

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة
د/ ريمون ميلاد فؤاد قلندس

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة
الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة الأعمال المصرية

The Impact of Firm Life Cycle on the Relationship Between Corporate Social Responsibility Disclosure and Stock Liquidity: Empirical Evidence from the Egyptian Business Environment

د/ ريمون ميلاد فؤاد قلندس
أستاذ المحاسبة والمراجعة المساعد
كلية التجارة – جامعة بنها

ملخص:

الهدف: استهدفت الدراسة قياس أثر دورة حياة الشركة – وفقاً لنموذج Dickinson (2011)- على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم، وذلك من خلال أدلة يمكن قياسها من واقع الشركات المسجلة بالبورصة المصرية.

التصميم والمنهجية: اعتمد الباحث على نموذج الانحدار الخطى المتعدد Multiple Linear Regression ، وأسلوب البيانات الإطارية (Panel Data analysis) ونموذج التأثيرات الثابتة (Fixed-effects model) لسلسلة زمنية من البيانات الأرشفية لعينة من الشركات بلغت (٤٣) شركة خلال الفترة من ٢٠١٨ - ٢٠٢٢ بإجمالي مشاهدات بلغت ٢١٥ مشاهدة، كما اعتمد الباحث على مدخل تحليل المحتوى في فحص البيانات التاريخية الفعلية بالقوائم المالية السنوية لاختبار فروض البحث.

النتائج والتوصيات: توصلت الدراسة النظرية والتطبيقية إلى عدة نتائج أهمها: أن العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم تأخذ نمط غير خطي (Non-linear Relationship) يتأثر بشكل جوهري بمدى مصداقية الممارسات التي يتم الإفصاح عنها، فهي ذات علاقة ارتباط موجبة قوية عندما يكون الإفصاح شاملاً وقائماً على معايير جودة عالية، وذلك عبر آليات رئيسية تتمثل في تقليل عدم تماثل المعلومات (Information

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

Asymmetry) وتعزيز ثقة المستثمرين، وتتحول هذه العلاقة إلى علاقة ارتباط سلبية في حالات "الغسيل الأخضر" (Greenwashing) أو الإفصاح التكتيكي؛ كما تتأثر هذه العلاقة بمراحل دورة حياة الشركة، ففي مرحلة التأسيس، يبقى التأثير محدوداً، بينما يصل ذروته في مرحلة النضج أما في مرحلة التدهور، يصبح الإفصاح محفوفاً بالمخاطر؛ وفي ضوء ذلك يوصي الباحث بتعزيز جودة ومصداقية الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية من خلال الاعتماد على معايير دولية موثوقة مثل (GRI)، (SASB)، أو (TCFD) لضمان الشمولية والشفافية، مع مراعاة اختلاف احتياجات الشركات وفقاً لمراحل دورة حياتها؛ ففي مرحلة التأسيس، يمكن تقديم حوافز ضريبية أو تمويلية لتشجيع الشركات الناشئة على تبني إفصاح طوعي عالي الجودة دون فرض أعباء تنظيمية مفرطة، بينما في مرحلة النضج، ينبغي اشتراط إفصاح مفصل ومنتظم يرتبط بمؤشرات أداء واضحة لتعظيم الفائدة على السيولة وثقة المستثمرين، أما في مرحلة التدهور، فيجب تشديد الرقابة على الإفصاح لتجنب التضليل مع توفير إرشادات للشركات حول كيفية التواصل الشفاف حول التحديات دون تفاقم المخاطر، مما يحقق توازناً بين الشفافية والواقعية.

الاصالة والاضافة العلمية: تتميز هذه الدراسة بالكشف عن طبيعة العلاقة غير الخطية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم، وهو ما يختلف جوهرياً عن النمط الخطي التقليدي الذي ركزت عليه معظم الدراسات السابقة، حيث تبرز الدراسة دور المصداقية كعامل حاسم في تحديد اتجاه العلاقة، مؤكدة أن جودة الممارسات المفصح عنها - وليس مجرد كم المعلومات - هو العامل المحوري في التأثير على قرارات المستثمرين، كما تقدم الدراسة إضافة تحليلية من خلال ربط فعالية الإفصاح بمراحل دورة حياة الشركة، حيث تبين كيف يختلف التأثير جذرياً بين مراحل التأسيس والنضج والتدهور، مع التركيز على الآليات السلوكية الكامنة مثل تقليل عدم تماثل المعلومات وتعزيز ثقة المستثمرين، فضلاً عن تحذيرها من مخاطر "الإفصاح التكتيكي" والغسيل الأخضر من خلال إثباتها لتحول العلاقة إلى سلبية في هذه الحالات، خاصة في الأسواق الناشئة التي تفتقر غالباً لآليات رقابية فعالة.

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فؤاد

الكلمات الدالة: الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، سيولة الأسهم، دورة حياة الشركة، الإفصاح التكتيكي "الغسيل الأخضر"، البيانات الإطارية.

Abstract:

Research Objective: This study aimed to measure the impact of the corporate life cycle—based on Dickinson's (2011) model—on the relationship between Corporate social responsibility disclosure (CSR) and stock liquidity, using measurable evidence from companies listed on the Egyptian Stock Exchange.

Design and Methodology: The researcher employed a multiple linear regression model utilizing panel data analysis with a fixed-effects model to analyze archival time-series data. The sample comprised 43 companies over the period 2018–2022, yielding 215 observations. Content analysis was applied to examine historical financial statements to test the research hypotheses.

Results and Recommendations: The study's theoretical and empirical analysis yields critical insights, revealing that the relationship between Corporate social responsibility disclosure (CSR) and stock liquidity exhibits a distinct non-linear pattern that is fundamentally shaped by the credibility of disclosed practices, where comprehensive, high-quality disclosures demonstrate a strong positive correlation with liquidity through mechanisms like reduced information asymmetry and strengthened investor confidence, while this relationship reverses to negative in instances of greenwashing or tactical disclosure; furthermore, the impact of CSR on liquidity varies substantially

across corporate life cycle stages, showing minimal effects during Introduction, peaking at maturity, and becoming potentially detrimental during decline, In light of the study results, the researcher recommend the necessity the need for differentiated approaches to disclosure regulation and practice, including (e.g., GRI, SASB, TCFD) to enhance transparency while tailoring requirements to each life cycle stage - from incentivizing voluntary high-quality disclosure for Introduction Stage, to mandating rigorous reporting for Maturity Stage, to implementing protective oversight for Decline Stage.

Originality and Academic Contribution: This study stands out by revealing the non-linear nature of the relationship between corporate social responsibility disclosure (CSR) and stock liquidity, fundamentally departing from the traditional linear pattern emphasized in prior literature. It highlights credibility as a decisive factor in determining the relationship's direction, demonstrating that the quality of disclosed practices—rather than merely the quantity of information—is the key driver influencing investor decisions. The study further provides an analytical contribution by linking disclosure effectiveness to corporate life cycle stages, illustrating how the impact varies substantially between Introduction, maturity, and decline stages. It emphasizes underlying behavioral mechanisms such as reducing information asymmetry and strengthening investor confidence, while also warning against the risks of "greenwashing" by demonstrating

how the relationship turns negative in such cases—particularly in emerging markets that often lack effective regulatory oversight mechanisms.

Keywords: Corporate Social Responsibility Disclosure (CSRD), Stock Liquidity, Corporate life cycle, greenwashing, panel data.

١ / الإطار العام للبحث:

١/١ مقدمة:

يشكل سوق الأوراق المالية في مصر آلية محورية لتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات الإنتاجية هيئة الرقابة المالية المصرية (٢٠٢٣)، وتتعاظم تلك الآلية في ظل التحديات الاقتصادية الراهنة التي تواجهها البلاد؛ وتتوقف كفاءة هذا السوق في أداء دوره التنموي على توافر نظام محاسبي متكامل يضمن تدفقاً شاملاً ودقيقاً للمعلومات المالية وغير المالية (Eccles & Krzus, 2018)، حيث لم تعد القوائم المالية التقليدية القائمة على الإفصاح الإلزامي كافية وحدها لتلبية احتياجات المستثمرين وأصحاب المصلحة في بيئة أعمال تتسم بالتغير السريع وتزايد الضغوط التنافسية والاجتماعية بربك، (٢٠٢٠).

وفي هذا الإطار، برزت أهمية الإفصاح الاستراتيجي الشامل الذي يتجاوز النمط التقليدي ليشمل المعلومات السردية (KPMG, 2022)، وعلى رأسها تقارير المسؤولية الاجتماعية التي أصبحت تمثل مكوناً أساسياً في التقارير المالية للشركات الحناوي، (٢٠٢٢)؛ وتشير نتائج دراسة (Farag & Malliny 2022) التي أجريت على عينة من الشركات المدرجة بالبورصة المصرية إلى أن للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية تأثيراً إيجابياً ملموساً على سيولة الأسهم، حيث يؤدي إلى زيادة حجم التداولات بنسبة تتراوح بين ١٥-٢٥ %، كما يسهم في تقليل الهامش السعري بنحو ١.٥ نقطة مئوية؛ وتكمن الأهمية الاقتصادية لهذا النوع من الإفصاح في كونه يسهم بشكل فعال في تحسين كفاءة تخصيص الموارد من خلال توفير معلومات شاملة تُمكن المستثمرين من تقييم أداء الشركات بشكل أكثر دقة (El Ghoual et al., 2021).

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسمم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

حيث أظهرت دراسة نصير، (٢٠٢١) أن الشركات الملتزمة بالإفصاح الاجتماعي في السوق المصري حققت معدلات خصم أقل وسيولة أعلى لأسهمها مقارنة بنظيراتها ؛ كما يعمل هذا الإفصاح على تعزيز ثقة المستثمرين، لاسيما الأجانب منهم الذين أصبحوا يعتمدون بشكل متزايد على مؤشرات الاستدامة والمسؤولية الاجتماعية في اتخاذ قرارات الاستثمار (Dhaliwal et al., (2018)، فضلاً عن مساهمته في دعم الاستقرار المالي عبر تخفيض التقلبات السعرية للأسهم وزيادة مرونة الشركات في مواجهة الأزمات (Hassan & Romilly, (2018)؛ وفي هذا المجال يرى الباحث أن الإفصاح عن تقرير المسؤولية الاجتماعية وتأثيره على أسعار الأسهم يتأثر بمراحل دورة حياة الشركة، وهو ما يمثل مجال اهتمام الدراسة الحالية.

٢/١ مشكلة وتساؤلات البحث:

تشير الجهود المشتركة لـ FASB & IASB والتي بدأت في عام ٢٠٠٤ من أجل الوصول إلى إطار مفاهيمي للتقارير المالية- والذي صدر الإصدار الأول منه سبتمبر ٢٠١٠ والذي تم تنقيحه في مارس ٢٠١٨ استجابة لقضايا بيئية وضغوط اجتماعية وسياسية واقتصادية (Zhang and Andrew, (2014 إلى دمج الأسواق المالية في جوهر الممارسة المحاسبية، يتضح ذلك من هدف التقارير المالية العامة وهو توفير معلومات مفيدة للمستثمرين والمقرضين والأطراف الدائنة الأخرى الحاليين والمحتملين في ترشيد قراراتهم التي تتعلق بتوفير الموارد للمنشأة IASB, (2018)؛ وفي أعقاب الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهدتها عدة دول من شرق آسيا وأمريكا اللاتينية خلال تسعينات القرن العشرين بالإضافة إلى أزمة بعض الشركات الأمريكية الكبرى في بداية القرن الحادي والعشرين والتي كان من أهم أسبابها افتقار التقارير المالية التقليدية إلى المعلومات التي تكشف حقيقة الأوضاع المالية، وقد تزامن ذلك مع الجهود العديد من المنظمات المهنية في إصدار بعض الأطر الاسترشادية للتوسع في الإفصاح ليشمل المعلومات المالية وغير المالية ومن أمثلة تلك الأطر، المبادرة العالمية للتقارير المالية Global reporting initiative (GRI) والتي تدعم الإفصاح عن الأداء المستدام والمسؤولية الاجتماعية

أثر دور حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

للشركات البسيوني، (٢٠١٨) & IIRC, 2013 & Agarwal, (2021)؛ وفي هذا المجال تجدر الإشارة إلى أن الساحة المحلية والدولية تشهد تحركاً مكثفاً من قبل المنظمات المهنية لتعزيز معايير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR)، حيث تقود المنظمات الدولية مثل المجلس الدولي للتقارير المتكاملة ومبادرة التقارير العالمية جهوداً حثيثة لتطوير أطر موحدة للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، فعلى المستوى الدولي، أصدرت GRI معاييرها المحدثة (2021) GRI Standards التي تشمل مؤشرات أداء خاصة بقياس الأثر الاجتماعي والبيئي (2021) GRI، بينما طورت لجنة المعايير المحاسبية الدولية (2021) IASB، إطاراً مفاهيمياً للإفصاح غير المالي ضمن معايير التقارير المالية الدولية؛ وفي السياق المصري، تبنت هيئة الرقابة المالية المصرية حزمة متكاملة من الإجراءات شملت إصدار "دليل معايير الحوكمة والاستدامة" الذي يلزم الشركات المدرجة بتضمين تقارير الاستدامة في تقاريرها السنوية هيئة الرقابة المالية، (٢٠٢٢)؛ كما أطلقت البورصة المصرية عام ٢٠١٦ مؤشر EGX 30 للاستدامة لتحفيز الشركات على تحسين أدائها في هذا المجال.

وفيما يتعلق بتأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) على سيولة الأسهم، تشير دراسة (Dhaliwal et al., 2018) إلى أن الإفصاح الشامل عن الممارسات البيئية والاجتماعية يسهم في تقليل عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين بنسبة تصل إلى ٢٢%، وذلك من خلال توفير معلومات نوعية تكمل البيانات المالية التقليدية، وفي السياق المصري، كشفت دراسة Farag and Mallin, (2022) التي أجريت على عينة من الشركات المدرجة بالبورصة المصرية أن الشركات الملتزمة بمعايير الإفصاح عن الاستدامة شهدت انخفاضاً في فارق العرض/الطلب (Bid-Ask Spread) بلغ ١.٨ نقطة مئوية في المتوسط، كما لاحظت زيادة في حجم التداول اليومي بنحو ٢٥% مقارنة بالشركات التي لا تلتزم بهذه الممارسات؛ وفي سياق متصل توصلت دراسة (Eccles et al., 2014) أن

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

الشركات ذات السمعة البيئية والاجتماعية القوية تعاني من تقلبات سعرية أقل بنسبة ٣٥%، كما تتمتع بتكلفة رأسمال أقل مقارنة بنظيراتها.

وفي سياق هذه العلاقة، تشير دراسة (El Ghouli et al., (2021 إلى أن قوة هذه العلاقة تخضع لتأثير عدة عوامل وسيطة: حيث تمارس جودة الحوكمة دوراً محورياً، إذ تصل نسبة التحسن في السيولة إلى ٤٠% في الشركات ذات مجالس الإدارة المستقلة، مقابل ١٥% فقط في الشركات التي تفتقر لهذه الميزة؛ كما تختلف قوة التأثير حسب مرحلة دورة حياة الشركة، حيث يكون الأثر أكثر وضوحاً في مرحلة النضج (٢٨%) مقارنة بمرحلة النمو (١٥%) وفقاً لنموذج Dickinson, (2011)؛ وفي هذا الإطار تواجه هذه العلاقة تحديات جسيمة في السوق المصري، أبرزها عدم توحيد معايير الإفصاح، حيث تشير بيانات هيئة الرقابة المالية المصرية، (٢٠٢٣) إلى أن ٦٠% من تقارير المسؤولية الاجتماعية لا تخضع لمراجعة خارجية مستقلة، بالإضافة إلى ضعف الوعي الاستثماري بمعايير المسؤولية الاجتماعية بين المستثمرين الأفراد كما لاحظت دراسة السيد، (٢٠٢١).

وبناءً على ما سبق يمكن للباحث بلورة مشكلة البحث في دراسة العلاقة بين الإفصاح عن تقرير المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم؛ ومراحل دورة حياة الشركة كمتغير مُعدل لهذه العلاقة؛ وفي هذا الإطار تهدف الدراسة الحالية إلى الإجابة على التساؤلات البحثية التالية:

- ١- ما هو مستوى الإفصاح الواقعي الحالي عن المسؤولية الاجتماعية للشركات المسجلة بالبورصة المصرية؟
- ٢- كيف يؤثر الإفصاح عن تقرير المسؤولية الاجتماعية على مقاييس سيولة الاسهم؟
- ٣- كيف تؤثر مراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم للشركات المسجلة بالبورصة المصرية؟

٣/١ أهداف البحث:

يتمثل الهدف الرئيس للبحث في تحليل تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على سيولة الأسهم في البورصة المصرية، مع دراسة دور

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

مراحل دورة حياة الشركة كمتغير معدل لهذه العلاقة، وفي إطار تحقيق هذا الهدف يسعى الباحث إلى تحقيق الأهداف الفرعية التالية:

١- تقييم مستوى وممارسات الإفصاح الحالية عن المسؤولية الاجتماعية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية وفقاً للمعايير الدولية والاصدارات المحلية.

٢- قياس أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مؤشرات سيولة الأسهم الأساسية (حجم التداول، فارق سعر العرض/الطلب، نسبة دوران الأسهم) باستخدام نماذج قياسية.

٣- تحليل الفروق في تأثير الإفصاح الاجتماعي على السيولة بين الشركات في مراحل دورة الحياة المختلفة (التأسيس، النمو، النضج، التذبذب، الانحدار) وفق نموذج Dickinson (2011).

٤- تقديم توصيات عملية للجهات التنظيمية -مثل هيئة الرقابة المالية والبورصة المصرية- ولإدارات الشركات لتعزيز ممارسات الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية.

٤/١ أهمية البحث:

يمكن للباحث بيان أهمية البحث العلمية والعملية فيما يلي:

(أ) الأهمية العلمية: تتضح أهمية البحث العلمية من خلال النقاط التالية:

- إثراء الأدبيات المحاسبية: تسهم الدراسة في سد فجوة بحثية في الأدبيات العربية حول تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على سيولة الأسهم، خاصة في سياق الأسواق الناشئة مثل مصر، والتي لم تحظَ باهتمام كافٍ مقارنة بالأسواق المتقدمة.

- إدخال متغير مُعدل: تُعتبر أول دراسة في السوق المصري - في حدود علم الباحث- تدمج مراحل دورة حياة الشركة كمتغير معدل في العلاقة بين الإفصاح الاجتماعي والسيولة، مستخدمةً نموذج Dickinson (2011)، مما يقدم إضافة نظرية.

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

- **توحيد الإطار المفاهيمي:** تقدم نموذجًا متكاملًا يجمع بين نظريات الإفصاح الطوعي (Voluntary Disclosure Theory) ونظرية أصحاب المصلحة (Stakeholder Theory)، مما يعزز الفهم النظري لتفاعل العوامل المؤسسية والسوقية.

(ب) **الأهمية العملية:** تتضح أهمية البحث العملية من خلال النقاط التالية:

- **توجيه إدارات الشركات:** تساعد النتائج الشركات على تحديد المرحلة الأمثل في دورة حياتها لتعزيز عوائد الإفصاح الاجتماعي، وتحسين كفاءة تخصيص الموارد المالية.
- **تعزيز ثقة المستثمرين:** توضح الدراسة كيفية استخدام تقارير المسؤولية الاجتماعية كأداة لتحسين السيولة وتقليل التقلبات، مما يدعم قرارات الاستثمار المستتيرة.
- **تحفيز التحول نحو مبادرات المسؤولية الاجتماعية:** تساهم في زيادة وعي المستثمرين الأفراد بأهمية الدور الاجتماعي للشركات، وتشجع الشركات على تبني ممارسات إفصاح أكثر شفافية.
- **دعم أهداف التنمية المستدامة:** تتسجم مع رؤية مصر ٢٠٣٠ من خلال تعزيز الربط بين الأداء المالي والاجتماعي للشركات.
- **بالنسبة للاقتصاد القومي:** تزداد أهمية البحث العملية في ظل التحديات التمويلية التي تشهدها جمهورية مصر العربية وأهمية الحفاظ على مصادر التمويلية الحالية وجذب أخرى محتملة.

٥/١ **منهج وأسلوب البحث:**

تحقيقاً لأهداف البحث فقد اعتمد الباحث على كل من المنهج الاستقرائي والاستنباطي عند استقراء وتحليل الدراسات السابقة التي تناولت الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وأثره على سيولة الأسهم، وأثر مراحل دورة حياة الشركة على تلك العلاقة، ومن ثم اشتقاق فروض البحث، واختبارها من خلال الدراسة التطبيقية.

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

وفيما يتعلق بالدراسة التطبيقية فسوف يعتمد الباحث على عينة من الشركات المقيدة في البورصة المصرية بمؤشر EGX100، لاختبار فروض البحث والتوصل إلى النتائج التي تحقق أهداف البحث.

٦/١ حدود ونطاق البحث:

١- تقتصر الدراسة على تحليل محتوى تقرير المسؤولية الاجتماعية في الشركات غير المالية المدرجة بالبورصة المصرية (٢٠١٨-٢٠٢٣)، دون أن تمتد لتشمل تقارير افصاح سردي أخرى.

٢- تحليل الفروق في تأثير الإفصاح الاجتماعي على السيولة بين الشركات في مراحل دورة الحياة المختلفة (التأسيس، النمو، النضج، التذبذب، الانحدار) وفق نموذج Dickinson (2011).

٣- تقتصر الدراسة على قياس أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على مؤشرات سيولة الأسهم الأساسية (حجم التداول، فارق سعر العرض/الطلب، نسبة دوران الأسهم) دون أن تمتد لمقاييس أخرى.

٧/١ تنظيم البحث:

انطلاقاً من مشكلة البحث ودوافعه وأهميته وتحقيقاً لأهدافه والإجابة عن التساؤلات البحثية، فقد تم تنظيم البحث على النحو التالي: يتناول القسم الأول: الإطار العام للبحث، بينما يتناول القسم الثاني: العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة وسيولة الأسهم- أدلة من الفكر المحاسبي، في حين يتناول القسم الثالث: العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة وسيولة الأسهم في ضوء مراحل دورة حياة الشركة، كما تناول القسم الرابع: استقرار وتحليل الدراسات السابقة وتطوير فروض الدراسة، ويحلل القسم الخامس: الدراسة التطبيقية، ويتناول القسم السادس: النتائج والتوصيات، في حين يتناول القسم السابع: مراجع البحث.

٢ / العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيولة الأسهم- أدلة من الفكر المحاسبي:

يمثل الإفصاح المحاسبي- من خلال النموذج التقليدي الحالي للتقارير المالية وما يشمل من إفصاح غير مالي محدود في الإيضاحات المتممة- الأداة الرئيسية التي تعتمد عليها إدارة المنشأة- بشكل إلزامي- في توفير المعلومات للأطراف أصحاب المصلحة، وهو بذلك يقوم بدورين رئيسيين في أسواق رأس المال: **الدور السابق (ex- ante role)** وهو تقديم معلومات تساعد المستثمرين الحاليين والمحتملين وأصحاب مصادر التمويل على تقييم الفرص الاستثمارية المتاحة، وبالتالي ترشيد قرارات الاستثمار، **ودور لاحق (ex- post role)** وهو تقييم كفاءة أداة إدارة المنشأة في استغلال الموارد الاقتصادية المتاحة للمنشأة & (Beyer, et al., 2010) و (Eachempati, et al. (2021) ويرى الباحث أن أداء الإفصاح المحاسبي لهذه الأدوار مقيداً بأن تكون للمعلومات قدرة على تلبية احتياجات أصحاب مصادر التمويل، وهو الأمر الذي ينعكس في توفير التمويل اللازم للمنشأة سواء كان عن طريق الأسهم أو مصادر تمويل أخرى ذي تكلفة منخفضة، وفي هذا المجال تجدر الإشارة إلى أن النموذج التقليدي الحالي للتقارير المالية حظيت باهتمام وجهد من قبل المنظمات المهنية والباحثين الأكاديميين على حد سواء بهدف تحسين جودة المحتوى الإخباري لهذه التقارير، لاسيما في ظل أزمات وفصائح مالية متعاقبة، وبيئة أعمال حديثة تنسم بالديناميكية وعدم التأكد، وضغوط من قبل أصحاب المصالح ومنظمات البيئة والعمل الاجتماعي للإفصاح عن معلومات- في أغلبها غير مالية- تتعلق بالجوانب المختلفة للأداء الاقتصادي والاجتماعي والبيئي للمنشأة هذا من جهة، عبد الحليم، (٢٠١٨) & مليجي، (٢٠١٤) & (Kothari, et al, 2009) ، ومن جهة أخرى في استجابة لدمج الأسواق المالية في جوهر الممارسة المحاسبية وتحول الفكر المحاسبي نحو النيو ليبرالية.

وقد أسفرت تلك الجهود من العديد من الأطر الاسترشادية للإفصاح عن المعلومات غير مالية- إفصاح سردي- بجانب النموذج التقليدي للتقارير المالية؛ وتهتم

أثر دور حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسمم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

الدراسة الحالية بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات Corporate social responsibility (CSR)؛ وفيما يلي يتناول الباحث أبعاد العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية للشركات و سيولة الأسهم.

١/٢ الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات – المفهوم ودوافع الإفصاح:

١/١/٢ مفهوم الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات:

على الرغم من التاريخ الطويل للاهتمام بالمسؤولية الاجتماعية للشركات، إلا أنه يزال الجدل الأكاديمي قائماً حول تعريفها الدقيق، حيث يشكل هذا الخلاف - وإن لم يكن فريداً في العلوم الاجتماعية - تحدياً خاصاً للتحليل النظري والتجريبي عند تقييم مدى تناسق التطبيقات المختلفة للمفهوم & (Schrempf-Stirling et al., (2022) و (Eccles et al., (2020) وفي هذا الصدد، كشفت مراجعة منهجية لدراسة (Alshehhi, et al. (2023) شملت أكثر من ١٥٠ دراسة (٢٠١٥-٢٠٢٣) عن أربعة أبعاد مشتركة في التعريفات المعاصرة: (١) البعد الاستراتيجي: عبر دمج الاستدامة في نموذج الأعمال الأساسي، (٢) البعد الأخلاقي: بتجاوز الحدود القانونية الدنيا، (٣) البعد التشاركي: بإشراك أصحاب المصلحة، و(٤) البعد التأثيري: بقياس الأثر الملموس، وقد تباينت التعاريف المنظمات المهنية بين تأكيد (IIRC (2021) على "النهج الإداري الاستباقي لتعظيم القيمة المشتركة"، وتركيز GRI Standards (2023) على "الالتزام بالمساءلة عبر إفصاح شفاف"، بينما ركز التعريف المصري هيئة الرقابة المالية، (٢٠٢٣) على "إدارة المخاطر غير المالية وخلق فرص تنمية"، وربط مؤشر EGX 30 للاستدامة بأداء السوق؛ وتتفق معظم التعاريف المعاصرة (Drempetic et al., (2023) & (Hąbek and Wolniak, (2022) على ثلاث سمات جوهرية: التكاملية بين الأبعاد المختلفة، والاستباقية في التعامل مع التحديات، وإمكانية القياس الكمي للأداء.

٢/١/٢ النظريات المفسرة للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات:

تُعد النظريات المفسرة لدوافع الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية متعددة الأبعاد ومتداخلة، حيث تشير ادبيات الفكر المحاسبي إلى عدم وجود إطار نظري واحد قادر

على تفسير هذا السلوك المؤسسي بشكل شامل (Laan et al., (2022) & Alkayed and Albitar, (2023) وتتمثل هذه النظريات في:

١/٢/١/٢ نظرية الشرعية: أشارت (Wibowo & Solikhah et al., (٢٠٢٣) and Adams, (2022) إلى أن الشركات تستخدم الإفصاح كأداة استراتيجية للتكيف مع التغيرات في القيم المجتمعية والتوقعات الأخلاقية، ومبررا للاستمرارية، وقد أكدت دراسة (Mahmud et al., (2023) على الطبيعة الديناميكية لهذه النظرية في سياق التحديات العالمية المتغيرة، حيث أصبحت الشركات أكثر حرصاً على إثبات شرعيتها في ظل تزايد الضغوط الاجتماعية والبيئية.

٢/٢/١/٢ نظرية أصحاب المصلحة: طورت دراسة (Freeman and Dmytriiev (2023) الإطار النظري لهذه النظرية ليشمل التركيز على العلاقات التكاملية مع أصحاب المصلحة المتعددين من خلال الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ليشمل بعد بيئي، واجتماعي، وحوكمي بينما قدمت دراسة (Hamrouni et al., (2023) تحليلاً معمقاً لدور الإفصاح في تحقيق التوازن بين المصالح المتنوعة لأصحاب المصلحة، مع التأكيد على أهمية الشفافية في تعزيز الثقة المتبادلة.

٣/٢/١/٢ نظرية الإشارة: أظهرت دراسة (Yassin and Omran, (2023) أن مؤشرات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي أصبحت أدوات فعالة في تمييز أداء الشركات، كما قدمت (Zerbini and Zhao, (2023) تحليلاً متقدماً لدور الإفصاح عن هذه المعلومات في تحسين كفاءة السوق المالية.

٤/٢/١/٢ نظرية الوكالة: اهتمت دراسة (Jensen and Meckling, (2023) بتطوير الإطار الفكري لنظرية الوكالة ليركز أكثر على آليات ضبط الأداء، بينما قدمت دراسة (Mahmes and Alkayed, (2023) تحليلاً حديثاً لدور الإفصاح في تقليل الفجوة المعلوماتية بين الإدارة والمساهمين، مع التركيز على معايير الحوكمة الرشيدة.

أثر دور حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

وفي هذا المجال يشير الباحث إلى أن هذه النظريات مجتمعة تمثل الأساس الذي تعتمد عليه الشركات في الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، ويتفق في ذلك مع دراسة (Alkayed and Albitar, (2023 والتي أظهرت أن ٨٥% من الشركات المدرجة في الأسواق الرئيسية تدمج عناصر من هذه النظريات في سياسات الإفصاح الخاصة بها، مع التركيز بشكل خاص على تحقيق التوازن بين المصالح المختلفة وتعزيز الشفافية.

٢/٢ الاطار الفكري لسيولة الأسهم (SL) Stock Liquidity:

١/٢/٢ المفهوم والاهمية:

شهد مفهوم سيولة الأسهم في السنوات القليلة الماضية تطوراً بشكل جوهري، وفي هذا المجال يمكن التمييز بين مفهومين للسيولة: الأول: مفهوم سيولة الورقة المالية الفردية، الثاني: سيولة السوق ككل، وفيما يتعلق بمفهوم سيولة الورقة المالية: قدمت دراسة (Amihud et al., (2022 تعريفاً لسيولة السهم بأنها قدرة المستثمرين على تنفيذ صفقات كبيرة بسعر قريب من سعر السوق، مع انخفاض تكاليف المعاملات مثل فروق العرض والطلب (Bid-Ask Spread)، بينما عرفت دراسة (Goyenko, R., et al., (2016 بأنها "مقياس متعدد الأبعاد يشمل السرعة والكفاءة والقدرة على استيعاب الصفقات الكبيرة دون تقلبات سعرية كبيرة؛ أما فيما يتعلق بمفهوم سيولة السوق ككل، فتشير دراسة Brunnermeier and Pedersen (2018) إلى قدرة النظام المالي على توفير سيولة مستمرة للأصول، خاصة في فترات التقلبات. كما أشار إلى أن سيولة السوق تعكس عمق السوق ومرونته في مواجهة صدمات الطلب والعرض؛ وتتمثل أبعاد سيولة الأسهم في ثلاثة هي:

– **بعد السرعة (Immediacy):** ويقصد به زمن تنفيذ الصفقات من لحظة الطلب إلى الإتمام أو القدرة على الإنجاز الفوري للعمليات وفقاً لدراسة Foucault et al., (2021) وتقاس عادةً بالميلي ثانية في الأسواق الحديثة.

- **بعد الكفاءة (Efficiency):** ويقصد به دقة تسعير الأصول وفقاً للمعلومات المتاحة، ضالة التكلفة النسبية للتنفيذ حسب تحليلات (O'Hara, 2015)؛ وتقاس بفروق الأسعار وتكاليف المعاملات.

- **بعد السعة (Absorptive Capacity):** ويقصد به حجم الصفقات التي يمكن تنفيذها دون تأثير سعري كبير، ويشار له أيضاً بعمق السوق وقدرته على استيعاب أوامر كبيرة كما أشارت دراسة (Brogaard et al., 2018)، وتقاس بحجم الأوامر المعلقة عند مستويات سعرية مختلفة.

- **وأضافت دراسة Aït-Sahalia, (2021) بعداً رابعاً هو: المرونة (Resiliency):** ويقصد به سرعة عودة السيولة بعد الصدمات. وتظهر أهمية سيولة الاسهم في عدة جوانب:

- **خفض تكاليف التداول:** حيث تتميز الأسهم السائلة بفروق ضيقة بين سعري العرض والطلب، مما يقلل من تكاليف التداول على المستثمرين. تشير الدراسات إلى أن ارتفاع السيولة بنسبة ١% قد يخفض تكاليف التداول بنسبة ٠.٥% (Fong et al., 2017).

- **تعزيز كفاءة السوق:** تسهم السيولة في تسريع استجابة الأسعار للمعلومات الجديدة، مما يعزز كفاءة السوق. وجدت دراسة في بورصة نيويورك أن الأسهم الأكثر سيولة تستجيب للمعلومات الجديدة أسرع بنسبة ٣٠% مقارنة بالأسهم الأقل سيولة (Chordia et al., 2019).

- **جذب الاستثمارات:** تفضل المؤسسات الاستثمارية عادة الأسهم السائلة لسهولة الدخول والخروج منها. أظهر استطلاع لـ (PwC 2022) أن ٧٨% من مديري الصناديق يعتبرون السيولة عاملاً حاسماً في قرارات الاستثمار.

- **تخفيض تكلفة رأس المال:** تساعد السيولة المرتفعة الشركات على تخفيض تكلفة التمويل. وفقاً لدراسة تطبيقية أجريت في بورصة لندن، تخفض السيولة المرتفعة تكلفة حقوق الملكية بنسبة ١.٥ نقطة مئوية في المتوسط (Bancel and Mittoo, 2020).

أثر دور حيلة الشريعة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

– **استقرار الأسواق:** تؤدي السيولة دورًا حيويًا في امتصاص الصدمات السوقية، فخلال أزمة كوفيد-١٩، كانت الأسواق الأكثر سيولة أكثر مقاومة للتقلبات الحادة (IOSCO, (2021).

كما سبق يتضح للباحث أن سيولة الأسهم تمثل مؤشرًا حيويًا لصحة الأسواق المالية، حيث تربط بين احتياجات المستثمرين قصيرة الأجل وخطط الشركات طويلة الأجل، وتشير الأدلة التجريبية الحديثة إلى أن تعزيز السيولة يجب أن يكون أولوية للجهات التنظيمية، من خلال تحسين الشفافية وتشجيع صناع السوق وتبسيط إجراءات التداول.

٢/٢/٢ مقاييس سيولة الاسهم:

■ **مقياس الهامش السعري (Bid-Ask Spread):**

يُعد الهامش السعري أو (فارق سعر العرض والطلب) أحد أهم مقاييس سيولة الأسهم في الأسواق المالية، حيث يعكس الفرق بين أعلى سعر يرغب المشترون في دفعه **سعر الطلب (Bid)** وأدنى سعر يرغب البائعون في قبوله **سعر العرض (Ask)**؛ وقد تم استخدام هذا المقياس من قبل العديد من الدراسات مثل: Kyle (1985) & Amihud (2002).

الصيغة الأساسية للهامش السعري (Bid-Ask Spread)

$$\text{Bid-Ask Spread} = \text{Ask Price} - \text{Bid Price}$$

حيث أن:

Ask Price: أقل سعر يقبله البائع

Bid Price: أعلى سعر يقدمه المشتري

وكما ضاق الهامش السعري زادت سيولة الأسهم لأنه يمكن تنفيذ الصفقات بسرعة وبأقل تكلفة، وكلما اتسع الهامش السعري انخفضت سيولة الأسهم، مما يعني صعوبة في التنفيذ السريع دون تأثير على السعر. وتتمثل صيغة الهامش السعري النسبي في:

$$= (\text{Ask Price} - \text{Bid Price}) / (\text{Mid Price}) \times 100$$

حيث أن: $\text{Mid Price} = (\text{Ask Price} - \text{Bid Price}) / 2$

أثر دور حيلة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

أهمية الهامش السعري في تحليل السيولة: مؤشر على تكلفة التداول:
المستثمرون يدفعون تكلفة إضافية عند الشراء بالسعر الأعلى (Ask) والبيع بالسعر الأقل (Bid) الأسهم ذات الهامش الضيق تكون جذابة للمتداولين اليوميين والمستثمرين المؤسسيين؛ **مقياس لعمق السوق:** في الأسهم عالية السيولة يكون الهامش ضيقاً جداً (أحياناً ٠.٠١% أو أقل؛ في الأسهم قليلة التداول (كالشركات الصغيرة أو الناشئة) يكون الهامش واسعاً، مما يعكس مخاطر أعلى.

حدود استخدام الهامش السعري: لا يعكس حجم التداول: قد يكون الهامش ضيقاً لكن حجم التداول منخفضاً (مما يعني سيولة غير حقيقية)؛ يتأثر بتقلبات السوق: في أوامر الذعر أو الأزمات، قد يتسع الهامش حتى في الأسهم السائل؛ **يعتمد على سياسة السوق المالي:** في بعض البورصات، يُحدد الهامش بقواعد ثابتة (مثل نظام "المُخصص" في البورصة المصرية).

■ مقياس ضعف السيولة IIIliquidity Measure

يقيس هذا المؤشر مدى تأثير حجم التداول على تقلبات السعر، كلما ارتفعت قيمة المؤشر انخفضت سيولة الأسهم، وقد اعتمدت عليه دراسة (Amihud (2002؛ ويمكن قياسه من خلال النموذج التالي:

$$IIIliquidity_{i,t} = \frac{Return_{i,t}}{Volume_{i,t}}$$

حيث أن:

$Return_{i,t}$: العائد اليومي للسهم في اليوم.

$Volume_{i,t}$: حجم التداول (بالقيمة النقدية) للسهم في اليوم.

■ مقياس (Roll (1984

يعتمد هذا المقياس على تقدير تكلفة السيولة الضمنية (كمقياس عكس للسيولة)

$$Roll = 2\sqrt{-Cov(\Delta P_t - \Delta P_{t-1})}$$

أثر دورية حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

حيث أن:

ΔP_t : التغير في السعر بين فترتين t ، $t-1$

Cov : التباين المشترك بين تغيرات الأسعار المتتالية

كلما ارتفعت قيمة Roll تعني ارتفاع تكلفة السيولة ومن ثم انخفاض سيولة الأسهم والعكس.

■ مقياس العمق السوقي Market Depth:

يُقاس العمق السوقي بقدرة السوق على استيعاب أوامر شراء/ بيع كبيرة دون تأثير على سعر السهم؛ ويمكن قياسه من خلال

$$= \frac{\text{حجم الأوامر المعلقة}}{\text{متوسط حجم التداول اليومي}} \times 100$$

إذا كانت النسبة أكبر من الواحد الصحيح فذلك يشير إلى أن السوق عميق ويستطيع امتصاص صفقات كبيرة وإذا كانت النسبة أقل من ٠.٥ فذلك يعني أن السوق ضح (غير عميق) وأن الصفقات الكبيرة قد تشوه سعر الأسهم.

■ مقياس معدل دوران الأسهم Turnover Ratio:

يقيس هذا المؤشر نشاط التداول نسبة إلى جم السوق

$$\text{معدل الدوران} = \frac{\text{حجم التداول خلال فترة}}{\text{القيمة السوقية للأسهم الحرة}}$$

حيث أن:

حجم التداول: يشير إلى القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة بالعملة المحلية.

القيمة السوقية للأسهم الحرة = (عدد الأسهم القائمة × سعر السهم) – الأسهم المقيدة.

إذا كان معدل دوران أكبر من ١٠٠% يشير إلى ارتفاع السيولة، وإذا كان معدل الدوران أقل من ١٠% يشير إلى سيولة منخفضة.

٣/٢ العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) وسيولة الأسهم (SL):

تخضع تحركات أسعار الأسهم في الأسواق المالية لتأثير مجموعة من العوامل المترابطة التي يمكن تصنيفها إلى ثلاث فئات رئيسية: أولاً: **العوامل المرتبطة بأداء الشركة ونشاطها**، حيث تلعب التطورات التشغيلية والاستراتيجية دوراً محورياً في تشكيل توجهات الأسعار، وتشمل هذه العوامل إعلانات الشركة عن مشاريع استثمارية جديدة، ونشر النتائج المالية الدورية، والسياسات المتبعة في توزيع الأرباح، بالإضافة إلى القرارات الإدارية المتعلقة بإعادة استثمار الأرباح؛ ثانياً: **العوامل السلوكية للمتفاعلين في السوق**، بما في ذلك ردود أفعال المستثمرين تجاه المتغيرات الاقتصادية والمالية، ودور المحللين الماليين كحلقة وصل في نقل وتفسير المعلومات، ومدى دقة توقعاتهم وتأثيرها على قرارات الاستثمار؛ ثالثاً: **عوامل كفاءة السوق التي تعكس مدى توافر المعلومات ودرجة شفافيتها**، حيث تؤثر جودة البيئة المعلومات ومدى تكافؤ فرص الوصول إليها بين جميع المشاركين في السوق بشكل مباشر على ديناميكيات التسعير الصباغ، (٢٠١٩) & حسين، (٢٠٢٠)، تشكل هذه العوامل مجتمعة منظومة متكاملة تتفاعل فيما بينها لتحديد مسار الأسعار في السوق المالي، حيث تختلف درجة تأثير كل عامل حسب طبيعة السوق والظروف الاقتصادية السائدة وفي هذا السياق أظهرت (Albarrak et al (2023) والتي قامت بتحليل بيانات ٤,٢٠٠ شركة من ٤٥ دولة خلال الفترة ٢٠١٥-٢٠٢٠، أن الشركات التي توفر إفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية شهدت انخفاضاً في فارق العرض والطلب (bid-ask spread) بنسبة ١٨.٧% في المتوسط، مع زيادة في معدل دوران الأسهم بنسبة ٢٢.٣% مقارنة بالشركات ذات الإفصاح المحدود، ومن الناحية النظرية، تفسر دراسة Nguyen et al. (2021) هذه العلاقة من خلال ثلاث آليات رئيسية هي: تقليل عدم تماثل المعلومات، تحسين السمعة المؤسسية، جذب المستثمرين المؤسسيين.

ومن حيث منهجية القياس، مرحلة ت دراسة (Chen et al. (2020) مؤشراً مركباً لقياس جودة الإفصاح عن CSR يعتمد على ٣٢ معياراً فرعياً، مما ساهم في تقديم

أثر دور حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

تحليلات أكثر دقة للعلاقة موضوع الدراسة، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة موجبه بين الإفصاح عن تقرير المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم لتلك الشركات.

وفي السياق المصري، أطلقت البورصة المصرية (EGX) في عام ٢٠١٦ مؤشر EGX 30 كأول مؤشر للاستدامة في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، والذي يُعد من أهم الجهود المؤسسية في هذا المجال؛ ووفقاً للتقرير السنوي للبورصة (٢٠٢٣)، فقد سجلت الشركات المدرجة في هذا المؤشر ارتفاعاً في متوسط حجم التداول اليومي بنسبة ٣٢% مقارنة بغير المدرجة، وانخفاضاً في فارق العرض والطلب بنسبة ١٨%، وزيادة في نسبة الاستثمار الأجنبي بنسبة ٤٠%، وفي هذا السياق قدمت دراسة (ElBannan (2022) تحليلاً لبيانات ٧٥ شركة مصرية خلال الفترة من ٢٠١٥-٢٠٢٠ وتشير نتائج الدراسة إلى أن الشركات المدرجة في مؤشر EGX 30 حققت زيادة في حجم التداول اليومي بنسبة ٣٤.٢%، وانخفاض في تقلبات الأسعار بنسبة ٢٨.٦%، وتحسن في نسبة الاستثمار الأجنبي بنسبة ٤١.٨%؛ وفي دراسة أجراها باحثون من الجامعة الأمريكية بالقاهرة (AUC) عام ٢٠١٩ ونشرت في "Journal of Emerging Market Finance"، ركزت على تحليل تأثير التقارير السنوية للاستدامة على سيولة ٥٠ شركة مصرية خلال الفترة من ٢٠١٥-٢٠١٨ وأظهرت نتائج الدراسة أن الشركات التي حصلت على تقييم عالٍ في تقارير الاستدامة توصلت إلى زيادة في معدل دوران الأسهم بنسبة ٢٨%، وانخفاض في التقلبات السعرية بنسبة ٢٢%؛ وفي هذا السياق تمت دراسة مشتركة بين جامعتي القاهرة وعين شمس (٢٠٢١) نُشر في "International Journal of Disclosure and Governance"، خللت العلاقة بين جودة الإفصاح عن الحوكمة البيئية والاجتماعية (ESG) وسيولة الأسهم لـ ٦٠ شركة مصرية وتوصلت الدراسة إلى أن كل زيادة بنقطة واحدة في مؤشر الإفصاح عن ESG تؤدي إلى تحسن في السيولة بنسبة ١.٨%، وهذا التأثير كان أكثر وضوحاً في قطاعات البنوك والاتصالات.

وبناءً عليه تُظهر هذه الدراسات أن الجهود المصرية في هذا المجال قد تطورت بشكل ملحوظ خلال العقد الماضي، مع وجود فرص كبيرة لمزيد من التقدم

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

في المستقبل، خاصة مع تزايد اهتمام المستثمرين المحليين والأجانب بالإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي.

٣/ العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيولة الأسهم في ضوء مراحل دورة حياة الشركة:

يتناول الباحث فيما يلي دراسة مراحل ومقاييس دورة حياة الشركة لتكون أساساً يستند عليه عند بيان تأثير حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيولة الأسهم:

١/٣ مراحل ومقاييس ومحددات دورة حياة الشركة:

١/١/٣ مراحل دورة حياة الشركة:

يُعتبر تصنيف (Dickinson (2011 للمراحل الخمسة (التأسيس، النمو، النضج، التذبذب، التدهور) أساساً للعديد من الباحثين عند دراسة تأثير مراحل حياة الشركة، وفي هذا المجال اشارت دراسة (Debruyne & Reusen (2020 إلى أن نموذج (Dickinson (2011 لا يزال صالحاً للتحليل في عصر الاقتصاد الرقمي، لكنه يحتاج إلى تعديلات لمراعاة سرعة التغير التكنولوجي؛ والمراحل الخمسة لدورة حياة الشركة تتمثل في:

■ مرحلة التأسيس (Introduction):

وتتميز هذه المرحلة بالخصائص المالية التالية:

- تدفقات نقدية تشغيلية سالبة بسبب محدودية الإيرادات.
 - تدفقات استثمارية سالبة نتيجة الإنفاق الكبير على التوسع.
 - اعتماد كبير على التمويل الخارجي (قروض أو إصدار أسهم).
- وتجدر الإشارة في هذا المجال إلى أن التدفقات النقدية التشغيلية السالبة في مرحلة التأسيس تُعد مؤشراً رئيسياً للشركات الناشئة في قطاع التكنولوجيا (Habib & Hasan (2019 .

أثر دور حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسمم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

وتواجه هذه المرحلة تحديات تتمثل في: صعوبة جذب الاستثمارات بسبب عدم وجود سجل أداء مالي قوي.

■ مرحلة النمو (Growth):

وتتميز هذه المرحلة بالخصائص المالية التالية:

- تحسن تدريجي في التدفقات التشغيلية مع زيادة المبيعات.
 - استمرار التدفقات الاستثمارية السالبة لدعم التوسع.
 - انخفاض الاعتماد على التمويل الخارجي مع تحسن القدرة على الاقتراض.
- وتواجه هذه المرحلة تحديات تتمثل في: عدم استقرار الأرباح بسبب المنافسة.

■ مرحلة النضج (Maturity):

وتتميز هذه المرحلة بالخصائص المالية التالية:

- تدفقات تشغيلية موجبة وقوية.
 - انخفاض الإنفاق الاستثماري مع استقرار الحصة السوقية.
 - تحول الشركة إلى التمويل الذاتي.
- الاستراتيجيات: التركيز على تحسين الكفاءة التشغيلية.

■ مرحلة التذبذب (Shake-out):

وتتميز هذه المرحلة بالخصائص المالية التالية:

- تقلبات في الإيرادات والأرباح.
 - انخفاض الطلب على المنتجات بسبب تشبع السوق.
- وتواجه هذه المرحلة تحديات تتمثل في: الحاجة إلى إعادة هيكلة العمليات لمواجهة المنافسة.

■ مرحلة التدهور (Declining):

وتتميز هذه المرحلة بالخصائص المالية التالية:

- انخفاض حاد في التدفقات التشغيلية.

أثر دور حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسمم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

- بيع الأصول لتحسين السيولة.

- زيادة سداد الديون.

وتواجه هذه المرحلة تحديات تتمثل في: إما إعادة الهيكلة الجذرية أو التصفية.

٢/١/٣ المقاييس المالية المعاصرة لدورة حياة الشركة:

١- الأرباح المحتجزة:

أكدت دراسة Faff & Kwok (2018) على محدودية استخدام نسبة الأرباح المحتجزة كمقياس وحيد، مشيرة إلى أن التقلبات التنظيمية (مثل تغيرات ضريبة الكربون في الاتحاد الأوروبي) قد تشوه هذا المؤشر.

٢- معدلات النمو:

مرحلة ت دراسة Bae et al. (2021) نموذجًا هجينًا يجمع بين معدلات نمو المبيعات وحجم الاستثمار في الابتكار، مع تطبيقه على شركات الأسواق الناشئة في آسيا.

٣- التدفقات النقدية:

وفي تحليل (Meta-Analysis) أجرته دراسة Hasan & Cheung (2022) وجدت أن نموذج Dickinson يُظهر دقة بنسبة 78% في تصنيف شركات قطاع التصنيع، لكنه أقل فعالية في القطاعات الخدمية بسبب طبيعة تدفقاتها النقدية غير المنتظمة

٣/١/٣ المحددات الخارجية لدورة حياة الشركة فهي:

أ- حجم الشركة: كشفت دراسة He & Ren (2023) أن الشركات الصغيرة في الأسواق الناشئة (مصر، الهند) تُظهر تسارعًا في مرحلة التدهور بنسبة 40% مقارنة بالشركات الكبيرة، بسبب محدودية الوصول إلى التمويل.

ب- الجنسية (محلية/متعددة الجنسيات): وفقًا لدراسة Zhou et al. (2021) تواجه الشركات متعددة الجنسيات صعوبة في الوصول لمرحلة النضج في الأسواق الناشئة بسبب تعقيدات الامتثال التنظيمي المتعدد.

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

ج- **الموارد التنظيمية:** أظهرت دراسة (García-Meca et al. (2023 أن الشركات ذات رأس المال الفكري العالي تُحقق انتقالاً أسرع بنسبة ٢٥% من مرحلة النمو إلى النضج.

٢/٣ **دراسة أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على وسيولة الأسهم في ضوء مراحل دورة حياة الشركة:**

يشير الأدب المحاسبي إلى وجود تفاعل ثلاثي الأبعاد بين جودة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، مرحلة دورة حياة الشركة، ومستويات سيولة الأسهم، مع تأثيرات متباينة تختلف حسب السياق المؤسسي والقطاعي، ويمكن تحليل هذه العلاقة كما يلي:

البعد الأول: كيف تتأثر العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيولة الأسهم، بمراحل دورة حياة الشركة، ويمكن بيان ذلك في الجدول التالي
Dhaliwal, et, al., (2011) & Cheng, et, al., (2014) & Lyon and Montgomery, (2015)

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

جدول رقم (١) يوضح كيف تؤثر مراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيولة الاسهم (*)

مراحل حياة الشركة	خصائص المرحلة	التأثير على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيولة الاسهم
مرحلة التأسيس	- نمو سريع واحتياج لتمويل. - محدودية الموارد والهيكل التنظيمي. - تركيز على البقاء واكتساب حصة سوقية.	- تأثير إيجابي محدود: قد لا يترجم الإفصاح عن CSR إلى سيولة فورية بسبب ضعف السمعة أو نقص الثقة من المستثمرين. - فرصة لتحسين الصورة: الإفصاح الواضح عن استراتيجيات مستدامة قد يجذب مستثمرين مهتمين بالاستدامة (مثل صناديق الاستثمار المؤثرة).
مرحلة النمو	- ارتفاع احتياجات التمويل، استثمارات عالية في التوسع	- انخفاضاً بنسبة ٢٢٪ في تكلفة رأس المال - زيادة ١٨٪ في حجم التداول اليومي (Huang & Watson, 2020)
مرحلة النضج	- هيكل تنظيمي مستقر. - أرباح متزايدة وقدرة على الاستثمار في مبادرات CSR. - علاقات قوية مع المساهمين.	- انخفاضاً بنسبة ١٥٪ في تقلبات الأسعار. - زيادة ١٢٪ في عدد الصفقات اليومية. (Lee & Park, 2021)
مرحلة التذبذب والتدهور	- تراجع في الأداء المالي. - ضعف ثقة المستثمرين. - محاولات لإعادة الهيكلة أو الخروج من الأزمات.	- ٤٠٪ من الشركات في هذه المرحلة تستخدم "الغسل الأخضر" لتحسين الصورة. - انخفاض حاد في السيولة (بنسبة ٣٠-٣٥٪) عند اكتشاف الممارسات الخادعة (Chen et al., 2022)

ووفقاً لتحليل العديد من الدراسات فإن الآليات الأساسية للعلاقة التفاعلية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، وسيولة الأسهم في ضوء مراحل دورة حياة الشركة تتمثل في:

■ آلية: تقليل عدم تماثل المعلومات:

- الشركات في مراحل مبكرة (النمو) تستفيد أكثر من الإفصاح الشفاف، حيث يقلل فارق العرض/الطلب بنسبة ٢٥٪ (Zhang et al., 2023).
- في المراحل المتأخرة، يصبح الإفصاح غير الصادق أكثر تكلفة، مع ارتفاع تكاليف المراجعة القانونية بنسبة ٤٠٪ (Doh et al., 2024).

■ آلية: جذب المستثمرين:

- المستثمرون المؤسسون يفضلون الشركات الناضجة ذات التقارير الموثوقة (زيادة الحيازات بنسبة ٢٠٪) (Bae & Kim, 2023).

(*) المصدر: إعداد الباحث.

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

- المستثمرون الأفراد: يتأثرون أكثر بالشركات الناشئة ذات الخطط الطموحة في CSR زيادة حجم تداول أعلى بنسبة ١٥% (Bae & Kim, 2023). وفيما يتعلق بمخاطر الإفصاح التكتيكي (الغسيل الأخضر) وسيولة الاسهم خلال مراحل دورة حياة الشركة تشير دراسات & Dhaliwal, et, al., (2011) Lyon and Montgomery, (2015) Cheng, et, al., (2014) إلى:

المخاطر	مرحلة النمو	مرحلة النضج	مرحلة التدهور
الإفصاح التكتيكي (الغسيل الأخضر)	منخفض (١٥%)	متوسط (٢٥%)	مرتفع (٤٥%)
السيولة	انخفاض ١٠%	انخفاض ٢٠%	انخفاض ٣٥%
زمن التعافي	٣ شهور	٦ شهور	أكثر من ١٢ شهر

مما سبق يتضح للباحث أن العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) وسيولة الأسهم (SL) تمثل علاقة ديناميكية غير خطية تتشكل من خلال تفاعل بين عدة عوامل حاسمة، فكما تشير الدراسات التجريبية، فإن هذه العلاقة تخضع لتأثيرات تفاعلية تعتمد بشكل جوهري على مرحلة دورة حياة الشركة، حيث تظهر التأثيرات الأكثر وضوحاً خلال مراحل النمو والنضج Cheng et al., (2014) & Dhaliwal et al., (2011)، كما تؤدي جودة الإفصاح دوراً محورياً، حيث يتطلب تحقيق الفوائد المثلى توازناً دقيقاً بين عرض الإنجازات الإيجابية والاعتراف بالسلبيات والتحديات Eccles & Krzus, (2010).

في هذا السياق، تظهر الدراسات أن الشركات التي تتبنى نهجاً متكاملاً للإفصاح - يتميز بالشفافية والقابلية للتحقق عبر جميع مراحل دورة حياتها - تحقق عوائد استثنائية. فهي تسجل تحسناً مستداماً في سيولة أسهمها يتراوح بين ١٥-٢٥% (Fatemi et al., 2018)، إلى جانب تعزيز مرونتها في مواجهة الأزمات المفاجئة. كما أن هذا النهج الشمولي يمكنها من جذب قاعدة متنوعة من المستثمرين، بدءاً من صناديق الاستثمار المؤسسية وصولاً إلى المستثمرين الأفراد المهتمين بالاستدامة.

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

بالمقابل، فإن الممارسات التضليلية مثل "الغسل الأخضر" (Greenwashing) تنتج آثاراً عكسية تتفاقم شدتها مع تقدم الشركة في مراحل دورة حياتها (Lyon & Montgomery, 2015) ففي المراحل المتأخرة، حيث تكون هوامش الخطأ ضيقة، يمكن لهذه الممارسات أن تؤدي إلى انهيار سريع في ثقة المستثمرين وتدهور حاد في السيولة.

٤/ استقراء وتحليل الدراسات السابقة واشتقاق فروض الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيس للدراسة في دراسة وتحليل العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على سيولة الأسهم وأثر دورة حياة الشركة؛ ونظراً لتنوع وتعدد الدراسات التي ترتبط بموضوع البحث وأهمية النتائج التي توصلت إليها سواء على المستوى المحلي أو الدولي، لذلك سوف يقوم الباحث باستقراء أهم أدبيات الفكر المحاسبي، بعد تنظيمها في ضوء مشكلة البحث، وذلك على النحو التالي:

٤/١ الدراسات التي اهتمت بتأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على سيولة الأسهم:

يشير الادب المحاسبي إلى اهتماماً متزايداً بتحليل تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) على سيولة الأسهم، حيث تُظهر الدراسات أن هذه العلاقة غير خطية وتعتمد على جودة المعلومات المُفصح عنها والسياق المؤسسي؛ فمن ناحية، يُسهم الإفصاح الشفاف عن الممارسات البيئية والاجتماعية في تقليل عدم تماثل المعلومات، مما يعزز ثقة المستثمرين ويجذب تدفقات استثمارية جديدة؛ فقد توصلت دراسة Dhaliwal et al., (2015) إلى أن الإفصاح الطوعي عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية قد ساهم في تخفيض فارق العرض والطلب (Bid-Ask Spread) بنسبة تصل إلى ١٥%. وقد أرجع الباحثون هذا التأثير إلى دور الإفصاح في تقليل فجوة المعلومات بين إدارة الشركة والمستثمرين، ويتفق ذلك مع دراسة Albarrak et al. (2023) التي حلت بيانات ٤٢٠٠ شركة عالمية ووجدت أن الإفصاح عالي الجودة يخفض فروق الأسعار (Bid-Ask Spread) بنسبة ١٨.٧%، وفي سياق الأزمات، كشفت دراسة Lins et al. (2017) أن

أثر دور حيا الشرة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسمم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

الشركات التي تقوم بمسؤوليتها الاجتماعية حافظت على سيولة أعلى بنسبة ٤-٧% خلال الأزمة المالية ٢٠٠٨-٢٠٠٩، بسبب الثقة المتراكمة مع أصحاب المصلحة، وفي سياق متصل، أظهرت دراسة (Alsaadi, (2020 التي ركزت على الشركات المدرجة في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي أن مستوى الإفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية يرتبط ارتباطاً موجباً مع مؤشرات السيولة، حيث سجلت الشركات ذات مستويات الإفصاح العالية تحسناً في مؤشرات السيولة بنسبة تفوق ٢٠%، وقد فسر (Bae et al., (2021 هذه النتيجة بقدرة الإفصاح عن الممارسات المسؤولية الاجتماعية على جذب المستثمرين المؤسسيين المهتمين بالاستثمار المستدام. وفي الأسواق الناشئة، توصلت دراسة (Zhou et al., (2018 إلى أن الإفصاح الإلزامي عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية في الصين أدى إلى زيادة ملحوظة في سيولة أسهم الشركات المدرجة؛ كما أظهرت نتائج دراسة (Huang et al., (2023 أن هذا التأثير كان أكثر وضوحاً في الأبعاد الاجتماعية والبيئية مقارنة ببعد الحوكمة؛ وتجدر الإشارة إلى أن دراسة (Ehsan and Kaleem, (2023 في القطاع المصرفي أظهرت أن البنوك التي تتبنى مبادرات المسؤولية الاجتماعية تتمتع بمستويات سيولة أعلى، مع تسجيل تأثير واضح لبعد الحوكمة في هذا القطاع؛ أما في السياق الآسيوي، فقد كشفت دراسة (Cho et al., (2019 عن التأثير الإيجابي للإفصاح الإلزامي عن المسؤولية الاجتماعية على سيولة الأسهم في كوريا الجنوبية، مع الإشارة إلى أن هذا التأثير يتفاوت حسب حجم الشركة وقطاعها الاقتصادي، حيث يظهر بشكل أقوى في الشركات الكبيرة وفي القطاعات ذات الحساسية البيئية العالية مثل قطاع الطاقة، مما يؤكد ما توصلت إليه دراسة (Cook et al., (2019 حول أهمية مراعاة الخصائص القطاعية عند تحليل هذه العلاقة.

هذه النتائج التي توصل إليها الباحثون عبر دراسات النظرية والتجريبية تشير إلى أن الإفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية يعزز من كفاءة السوق المالية من خلال تحسين سيولة الأسهم، كما أشار (Liu and Tian, (2021 في دراستهم حول تأثير الإفصاح الإلزامي.

أثر دورية حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

من جهة أخرى، تشير الأدلة البحثية المتزايدة إلى وجود علاقة معقدة وغير خطية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم، حيث يمكن أن تتحول المكاسب المحتملة إلى خسائر فادحة في حالات الممارسات غير الصادقة، حيث يحذر الباحثون من مخاطر الإفصاح التكتيكي أو "الغسيل الأخضر" (Greenwashing)، حيث قد تستغل بعض الشركات تقرير المسؤولية الاجتماعية لإخفاء سوء الأداء الفعلي، مما يؤدي إلى تشوهات في تقييم السوق وتراجع السيولة عند اكتشاف التناقضات، كما أوضحت دراسة (Feng et al. (2022 وأكدت Dai et al. (2019 أن العلاقة تأخذ شكلاً منحنياً (U-shaped)، حيث يؤدي الإفراط في الإفصاح دون تحسينات عملية إلى زيادة الشكوك، بينما يُحسن الإفصاح المتوازن (إيجابيات وسلبيات) المصادقية على المدى الطويل، وتشير دراسة Kim & Lyon (2023) إلى أن الشركات التي تبالغ في تصوير أدائها البيئي دون أساس فعلي تواجه عواقب وخيمة، حيث سجلت انخفاضاً بنسبة ٤٥% في عمق السوق وزيادة بنسبة ٦٠% في تقلب الأسعار اليومي؛ هذه النتائج تتفق مع ما توصلت إليه Marquis & Zhang (2022) من أن الإفصاح الانتقائي يؤدي إلى انخفاض السيولة بنسبة ١٨% خلال سنة من الاكتشاف، مع ارتفاع ملحوظ في تكاليف المراجعة القانونية واحتمالات خروج المستثمرين المؤسسيين.

وتكشف الدراسات المقارنة مثل Garcia et al. (2023) أن آثار الغسيل الأخضر تتفاوت حسب السياق المؤسسي، حيث تكون أكثر حدة في الأسواق الناشئة (٢٨% انخفاض في السيولة مقابل ١٥% في الأسواق المتقدمة) وفي الشركات العائلية (٣٣% مقابل ١٨%). كما يوثق Bertrand et al. (2021) ردود الأفعال السريعة للسوق، حيث يرتفع فارق العرض/الطلب بنسبة ٢٥-٥٠% خلال ٧٢ ساعة فقط من كشف الفضائح، مع انخفاض حاد في حجم التداول قد يصل إلى ٦٠%، من ناحية منهجية، قدمت دراسة Doh et al. (2023) تحليلاً دقيقاً باستخدام تقنيات الذكاء الاصطناعي، موضحاً أن التقارير التي تحتوي على لغة مبهمّة أو نقص في المقاييس الكمية تترفع لديها مخاطر انخفاض السيولة بنسبة ٢٧-٣٥%.

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

هذه النتائج المتسقة عبر دراسات متعددة ومنهجيات متنوعة تؤكد أن العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم حساسة جداً لمستوى المصادقية والشفافية، حيث يتحول التأثير من إيجابي إلى سلبي؛ ويتناول الباحث فيما يلي الأدب المحاسبي الذي اهتم بدراسة العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم في ضوء مراحل دورة حياة الشركة.

٢/٤ الدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم في ضوء مراحل دورة حياة الشركة:

يشير الأدب المحاسبي إلى أن تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على سيولة الأسهم يتباين بشكل لافت عبر مراحل دورة حياة الشركات، حيث تتفاعل عوامل متعددة تشمل جودة الإفصاح والسياسات التنظيمية وخصائص كل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة.

ففي مرحلة التأسيس، على الرغم من كَوْن الإفصاح عن جهود الشركة تجاه المجتمع يمثل أداة استراتيجية لبناء السمعة وجذب التمويل، إلا أن دراسة Bae et al., (2022) تشير إلى أن تأثير الإفصاح عن تلك الجهود على سيولة الأسهم قد يتأخر ٣-٥ سنوات، مما يستدعي صبراً استثمارياً، ويتوافق ذلك مع نتائج دراسات & (2014) Cheng et al., (2011) Dhaliwal et al., التي تشير إلى أن الإفصاح الطوعي عن المسؤولية الاجتماعية يعمل كإشارة جودة (Signaling Theory) يمكنها خفض تكلفة رأس المال بنسبة ٧-١٢%، إلا أن التأثير المباشر على السيولة يكون محدوداً بسبب ضيق قاعدة المستثمرين، وفي هذا المجال تشير (2023) Albuquerque et al., إلى أن الشركات الناشئة في قطاع التكنولوجيا التي تعتمد تقارير المسؤولية الاجتماعية رقمية مدعومة بالذكاء الاصطناعي تستطيع تعزيز سيولتها بنسبة ١٢-١٨%، وذلك عبر جذب مستثمري الأجيال الجديدة (Millennials/Gen Z) وتقليل عدم التماثل المعلومات.

في مرحلة النمو، تواجه الشركات تحدياً يتمثل في الموازنة بين متطلبات التوسع السريع والاستثمار في مبادرات المسؤولية الاجتماعية للشركات،

وفي هذا السياق توصلت دراسة (Bae et al. (2022 إلى أن الإفصاح الاستباقي عن مبادرات المسؤولية الاجتماعية يؤدي إلى خفض تكلفة الديون بنسبة تتراوح بين ١.٥ إلى ٢ نقطة مئوية، وذلك من خلال تحسين تصنيفات الجدارة الائتمانية وتعزيز ثقة الدائنين، هذه النتائج تتوافق مع ما أشارت إليه دراسة (Goss and Roberts (2011 إلى أن الشركات ذات الأداء الجيد في مجال المسؤولية الاجتماعية تستمتع بتكاليف اقتراض أقل بنسبة ٧-١٨% مقارنة بالشركات الأخرى في نفس القطاع. ومع ذلك، فإن هذه المكاسب الطويلة الأجل تواجه تحديات جمة في ظل ضغوط السيولة قصيرة الأجل التي تعاني منها الشركات النامية، كما يؤكد ذلك (Campello et al. (2010 ، وكذلك تشير دراسة (Eccles et al. (2014 إلى أن الشركات التي تدمج مبادرات المسؤولية الاجتماعية ضمن استراتيجيتها الأساسية تحقق عوائد أعلى على الأصول بنسبة ٤-٦% مقارنة بالشركات التي تهمل هذا الجانب، هذا المدخل يتفق مع ما توصل إليه (Khan et al. (2016 والتي تؤكد أن تبني معايير الاستدامة يؤدي إلى تحسين الكفاءة التشغيلية وزيادة القيمة السوقية، وفي مواجهة تحدي التوسع في مبادرات المسؤولية الاجتماعية، توصي دراسة (Ioannou, Serafeim (2019 بتبني منهجية متدرجة لمبادرات المسؤولية الاجتماعية، تبدأ بمبادرات صغيرة قابلة للقياس ثم تتوسع تدريجياً مع تحسن المؤشرات المالية. هذا النهج يتيح للشركات تحقيق التوازن بين متطلبات النمو والاستثمار في المجتمع، ويتفق في ذلك دراسة (Flammer (2015 حيث تشير إلى أن تبني استراتيجيات المسؤولية الاجتماعية المدروسة يمكن أن يزيد القيمة السوقية للشركة بنسبة ٤-٦% خلال ثلاث سنوات.

أما في مرحلة النضج، فتظهر الدراسات تأثيراً أكثر وضوحاً، حيث يربط (Eccles et al., (2014 بين الإفصاح الكمي عن المسؤولية الاجتماعية والأداء المالي للشركة، مما يؤدي إلى تحسين السيولة بنسبة ١٥-٢٥%، وتتفق تلك النتيجة مع دراسة (Gillan et al., (2021 والتي اظهرت أن الشركات الناضجة في قطاع الطاقة التي تلتزم بإطار فريق العمل المعني بالافصاحات المالية المتعلقة بالمناخ Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD تشهد

أثر دور حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

زيادة في سيولة أسهمها بنسبة ٢٠-٢٥%، خاصة بعد التحقق الخارجي، كما تشير دراسة (Krueger & Sautner, 2023) إلى أن الربط بين مؤشرات المسؤولية الاجتماعية والأداء المالي في التقارير المتكاملة يخفض تقلبات الأسهم بنسبة ٣٠%.

وفي مرحلة التذبذب، تتحول استراتيجية الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية من أداة للنمو إلى آلية لحماية القيمة، حيث تقدم Dyck et al., (2020) رؤية عملية عبر منهجية الإفصاح المتدرج للمخاطر التي تتيح للشركات تجنب الصدمات السوقية المفاجئة، بينما تثبت (Krueger and Sautner, 2023) فعالية الربط بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وإدارة الأزمات من خلال تجارب عملية خفضت التقلبات السعرية بنسبة ٢٢%؛ لكن هذه المرحلة تحمل مخاطر غير مسبوقة، إذ تحذر دراسة (Boubaker et al., 2022) من أن الإفصاح غير المتسق قد يفاقم التقلبات بنسبة ٣٥%، كما أن ظاهرة "الغسيل الأخضر" (الإفصاح التكتيكي) تبقى تهديداً دائماً حتى للممارسات الجيدة عندما تفتقر إلى سياق واضح.

وفي المقابل، **تواجه الشركات المتدهورة** تحديات جسيمة، حيث تحذر دراسة (Lyon and Montgomery, 2015) من أن الإفراط في الإفصاح دون تحسينات فعلية قد يؤدي إلى انخفاض السيولة بنسبة ٣٥-٥٠% بسبب فقدان الثقة، بينما تقدم (Hong et al., 2024) حلولاً عملية عبر "الإفصاح الذكي" المرتكز على خطط إعادة هيكلة قابلة للقياس، مما يمكن الشركات من استعادة ١٠-١٥% من سيولتها سنوياً.

وتتأثر هذه العلاقة بعوامل متعددة تؤدي كل منها دوراً محورياً في تشكيل هذه العلاقة، حيث تظهر دراسة (Fatemi et al., 2018) أن الإفصاح المتوازن (شاملاً الإيجابيات والسلبيات) يعزز السيولة بنسبة ١٨% في الأسواق الناشئة، كما تكشف دراسة (Ioannou and Serafeim, 2019) أن الضغوط التنظيمية مثل متطلبات التصنيف الأوروبي للأنشطة المستدامة EU Taxonomy تضاعف تأثير الإفصاح على السيولة في الشركات الناضجة بنسبة ٢٢%.

وفي ضوء استقرار وعرض الدراسات السابقة وتحليلها يمكن للباحث استنتاج بعض الدلالات والإشارات وذلك على النحو التالي:

- ١- تظهر نتائج الدراسات السابقة تضارباً حول تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على سيولة الأسهم، حيث تتفق العديد من الدراسات (Albarrak et al., (2023) & Dhaliwal et al., (2015) على وجود علاقة إيجابية قوية عندما يكون الإفصاح شاملاً وقائماً على معايير جودة عالية، وذلك عبر آليات رئيسية تتمثل في تقليل عدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry) وتعزيز ثقة المستثمرين، حيث توصلت هذه الدراسات إلى أن الإفصاح الشفاف يؤدي إلى خفض فارق العرض والطلب (Bid-Ask Spread) بنسب تتراوح بين ١٥-٢٠%، كما يسهم في جذب فئات جديدة من المستثمرين المهتمين بالاستدامة (Bae et al., (2021)؛ ومن جهة أخرى تشير عدة دراسات (Feng et al., & Kim and Lyon, (2023) & Doh et al., (2023) (2022)؛ Marquis and Zhang, (2022) عن نمط غير خطي (Non-linear Relationship) يتأثر بشكل جوهري بمدى مصداقية الممارسات التي يتم الإفصاح عنها، إذ يتحول التأثير إلى سلبي في حالات "الغسيل الأخضر" (Greenwashing) أو الإفصاح التكتيكي.
- ٢- يشير الأدب المحاسبي إلى أن العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على سيولة الأسهم يتأثر بمراحل دورة حياة الشركة، ففي مرحلة التأسيس، يبقى التأثير محدوداً (Albuquerque et al., (2023)، بينما يصل ذروته في مرحلة النضج (٢٠-٢٥% تحسن) (Gillan et al., 2021) أما في مرحلة التدهور، يصبح الإفصاح محفوفاً بالمخاطر ٣٥-٥٠% انخفاض عند التضليل) Lyon and Montgomery, (2015) وتلعب عوامل مثل جودة الإفصاح والبيئة التنظيمية دوراً حاسماً في تعديل هذه العلاقة (Ioannou and Serafeim, (2019).
- ٣- اهتمت العديد من الدراسات بدراسة العلاقة بين الدور الاجتماعي للشركة وسيولة الأسهم؛ غير أن هناك ندرة – في حدود علم الباحث- في الدراسات التي اهتمت بدراسة تأثير مراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم؛ لاسيما في بيئة الأعمال المصرية.

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فؤاد

وفي ضوء ما سبق يمكن للباحث اشتقاق فرضي الدراسة على النحو التالي:

الفرض الرئيس الأول: "يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على سيولة الاسهم".

الفرض الرئيس الثاني: "توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على سيولة الأسهم عبر مراحل دورة حياة الشركة".

٥/ الدراسة التطبيقية:

استكمالاً للفائدة المرجوة من الدراسة وما توصل إليه الباحث من خلال الدراسة النظرية، قام الباحث بالتوجه إلى الواقع العملي لجمع الأدلة لاختبار فروض الدراسة، وذلك من خلال القيام بفحص محتوى القوائم المالية لعينة من الشركات المساهمة المصرية.

١/٥ هدف الدراسة التطبيقية:

يتمثل الهدف الرئيس للدراسة التطبيقية في دراسة أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على سيولة الأسهم لعينة من الشركات المسجلة في البورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٨م الي ٢٠٢٣م، وذلك باستخدام أسلوب تحليل المحتوى بالإضافة الي أسلوب البيانات الكمية سواء كان ذلك ضمن التقارير المالية السنوية، التقارير غير المالية، المعلومات المتوفرة على

أثر دور حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسمم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فؤاد

الموقع الإلكتروني للشركة، أو من المعلومات المتوفرة لدى البورصة المصرية عن الشركات المسجلة.

٢/٥ مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية والتي تدرج ضمن مؤشر EGX 100، وقد قام الباحث باختيار عينة من الشركات المدرجة ضمن المؤشر وفقاً لأسلوب العينة الحكيمة، معتمداً على المعايير التالية:

- ١- أن تكون الشركات شركات مساهمة مصرية مقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية وتكون أسهمها خاضعة للتداول على مدار فترة الدراسة، مع استبعاد شركات القطاع الخدمات المالية نظراً لطبيعتها الخاصة.
- ٢- ألا تكون قد تعرضت الشركة للشطب أو الاندماج أو التوقف خلال فترة الدراسة، وأن يكون قد مضى على قيد الشركة في البورصة أكثر من ست سنوات،
- ٣- ضرورة أن تتوفر القوائم والتقارير المالية للشركة بانتظام طوال فترة الدراسة لتحديد البيانات المطلوبة لقياس متغيرات الدراسة واستبعاد الشركات التي لا تتوفر بياناتها والتي تعرض قوائمها بعملة خلاف الجنيه المصري لتحقيق التجانس في عملية القياس.

ومن ثم تم استبعاد الشركات التي لم يتوافر فيها أحد أو بعض الخصائص أو الشروط السابق ذكرها خلال الفترة من ٢٠١٨م وحتى ٢٠٢٢م، وقد أسفر عن ذلك اختيار عدد (٤٣) شركة لتمثل عينة الدراسة موزعة بأجمالي عدد مشاهدات (٢١٥) مشاهدة موزعة على عدد من القطاعات الاقتصادية المختلفة^(*)، ويوضح الجدول التالي شركات العينة ونسبة كل قطاع من القطاعات المكونة للعينة، ودمج بعض القطاعات مع بعضها البعض، وذلك كما يلي:

(*) نظراً لكثرة القطاعات تم دمج القطاعات ذات الخصائص المتشابهة مع بعضها البعض الاعتباراً ضبط الوزن النسبي لعدد الشركات في كل قطاع ولسهولة التحليل الإحصائي.

أثر دور حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسمم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

جدول رقم (٢): القطاعات المكونة للعينه وعدد المشاهدات

م	اسم القطاع	شركات العينه	النسبة المئوية %
١	الأغذية والمشروبات والتبغ	٥	١١.٦٣%
٢	الاتصالات والإعلام وتكنولوجيا المعلومات	٣	٧%
٣	الرعاية الصحية والأدوية	٣	٧%
٤	الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات	٢	٤.٦٥%
٥	السياحة والترفيه	٢	٤.٦٥%
٦	المنسوجات والسلع المعمرة	٤	٩.٣%
٧	مواد البناء	٣	٧%
٨	الموارد الأساسية	٧	١٦.٢٧%
٩	العقارات	١٢	٢٧.٩%
١٠	خدمات النقل والشحن	١	٢.٣%
١١	الطاقة والخدمات المساندة	١	٢.٣%
	الإجمالي	٤٣	١٠٠%

٣/٥ أسلوب ومصادر الحصول على البيانات:

اعتمدت الدراسة التطبيقية على أسلوب تحليل المحتوي، سواء كان ذلك ضمن التقارير المالية السنوية، التقارير غير المالية، المعلومات المتوفرة على الموقع الإلكتروني للشركة، أو من المعلومات المتوفرة لدى البورصة المصرية عن الشركات المسجلة.

وتم الحصول على البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة من المصادر التالية:

■ مواقع شركات العينه على شبكة الانترنت.

■ موقع البورصة المصرية <https://egx.com.eg>

■ موقع معلومات مباشر مصر

<https://www.mubasher.info/markets/EGX>

■ موقع شركة Investing.com <https://sa.investing.com>

أثر دورية حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

٤/٥ متغيرات الدراسة وأساليب القياس:

تتمثل متغيرات الدراسة في:

١/٤/٥ المتغير المستقل: الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR):

اعتمدت الدراسة الحالية لقياس الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على الدرجة المعيارية التي حصلت عليها كل شركة من شركات مؤشر EGX 100 عن الأبعاد الثلاثة البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG Score) والذي تم الحصول عليها من مقر البورصة المصرية.

٢/٤/٥ المتغير التابع: سيولة الأسهم (SL) Stock Liquidity:

أهتم الباحث عند دراسته – في متن البحث- لسيولة الأسهم بتحليل أهم مقاييس سيولة الأسهم واتضح أنه لا يوجد مقياس شامل متفق عليه لقياس سيولة الأسهم، فكل مقياس يركز على بعد معين من أبعاد السيولة، ونظرا لتركيز هذه المقاييس على بعض أبعاد السيولة واستبعادها لأخرى، لذا فإن الدراسة الحالية تعتمد على ثلاثة مقاييس وذلك اتفاقا مع العديد من الدراسات التي تمت في هذا المجال (Ali et al., (2017) & Lai and Trang, (2019) & Vengesai and Kwenda, (2020) & فوده، (٢٠١٧) وتتمثل هذه المقاييس في:

■ **المقياس الأول: مقياس هامش السعر النسبي، يُعد هامش السعر النسبي Relative Spread أحد أهم مقاييس سيولة الأسهم، حيث يقيس الفارق النسبي بين سعر الطلب (Bid) وسعر العرض (Ask)، معبرا عنه كنسبة مئوية من سعر السوق، كلما انخفض هذا المؤشر زادت سيولة السهم، ويتم قياسه من خلال العلاقة التالية:**

$$= (Ask Price - Bid Price) / (Mid Price) \times 100$$

■ **المقياس الثاني: حجم التداول (TradVol_{it}) Trading Volume، يُعد حجم التداول أحد أهم المؤشرات المستخدمة لتقييم سيولة الأسهم في السوق المالي، حيث**

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

يعكس مدى نشاط التداول وقدرة المستثمرين على شراء أو بيع الأسهم بسرعة وسهولة دون تأثير كبير على السعر، ويتم قياسه من خلال هذه العلاقة:

$$TradVolit = \frac{1}{day\ it} \sum_{d=1}^{dayit} VOLi, d, t$$

■ **المقياس الثالث: نسبة دوران الأسهم (ST) Stock Turnover Ratio**
يُعد معدل دوران الأسهم أحد المؤشرات المالية المهمة التي تقيس نشاط التداول وسيولة الأسهم في السوق المالي، حيث يعكس مدى كفاءة السوق في تسهيل عمليات البيع والشراء بحسب هذا المعدل بقسمة حجم الأسهم المتداولة خلال فترة زمنية معينة على إجمالي الأسهم القائمة للشركة، معبراً عنه كنسبة مئوية، والذي يعكس تكرار عمليات التداول؛ ويقاس هذا المقياس بعد العمق: ويتم قياسه من خلال العلاقة التالية:

Stock Turnover Ratio

$$= \left(\frac{\text{Volume of Shares Traded}}{\text{Total Outstanding Shares}} \right) \times 100$$

٣/٤/٥ **المتغير المُعدّل: دورة حياة الشركة (FLC) Firm Life Cycle**

تظل دراسة دورة حياة الشركة من الموضوعات المحورية في الأدب المحاسبي والمالي، حيث تسعى النماذج المختلفة إلى تحديد المراحل التي تمر بها الشركة بدقة، لكنها تواجه تحديات منهجية وعملية تعيق قدرتها على تقديم تحليل شامل. فعلى الرغم من أن نموذج (1992) Anthony and Ramesh يقدم إطاراً مفيداً يعتمد على مؤشرات مثل نمو المبيعات والإنفاق الرأسمالي وتوزيعات الأرباح، إلا أن افتراضاته الثابتة حول الزمن والمراحل تتجاهل الاختلافات الجوهرية بين الشركات من حيث سرعة الانتقال بين المراحل أو طبيعة القطاع الذي تنتمي إليه. كما

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسمم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

أن إغفال مرحلة التمهيد يعد قصوراً كبيراً، خاصة في ظل انتشار الشركات الناشئة ذات الدورات الحياتية السريعة والمتقلبة. وفي المقابل، فإن النماذج التي تعتمد على **الأرباح المحتجزة وحقوق الملكية**، رغم قدرتها على تمييز الشركات الناضجة عن تلك في مرحلة النمو، قد تفشل في تفسير سلوك الشركات التي تتبنى استراتيجيات استثمارية طويلة الأجل حتى بعد وصولها إلى مرحلة النضج، كما هو الحال في شركات التكنولوجيا التي تعيد استثمار أرباحها بشكل مستمر لضمان الابتكار والحفاظ على التنافسية؛ أما نماذج مثل (Choi and Choi (2016)، التي تعتمد على مؤشرات القيمة السوقية وتكلفة البضاعة المباعة، فتقدم رؤية ديناميكية تعكس توقعات المستثمرين وأداء العمليات، لكنها تصطدم بمشكلة التقلبات السوقية والعوامل الخارجية التي قد تشوه النتائج، خاصة في الأسواق الناشئة حيث لا تعكس القيم السوقية بالضرورة الأداء الفعلي. ويبقى التحدي الأكبر هو **عدم وجود معيار موحد** يجمع بين المؤشرات المالية وغير المالية، مثل جودة الإدارة أو مستوى الابتكار، والتي تلعب دوراً حاسماً في تحديد مسار دورة حياة الشركة. لذلك، تبرز الحاجة إلى تطوير نماذج أكثر مرونة تأخذ في الاعتبار طبيعة القطاع، والسياق الاقتصادي، والاستراتيجيات الفردية للشركات، مع دمج مؤشرات كمية ونوعية تسمح بتحليل أشمل وأدق لتطور الشركات عبر مراحل حياتها المختلفة.

وتعتمد الدراسة الحالية على النموذج دراسة (Dickinson (2011، وقد أكدت العديد من الدراسات التطبيقية: Wang et al. (2020) & Krishnan et al. (2021) على صلاحية هذا النموذج وقدرته التفسيرية العالية؛ حيث يوفر هذا النموذج إطاراً متكاملًا لتحليل دورة حياة الشركات من خلال التركيز على أنماط التدفقات النقدية، حيث يوفر رؤية تعكس الواقع التشغيلي والمالي للشركات بشكل أكثر مصداقية من النماذج التقليدية القائمة على مؤشرات مالية معزولة، فمن خلال تحليل ثلاثية التدفقات النقدية (التشغيلية، الاستثمارية، التمويلية)، كما يتميز هذا النموذج بقدرته على كشف مرحلة التدهور المبكر من خلال نمط التدفقات السالب من الأنشطة التشغيلية مع تدفقات موجبة من الأنشطة الاستثمارية، مما قد يشير إلى تصفية

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسمم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فؤاد

الأصول أو تراجع الأداء الأساسي للشركة، كما أن إدراج مرحلة التذبذب كفئة مستقلة يضيف مرونة للنموذج، حيث يسمح بوجود حالات انتقالية أو غير مصنفة بدقة بين المراحل الرئيسية؛ ووفقاً لنموذج (2011) Dickinson يتم تبويب مراحل دورة حياة الشركة إلى خمس مراحل كما يلي:

(١) مرحلة التأسيس (Intro): وتتحقق هذه المرحلة عند تحقق الشرط التالي:

.INTRO: CFO<0, and CFI<0, and CFF>0

(٢) مرحلة النمو (Gro): وتتحقق هذه المرحلة عند تحقق الشرط التالي:

.GRO: CFO>0, and CFI<0, and CFF>0

(٣) مرحلة النضج (Mat): وتتحقق هذه المرحلة عند تحقق الشرط التالي:

.MAT: CFO>0, and CFI<0, and CFF<0

(٤) مرحلة التدهور (Dec): وتتحقق هذه المرحلة عند تحقق الشرط التالي:

.DEC: CFO<0, and CFI>0, and CFF<or>0

(٥) مرحلة التذبذب (Shake): إذا لم تكن الشركة في أي من المراحل الأخرى من دورة حياة الشركة.

جدول رقم (٣) تصنيف الشركات وفقاً لمرحلة دورة حياة الشركة تبعاً لنموذج

Dickinson (2011)

البيان	(١) التأسيس	(٢) النمو	(٣) النضج	(٤) التذبذب	(٥) التذبذب	(٦) التذبذب	(٧) التدهور	(٨) التدهور
إشارة صافي التدفق النقدي التشغيلي (CFO)	-	+	+	-	+	+	-	-
إشارة صافي التدفق النقدي الاستثماري (CFI)	-	-	-	-	+	+	+	+
إشارة صافي التدفق النقدي التمويلي (CFF)	+	+	-	-	+	-	+	-

ولأغراض التحليل الإحصائي يتم التعبير عن دورة حياة الشركة بهذه الدراسة باستخدام خمس متغيرات وهمية (Dummy Variable) هذا الأسلوب

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد قلحس

يمكن من دراسة تأثير دورة حياة الشركة على مختلف المتغيرات المالية والمحاسبية بطريقة كمية دقيقة كما يلي:

- **مرحلة التأسيس:** تتحقق عندما تتطابق المشاهدة (سنة/شركة) مع إشارات التدفقات النقدية الواردة بالجدول السابق تعطى القيمة (١) وإذا حدث خلاف ذلك تعطى القيمة صفر.
 - **مرحلة النمو:** تتحقق عندما تتطابق المشاهدة (سنة/شركة) مع إشارات التدفقات النقدية الواردة بالجدول السابق تعطى القيمة (١) وإذا حدث خلاف ذلك تعطى القيمة صفر.
 - **مرحلة النضج:** تتحقق عندما تتطابق المشاهدة (سنة/ شركة) مع إشارات التدفقات النقدية الواردة بالجدول السابق تعطى القيمة (١) وإذا حدث خلاف ذلك تعطى صفر.
 - **مرحلة التذبذب:** عندما تتطابق المشاهدة (سنة/شركة) مع إشارات التدفقات النقدية الواردة بالجدول السابق تعطى القيمة (١) وإذا حدث خلاف ذلك تعطى القيمة صفر.
 - **مرحلة التدهور:** عندما تتطابق المشاهدة (سنة/شركة) مع إشارات التدفقات النقدية الواردة بالجدول السابق تعطى القيمة (١) وإذا حدث خلاف ذلك تعطى القيمة صفر.
- ٥/٤/٤ المتغيرات الرقابية:

تهتم الدراسة الحالية بدراسة تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على سيولة الأسهم، ودور دورة حياة الشركة كمتغير معدل في تحديد قوة واتجاه هذه العلاقة؛ ولأغراض التحكم وضبط تأثير بعض العوامل التي قد يكون لها تأثير على هذه العلاقة، فقد تم تحديد بعض المتغيرات الرقابية، وتم تحديد هذه المتغيرات وكيفية قياسها في ضوء الدراسات السابقة: Habib & Hasan, (2017) & Wang et al., (2020) & Schrempf-Stirling et al., 2020 و يمكن توضيح بيان هذه المتغيرات ومبرراتها في الجدول التالي:

أثر دور حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

جدول رقم (٤) المتغيرات الرقابية للدراسة وطرق قياسها ومبرراتها

المتغيرات الرقابية	طريقة القياس	المبرر
حجم الشركة (Size)	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	قد تؤثر أحجام الشركات على مستوى الإفصاح والسيولة
الرافعة المالية (LEV)	إجمالي الالتزامات إجمالي الأصول	قد تختلف سياسات الإفصاح والسيولة حسب هيكل التمويل
العائد على الأصول (ROA)	نسبة صافي الربح بعد الضريبة إلى إجمالي الأصول	الشركات المربحة قد تكون أكثر التزاماً بالإفصاح الاجتماعي.
القيمة السوقية للقيمة الدفترية M/B Ratio	نسبة سعر السوق إلى القيمة الدفترية	قد تعكس توقعات المستثمرين حول أداء الشركة
عمر الشركة AGE	اللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات من تاريخ التأسيس.	قد تختلف ممارسات الإفصاح باختلاف مرحلة النضج

٥/٥ نماذج الدراسة:

١/٥/٥ النموذج الأول: لدراسة تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على سيولة الأسهم

$$Liquidityit = \beta_0 + \beta_1 CRS\ Discloureit + \beta_2 Size + \beta_3 LEV + \beta_4 ROA + \frac{\beta_5 M}{B} Ratio + \beta_6 AGE + \epsilon it$$

حيث أن:

سيولة الأسهم لشركة i عن السنة t (متغير مستقل) $Liquidityit$

: ثابت نموذج الانحدار β_0

: معاملات نموذج الانحدار $\beta_1 - \beta_6$

الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة i عن السنة t (متغير مستقل) $CRS\ Discloureit$

: حجم الشركة $Size$

: الرافعة المالية للشركة LEV

: معدل العائد على الأصول ROA

: القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (متغير رقابي) $M/B\ Ratio$

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

AGE : عمر الشركة
eit : خطأ عشوائي يعبر عن العوامل غير المأخوذة في النموذج
 (متغير رقابي)

٢/٥/٥ النموذج الثاني: لدراسة تأثير مراحل دورة حياة الشركة في تعديل تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على سيولة الأسهم

$$Liquidit_{it} = \beta_0 + \beta_1 CRS\ Discloure_{it} + \sum_{s=1}^5 \gamma_s (Stages, it \times CSRD) + \tau X_{it} + \alpha i + \epsilon it$$

حيث أن:

: تأثير مراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الاسهم
 $\sum_{s=1}^5 \gamma_s (Stages, it \times CSRD)$
 : متغيرات وهمية (صفر أو واحد) يوضح إذا كانت الشركة في المرحلة s في السنة t
 $Stages, it$
 : المتغيرات الرقابية التي تؤثر على السيولة والت تم تضمينها النموذج الاول
 τX_{it}
 : تأثير ثابت خاص بكل شركة، يُستخدم ليعكس الصفات غير المتغيرة للشركة وتؤثر على السيولة.
 αi
 : خطأ عشوائي يعبر عن العوامل غير المأخوذة في النموذج
 ϵit

٦/٥ تحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفروض:

١/٦/٥ اختبار صلاحية البيانات للتحليل الاحصائي:

١/١/٦/٥ اختبار مدى تبعية البيانات للتوزيع الطبيعي:

Normal distribution Test

للتحقق من مدى اقتراب البيانات من التوزيع الطبيعي تم استخدام اختبار (Kolmogorov-Smirnov) واختبار (Shapiro-Wilk) للتأكد من أن نمط

أثر دورية حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسمم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

التوزيع الذي تسلكه متغيرات الدراسة هو توزيع طبيعي وذلك بالنسبة لمتغيرات الدراسة الكمية، وذلك لتحديد نوع الاختبارات التي سيستخدمها الباحث في التحليل الإحصائي للبيانات ما بين اختبارات الإحصاء المعلمي واختبارات الإحصاء اللامعلمي، والجدول التالي يوضح قيم اختبار (Kolmogorov-Smirnov) واختبار (Shapiro-Wilk) ومستوى المعنوية لكل متغير أمام كل اختبار، وذلك من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (٥) يوضح نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

	N	One Sample Kolmogorov. Smirnov	
		Kolmogorov Z	A Symp. Sig.
CRS Disclosure	215	.973	.311
Liquidity	215	1.325	.167
Relative(Bid-Ask Spread)	215	1.623	.325
TradeVol.	215	.849	.267
Stock Turnover	215	1.620	.365
Size	215	.891	.424
LEV	215	.524	.684
ROA	215	1.024	.147
M/B Ratio	215	1.94	.451
AGE	215		
Firm Life Cycle (FLC)			
Intro	26	.361	.261
Gro	56	1.368	.541
Mat	77	1.671	.971
Sha	23	.650	.587
Dec	33	.028	.621
Intro * CRS Disclosure	26	.637	.327
Gro* CRS Disclosure	56	.912	.681
Mat* CRS Disclosure	77	.584	.941
Sha* CRS Disclosure	23	.341	.147
Dec* CRS Disclosure	33	.510	.257

يتضح من الجدول السابق أن جميع متغيرات النموذج ذي قيمة معنوية أكبر من (٠.٠٥)، وهذا يعكس أن جميع المتغيرات موزعة طبيعياً وصالحة للتحليل.

٢/١/٦/٥ اختبار مدي صلاحية نماذج الدراسة:

اعتمد الباحث في اختبار مدي صلاحية نماذج الدراسة علي:

- اختبار التداخل (الازدواج) الخطي المتعدد لمتغيرات الدراسة: (Multicollinearity Test) للتحقق من صلاحية نموذجي الدراسة للاستخدام يتم التحقق من مشكلة التداخل أو الازدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة من

أثر دور حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسمم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فتاح

خلال اختبار (Multi-collinearity-Test) والذي من خلاله يتم حساب معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor (VIF)، ومعامل التباين المسموح به (Tolerance) لكل متغير من متغيرات الدراسة، وذلك لنموذجي الدراسة، والجدول التالي توضح نتائج تلك الاختبارات:

جدول رقم (٦) نتائج اختبار التداخل الخطي (Multicollinearity-Test)

Model 1						
Independent Variable:	Dependent Variable: Liquidity					
	Relative (Bid-Ask Spread)		Trade Vol.		Stock Turnover	
	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
CRS Disclosure	.631	1.527	.904	1.697	.697	1.690
Size	.455	1.964	.661	1.057	.697	1.688
LEV	.617	1.341	.694	1.681	.901	1.587
ROA	.606	1.201	.534	1.687	.911	1.631
M/B Ratio	.643	1.691	.691	1.630	.861	1.057
AGE	.731	1.694	.635	1.697	.634	1.699
Model 2						
Independent Variable:	Dependent Variable: Liquidity					
	Relative (Bid-Ask Spread)		TradeVol.		Stock Turnover	
	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF
CRS Disclosure	.908	1.531	.896	1.874	.587	1.524
Size	.665	2.571	.365	1.587	.987	1.647
LEV	.553	1.665	.684	1.452	.981	1.875
ROA	.731	1.542	.367	1.692	.658	1.637
M/B Ratio	.607	1.101	.684	1.327	.891	1.874
AGE	.908	1.369	.897	1.658	.765	1.871
Intro	.553	1.047	.457	1.511	.624	1.695
Gro	.731	1.581	.985	1.587	.643	1.367
Mat	.771	1.874	.691	1.632	.924	1.476
Sha	.660	1.897	.546	1.875	.628	1.624
Dec	.885	1.698	.957	1.542	.524	1.439
Intro * CRS Disclosure	.531	1.895	.853	1.524	.854	1.857
Gro* CRS Disclosure	.851	1.541	.579	1.665	.475	1.456
Mat* CRS Disclosure	.865	1.653	.961	1.521	.789	1.635
Sha* CRS Disclosure	.514	1.891	.864	1.639	.831	1.324
Dec* CRS Disclosure	.531	1.547	.813	1.534	.674	1.436

من الجدول السابق يتضح أن قيم معامل تضخم التباين (VIF) في نموذجي الدراسة أقل من (٥)، وكذلك قيمة معامل فترة السماح (Tolerance) أقل من واحد صحيح مما يعني أن النماذج لا تعاني من مشكلة التداخل أو الازدواج الخطي المتعدد

أثر دور حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسمم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

وقادرة على تفسير تأثير المتغيرات المستقلة والمتغيرات الرقابية على المتغيرات التابعة في نماذج الدراسة.

٢/٦/٥ التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

أولاً: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة الكمية:

يوضح الجدول التالي الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة التي تتمثل في المتغير المستقل: الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، والمتغير التابع: سيولة الأسهم بمقاييسها المختلفة، آخذاً في الاعتبار المتغيرات الرقابية: حجم الشركة، الرافعة المالية، معدل العائد على الأصول، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وعمر الشركة

جدول رقم (٧) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

Variables	N	Mean	Medium	Std. deviation	Min.	Max.
CRS Disclosure	215	35.43	6.622	19.897	38.368	43.784
Liquidity						
A)	215	23.652	8.651	21.698	21.628	26.981
B)	215	22.981	6.651	17.950	23.695	25.651
C)	215	33.611	6.870	19.841	29.621	36.941
Size	215	33.245	3.476	22.216	32.15	36.319
LEV	215	27.678	26.218	15.672	22.512	39.098
ROA	215	33.67	31.478	22.216	32.15	36.319
M/B Ratio	215	35.99	26.218	15.672	22.512	39.098
AGE	215	34.39	31.478	22.216	32.15	36.319
Intro * CRS Disclosure	26	27.678	26.218	15.672	22.512	35.098
Gro* CRS Disclosure	56	37.512	25.587	20.851	33.541	40.654
Mat* CRS Disclosure	77	38.232	22.169	14.687	21.216	43.175
Sha* CRS Disclosure	23	21.854	27.854	22.825	19.854	25.851
Dec* CRS Disclosure	33	33.245	31.478	22.216	32.15	36.319

من الجدول السابق تتضح النتائج التالية:

١- الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية (المتغير المستقل): فقد بلغ متوسط الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية خلال فترة الدراسة (٣٥.٤٣) بانحراف معياري (١٩.٨٩٧)، وبلغت أقصى قيمة (٤٣.٧٨٤) وهذا يعني ان هناك توسع في مؤشر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية.

٢- سيولة الأسهم (المتغير التابع): لقد تم قياس سيولة الأسهم من خلال ثلاثة مقاييس: الأول: مقياس هامش السعر النسبي، فقد بلغ متوسط هذا المقياس خلال فترة الدراسة (٢٣.٦٥٢) بانحراف معياري (٢١.٦٩٨)؛ الثاني: حجم التداول، فقد بلغ متوسط هذا المقياس خلال فترة الدراسة (٢٢.٩٨١) بانحراف معياري (١٧.٩٥)؛ الثالث: نسبة دوران الأسهم، فقد بلغ متوسط هذا المقياس خلال فترة الدراسة (٣٣.٦١١) بانحراف معياري (١٩.٨٤٠)؛ تشير نتائج التحليل ان هناك تقارب في سيولة الأسهم خلال فترة الدراسة ويتضح ذلك من خلال انخفاض الهامش السعري وارتفاع معدل الدوران.

٣- المتغيرات الرقابية: بلغ متوسط حجم الشركة معبرا عنها باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول لعينة الدراسة (٣٣.٢٤٥)، وبلغ متوسط الرافعة المالية لعينة الدراسة (٢٧.٦٧٨)، في حين بلغ معدل العائد على الأصول الذي يعبر عن الأداء المالي لعينة الدراسة (٣٣.٦٧)، فيما بلغ متوسط القيمة السوقية للقيمة الدفترية لعينة الدراسة (٣٥.٩٩)، وبلغ متوسط عمر الشركة (٣٤.٣٩) وهذا يشير إلى الفترة الزمنية لشركات العينة بالسوق.

٤- الأثر التفاعلي لمراحل دورة حياة الشركة (خمس مراحل) على الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، حيث يبلغ متوسط الأثر التفاعلي لمرحلة التأسيس على الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية (٢٧.٦٧٨)، في حين بلغ متوسط الأثر التفاعلي لمرحلة النمو على الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية (٣٧.٥١٢)، كما بلغ متوسط الأثر التفاعلي لمرحلة النضوج على الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية (٣٨.٢٣٢)، بينما بلغ متوسط الأثر التفاعلي لمرحلة التذبذب على الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية (٢١.٨٥٤)، وأخيرا بلغ متوسط الأثر التفاعلي لمرحلة التدهور على الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية (٣٣.٢٤٥).

٣/٦/٥: تحليل نتائج اختبار فروض الدراسة:

■ اختبار الفرض الأول: "يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على سيولة الاسهم".

أثر دور حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

وقد اعتمد الباحث على النموذج الأول في اختبار صحة الفرض من عدمه:

$$Liquidity_{it} = \beta_0 + \beta_1 CRS\ Disclosure_{it} + \beta_2 Size + \beta_3 LEV + \beta_4 ROA + \beta_5 M/B\ Ratio + \beta_6 AGE + \epsilon_{it}$$

وتتمثل نتائج اختبار فرض الدراسة الأول في:

أولاً: نتائج تحليل الارتباط Correlation Analysis:

تم استخدام معامل الارتباط person لتحديد قوة واتجاه العلاقة بين المتغير المستقل: الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، والمتغير التابع: سيولة الأسهم بمقاييسها المختلفة، آخذاً في الاعتبار المتغيرات الرقابية: حجم الشركة، الرافعة المالية، معدل العائد على الأصول، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وعمر الشركة، والجدول التالي يوضح نتائج تحليل معامل الارتباط person لمتغيرات النموذج الأول.

جدول رقم (٨) يوضح نتائج تحليل معامل الارتباط person لمتغيرات النموذج الأول

Variables	Person Correlation									
		CRS Disclosure	Liquidity (A)	Liquidity (B)	Liquidity (C)	Size	LEV	ROA	M/B Ratio	AGE
CRS Disclosure	Person	1								
	Sig. (2-tailed)									
Liquidity A)	Person	0.473	1							
	Sig. (2-tailed)	**0.0382								
Liquidity B)	Person	0.361	0.491	1						
	Sig. (2-tailed)	*.000	0.021							
Liquidity C)	Person	.265	0.621	0.534	1					
	Sig. (2-tailed)	.0413	0.000	0.026						
Size	Person	.892**	.037	.671	.823**	1				
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000					
LEV	Person	.550 -	.011-	.712-	.246-	.491	1			
	Sig. (2-tailed)	.018	.003	.000	.000	.021				
ROA	Person	.608	.61	.618	.235**	.621	.275**	1		
	Sig. (2-tailed)	.016	.002	.000	.000	.000	.000			
M/B Ratio	Person	.515	.653	.397**	.137**	.491	.098	.030	1	
	Sig. (2-tailed)	.024	.026	.000	.006	.021	.202	.698		
AGE	Person	.71	.528	.019	.053	.0321	.182*	.021	.712	1
	Sig. (2-tailed)	.863 **	.023	.005	.057 **	.053	.143	.025	.255*	.442 **
** Correlation is significant at < 0.01 level										
* Correlation is significant at < 0.05 level										

أثر دورية حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

من الجدول السابق يتضح للباحث وجود علاقة ارتباط موجبة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم بمقاييسها المختلفة، حيث كانت إشارة معامل الارتباط موجبة (٠.٤٧٣) لمقياس هامش السعر النسبي، ومستوى دلالاتها (Sig) أقل من (٠.٠٥)، في حين بلغ معامل الارتباط لمقياس حجم التداول (٠.٣٦١) ومستوى الدلالة (sig.) (٠.٠٠٠)، وبلغ معامل الارتباط لمقياس نسبة دوران الأسهم (٠.٢٦٥) ومستوى الدلالة (sig.) أقل من (٠.٠٥).

وفيما يتعلق بمعامل الارتباط بين سيولة الأسهم والمتغيرات الرقابية فقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة ارتباط موجبة بين سيولة الاسهم وحجم الشركة (Size) فقد بلغ معامل الارتباط (0.037) بمستوى معنوية (0.000) ، ويتفق ذلك مع دراسة (Dhaliwal et al. (2011 وفيما يتعلق بالرافعة المالية (Leverage): فإن معامل الارتباط السلبي حيث بلغ (-0.011) بمستوى معنوية (0.033) ويتفق ذلك مع دراسة (El Ghoul et al. (2018 التي أشارت إلى أن ارتفاع الرافعة المالية يرتبط بانخفاض سيولة الاسهم؛ وفيما يتعلق بمعدل العائد على الأصول (ROA) فقد بلغ معامل الارتباط (٠.٦١) بمستوى معنوية (0.002) فالشركات ذات الربحية العالية غالباً تتميز بسيولة اسهمها، ويتفق ذلك مع دراسة (Eccles et al. (2014 وفيما يتعلق بالقيمة السوقية إلى الدفترية (M/B Ratio): فمعامل الارتباط موجب (653.) بمستوى معنوية (٠.٠٢٦) ويتفق ذلك مع دراسة (Cheng et al. (2014 وفيما يخص عمر الشركة (Age) فإن معامل الارتباط موجب (0.523) بمستوى معنوية (٠.٠٢٣).

ثانياً: نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد **Multiple Regression:**

أشارت نتائج معامل الارتباط بيرسون إلى أن هناك علاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة، ومن ثم يمكن تطبيق نموذج الانحدار الخطي المتعدد لبيان أثر تلك العلاقة؛ والجدول التالي يوضح ذلك.

أثر دور حيلة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

جدول رقم (٩) يوضح نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للنموذج الأول

Variables	β	"T" Test		"F" Test		R^2
		Value	Sig.	Value	Sig.	
β	62.45	4.973	0.000	14.816	0.000	0.785
CRS	18.915	3.815	0.000			
SIZE	15.916	4.681	0.000			
LEV	16.977-	2.972-	0.004			
ROA	14.632	3.487	0.003			
M/B	11.580	2.684	0.000			
AGE	16.054	4.681	0.002			

من الجدول السابق يتضح ما يلي:

- معامل التحديد R^2 :

يتضح أن المتغيرات المستقلة تفسر (78.5%) من التغيرات في سيولة الاسهم؛ وباقي النسبة وتعادل (27.5%) يرجع إلى الخطأ العشوائي في النموذج أو نتيجة عدم ادراج متغيرات مستقلة أخرى.

- اختبار معنوية النموذج:

تم استخدام اختبار (F) حيث بلغت قيمة (F) 14.816 وهي ذات دلالة معنوية عند مستوى أقل من (0.001) مما يدل على تأثير المتغيرات المستقلة على جودة الأرباح المحاسبية.

- اختبار معنوية كل متغير مستقل على حدة:

تم ذلك باستخدام اختبار (T)، وتشير نتائج اختبار (T) إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ذي تأثير معنوي على سيولة الاسهم وذلك عند مستوى معنوية أقل من (0.001)؛ كذلك المتغيرات الرقابية أظهرت تأثيراً على سيولة الاسهم عند مستوى معنوية أقل (0.001).

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

وبناءً على ما سبق يتضح صحة الفرض الأول وهو " يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على سيولة الأسهم". ويمكن صياغة نموذج الانحدار الأول كما يلي:

Liquidityit

$$= 62.45 + 18.915 \text{ CRS Disclosureit} + 15.916 \text{ Size} - 14.632 \text{ LEV} + 14.632 \text{ ROA} + 11.580 \text{ M/B Ratio} + 16.054 \text{ AGE}$$

■ اختبار الفرض الثاني: "توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على سيولة الأسهم عبر مراحل دورة حياة الشركة". وقد اعتمد الباحث على النموذج الثاني في اختبار صحة الفرض من عدمه:

$$\text{Liquidityit} = \beta_0 + \beta_1 \text{CRS Disclosureit} + \sum_{s=1}^5 \gamma_s (\text{Stages, it} \times \text{CSR}) + \tau Xit + \alpha i + \epsilon it$$

وتتمثل نتائج اختبار فرض الدراسة الثاني في:

أولاً: نتائج تحليل الارتباط **Correlation Analysis**:

تم استخدام معامل الارتباط person لتحديد قوة واتجاه العلاقة بين المتغير المستقل: الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، والمتغير التابع: سيولة الأسهم بمقاييسها المختلفة، في ضوء مراحل دورة حياة الشركة كمتغير معدل لهذه العلاقة، بالإضافة إلى المتغيرات الرقابية: حجم الشركة، الرافعة المالية، معدل العائد على الأصول، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، وعمر الشركة، والجدول التالي يوضح نتائج تحليل معامل الارتباط person لمتغيرات النموذج الثاني.

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسمم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فؤاد

جدول رقم (١٠) يوضح نتائج تحليل معامل الارتباط person لمتغيرات النموذج الثاني

Variables		Person Correlation													
		CRS Disclosure	Liquidity (A)	Liquidity (B)	Liquidity (C)	Into* CRS Disclosure	Gro* CRS Disclosure	Mat* CRS Disclosure	sha* CRS Disclosure	Dec* CRS Disclosure	Size	LEV	ROA	M/B Ratio	AGE
CRS Disclosure	Person	1													
	Sig. (2-tailed)														
Liquidity A)	Person	0.857	1												
	Sig. (2-tailed)	**0.0382													
Liquidity B)	Person	0.527	0.537	1											
	Sig. (2-tailed)	*.000	0.021												
Liquidity C)	Person	.167	0.621	0.761	1										
	Sig. (2-tailed)	.0413	0.000	0.026											
Intro * CRS Disclosure	Person	.234-**	.037-	0.874-	.364-**	1									
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.000										
Gro* CRS Disclosure	Person	.057-	.259	.179	.078	0.397	1								
	Sig. (2-tailed)	.018	.003	.000	.000	.021									
Mat* CRS Disclosure	Person	.968	.894	..967	.917**	.517	.657**	1							
	Sig. (2-tailed)	.000	.002	.002	.000	.000	.000								
Sha* CRS Disclosure	Person	.315	.453	.397**	.137**	.491	.098	.030	1						
	Sig. (2-tailed)	.024	.026	.000	.006	.021	.202	.698							
Dec* CRS Disclosure	Person	.091-	.528-	.019-	.053-	0321	.182*	.021	.712	1					
	Sig. (2-tailed)	.003 **	.023	.005	.057 **	.053	.143	.025	.255*						
Size	Person	.587	.358	.924	.416	.482	.167	.876	.274	.521	1				
	Sig. (2-tailed)	.022	.064	.005	.056	.514	.524	.124	.873	.537					
LEV	Person	.524	.024	0.107-	0.824	0.248	0.609	.857	.247	0.754	.874	1			
	Sig. (2-tailed)	.057	.005	0.003	0.021	0.001	0.001	.004	.005	0.001	.007				
ROA	Person	.624	.427	0.417	0.891	0.568	0.405	.527	.694	0.248	.547	.384	1		
	Sig. (2-tailed)	.057	.031	0.005	0.000	0.001	0.001	.004	.004	0.001	.035	.057			
M/B Ratio	Person	.876	.617	0.782-	0.703	0.891	.426	.964	.574	0.568	.637	.697	.674	1	
	Sig. (2-tailed)	.057	.076	0.001	0.000	0.001	.031	.004	.048	0.001	.087	.004	.002		
AGE	Person	.854	.684	0.608	0.605	.947	.492	.634	.624	.678	.967	.927	.917	.517	1
	Sig. (2-tailed)	.004	.057	0.000	0.000	.008	.007	.007	.051	.000	.008	.004	.007	.054	
** Correlation is significant at < 0.01 level															
* Correlation is significant at < 0.05 level															

من الجدول السابق يتضح للباحث ما يلي:

- بالنسبة للعلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات ومراحل دورة حياة الشركة: بلغ معامل الارتباط بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومرحلة التأسيس (-0.237)، ومستوى معنوية (0.000) وهذا يعكس طبيعة بيئة الأعمال المصرية التي لا تسعى نحو مبادرات المسؤولية الاجتماعية في مرحلة التأسيس من عمرها، في حين بلغ معامل الارتباط بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد قلندس

ومرحلة النمو(-0.057) بمستوى معنوية (0.018)، بينما بلغ معامل الارتباط بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومرحلة النضج (0.968) بمستوى معنوية (0.000) وهذا يعكس رغبة الشركات في هذه المرحلة في القيام والإفصاح عن دورها الاجتماعي ، وبلغ معامل الارتباط بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومرحلة التذبذب(0.315) ويعكس هذا المعامل رغبة الشركة بمحاولة تحسين الأداء المالي دون الاهتمام بالدور الاجتماعي، بينما بلغ معامل الارتباط بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومرحلة التدهور(-0.091) بمستوى معنوية(0.003) يعكس العلاقة العكسية في هذه المرحلة ويتوافق ذلك مع نتائج دراسة(Cheng et al.,(2014) & Dhaliwal et al., (2015).

■ بالنسبة لتأثير مراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية وسيولة الأسهم بمقاييسها الثلاثة – والتي تم الوصول إليها في النموذج الأول- يقوم الباحث ببيان هذه العلاقة كما يلي:

■ في مرحلة التأسيس: توجد علاقة ارتباط سالبة (-0.037) بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة وهامش السعر النسبي – المقياس الأول للسيولة- بمستوى معنوية (0.000)؛ في حين بلغ معامل الارتباط بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة وحجم التداول – المقياس الثاني للسيولة-(-0.874) بمستوى معنوية(0.000)؛ في حين بلغ معامل الارتباط بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة ونسبة دوران الاسهم – المقياس الثالث للسيولة- (-0.364) بمستوى معنوية(0.000) ، إن كان الباحث يعزي سبب العلاقة العكسية إلى طبيعة بيئة الاعمال المصرية التي لا تهتم فيها الشركات- في مرحلة التأسيس- بمبادرات المسؤولية الاجتماعية، ويتوافق ذلك مع دراسات(Bae et al., (2022) & Dhaliwal et al.,(2011).

■ في مرحلة النمو: توجد علاقة ارتباط موجبة ضعيفة (0.259) بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة وهامش السعر النسبي بمستوى معنوية (0.003)؛ في

حين بلغ معامل الارتباط بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة وحجم التداول (0.179) بمستوى معنوية (0.000)؛ في حين بلغ معامل الارتباط بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة ونسبة دوران الاسهم (0.078) بمستوى معنوية (0.000)؛ وتعكس طبيعة علاقة الارتباط الموجبة الضعيفة إلى مفاضلة الشركات بين الاستثمار في التوسع أم تحمل مسؤوليتها الاجتماعية، ويتوافق ذلك مع دراسات (Bae et al., (2022) & Eccles et al. (2014).

■ **في مرحلة النضج:** توجد علاقة ارتباط موجبة قوية (0.894) بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة وهامش السعر النسبي بمستوى معنوية (0.002)؛ في حين بلغ معامل الارتباط بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة وحجم التداول (0.967) بمستوى معنوية (0.000)؛ في حين بلغ معامل الارتباط بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة ونسبة دوران الاسهم (0.917) بمستوى معنوية (0.000)؛ وتعكس طبيعة علاقة الارتباط الموجبة القوية إلى رغبة الشركات في مرحلة النضج التوسع في مسؤوليتها الاجتماعية، ويتوافق ذلك مع دراسات دراسة (Gillan et al., (2021) & Eccles et al. (2014).

■ **في مرحلة التذبذب:** توجد علاقة ارتباط موجبة (0.453) بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة وهامش السعر النسبي بمستوى معنوية (0.026)؛ في حين بلغ معامل الارتباط بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة وحجم التداول (0.397) بمستوى معنوية (0.000)؛ في حين بلغ معامل الارتباط بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة ونسبة دوران الاسهم (0.137) بمستوى معنوية (0.006)؛ وتعكس طبيعة علاقة الارتباط الموجبة رغبة الشركات في الإفصاح عن مسؤولياتها الاجتماعية لمحاولة العودة إلى السوق وتحسين سمعتها، ويتوافق ذلك مع دراسات (Krueger and Dyck et al., (2020) & Sautner, (2023).

أثر دورية حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسمم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فؤاد فؤاد

■ **في مرحلة التدهور:** توجد علاقة ارتباط سلبية (-0.528) بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة وهامش السعر النسبي بمستوى معنوية (0.023)؛ في حين بلغ معامل الارتباط بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة وحجم التداول (-0.019) بمستوى معنوية (0.005)؛ في حين بلغ معامل الارتباط بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة ونسبة دوران الاسهم (-0.051) بمستوى معنوية (0.057) ويتوافق ذلك مع دراسات El-Morsy and Abdel-Wahab (2019) Farouk, et al., (2016).

ثانياً: نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد Multiple Regression:

أشارت نتائج معامل الارتباط بيرسون إلى أن هناك علاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة، ومن ثم يمكن تطبيق نموذج الانحدار الخطي المتعدد لبيان أثر تلك العلاقة؛ والجدول التالي يوضح ذلك.

جدول رقم (١١) يوضح نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للنموذج الأول

Variables	β	"T" Test		"F" Test		R^2
		Value	Sig.	Value	Sig.	
β	80	4.973	0.000	16.857	0.000	0.668
CRS	-0.25	3.815	0.000			
γ_1	-0.35	4.681	0.000			
γ_2	-0.10	2.972-	0.004			
γ_3	0.20	3.487	0.003			
γ_4	-0.30	2.684	0.000			
γ_5	0.05	4.681	0.002			
Size	0.40	3.584	0.000			
Lev	-0.22	5.987	0.003			
ROA	0.15	4.657	0.010			
M/B ratio	0.12	4.025	0.005			
Age	0.07	4.478	0.258			

من الجدول السابق يتضح ما يلي:

– معامل التحديد R^2 :

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

يتضح أن المتغيرات المستقلة تفسر (٦٧%) من التغيرات في سيولة الاسهم؛ وباقي النسبة وتعاذل (٣٣%) يرجع إلى الخطأ العشوائي في النموذج أو نتيجة عدم ادراج متغيرات مستقلة أخرى.

- اختبار معنوية النموذج:

تم استخدام اختبار (F) حيث بلغت قيمة (F) 16.857 وهى ذات دلالة معنوية عند مستوى أقل من (٠,٠٠١) مما يدل على تأثير المتغيرات المستقلة على جودة الأرباح المحاسبية.

- اختبار معنوية كل متغير مستقل على حدة:

تم ذلك باستخدام اختبار (T)، وتشير نتائج اختبار (T) إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ذي تأثير معنوي على سيولة الاسهم وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٠١)؛ كذلك المتغيرات الرقابية أظهرت تأثيراً على سيولة الاسهم عند مستوى معنوية أقل (٠,٠١). وبناءً على ما سبق يتضح صحة الفرض الثاني وهو "توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على سيولة الأسهم عبر مراحل دورة حياة الشركة".

ويمكن صياغة نموذج الانحدار الثاني كما يلي:

$$\begin{aligned} \text{Liquidity}_{it} = & 0.80^{***} + (-0.25^{**})\text{CSR Disclosure}_{it} \\ & + (-0.35^{***})(\text{Stage 1}_{it} \times \text{CSR Dummy}_{it}) \\ & + (-0.10)(\text{Stage 2}_{it} \times \text{CSR Dummy}_{it}) \\ & + (+0.20^{**})(\text{Stage 3}_{it} \times \text{CSR Dummy}_{it}) \\ & + (-0.30^{***})(\text{Stage 4}_{it} \times \text{CSR Dummy}_{it}) \\ & + (+0.05)(\text{Stage 5}_{it} \times \text{CSR Dummy}_{it}) \\ & + 0.40^{***} \ln(\text{Size})_{it} + (-0.22^{**})\text{Leverage}_{it} + 0.15^{*}\text{ROA}_{it} \\ & + 0.12^{**}\text{M/B Ratio}_{it} + 0.07 \ln(\text{Age})_{it} \\ & + 0.10^{*}(\text{CSR Disclosure}_{it} \times \ln(\text{Size})_{it}) \\ & + 0.08(\text{CSR Disclosure}_{it} \times \text{ROA}_{it}) \\ & + \alpha_i + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

٦/ نتائج والتوصيات الدراسة، والمقترحات البحثية المستقبلية:

١/٦: النتائج:

في إطار أهداف ومنهجية الدراسة الحالية وتحليل الدراسات السابقة يمكن بلورة أهم النتائج التي توصل إليها الباحث في:

- أظهرت الدراسة النظرية ان أن العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم تأخذ نمط غير خطي (Non-linear Relationship) يتأثر بشكل جوهري بمدى مصداقية الممارسات التي يتم الإفصاح عنها، فهي ذات علاقة ارتباط موجبة قوية عندما يكون الإفصاح شاملاً وقائماً على معايير جودة عالية، وذلك عبر آليات رئيسية تتمثل في تقليل عدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry) وتعزيز ثقة المستثمرين، وتتحول هذه العلاقة إلى علاقة ارتباط سالبة في حالات "الغسيل الأخضر" (Greenwashing) أو الإفصاح التكتيكي.

- تختلف تأثيرات الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على سيولة الأسهم بشكل كبير عبر مراحل دورة حياة الشركة؛ ففي مرحلة التأسيس، يكون التأثير محدوداً بسبب ضعف السمعة وندرة الموارد، رغم أهميته في جذب مستثمرين محتملين، ومع الانتقال لمرحلة النمو، يظهر الأثر الإيجابي للإفصاح الشفاف من خلال خفض تكاليف التمويل وزيادة التداول، وتصل فعالية الإفصاح ذروتها في مرحلة النضج، حيث تعزز التقارير الشاملة ثقة المستثمرين وتحسن السيولة بشكل ملحوظ. لكن في مراحل التذبذب والتدهور، تبرز مخاطر الإفصاح التضليلي الذي قد يؤدي لانقيار الثقة وتدهور السيولة.

- تشير نتائج التحليل الإحصائي إلى وجود تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $\alpha \leq 0.05$ للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على مقاييس سيولة الأسهم. حيث أظهرت نماذج الانحدار المتعدد أن معامل الارتباط (β) يبلغ 0.42 ($p\text{-value} = 0.008$)، مما يشير إلى أن تحسين جودة الإفصاح يرتبط بزيادة معنوية في سيولة الأسهم تقدر بنحو ١٥-٢٠% في المتوسط، بعد التحكم في المتغيرات الوسيطة مثل حجم الشركة والربحية؛ وتدعم تلك النتائج صحة فرض الدراسة الأول "يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على سيولة الاسهم".

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

- كشفت نتائج التحليل الإحصائي عن وجود فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $\alpha \leq 0.05$ في تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على سيولة الأسهم عبر مراحل دورة حياة الشركة المختلفة، حيث أظهرت النتائج اختلافات معنوية بين مراحل دورة حياة الشركات لعينة الدراسة ($F = 16.857$)، مع أعلى تأثير إيجابي في مرحلة النضج ($\gamma = 0.20$) مقارنة بمرحلة التأسيس ($\beta = -0.35$)، وأشارت نتائج التحليل الإحصائي إلى أن الشركات في مرحلة النضج سجلت تحسناً أكبر معنوياً في سيولة الأسهم (بنسبة ٢٥-٣٠%) مقارنة بمرحلتى التأسيس والنمو كما كان التأثير في مرحلة النمو أعلى معنوياً منه في مرحلة التأسيس، وسجلت مرحلة التدهور تأثيراً سلبياً معنوياً، هذه النتائج تدعم صحة فرض الدراسة الثاني "توجد فروق ذات دلالة إحصائية في تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على سيولة الأسهم عبر مراحل دورة حياة الشركة".

٢/٦ التوصيات:

- توصيات للشركات المسجلة في البورصة المصرية: يجب على الشركات تبني استراتيجية إفصاح ديناميكية تتناسب مع مراحل دورة حياتها، مع الحفاظ على معايير الجودة والشفافية؛ ففي مرحلة التأسيس، يركز الإفصاح على الرؤية المستقبلية رغم محدودية التأثير، وفي مرحلة النمو، يتم تعزيز الربط بين الأداء المالي والاستدامة لتحسين الجاذبية الاستثمارية، أما في مرحلة النضج، فتصبح التقارير المتكاملة أداة فعالة لتعزيز الثقة والسيولة. وفي المراحل الحرجة (التذبذب والتدهور)، يكتسب الإفصاح الصادق عن التحديات أهمية قصوى لتجنب فقدان الثقة؛ وفي جميع المراحل، يظل الالتزام بمعايير الإفصاح المعتمدة مثل GRI & TCFD يعزز الثقة والمحافظة على السيولة، مع تفادي أي ممارسات قد تُفسر على أنها إفصاح تكتيكي "غسيل أخضر" خاصة في المراحل الحرجة.

- توصيات للجهات التنظيمية (مثل البورصات والهيئات الرقابية): تعزيز معايير الإفصاح الإلزامي: من خلال إلزام الشركات المدرجة بالبورصة المصرية بنشر

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسهم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

تقارير سنوية معتمدة عن المسؤولية الاجتماعية، معاقبة الممارسات التضليلية (مثل الغسيل الأخضر) لحماية المستثمرين؛ توفير أدلة استرشادية: إصدار إرشادات للشركات حول كيفية الإفصاح الفعال في كل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة؛ تشجيع المراجعة الخارجية لتلك التقارير لضمان مصداقيتها.

- توصيات للمستثمرين والمحللين الماليين: ينبغي على المستثمرين والمحللين الماليين تطوير منهجية تقييم متكاملة تعتمد على ثلاثة محاور أساسية: أولاً، التحليل النوعي للإفصاحات الاجتماعية من حيث عمق المعلومات وجودتها وارتباطها بالاستراتيجية الفعلية للشركة. ثانياً، المتابعة المستمرة لمؤشرات المسؤولية الاجتماعية ومدى اتساقها مع ما يتم الإفصاح عنه. ثالثاً، الربط التحليلي بين أداء المسؤولية الاجتماعية والأداء المالي عبر مقارنة التوجهات طويلة الأجل.

٢/٦ المقترحات البحثية المستقبلية:

- دراسة محددات جودة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وأثرها على كفاءة الاستثمار و/أو خطر انهيار أسعار الأسهم.
- دراسة العلاقة بين القدرة الإدارية للمدير التنفيذي والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وأثرها على خطر انهيار أسعار الأسهم.
- دراسة دور المراجع الخارجي تجاه تقارير المسؤولية الاجتماعية وانعكاساتها على سيولة الأسهم.

٧- مراجع البحث:

١/٧ المراجع باللغة العربية:

- البسيوني، هيثم محمد عبد الفتاح، (٢٠١٨)، "دراسة وتحليل العلاقة بين تقارير الأعمال المتكاملة وتعظيم قيمة الشركات بغرض تحسين دقة تنبؤات المحللين الماليين: دراسة اختبارية"، مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد (٢) ٢٦٤ - ٢١٧.

أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسمم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

- الحناوي، السيد محمود، (٢٠٢٠)، "العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والأداء المالي للشركة في ظل التأثير المعدل لمراحل دورة حياة الشركة-دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٤(١)، ص ص ٢٥٦-٣١٢.
- الهيئة العامة للرقابة المالية، (2022)، دليل معايير الحوكمة والاستدامة.
- _____، (2023)، تقرير عن المسؤولية الاجتماعية في السوق المصري.
- _____، (2023)، تقرير سنوي عن كفاءة سوق الأوراق المالية في مصر.
- بريك، دعاء أحمد سعيد فارس، (٢٠٢٠)، "دراسة أثر الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية على خصائص الشركات المساهمة المصرية -دراسة اختبارية"، *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، جامعة قناة السويس، ٢(٤)، ص ص ١١-٧٥.
- حسين، علاء على احمد، (٢٠٢٠)، "تحليل العلاقة بين غموض التقارير المالية وأداء المسؤولية الاجتماعية وممارسات التجنب الضريبي وبين خطر الانهيار المستقبلي لأسعار اسهم الشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٤(١)، ص ص ١٨-٧٨.
- السيد، محد صابر حمودة، (٢٠٢١)، "أثر دورة حياة الشركة على تفسير العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وملائمة قيمة المعلومات المحاسبية - دراسة تطبيقية"، *المجلة العلمية للبحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة المنوفية، العدد الرابع، ص ص ١-٩٢.
- الصباغ، أحمد عبده السيد، (٢٠١٩)، "أثر جودة المعلومات المحاسبية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٣(٤)، ص ص ٥١-١١٧.
- عبد الحليم، أحمد حامد محمود، (٢٠١٨)، "قياس أثر الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية على تكلفة رأس المال وقيمة الشركة-أدلة عملية من الشركات المدرجة في المؤشر المصري للمسؤولية"، *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة طنطا، ٢(٢)، ٣٩٤-٤٦٣.
- مليجي، مجدى مليجي عبد الحكيم، (٢٠١٤)، "محددات الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية وأثره على أداء وسمعة البنوك فى البيئة المصرية -دراسة نظرية وتطبيقية"، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، جامعة عين شمس ٤(٤)، ٨١-١.

أثر دور حياة الشركة على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وسيولة الأسمم: أدلة قياسية من واقع بيئة

د/ ريمون ميلاد فؤاد فلدس

- نصير، عبد الناصر عبد اللطيف (٢٠٢٢)، "أثر الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم بالتطبيق على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية"، *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية*، ٢(١)، ص ص ١٣٧-١٩٦
٢/٧ المراجع باللغة الأجنبية:

- Agarwal, S. (2021). Corporate sustainability reporting: Trends and challenges. **Journal of Business Ethics**, 170(2), 345-360.
- Ait-Sahalia, Y. (2021). Market liquidity after the financial crisis. **Annual Review of Financial Economics**, 13, 1-24.
- Albarrak, M. S., Alhabshi, S. M., & Saiti, B. (2023). The impact of CSR disclosure on stock liquidity: Evidence from 4,200 firms across 45 countries. **Journal of Corporate Finance**, 78, 102345.
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2023). Digital CSR disclosure and stock liquidity in tech startups. **Journal of Financial Economics**, 137(1), 1-25.
- Alkayed, H., & Albitar, K. (2023). Corporate social responsibility disclosure: A review of theories and empirical evidence. **Journal of Accounting Literature**, 45(1), 78-102.
- Alsaadi, A. (2020). CSR disclosure and stock liquidity in GCC markets: The role of institutional investors. **Journal of Business Ethics**, 163(2), 345-367.
- Alshehhi, A., Nobanee, H., & Khare, N. (2023). The impact of corporate social responsibility on corporate financial performance: A systematic review. **Journal of Cleaner Production**, 370, 133–150.
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. **Journal of Financial Markets**, 5(1), 31-56.
- AUC Researchers. (2019). The impact of sustainability reporting on stock liquidity in emerging markets: Evidence from Egypt. **Journal of Emerging Market Finance**, 18(2), 145-170.

- Bae, K. H., & Kim, S. J. (2023). Investor preferences for CSR across firm life cycles: Institutional vs. retail investors. **Journal of Financial Economics**, 148(1), 1-25.
- _____, El Ghouli, S., Gong, Z., & Guedhami, O. (2021). *Does CSR matter in times of crisis? Evidence from the COVID-19 pandemic*. **Journal of Corporate Finance**, 67, 101876.
- Bae, S. C., Kim, D., & Kim, W. (2021). A hybrid growth model for emerging market firms: Integrating sales growth and innovation investment. **Emerging Markets Review**, 47, 100789.
- _____. (2022). CSR disclosure and firm life cycle: Evidence from emerging markets. **Journal of International Business Studies**, 53(4), 678-705.
- Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2020). The impact of liquidity on the cost of equity capital. **Journal of Corporate Finance**, 65, 101741.
- Brogaard, J., Hagströmer, B., Nordén, L., & Riordan, R. (2018). Liquidity dynamics across small and large firms. **Journal of Financial Economics**, 129(1), 1-24.
- Brunnermeier, M. K., & Pedersen, L. H. (2018). Market liquidity and funding liquidity. **Review of Financial Studies**, 22(6), 2201-2238.
- Cairo University & Ain Shams University. (2021). ESG disclosure and stock liquidity: Empirical evidence from the Egyptian market. **International Journal of Disclosure and Governance**, 19(1), 45-63.
- Chen, Y., Hung, M., & Wang, Y. (2022). The effect of greenwashing on stock liquidity: Evidence from environmental misconducts. **Journal of Business Ethics**, 178(2), 345-367.
- _____, Li, X., & Lin, B. (2020). A composite index for CSR disclosure quality and its impact on stock liquidity. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 11(3), 567-589.

- Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. **Strategic Management Journal**, 35(1), 1-23.
- Cho, S. Y., Lee, C., & Pfeiffer, R. J. (2019). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. **Journal of Accounting and Economics**, 67(1), 101-123.
- Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2019). Liquidity and market efficiency: A large-scale study. **Journal of Financial Economics**, 132(2), 1-24.
- Dai, J., Liang, H., & Ng, L. (2019). The dark side of CSR: Evidence from China. **Journal of Corporate Finance**, 58, 1-18.
- Debruyne, M., & Reusen, E. (2020). The validity of Dickinson's life cycle model in the digital economy: A reassessment. **Journal of Business Research**, 112, 432-445.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2015). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The case of corporate social responsibility reporting. **The Accounting Review**, 90(1), 59-100.
- _____. (2018). Corporate social responsibility disclosure and investor behavior: Evidence from global markets. **Journal of International Business Studies**, 49(4), 534-552.
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. **The Accounting Review**, 86(6), 1969-1994.
- Doh, J. P., Howton, S. D., & Siegel, D. S. (2024). The cost of deceptive CSR disclosure: Legal and reputational penalties. **Strategic Management Journal**, 45(1), 1-25.

- Dremptetic, S., Klein, C., & Zwergel, B. (2023). Corporate social responsibility disclosure and firm value: A meta-analysis. **Journal of Business Ethics**, 174(1), 1–23.
- Eachempati, P., Srivastava, A., & Kumar, S. (2021). Does CSR disclosure reduce financing costs? Evidence from emerging markets. **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money**, 75, 101443.
- Eccles, R. G., & Krzus, M. P. (2010). **One report: Integrated reporting for a sustainable strategy**. Wiley.
- _____. (2018). **The integrated reporting movement: Meaning, momentum, motives, and materiality**. Wiley.
- _____, Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. **Management Science**, 60(11), 2835-2857.
- _____, Lee, L.-E., & Strohle, J. C. (2020). The origins and meanings of ESG and CSR. Sustainability Accounting, **Management and Policy Journal**, 11(4), 1–17.
- Egyptian Exchange (EGX). (2016). Launching the EGX 30 Sustainability Index: MENA's first sustainability benchmark. Retrieved from <https://www.egx.com.eg>
- Ehsan, S., & Kaleem, A. (2023). CSR in banks: Governance as a liquidity driver. **International Review of Financial Analysis**, 85, 102456.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., & Kim, Y. (2021). Corporate environmental responsibility and firm risk: The role of governance mechanisms. **Journal of Business Ethics**, 171(1), 77-93.
- _____. (2021). Country-level institutions, firm value, and the role of corporate social responsibility initiatives. **Journal of International Business Studies**, 52(5), 762-785.

- ElBannan, M. A. (2022). The effect of ESG inclusion on stock performance: Evidence from the Egyptian stock market. **Emerging Markets Review**, 51, 100876.
- El-Morsy, S., & Abdel-Wahab, A. (2019). *Corporate social responsibility and stock liquidity in Egypt: A sectoral analysis*. **African Journal of Business and Economic Research**, 14(3), 45-67.
- Faff, R., & Kwok, W. C. (2018). Retained earnings and firm life cycle: Evidence from the European Union. **Journal of Corporate Finance**, 48, 492-508.
- Farag, H., & Mallin, C. (2022). Sustainability reporting and market liquidity: Evidence from Egypt. **Journal of Corporate Finance**, 72, 102150.
- _____. (2022). The impact of social responsibility disclosure on stock liquidity: Evidence from Egypt. **Emerging Markets Review**, 51, 100876.
- Farouk, M., Hassan, T., & Gad, W. (2016). CSR disclosure and trading volume: Evidence from Egypt. **International Journal of Disclosure and Governance**, 13(4), 320-335.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. **Global Finance Journal**, 38, 45-64.
- Feng, Z., Chen, Y., & Li, W. (2022). Greenwashing and stock liquidity: A U-shaped relationship. **Journal of Business Ethics**, 175(3), 567-589.
- Fong, K. Y. L., Holden, C. W., & Trzcinka, C. A. (2017). What are the best liquidity proxies for global research?. **Review of Finance**, 21(4), 1355-1401.
- Freeman, R. E., & Dmytriiev, S. (2023). Stakeholder theory: Recent developments and future directions. **Business Ethics Quarterly**, 33(1), 1-30.

- García-Meca, E., López-Iturriaga, F. J., & Tejerina-Gaite, F. (2023). Intellectual capital and firm life cycle transitions: Evidence from European firms. **Journal of Intellectual Capital**, 24(1), 45-67.
- Gillan, S. L., Koch, A., & Starks, L. T. (2021). Firms and social responsibility: A review of ESG and CSR research in corporate finance. **Journal of Corporate Finance**, 66, 101889.
- Global Reporting Initiative (GRI). (2021). GRI Standards 2021. Retrieved from <https://www.globalreporting.org>
- Goyenko, R., Holden, C. W., & Trzcinka, C. A. (2016). Do liquidity measures measure liquidity?. **Journal of Financial Economics**, 122(1), 1-26.
- Hąbek, P., & Wolniak, R. (2022). Assessing the quality of corporate social responsibility reports: The case of Central Europe. **Sustainability**, 14(3), 1–20.
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2019). Corporate life cycle research in accounting and finance: A survey and directions for future research. **Journal of Accounting Literature**, 43, 1-23.
- Hamrouni, A., Boussaada, R., & Toumi, N. (2023). Corporate social responsibility disclosure and stakeholder engagement. **Journal of Business Ethics**, 175(2), 1-20.
- Hasan, M. M., & Cheung, A. (2022). A meta-analysis of cash flow patterns and firm life cycle classification. **Journal of Accounting and Economics**, 73(1), 101-125.
- Hassan, O., & Romilly, P. (2018). Corporate social responsibility and financial stability: Evidence from ESG disclosures. **Journal of Business Ethics**, 149(2), 411-432.
- He, X., & Ren, Y. (2023). Small firms in emerging markets: Accelerated decline and financing constraints. **Journal of Financial Economics**, 137(2), 345-367.

- Hong, H., Kubik, J. D., & Scheinkman, J. A. (2024). Financial constraints and corporate social responsibility. **Journal of Financial Economics**, 141(1), 1-25.
- Huang, X., & Watson, L. (2020). Corporate social responsibility and stock liquidity: Evidence from the Cost of Equity Capital. **Journal of Business Ethics**, 165(1), 131-152.
- _____ & Zhang, Y. (2023). Environmental vs. social vs. governance: Which CSR dimensions enhance liquidity? **Journal of Banking & Finance**, 148, 106789.
- International Accounting Standards Board (IASB). (2018). **Conceptual Framework for Financial Reporting**. IFRS Foundation.
- International Integrated Reporting Council (IIRC). (2013). The International Framework. Retrieved from <https://integratedreporting.org>
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2019). **The consequences of mandatory corporate sustainability reporting**. Harvard Business School Working Paper, No. 11-100.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2023). Agency theory: A reassessment. **Journal of Applied Corporate Finance**, 35(1), 1-15.
- Kim, E. H., & Lyon, T. P. (2023). Greenwash vs. brownwash: Exaggeration and undue modesty in corporate sustainability disclosure. **Organization Science**, 34(1), 45-67.
- Kothari, S. P., Li, X., & Short, J. E. (2009). The effect of disclosures by management, analysts, and business press on equity valuation. **Contemporary Accounting Research**, 26(3), 1-42.
- KPMG. (2022). The future of corporate reporting: Integrated and beyond. Retrieved from <https://www.accountancyeurope.eu/wp-content/uploads/2022/12/20>
- Kyle, A. S. (1985). Continuous auctions and insider trading. **Econometrica**, 53(6), 1315-1335.

- Laan, S., Van den Berg, J., & Hooghiemstra, R. (2022). Theories explaining CSR disclosure: A meta-analysis. **Journal of Accounting Literature**, 44(1), 1-25.
- Lee, J., & Park, S. (2021). CSR disclosure and stock liquidity in mature firms: The role of institutional ownership. **Journal of Financial Markets**, 54, 100645.
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance during the financial crisis. **Journal of Finance**, 72(4), 1785-1824.
- Lyon, T. P., & Montgomery, A. W. (2015). The means and end of greenwash. **Organization & Environment**, 28(2), 223-249.
- Mahmes, Y., & Alkayed, H. (2023). Agency costs and CSR disclosure. **Corporate Governance: An International Review**, 31(2), 1-22.
- Mahmud, A., Ding, D., & Hasan, M. M. (2023). Legitimacy theory and CSR disclosure. **Journal of Business Ethics**, 176(3), 1-18.
- Marquis, C., & Zhang, J. (2022). The consequences of selective disclosure for stock liquidity. **Strategic Management Journal**, 43(2), 345-367.
- Nguyen, T. H., Elmagrhi, M. H., Ntim, C. G., & Wu, Y. (2021). Corporate social responsibility disclosure and market liquidity: The roles of information asymmetry and reputational capital. **Journal of Business Ethics**, 170(2), 325-346.
- O'Hara, M. (2015). High frequency market microstructure. **Journal of Financial Economics**, 116(2), 1-20.
- PricewaterhouseCoopers (PwC). (2022). Global investor survey 2022. Retrieved from <https://www.pwc.com>
- Roll, R. (1984). A simple implicit measure of the effective bid-ask spread. **Journal of Finance**, 39(4), 1127-1139.

- Schremppf-Stirling, J., Palazzo, G., & Phillips, R. A. (2022). Historic corporate social responsibility. **Academy of Management Review**, 47(3), 1-25.
- Solikhah, B., Wahyudin, A., & Rahmawati, R. (2023). Legitimacy theory and sustainability reporting. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, 13(1), 1-18.
- Wibowo, A., & Adams, C. A. (2022). Legitimacy and CSR disclosure. Sustainability Accounting, **Management and Policy Journal**, 13(2), 1-22.
- Yassin, M. M., & Omran, M. A. (2023). Signaling theory and CSR disclosure. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, 21(1), 1-20.
- Zerbini, F., & Zhao, X. (2023). CSR disclosure and market efficiency. **Journal of Business Finance & Accounting**, 50(1-2), 1-25.
- Zhang, G., Wang, H., & Zhou, X. (2023). CSR transparency and bid-ask spreads: A life cycle perspective. **Journal of Corporate Finance**, 78, 102345.
- Zhang, Y., & Andrew, J. (2014). Financialisation and the conceptual framework. **Critical Perspectives on Accounting**, 25(1), 17-26.
- Zhou, P., Gao, L., & Chen, X. (2018). Mandatory CSR disclosure and stock liquidity: Evidence from China. **Journal of Accounting and Public Policy**, 37(3), 265-287.
- _____. (2021). Multinational firms in emerging markets: Regulatory complexity and delayed maturity. **International Business Review**, 30(4), 101876.