري لمسؤولية الشركات. *الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة بكلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد العشرين، العدد الأول: ٣٩٦-٣٥٣.

المراجع الأجنبية

- Aguinis, H., and A. Glavas. 2012. What we know and don't know about corporate social responsibility: A review and research agenda. *Journal of Management* 38 (4): 932-968.
- Ahmed, M. N., S. Zakaree, and O. O. Kolawole. 2016. Corporate social responsibility disclosure and financial performance of listed manufacturing firms in Nigeria. *Research Journal of Finance and Accounting* 7 (4): 47-58.
- Akrouf, M. M., and H. Ben Othman. 2016. Environmental disclosure and stock market liquidity: Evidence from Arab MENA emerging markets. *Applied Economics* 48 (20): 1840-1851.
- Aldosari, A., and J. Atkins. 2015. A study of corporate social responsibility disclosure practices in Saudi Arabia. *In: British Accounting and Finance Association Conference, 23 - 25 March 2015, Manchester*. Available at: <http://centaur.reading.ac.uk/40093/>
- Arabsalehi, M., M. Beedel, and A. Moradi. 2014. Economic performance and stock market liquidity: Evidence from Iranian listed companies. *International Journal of Economy, Management and Social Sciences* 3 (9): 496-499.
- Arian, O., S. Galdipur, and J. Kiamehr. 2014. Impact of stock market liquidity on firm value. *Journal of Educational and Management Studies* 4 (4): 782- 786.

- Barnett, M. L. 2007. Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility. *Academy of Management Review* 32 (3): 794-816.
- Beal, B. D. 2014. **Corporate social responsibility: Definition, core issues, and recent developments**. Sage Publications, Inc.
- Bowerman, S., and U. Sharma. 2016. The effect of corporate social responsibility disclosures on share prices in Japan and the UK. *Corporate Ownership & Control* 13 (2): 202-216.
- Branco, M. C., and L. L. Rodrigues. 2008. Factors influencing social responsibility disclosure by Portuguese companies. *Journal of Business Ethics* 83 (4): 685-701.
- Cahan, S. F., C. De Villiers, D. C. Jeter, V. Naiker, and C. J. Van Staden. 2016. Are CSR disclosures value relevant? Cross-country evidence. *European Accounting Review* 25 (3): 579-611.
- Carroll, A. B. 1991. The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders. *Business Horizon* 34 (4): 39-48.
- ———., and K. M. Shabana. 2010. The business case for corporate social responsibility: A review of concepts, research and practice. *International Journal of Management Reviews* 12 (1): 85-105.
- Commission of the European Communities. 2001. Promoting a European framework for corporate social responsibilities, COM (2001) 366 final, Brussels.
- Coombs, W. T., and S. J. Holladay. 2012. **Managing corporate social responsibility: A communication approach**. Malden, MA: Wiley-Blackwell.
- Crisóstomo, V. L., F. S. Freire, and F. C. De Vasconcellos .2011. Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal* 7 (2): 295-309.
- Dagilienė, L. 2013. The influence of corporate social reporting to company's value in a developing economy. *Procedia Economics and Finance* 5: 212-221.
- Dahlsrud, A. 2008. How corporate social responsibility is defined: An analysis of 37 definitions. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 15 (1):1-13.
- De Klerk, M., C. De Villiers, and C. Van Staden. 2015. The influence of corporate social responsibility disclosure on share prices: Evidence from the United Kingdom. *Pacific Accounting Review* 27 (2): 208-228.
- Deegan, C. 2002. Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures – A theoretical foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 15 (3): 282-311.
- ———., M. Rankin, and J. Tobin. 2002. An examination of the corporate social and environmental disclosures of BHP from 1983-1997: A test of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 15 (3): 312-343.
- Dhaliwal, D. S., O. Z. Li, A. Tsang, and Y. G. Yang .2011. Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of

- corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review* 86 (1): 59-100.
- Espinosa, M., M. Tapia, and M. Trombetta. 2005. Disclosure and liquidity. *Working paper*. University Calos, Madrid. Available at: www.efmaefm.org/.../2005-Milan/papers/260-trombetta_paper.pdf
 - Fang, V. W., T. H. Noe., and S. Tice. 2009. Stock market liquidity and firm value. *Journal of Financial Economics* 94 (1): 150-169.
 - Fiori, G., F. Donato, and M. F. Izzo .2010. Corporate social responsibility and stock prices: An analysis on Italian listed companies. *Working Paper*. 1Luiss University, Italy and, 2Luspio University, Italy.
 - Freeman, I., and A. Hasnaoui. 2011. The meaning of corporate social responsibility: The vision of four nations. *Journal of Business Ethics* 100 (3): 419-443.
 - Frino, A., R. Palumbo, F. Capalbo, D. Gerace and V. Mollica. 2013. Information disclosure and stock liquidity: Evidence from borsa Italiana. *Abacus* 49 (4): 423-440.
 - Galbreath, J. 2010. How does corporate social responsibility benefit firms? Evidence from Australia. *European Business Review* 22 (4): 411-431.
 - Gao, F., Y. Dong, C. Ni, and R. Fu. 2016. Determinants and economic consequences of non-financial disclosure quality. *European Accounting Review* 25 (2): 287-317.
 - Gherghina, Ş. C., G. Vintilă, and D. Dobrescu. 2015. An empirical research on the relationship between corporate social responsibility ratings and U.S. listed companies' value. *Journal of Economics Studies and Research* 2015: 1-11.
 - Goyenko, R. Y., C. W. Holden, and C. A.Trzcinka. 2009. Do liquidity measures measure liquidity?. *Journal of Financial Economics* 92 (2): 153-181.
 - GRI. 2013. Sustainability disclosure database. Global Reporting Initiative. Available at: <http://database.globalreporting.org/search>.
 - Gutsche, R., J. F. Schulz, and M. Gratwohl. 2017. Firm-value effects of CSR disclosure and CSR performance. *Working paper*, available at: www.efmaefm.org/.../2017.../EFMA2017_0559_fullpaper.pdf
 - Hackston, D., M. J. Milne. 1996. Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 9 (1): 77-108.
 - Haddad, A. E., W. K. AlShattarat, and H. Nobanee. 2009. Voluntary disclosure and stock market liquidity: Evidence from the Jordanian capital market. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation* 5 (3): 285-309.
 - Hapsoro, D., and M. H. Zidni. 2015. The effect of corporate social responsibility disclosure on economic consequences: Case study in Indonesia. *Journal of Business and Economics* 6 (9): 1595-1605.
 - Hassan, O. A. G., and C. Marston. 2010. Disclosure measurement in the empirical accounting literature: A review article. *Working Paper*. Available at: <https://ssrn.com/abstract=1640598>

- Hassanein, A., and K. Hussainey. 2015. Is forward-looking financial disclosure really informative? Evidence from UK narrative statements. *International Review of Financial Analysis* 41: 52-61.
- Herda, D. N. 2013. Structural equation modeling in the accounting literature: Observations and suggestions. *Journal of Theoretical Accounting Research* 8 (2): 103-138.
- Hidayah, N. 2014. The effect of company characteristic toward firm value in the property and real estate company in Indonesia stock exchange. *International Journal of Business, Economics and Law* 5 (1): 1-8.
- Holder-Webb, L., J. R. Cohen, L. Nath, and D. Wood. 2009. The supply of corporate social responsibility disclosures among U.S. firms. *Journal of Business Ethics* 84 (4):497-527.
- Hooghiemstra, R. 2000. Corporate communication and impression management – New perspectives why companies engage in corporate social reporting. *Journal of Business Ethics* 27 (1-2): 55-68.
- Hooper, D., J. Coughlan, and M. R. Mullen. 2008. Structural equation modelling: Guidelines for determining model fit. *Electronic Journal of Business Research Methods* 6 (1): 53-60.
- Isa, S. M. 2012. Corporate social responsibility: What can we learn from the stakeholders?. *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 65 (3): 327-337.
- Jizi, M., R. Nehme, and A. Salama. 2016. Do social responsibility disclosure show improvements on stock price?. *The Journal of Developing Areas* 50 (2): 77-95.
- Jo, H., and Y. Kim. 2008. Ethics and disclosure: A study of the financial performance of firms in the seasoned equity offerings market. *Journal of Business Ethics* 80 (4): 855-878.
- Jupe, R. E. 2005. Disclosures in corporate environmental reports: A test of legitimacy theory. *Working paper*. University of Kent Canterbury, Canterbury. Available at: https://kar.kent.ac.uk/24451/1/91_Web_Version.pdf.
- Karim, N. K., Mukhtaruddin, T. Marwah, and Y. Saftiana. 2013. The quality of voluntary corporate social responsibility disclosure effect on the firm value of service companies listed in the Indonesian stock exchange. *International Conference on Accounting and Finance (AT) Proceedings; Singapore*: 39-47.
- Kiliç, M., C. Kuzey, and A. Uyar. 2015. The impact of ownership and board structure on corporate social responsibility (CSR) reporting in the Turkish banking industry. *Corporate Governance* 15 (3): 357-374.
- KPMG. 2015. KPMG Survey of corporate responsibility reporting. Available at: <https://home.kpmg.com/au/en/home/insights/2015/11/corporate-responsibility-reporting-survey-2015.html>.
- Kurniasari, W., and Y. Warastuti. 2015. The relationship between CSR and profitability to firm value in Sri-Kehati index. *International Journal of Economic Behavior* 5 (1): 31-41.
- Laan, S. V. D. 2009. The role of theory in explaining motivation for corporate social disclosures: Voluntary disclosures vs ‘Solicited’

- disclosures. *Australasian Accounting Business and Finance Journal* 3 (4): 15-29.
- Lang, M., K. V. Lins, and M. Maffett. 2012. Transparency, liquidity, and valuation: International evidence on when transparency matters most. *Journal of Accounting Research* 50 (3): 729- 774.
 - Laskar, N., S. G. Maji. 2016. Disclosure of corporate social responsibility and firm performance: Evidence from India. *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation* 12 (2): 1-10.
 - Leuz, C., and R. E. Verrecchia. 2000. The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research* 38 Supplement: 91-124.
 - Lii, Y.S., and M. Lee. 2012. Doing right leads to doing well: When the type of CSR and reputation interact to affect consumer evaluations of the firm. *Journal of Business Ethics* 105 (1): 69-81.
 - Lin, C., R. Chang, and V. T. Dang. 2015. An integrated model to explain how corporate social responsibility affects corporate financial performance. *Sustainability* 7 (7): 8292-8311.
 - Linthicum, C., A. L. Reitenga, and J. M. Sanchez. 2010. Social responsibility and corporate reputation: The case of the Arthur Andersen Enron audit failure. *Journal of Accounting and Public Policy* 29 (2): 160-176.
 - Little, T. D., N. A. Card, J. A. Bovaird, K. J. Preacher, and C. S. Crandall. 2007. **Structural equation modeling of mediation and moderation with contextual factors**. Modeling contextual effects in longitudinal studies. 207-230.
 - Mc Williams, A., and D. Siegel. 2001. Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *The Academy of Management Review* 26 (1) 117-127.
 - _____, and P. M. Wright. 2006. Guest editors' introduction corporate social responsibility: Strategic implications. *Journal of Management Studies* 43 (1): 1-18.
 - Mitchell, R. K., B. R. Agle, and D. J. Wood. 1997. Toward a theory of stakeholder identification and salience: Defining the principle of who and what really counts. *The Academy of Management Review* 22 (4): 853-886.
 - Moravcikova, K., L. Stefanikova, and M. Rypakova. 2015. CSR reporting as an important tool of CSR communication. *Procedia Economics and Finance* 26: 332-338.
 - Nekhili, M., H. Nagati, T. Chtioui, and C. Rebolledo. 2017. Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily firms. *Journal of Business Research* 77: 41-52.
 - Neu, D., H. Warsame, and K. Pedwell. 1998. Managing public impressions: Environmental disclosures in annual reports. *Accounting, Organizations and Society* 23 (3): 265-282.
 - Nguyen, B. T. N., H. T. T. Tran, O. H. Le, P. T. Nguyen, T. H. Trinh, and V. Le. 2015. Association between corporate social responsibility disclosures and firm value – Empirical evidence from Vietnam.

- International Journal of Accounting and Financial Reporting* 5 (1): 212-228.
- Nguyen, T., H. N. Duong, and H. Singh. 2016. Stock market liquidity and firm value: An empirical examination of the Australian market. *International Review of Finance* 16 (4): 639-646.
 - Nielsen, A. E., and C. Thomsen. 2007. Reporting CSR – What and how to say it?. *Corporate Communications: An International Journal* 12 (1): 25-40.
 - Nurdin, E., and D. Hamzah. 2016. Empirical testing of corporate social responsibility disclosure as a mechanism to improve the earnings persistence and stock return in Indonesia. *International Research Journal of Management Sciences* 4 (8): 503-510.
 - O'Donovan, G. 1999. Managing legitimacy through increased corporate environmental reporting: An exploratory study. *Interdisciplinary Environmental Review* 1 (1): 63-99.
 - ————. 2002. Environmental disclosures in the annual report: Extending the applicability and predictive power of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 15 (3): 344-371.
 - Okoye, A. 2009. Theorising corporate social responsibility as an essentially contested concept: Is a definition necessary?. *Journal of Business Ethics* 89 (4):613-627.
 - Omran, M. A., and D. Ramdhony. 2015. Theoretical perspectives on corporate social responsibility disclosure: A critical review. *International Journal of Accounting and Financial Reporting* 5 (2): 38-54.
 - Pérez, A. 2015. Corporate reputation and CSR reporting to stakeholders: Gaps in the literature and future lines of research. *Corporate Communications: An International Journal* 20 (1): 11-29.
 - Pirnea, I. C., M. Olaru, T. Keppler, and M. Sandru. 2014. Corporate social responsibility between performance and sustainability. *Proceedings of the 8th international management conference "management challenges for sustainability development", November 6th-7th, Bucharest, Romania*. Available at: conferinta.management.ase.ro/archives/2014/pdf/41.pdf.
 - Putu, N. N. G. M., Moeljadi, Djumahir, and A. Djazuli. 2014. Factors affecting firms value of Indonesia public manufacturing firms. *International Journal of Business and Management Invention* 3 (2): 35-44.
 - Reverte, C. 2009. Determinants of corporate social responsibility disclosure ratings by Spanish listed firms. *Journal of Business Ethics* 88 (2):351-366.
 - ————. 2012. The impact of better corporate social responsibility disclosure on the cost of equity capital. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* 19 (5): 253-272.
 - ————. 2016. Corporate social responsibility disclosure and market valuation: Evidence from Spanish listed firms. *Review of Managerial Science* 10 (2): 411-435.

- Schwartz, M. S., and A. B. Carroll. 2003. Corporate social responsibility: A three-domain approach. *Business Ethics Quarterly* 13 (4): 503-530.
- Sidhu, M. K. 2016. Corporate governance and stock market liquidity. *Journal of Commerce and Accounting Research; New Delhi* 5 (3): 22-31.
- Stefanovski, M., and E. Rasin. 2013. Effects of liquidity on idiosyncratic risk. *Master's Thesis in Finance*, Lund University.
- Su, W., M. W. Peng, W. Tan, and Y. L. Cheung. 2016. The signaling effect of corporate social responsibility in emerging economies. *Journal of Business Ethics* 134 (3): 479-491.
- Subramaniam, R. K., S. D. Samuel, and S. Mahenthiran. 2016. Liquidity implications of corporate social responsibility disclosures: Malaysian evidence. *Journal of International Accounting Research* 15 (1): 133-153.
- Sun, N. S., A., Salama, K. Hussainey, and M. Habbash. 2010. Corporate environmental disclosure, corporate governance and earnings management. *Managerial Auditing Journal* 25 (7): 679-700.
- Tagesson, T., M. Klugman, and M. L. Ekström. 2013. What explains the extent and content of social disclosures in Swedish municipalities' annual reports. *Journal of Management & Governance* 17 (2): 217-235.
- Tjia, O., and L. Setiawati. 2012. Effect of CSR disclosure to value of the firm: Study for banking industry in Indonesia. *World Journal of Social Sciences* 2 (6): 169-178.
- Verbeeten, F. H. M., R. Gamerschlag, K. Möller. 2016. Are CSR disclosures relevant for investors? Empirical evidence from Germany. *Management Decision* 54 (6): 1359-1382.
- Vogel, D. 2005. **The market for virtue: The potential and limits of corporate social responsibility**. Washington, DC: Brookings Institution Press.
- Waters, R. D., and H. K. Ott. 2014. Corporate social responsibility and the nonprofit sector: Assessing the thoughts and practices across three nonprofit subsectors. *Public Relations Journal* 8 (3): 1-18.
- World Business Council for Sustainable Development. 2000. Corporate social responsibility: Making good business sense. World Business Council for Sustainable Development: Geneva.
- Wu, C., and I. H. Liu. 2011. Market liquidity, corporate governance, and firm value – Taiwan evidences. *Working Paper*, National Chengchi University. Available at: <https://www.wbiconpro.com/323-Chiming.pdf>.
- Xu, S., D. Liu. 2017. Do financial markets care about corporate social responsibility disclosure? Further evidence from China. *Australian Accounting Review* Early View: 1-25.
- Yao, S., J. Wang, and L. Song. 2011. Determinants of social responsibility disclosure by Chinese firms. *Working Paper* 72, The University of Nottingham, China Policy Institute, available at: <https://www.nottingham.ac.uk/cpi/.../discussion-paper-72-csr.pdf>