

أداء استدامة الشركات و دورها في التأثير على الاحتفاظ بالنقدية شريف محمد عبدالحميد

دراسة تحليلية لأبعاد أداء استدامة الشركات ودورها في التأثير على مستوى الاحتفاظ بالنقدية

Analytical study for the dimensions of corporate sustainability performance and its role in influencing the level of cash holdings

إعداد:

شريف محمد محمود عبدالحميد

Sherif Mohamed Mahmoud Abdelhameed

المدرس المساعد بقسم المحاسبة - كلية التجارة - جامعة القاهرة

إشراف:

أ.د. أحمد محمد أبو طالب

أستاذ المحاسبة المالية

كلية التجارة - جامعة القاهرة

بحث بعنوان

دراسة تحليلية لأبعاد أداء استدامة الشركات ودورها في التأثير على مستوى الاحتفاظ بالنقدية^١

أ.د. أحمد محمد أبو طالب
أستاذ المحاسبة المالية
كلية التجارة - جامعة القاهرة

شريف محمد محمود عبدالحميد
مدرس مساعد
كلية التجارة - جامعة القاهرة

المستخلص:

استهدف البحث تحليل أبعاد أداء الاستدامة في الشركات، ومحاولة تحليل العلاقة بين أبعاد استدامة الشركات والقرارات المالية الهامة في الشركات، وبصفة خاصة قرارات الاحتفاظ بالنقدية. وتم الاعتماد على التحليل النظري لمفهوم استدامة الشركات وتوصيف أبعادها المختلفة، وكذلك مفهوم وأهمية الاحتفاظ بالنقدية، وأهم الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين أبعاد أداء استدامة الشركات ومستوى قيمة الاحتفاظ بالنقدية. وتم التوصل لوجود أبعاد متداخلة لأداء استدامة الشركات وهي: (البعد الاقتصادي- البعد البيئي- البعد الاجتماعي- البعد الأخلاقي- البعد الحوكمي). كما تم التوصل من خلال عرض نتائج الدراسات السابقة لوجود علاقة بين أبعاد أداء الاستدامة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، إلا أن النتائج متضاربة. فنجد بعض الدراسات تؤيد وجود علاقة موجبة بين أبعاد أداء الاستدامة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، بينما توصلت دراسات أخرى لعلاقة سلبية بينهما. مما يؤكد على ضرورة البحث عن عوامل ومسببات أخرى، قد يكون من ضمنها مستوى الفرص الاستثمارية بالشركة، ومدى قدرة الشركة على جذب التمويل الخارجي بتكلفة مناسبة غير مرتفعة، وانعكاس النقدية المحتفظ بها على قيمة المنشأة.

^١ هذا البحث مُستخرج من مقترح رسالة دكتوراة بعنوان " قياس أثر الأداء المستدام على الاحتفاظ بالموارد النقدية بهدف تحقيق الكفاءة الاستثمارية في الشركات المسجلة بالبورصة المصرية "، إعداد الباحث: شريف محمد محمود عبد الحميد، إشراف: أ.د. أحمد محمد أبو طالب، كلية التجارة - جامعة القاهرة.

كلمات الفهرسة: أداء استدامة الشركات Corporate Sustainability Performance، الاحتفاظ بالنقدية Cash Holdings، المستوى الأمثل للنقدية Optimal Cash Holdings.

مقدمة:

اكتسبت استدامة الأعمال Business Sustainability اهتماماً بالغاً خاصة في أعقاب الأزمة العالمية (٢٠٠٧-٢٠٠٩) لكونها وسيلة لضمان الاستمرارية طويلة الأجل للشركات، وارتباطها بمصالح العديد من الأطراف ذات العلاقة. وتعرف اللجنة العالمية لشئون البيئة والتنمية (WCED (1987) الاستدامة بأنها " التنمية التي تلبي احتياجات الحاضر دون المساس بقدرة الأجيال القادمة على تلبية احتياجاتهم". وهو تعريف عام يشتمل على رؤية شاملة إلا أنه لم يتضمن الأبعاد المختلفة التي ينبغي الاهتمام بها لتحقيق ذلك أو الكيفية اللازمة لضمان هذه الاستدامة. بينما عرفت المبادرة العالمية لإعداد التقارير GRI (2013) الاستدامة بأنها " الأنشطة التي تساعد المنشآت على تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية والبيئية لكافة أصحاب المصالح في ظل نظام حوكمة الشركات لضبط وتقييم الأداء". يشير هذا التعريف إلى الأبعاد الثلاثة المتعارف عليها لأداء الاستدامة ويفترض أن الحوكمة نظام تعمل المنشأة في ظله لتحسين هذه الأبعاد وتمييزها، لضمان عدم الانحراف عن الهدف الأساس وهو حماية حقوق وتحقيق مصلحة كافة أصحاب المصالح. كما يؤكد (Vermeulen and Witjes (2016) على ذلك بأن استدامة الشركات هي " تطبيق الاستراتيجيات بواسطة الشركة لتحقيق التنمية المستدامة طويلة الأجل التي تركز على الأبعاد الثلاثة 3p's (الإنسان People، البيئة Planet، الربح Profit).

وقد تطورت استدامة الأعمال من مجرد التركيز على تحسين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي ESG إلى مبادرات تساهم في نمو الإيراد وتدعم تحقيق أداء مالي مستدام عالي الجودة بشكل متواصل. ليس لذلك الحد فقط، بل إن المبادرة العالمية لإعداد التقارير GRI (2013) في إصدارها الرابع G4 حثت الشركات على إصدار تقارير متكاملة حول استدامة الأعمال تفصح فيها عن خمسة أبعاد للأداء المستدام للشركات وهي: الأداء الاقتصادي، الحوكمي، الاجتماعي، الأخلاقي، والبيئي (EGSEE). بناءً على هذا، يمكن القول أن استدامة الأعمال تركز على الأنشطة التي تزيد أداء الاستدامة المالي

(الاقتصادي)، وأداء الاستدامة غير المالي (البيئي والاجتماعي والحوكمي ESG) من خلال تعزيز فعالية حوكمة الشركات وفرص النمو، وتدنية الأضرار البيئية والاجتماعية، وفوق كل ذلك، استمرار النجاح في توليد قيمة لأصحاب المصالح على المدى البعيد (Rezaee 2016).

هذا، وقد تزايدت توجهات الشركات على مستوى العالم نحو الاحتفاظ بالمزيد من الأرصدة النقدية وما في حكمها Cash Holdings خلال العقدين الماضيين. فقد ورد في التقرير الصادر عن (2014) Deloitte أن أكبر ١٠٠٠ شركة في العالم تحتفظ بأرصدة نقدية تقدر بـ ٢.٨ تريليون دولار. ووفقاً لتقرير (2014) Forbes، بلغ إجمالي الموجودات النقدية في جميع الشركات الأمريكية ٥ تريليون دولار. وزادت الأرصدة النقدية في الشركات الأمريكية خلال الفترة من عام ١٩٩٠ حتى عام ٢٠٠٠ لتمثل ١٣% من إجمالي الأصول، بما يعادل ١٠% من الناتج المحلي الأمريكي (Dittmar and Mahrt-Smith 2007). وفي نفس السياق، ذكر (Chen et al. 2012) أن نسبة الموجودات النقدية لإجمالي الأصول في الشركات الصينية بلغت ٢٠%. وقد نال هذا النمو المتزايد في الاحتفاظ بالموارد النقدية اهتماماً بالغاً من الباحثين للبحث حول محددات ودوافع الشركات للاحتفاظ بالنقدية، وانعكاسات ذلك على أصحاب المصالح (Amess et al. 2015).

تناولت الدراسات المعاصرة العديد من الدوافع التي تحث الشركات على الاحتفاظ بالموجودات النقدية، منها دوافع وقائية (Bates et al. Precautionary Motives 2009; Opler et al. 1999) ودوافع الوكالة (Dittmar and Mahrt-Smith 2007; Harford et al. 2008)، ودوافع ناشئة عن توافر قيود مالية في أسواق رأس المال (Denis and Sibilkov 2010)، ودوافع ضريبية (Foley et al. 2007).

طبيعة المشكلة:

إجمالاً، يتضح أن أداء استدامة الأعمال يتكون من خمسة أبعاد ينبغي وضعها في الحسبان كوحدة متكاملة عند قياس أداء استدامة الأعمال، وهي (البعد الاقتصادي، الاجتماعي، البيئي، الحوكمي، والأخلاقي). فإذا كانت الشركة متفوقة في مؤشرات الأداء الاقتصادي، ينبغي أيضاً النظر لباقي الأبعاد لتقييم الأداء الشامل لاستدامة الشركة. كما أن الاهتمام بقياس أداء الاستدامة الأخلاقية يعتبر أمر هام في تقييم استدامة الشركات. فحتى لو كانت المؤشرات المالية تشير لازدهار الشركة ونموها، إلا أن هذا قد يكون انعكاساً

لممارسات وتصرفات غير أخلاقية مثل إدارة الأرباح أو التجنب الضريبي. الأمر الذي قد يهدد استدامة الشركة كما حدث في حالة شركة إنرون. لذا، ينبغي وضع البعد الأخلاقي في الاعتبار عند قياس أداء الاستدامة. كما أن الاحتفاظ بالنقدية قد تحركه دوافع وقائية نابعة من وجود قيود مالية تتمثل في ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي أو ضعف التدفقات النقدية أو وجود فرص استثمارية ينبغي الاستعداد لاقتناصها. إلا أنه على الجانب المعاكس، قد يكون الدافع وراء الاحتفاظ بالمزيد من النقدية نابعاً من مشاكل الوكالة التي تعكس انتهازية المديرين في استغلال الفوائض النقدية عن الحد الأمثل لها في تحقيق منافع خاصة.

وبناءً عليه، تتمحور مشكلة البحث في وجود جدل كبير في أدبيات المحاسبة والتمويل حول العلاقة التأثيرية بين أبعاد أداء استدامة الشركات وقرارات الشركات بشأن الاحتفاظ بمستوى معين من النقدية. ويمكن بلورة **مشكلة البحث** في التساؤلات التالية:

١- كيف يمكن قياس أداء استدامة الشركات ليعبر بدقة عن القدرة الحقيقية للشركة على الاستدامة؟

٢- ما هي محددات الاحتفاظ بالنقدية وكيف يمكن التحكم في هذه المحددات؟

٣- هل يؤثر مستوى أداء الاستدامة على توجه الشركات نحو الاحتفاظ بالنقدية؟

٤- هل يعتبر أداء الاستدامة أحد محددات الاحتفاظ بالنقدية؟

هدف البحث:

يتمثل هدف البحث في دراسة أبعاد أداء الاستدامة وتحليل مفهوم الاحتفاظ بالنقدية. واستكشاف العلاقة بين أبعاد أداء الاستدامة ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، وذلك من خلال استقراء وتحليل الدراسات السابقة ذات العلاقة وتحليل نتائجها.

خطة البحث:

لتحقيق هدف البحث، تم تقسيم البحث إلى النقاط التالية:

١. مفهوم وأبعاد أداء الاستدامة. ٢. مفهوم وأهمية ومحددات الاحتفاظ بالنقدية.
٣. دراسات سابقة. ٤. النتائج.

١. مفهوم وأبعاد أداء الاستدامة.

بالنسبة لمفهوم الاستدامة، يعرف الاتحاد الدولي للمحاسبين (IFAC 2006) استدامة الشركات بأنها " قدرة المنشأة الاقتصادية على تحقيق قيمة مضافة والاستمرار في العمل ككيان اقتصادي". ويركز هذا التعريف على استمرارية المنشأة في العمل في بيئة

الأعمال دون توضيح أبعاد وممارسات تفصيلية، ودون التركيز على دور المنشأة في تعزيز القيم الاجتماعية والاستدامة البيئية.".

ويضيف (Blocher et al. (2013)، مزيداً من التفاصيل حول مفهوم الاستدامة حيث يصف الاستدامة بأنها " الموازنة بين الأهداف قصيرة الأجل وطويلة الأجل، من خلال قياس الأداء الاقتصادي بالموشرات المالية التقليدية، والأداء الاجتماعي بتحقيق سلامة وأمان العاملين، والأداء البيئي بتأثير أنشطة المنشأة على البيئة.".

ووصفتها المبادرة العالمية لإعداد التقارير (GRI (2013) بأنها " الأنشطة التي تمكن منشآت الأعمال من تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية والبيئية لجميع أصحاب المصالح، في ظل نظام جيد لحوكمة الشركات لضبط العمل ومراقبة الأداء." ويركز هذا التعريف على أبعاد الاستدامة مع إلقاء الضوء على الدور الحيوي لحوكمة الشركات بهدف ضبط العمل ومتابعة تحقيق الشركات لأهداف ومصالح جميع الأطراف ذات العلاقة.".

ويرى البعض أن اهتمام الشركات بأبعاد المسؤولية الاجتماعية يحقق لها أداء مستدام قوي وميزة تنافسية مستدامة مقارنة بمثيلاتها. فوفقاً لنظرية الموارد، عندما تركز الشركة على العاملين تتجذب إليها العمالة الماهرة. ويؤدي تعزيز الجوانب المرتبطة بجودة المنتج التي يتطلع إليها العميل إلى زيادة درجة ولائهم وتقييمهم للمنشأة. كما أن تحسين أداء المنشأة المرتبطة بالجوانب المجتمعية والبيئية يُحسن صورة وسمعة المنشأة في مجتمع الأعمال. وينعكس ذلك كله على توليد مجموعة من الأصول غير الملموسة التي تتفرد بها المنشأة تعظم من قيمة المنشأة وتعطي لها ميزة تنافسية مستدامة في الأجل الطويل (خالد سعيد ٢٠١٨، 2008; Hull and Ruthenberg).

تعليقاً على التعريفات السابقة، يمكن استخلاص الملاحظات التالية:

- تتضمن المسؤولية الاجتماعية والاستدامة عدة مجالات أخرى بخلاف التركيز على النواحي الاقتصادية مثل: الجوانب القانونية، العمل الخيري، الحفاظ على البيئة، احترام حقوق العاملين، والعمل بشكل أخلاقي.
- من التعريفات السابقة، يتضح أن الاستدامة تركز بشكل أكبر على المدى الزمني الطويل، وعلى إدراج البعد الحوكمي لأهميته في حماية مصالح كافة الأطراف ذات العلاقة.
- تتفق المسؤولية الاجتماعية مع الاستدامة في المدخل ثلاثي الأبعاد (الاقتصادي- الاجتماعي- البيئي).

- يلاحظ عدم وجود اتفاق أو مفهوم موحد ملزم لكل من المسؤولية الاجتماعية أو الاستدامة.
 - يمكن اعتبار المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيلة لتحقيق التنمية المستدامة على المدى البعيد، فالنجاح في إحداها يحقق القيمة المشتركة لكافة أصحاب المصالح.
 - يتفق مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات مع مفهوم الاستدامة على ضرورة مراعاة الشركات للبعد الأخلاقي، إلا أن التعريفات لم تُلق الضوء على الممارسات المحاسبية غير الأخلاقية مثل: إدارة الأرباح Earnings Management والتجنب الضريبي Tax Avoidance.
 - في دراسة أجراها (KPMG (2013)، كان معظم الذين شملتهم الدراسة يفضلون استخدام مصطلح الاستدامة بنسبة ٤٣%، مقارنة بنسبة ٢٥% ممن يفضلون مصطلح المسؤولية الاجتماعية.
 - يمكن القول أن المسؤولية الاجتماعية أداة لتحقيق الأداء المستدام، وأن استدامة الشركات هي فكر متطور ينطوي على أبعاد أكثر عمقاً وشمولاً.
- عند الحديث عن أهمية الاستدامة، يمكن القول أن الاهتمام بكافة أبعاد الاستدامة وإنفاق الوقت والمال والجهد لتدعيمها وتعظيمها لا يعدُّ خسارة بالنسبة للمنشأة كما يعتبر البعض خطأً، وذلك لأن هذا سيعود على المنشأة في النهاية بعوائد اقتصادية مستمرة ومتزايدة على الأجل البعيد، ويخلق ميزة تنافسية للمنشأة في مجتمع الأعمال، بينما ستعرض المنشآت التي لا تهتم بالأبعاد المتكاملة للاستدامة لخسائر مستقبلية وقد تنتهي بالاختفاء من مجتمع الأعمال تماماً. فيمكن القول أن الإنفاق على الاستدامة ما هو إلا استثمار في المجتمع لتحقيق عوائد اقتصادية في المستقبل.**
- أما عن **أبعاد الاستدامة**، فقد ارتكز مفهوم التنمية المستدامة في بادئ الأمر على ثلاث ركائز أساسية كونت في مجملها أبعاد التنمية المستدامة وهي: **البعد البيئي**، والذي يفرض على المنشأة ضرورة الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بالبيئة ومحاولة ابتكار حلول لضمان المحافظة عليها وتجديدها، وتقليل المخلفات والآثار السلبية لأقل حد ممكن استيعابه في البيئة المحيطة. و**البعد الاجتماعي**، والذي يفرض على المنشأة ضرورة تحقيق العدالة الإنسانية والاجتماعية في علاقاتها المختلفة مع العاملين والعملاء والموردين وتحقيق منفعة وقيمة مضافة لجميع الأطراف. و**البعد الاقتصادي**، والذي كان في الماضي هو الهدف الرئيس ومحور اهتمام منشآت الأعمال من خلال تعظيم العوائد الاقتصادية وتعظيم ثروة

الملاك بغض النظر عن الأبعاد الأخرى للاستدامة، إلا أن المفهوم الشامل للاستدامة فرض على المنشآت تحقيق التوازن والتكامل بين هذه الأبعاد الثلاثة لتقييم القدرة الحقيقية للمنشأة على البقاء على الأجل الطويل (Sebhatu 2007).

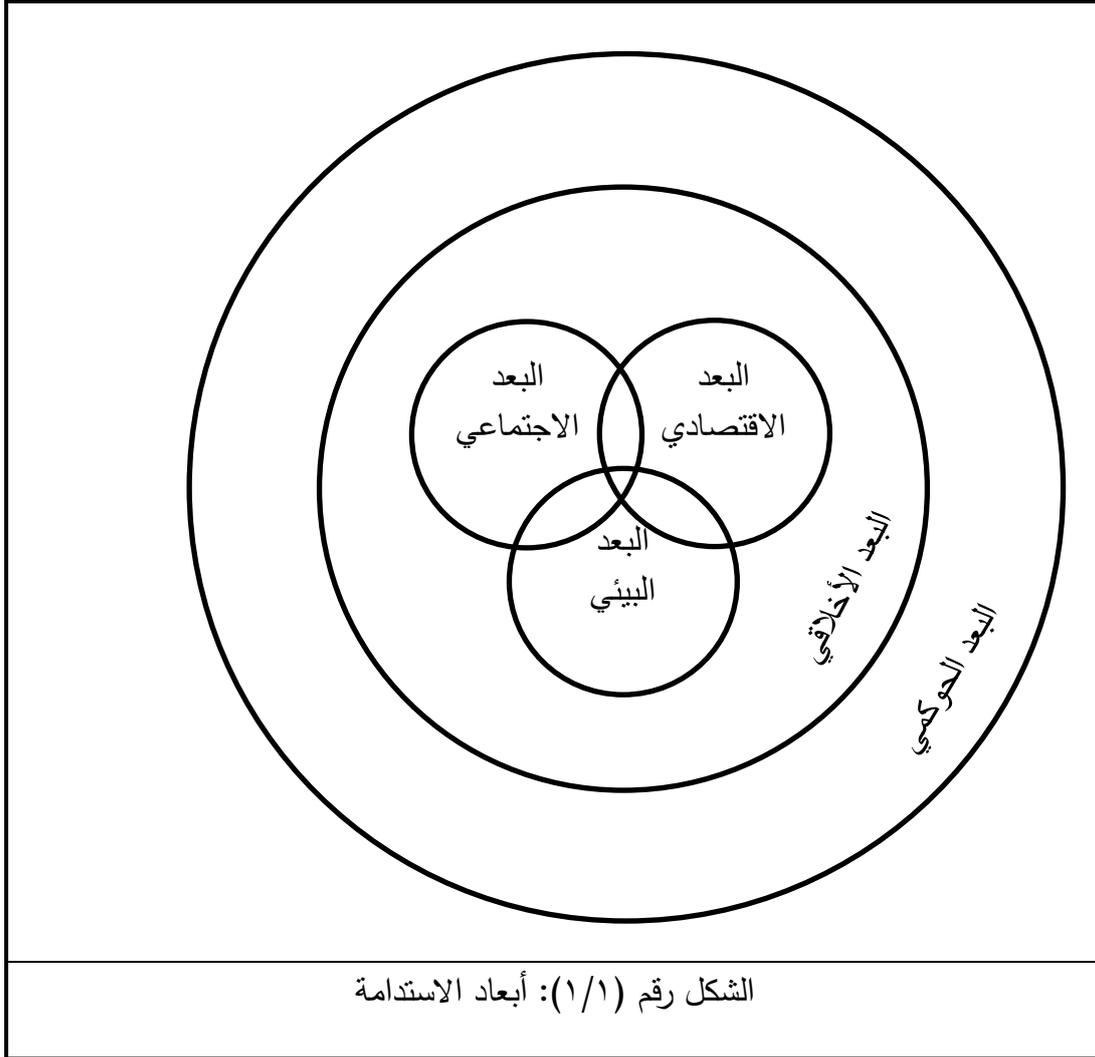
على الرغم من أن الأداء الاقتصادي والبيئي والاجتماعي، (أو ما يسمى بالمدخل ثلاثي الأبعاد للاستدامة Triple Bottom Line)، هي المكونات الأساسية التي بنيت عليها أسس استدامة الأعمال، إلا أن هذه الأبعاد الثلاثة أصبحت غير كافية لضمان تعبير الأداء المستدام عن القدرة الحقيقية للشركة على الاستدامة في مجال الأعمال، نظراً لإغفال أبعاد جوهرية قد تضر باستدامة الشركة إذا اتسمت بالخلل (Schneider and Meins 2012). لذا، أضافت المبادرة العالمية لإعداد التقارير (GRI 2013) في الإرشادات الواردة في الإصدار الرابع G4 البعد الحوكمي لأبعاد الأداء المستدام التي ينبغي الإفصاح عنها. كما حثت المبادرة الشركات على التقرير عن المؤشرات التي تعبر عن بعد آخر ذو أهمية، وهو البعد الأخلاقي والنزاهة. ويمكن للباحث تناول الأبعاد المختلفة لأداء استدامة الأعمال ومؤشرات قياسها الأساسية KPIs في الجدول رقم (١/١) التالي^٢:

^٢ يمكن الرجوع على سبيل المثال إلى: (Rezaee 2016; GRI 2013; Aras et al. 2010) مع بعض التصرف.

الأبعاد	السمات الأساسية لأبعاد أداء الاستدامة	مؤشرات قياس الأداء KPIs
الأداء الاقتصادي	كان الأداء الاقتصادي فقط محل اهتمام الشركات في الماضي. ويعكس أداء الاستدامة الاقتصادية (المالية) قدرة الشركة على تحقيق الربحية على المدى الطويل بما يعظم قيمة الأسهم للملاك. وتوفر التقارير والقوائم المالية معلومات كافية تمكن المستثمرين من تقييم المخاطر والعوائد المختلفة المرتبطة باستثماراتهم. وعلى الرغم من أن الهدف الرئيس للشركة هو تعظيم قيمة المساهمين من خلال الاهتمام بالبعد الاقتصادي، إلا أنه وفقاً لنظرية أصحاب المصالح Stakeholder Theory لا يمكن العمل على تحقيق مصلحة المساهمين دون النظر لمصلحة باقي أصحاب المصالح، فينبغي العمل على خلق القيمة لجميع الأطراف ذات العلاقة بالشركة. وهو ما دعى للاهتمام بالأبعاد الأخرى لأداء الاستدامة.	الإيرادات- الموارد المستخدمة- حيازة الأصول- حجم الديون- زيادة رأس المال- الأرباح المحتجزة- توزيعات الأرباح- تقييم المخاطر المالية- الضرائب المدفوعة- نفقات البحوث والتطوير- ابتكار منتجات جديدة- الدمج والاستحواذ- أسعار الأسهم- قيمة المنشأة.
الأداء الاجتماعي	يعكس أداء الاستدامة الاجتماعية مدى قدرة الشركة على بلورة أهدافها الاجتماعية لممارسة عملية وواقع ملموس. ويتدرج الأداء الاجتماعي من تقديم منتجات وخدمات عالية الجودة وغير ضارة للمجتمع، إلى تحسين صحة ورفاهية العاملين، إلى كون الشركة عضواً مساهماً إيجابية في المجتمع. ويرتبط الأداء الاجتماعي الجيد بتحسين سمعة وصورة الشركة في المجتمع، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق أداء مالي مستدام على المدى البعيد وزيادة قيمة الشركة (Cheng et al. 2014; Huang and Watson 2015).	عدد الموظفين بدوام كامل- العمل الخيري كنسبة مئوية من الربح قبل الضرائب- النسبة المئوية من الدخل التشغيلي المخصصة للمساهمة الاجتماعية-التبرعات وغيرها - عدالة المكافآت- مصادقية الإعلانات.
الأداء البيئي	نشأ الاهتمام بالبعد البيئي بعد الكوارث البيئية التي أحدثتها العديد من الشركات خاصة في مجال الكيماويات والطاقة. ويعكس أداء الاستدامة البيئية للشركة مدى قدرتها على مواجهة التحديات البيئية لترك بيئة أفضل للأجيال القادمة، من خلال الحد من الانبعاثات والنفايات، وخلق بيئة عمل أفضل، وعدم التأثير السلبي على جودة الهواء والماء والممتلكات المحيطة. وأثبتت بعض الدراسات وجود علاقة إيجابية بين الأداء البيئي الجيد وتحسين الأداء الاقتصادي (المالي) للشركات (Clarkson et al. 2011).	استخدام موارد بديلة- إجمالي الطاقة المستهلكة- الإفصاح عن كمية الانبعاثات- الإفصاح عن المخاطر والتغيرات المناخية- استخدام مواد سامة والتخلص منها- كفاءة استخدام الموارد المتجددة وغير المتجددة- تقييم وتحليل الربحية البيئية- الانبعاثات النفايات.

الأداء الأخلاقي	<p>وفقاً للجانب الأخلاقي لنظرية أصحاب المصالح، فإن جميع أصحاب المصالح الأساسيين والثانويين لهم حدود دنيا من الحقوق ينبغي إدراكها والعمل على تحقيقها وعدم انتهاكها. حيث يعكس البعد الأخلاقي لأداء الاستدامة مدى نزاهة وكفاءة الشركة كلغة وثقافة عمل مع أصحاب المصالح. ويزيد الأداء الأخلاقي المستدام عندما تهتم الشركة بمجموعة من القيم وتترجمها إلى آليات ومنهجية مثل: قواعد سلوك للمديرين والعاملين، المساءلة، الأمانة، الاحترام المتبادل، الشفافية. كما ينبغي إدراك أهمية البعد الأخلاقي في تحسين سلامة وشفافية التقارير المالية التي ينبغي أن تخلو من أي تحريف، وأن تتسم بتماثل المعلومات دون إخفاء معلومات جوهرية تهتم أصحاب المصالح. وقد ربط بعض الباحثين بين الأداء الأخلاقي الجيد وبين الأداء الاقتصادي (المالي) المستدام، لأن الشركات التي تدير الأعمال بشكل أخلاقي هي الأقل عرضة للفضائح المالية والمخالفات الناتجة عن سلوكيات انتهازية غير أخلاقية، وبالتالي فهي مستدامة على المدى البعيد (Brocket and Rezaee 2012). إن البعد الأخلاقي لأداء استدامة الأعمال لا يمكن إهماله عند قياس الأداء المستدام الإجمالي للشركة نظراً لدوره في تحسين سمعة الشركة وبالتالي زيادة الثقة فيها في سوق المال. أو على الجانب المعاكس، فقد تنهار شركات وتتضرر استدامتها بعد اكتشاف فضائح أخلاقية انتهازية من قبل المديرين كما حدث لشركة إنرون التي مارست إدارة الأرباح بشكل صارخ وتدهورت أسعار أسهمها بعد اكتشاف هذه الممارسات غير الأخلاقية على الرغم من ازدهار الشركة مالياً. وكذلك الحال عندما مارست شركة أوراسكوم للإتشاء (المصرية) التجنب الضريبي Tax Avoidance عن طريق استغلال ثغرة في القانون ٩١ لسنة ٢٠٠٥ في صفقة بيع الشركة لشركة لافارج الفرنسية عام ٢٠٠٧ من خلال البورصة لعدم إخضاع عملية البيع للضريبة. الأمر الذي أحدث نزاعات بين الشركة ومصلحة الضرائب، تدهورت على إثرها أسعار الأسهم في البورصة، وهو ما سبب تهديداً لاستدامة باقي الشركات العائلية التابعة للشركة. لذا، من الأهمية وضع البعد الأخلاقي في الاعتبار عند قياس الأداء المستدام للشركات ليعبر بصدق عن مدى قدرة الشركة على الاستدامة.</p>
الأداء الحوكمي	<p>يتجاهل البعض حوكمة الشركات كبعد من أبعاد أداء استدامة الأعمال على اعتبار أنها مجموعة آليات تساعد الملاك من رقابة أداء وسلوكيات المديرين لضمان تحقيق قيمة للمساهمين وحماية منافع باقي أصحاب المصالح (Servaes & Tamayo 2013; Benlemlih & Bitar 2018). إلا أنه لا يمكن إغفال أهمية الأداء الحوكمي للشركة عند قياس استدامة الأعمال نظراً لأهميته في تعزيز ثقة المجتمع بوجه عام في الشركة، وتعزيز ثقة المستثمرين في المعلومات المالية وأسواق المال. كما أن ضعف الأداء الحوكمي قد يقلل ثقة المستثمرين في الشركة ويهدد استدامتها.</p>
<p>جدول رقم (١/١): أبعاد أداء استدامة الأعمال ومؤشرات قياسها الأساسية</p>	

استناداً لما ورد بالجدول السابق، يمكن القول أن المنظور ثلاثي الأبعاد للاستدامة لم يعد كافياً، ولم يعد يقيس القدرة الحقيقية لمنشآت الأعمال على الاستدامة والنمو المتواصل، وأن الأبعاد الخمسة لأداء استدامة الأعمال (المالية وغير المالية) مكملتها لبعضها البعض ولا ينبغي النظر لها بشكل منفصل. لذا، يمكن اقتراح الشكل رقم (١/١) التالي الذي يوضح فيه العلاقة بين الأبعاد الثلاثة الأساسية للاستدامة من جهة وبين البعد الحوكمي والبعد الأخلاقي من جهة أخرى:



يتضح من الشكل السابق المقترح أن الاستدامة تركز على ثلاثة أبعاد أساسية أصبحت محل اتفاق جميع الباحثين إلى حد كبير. كما أن كل بعد من هذه الأبعاد يترايط ويتداخل مع البعدين الآخرين نظراً لوجود نقاط تلاقي بين هذه الأبعاد، فهي مترابطة وملتصقة وليست منفصلة. فعلى سبيل المثال، قد تؤثر الممارسات الخاصة بالعاملين على كل من الأداء الاقتصادي أو الاجتماعي، كما قد تشترك الممارسات البيئية الجيدة في توفير

التكاليف وتحقيق رفاهية المجتمع. فضلاً عن أن العلاقات مع الموردين وسلسلة التوريد لها انعكاسات على الأبعاد الثلاثة، بما يبرر وجود منطقة مشتركة في الشكل التوضيحي بين هذه الأبعاد. ويؤكد على ذلك ما حدث لشركة إنرون، حيث تعتبر شركة إنرون Enron نموذجاً لممارسة أنشطة وعمل استثمارات اجتماعية بدرجة كبيرة، إلا أن انهيارها بفضيحة مالية كان صدمة وفضيحة أخلاقية في مجتمع الأعمال (Kim et al. 2012). ويعني ذلك أن الظهور بمظهر أداء مستدام قوي قد يخفي وراءه ممارسات غير أخلاقية مثل إدارة الأرباح. لذا، ينبغي العمل على وضع تلك الممارسات غير الأخلاقية في الاعتبار عند تقييم وقياس الأداء المستدام لأي شركة، وقياس جميع أبعاد الاستدامة وعدم الانخداع في قوة الشركة في أحدها.

يعتبر السلوك الأخلاقي من مجالات الاستدامة، كما اتضح سابقاً من مساهمات الباحثين، إلا أن السلوك الأخلاقي لم يظهر كبعد مستقل للاستدامة. فمن المقترح أن البعد الأخلاقي ينبغي أن يكون من أبعاد الاستدامة يغطي ويشمل جميع الأبعاد الثلاثة. فالممارسات الأخلاقية ينبغي أن تكون حاضرة في العلاقة مع العملاء، والموردين، واستخدام الموارد والتعامل مع البيئة، وتعيين وترقية وفصل العاملين وتحديد رواتبهم، وعند إعداد وتوصيل المعلومات لأصحاب المصالح، وعند الالتزام بالقوانين والمعايير المحلية والدولية. فكما يتضح من الشكل السابق أن الأبعاد الثلاثة تدور في فلكٍ من الممارسات الأخلاقية. وقد تظهر الممارسات غير الأخلاقية في شكل رشوة أو فساد أو عدم نزاهة، أو الإخلال بأخلاقيات ومواثيق العمل، أو في شكل ممارسات إدارة الأرباح التي تستغل فيها الإدارة مرونة المعايير للتحكم في الأرباح (بالزيادة أو التخفيض) لتحقيق أهداف بعض أصحاب المصالح في مقابل الإضرار ببعض الآخر. أو عندما تستغل الإدارة ثغرات قوانين الضرائب لعمل تجنب ضريبي. على الرغم من أن هذه الممارسات تتم في ظل المعايير ودون خرق القوانين، إلا أنها ممارسات غير أخلاقية تنتهك أهم مبادئ الاستدامة وهو خلق القيمة المشتركة لجميع أصحاب المصالح Creating Shared Value، وعندما تُكتشف هذه الممارسات غير الأخلاقية تهتز ثقة الأطراف ذات العلاقة بالمنشأة وقد ينتهي بها الحال للانحيار.

يعتبر الإفصاح عن المعلومات الضريبية في تقارير الاستدامة من الأمور التي تعكس مدى إدراك الشركات لكون الضرائب المدفوعة هي إحدى مسؤولياتها الاجتماعية، وأن ممارسات التجنب الضريبي (التي تمارس في إطار استغلال ثغرات قوانين الضرائب) تعتبر عملاً غير أخلاقي تجاه المجتمع. فقد صرحت Margret Hodge - رئيسة لجنة الحسابات العامة PAC في المملكة المتحدة - بشأن ممارسات التجنب الضريبي قائلة " نحن لا

نتهمكم بارتكاب جرائم غير قانونية، ولكن نتهمكم بارتكاب ممارسات غير أخلاقية" (BBC) (2012).

كما يمكن اعتبار إدارة الأرباح التي تمارسها المنشآت في إطار المعايير المحاسبية للتحكم في قيم البنود المحاسبية نوعاً من الممارسات غير الأخلاقية التي تزيد من عدم التماثل في المعلومات لدى كافة أصحاب المصالح، مما قد يضر ببعض أصحاب المصالح عندما يعتمدون على تلك المعلومات، وقد يضر بسمعة وقدرة المنشأة على الاستمرار إذا ما اكتشفت هذه الممارسات. لذا، ينبغي ضرورة قياس ممارسات إدارة الأرباح والتجنب الضريبي واعتبارها من مقاييس أداء الاستدامة الأخلاقية للشركات.

٢. مفهوم وأهمية ومحددات الاحتفاظ بالنقدية.

وفقاً لمعايير المحاسبة المصرية (٢٠١٩)، (معيار رقم (٤): قائمة التدفقات النقدية)، تعبر النقدية وما في حكمها عن " النقدية بالصندوق والودائع تحت الطلب، الاستثمارات المالية قصيرة الأجل عالية السيولة، والتي يمكن تحويلها بسهولة إلى نقدية، والتي يكون تعرضها لمخاطر التغير في قيمتها ضئيلاً." وأكد المعيار المصري في هذا الصدد على أن الاستثمارات في حد ذاتها لا تعتبر من قبيل ما في حكم النقدية إلا أن الاستثمارات التي تكون آجالها ثلاثة أشهر فأقل تعتبر من قبيل ما في حكم النقدية. وكذلك حيازة الأسهم الممتازة قبل تاريخ استحقاقها بفترة قصيرة.

ويقصد بالاحتفاظ بالنقدية "قيام الشركة بتكوين أرصدة نقدية متراكمة تزيد عن الاحتياجات التقليدية، مع محاولة تحقيق التوازن بين التكلفة الحدية والمنفعة الحدية للنقدية (Cai et al. 2016). ويمثل الاحتفاظ بالنقدية أهمية كبيرة للشركات، حيث أنها أداة للتخفيف من وإدارة المخاطر من أجل تحقيق المرونة المالية (Ahrends et al. 2018). ويشير مستوى الاحتفاظ بالنقدية إلى نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي أو صافي الأصول، بعد استبعاد النقدية (Vo 2018). هذا، وقد تزايدت توجهات الشركات على مستوى العالم نحو الاحتفاظ بالمزيد من الأرصدة النقدية وما في حكمها Cash Holdings خلال العقدين الماضيين. الأمر الذي أثار انتباه العديد من الأكاديميين والجهات ذات الصلة. فقد ورد في التقرير الصادر عن (Deloitte 2014) أن أكبر ١٠٠٠ شركة في العالم تحتفظ بأرصدة نقدية تقدر بـ ٢.٨ تريليون دولار. ووفقاً لتقرير (Forbes 2014)، بلغ إجمالي الموجودات النقدية في جميع الشركات الأمريكية ٥ تريليون دولار. وزادت الأرصدة النقدية في الشركات الأمريكية خلال الفترة من عام ١٩٩٠ حتى عام ٢٠٠٠ لتمثل ١٣% من إجمالي الأصول، بما يعادل ١٠% من الناتج المحلي الأمريكي (Dittmar and

(Mahrt-Smith 2007). وفي نفس السياق، ذكر (Chen et al. (2012 أن نسبة الأصول النقدية لإجمالي الأصول في الشركات الصينية بلغت ٢٠%. كما ارتفع مستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات الأمريكية من ٥% عام ١٩٩٠ إلى ١٣% عام ٢٠٠٣ (Dittmar and Mahrt-Smith 2007). ووصلت النسبة في الشركات الصناعية الأمريكية إلى ٢٣,٢% عام ٢٠٠٦ (Al-Najjar and Belghitar 2011). وفي دراسة دولية حديثة أجراها (Seifert and Gonenc 2018) خلال الفترة من عام ٢٠٠٢ لعام ٢٠١٣، كانت نسبة الاحتفاظ بالنقدية ٢٧,٦% في أيرلندا، ٢٥,١% في هونج كونج، ٢٢% في اندونيسيا، ٢٠,٤% في اليابان. وفي البيئة المصرية، توصلت دراسة حديثة إلى أن أعلى متوسط مستوى الاحتفاظ بالنقدية في فترة الدراسة هو ٢٢,٢% عام ٢٠١٧ في جميع القطاعات (مجدي مليجي ٢٠١٨). وقد نال هذا النمو المتزايد في الاحتفاظ بالموارد النقدية اهتماماً بالغاً من الباحثين للبحث حول محددات ودوافع الشركات للاحتفاظ بالنقدية، وانعكاسات ذلك على أصحاب المصالح (Amess et al. 2015).

وعند الحديث عن حياة النقدية بوجه عام، ينبغي التفرقة بين مصطلح الحد الأدنى للنقدية والحد الأمثل للنقدية. حيث يتحدد الحد الأدنى للاحتفاظ بالنقدية بحجم المدفوعات اللازمة للمعاملات التجارية وسداد الالتزامات التعاقدية قصيرة الأجل (Gill and Shah 2012). ويعتبر الحد الأدنى للنقدية مهماً عند إعداد الموازنة النقدية للشركة لفترة قصيرة الأجل وفقاً للتدفقات النقدية الخارجة والداخلة للشركة، كما يرتبط بفترة التحصيل والسداد ومدى توافر تدفقات نقدية صافية قوية لمواجهة المدفوعات الناشئة عن المعاملات التجارية قصيرة الأجل. بينما يكون الهدف من الاحتفاظ بالحد الأمثل للنقدية هو مواجهة الأحداث الطارئة غير المتوقعة واستغلال الفرص الاستثمارية المستقبلية وتمويل المشروعات الاستثمارية الجيدة (Cai et al. 2016). ويتحدد المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية، وفقاً لنظرية المفاضلة The Trade-off Theory، من خلال المفاضلة بين التكلفة والعائد من الاحتفاظ بالنقدية. ومن بين التكاليف الحدية للاحتفاظ بالنقدية: تكلفة الفرصة البديلة من تراكم النقدية بدلاً من استثمارها، وتكاليف الوكالة المرتبطة بكثافة النقدية مع حرية تصرف المديرين فيها. أما عن العائد من الاحتفاظ بالنقدية قد يكون: تخفيف حدة المخاطر وتقليل احتمالات التعرض للتعثر والإفلاس، توفير مصادر تمويل داخلية ذاتية وتجنب تكاليف التمويل الخارجي المرتفعة في حالة وجود فرص استثمارية مع ضعف القدرة على تمويلها من المصادر الخارجية (Farinha et al. 2018).

هذا، وتتعدد الدوافع التي تحفز الشركات للاحتفاظ بالنقدية. يمكن تلخيص الدوافع المختلفة للاحتفاظ بالنقدية في نوعين من الدوافع، وهما: الدوافع الوقائية (التحوطية)، ودوافع ناشئة عن مشاكل الوكالة.

أولاً: الدوافع الوقائية (التحوطية) **Precautionary Motives**:

تنشأ الدوافع الوقائية للاحتفاظ بالنقدية عندما تتسم أسواق رأس المال ببعض الاختلالات Frictions، التي تعيق قدرة الشركات على الحصول على التمويل الخارجي المناسب في الوقت المناسب لضمان تمويل عمليات التشغيل والشروع في الفرص الاستثمارية المتاحة. وتتطوي هذه الاختلالات على وجود قيود تمويلية ناشئة عن ضعف التدفقات النقدية الذاتية للشركة أو عن ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي، ومن ثم تنشأ الدوافع الوقائية لحيازة المزيد من النقدية لمواجهة هذه الظروف. حيث يمكن للشركة اتخاذ قرار الاحتفاظ بمستوى معين من النقدية من خلال المفاضلة بين العائد المنخفض من حيازة الأصول السائلة مع مزايا توافر التمويل الذاتي للفرص الاستثمارية، في ظل ارتفاع تكلفة مصادر التمويل الخارجية في حالات اختلالات أسواق رأس المال (Amess et al. 2015).

والجدير بالذكر أن الدافع الوقائي للاحتفاظ بالنقدية قد يقل في الشركات (الكيانات) متعددة القطاعات Multidivisional التي تتكون من عدد من الشركات الفرعية متعددة المجالات، وتقدم هذه الشركات مثلاً على أسواق رأس المال الداخلية، فقد توصلت بعض الدراسات (e.g. Duchin 2010) إلى انخفاض الدوافع الوقائية لحيازة النقدية في هذا النوع من الشركات نظراً لوجود تخطيط متكامل للفرص الاستثمارية وانتقال سلس للموجودات النقدية من الشركات غير المقيدة مالياً للشركات المقيدة مالياً (التي لديها فرص استثمارية عالية مع ضعف تدفقاتها النقدية في ظل ارتفاع تكاليف التمويل الخارجي).

واتساقاً مع الدافع الوقائي أيضاً، فقد تلجأ الشركات التي تتسم بكثافة الإنفاق على مشروعات البحوث والتطوير، كالتى تعمل في مجال الصناعات الدوائية والتكنولوجية، إلى حيازة المزيد من الموجودات النقدية لمواكبة التطورات المتسارعة في هذه المجالات. كما أن الشركات الناشئة، التي تتسم بتوافر فرص نمو كبيرة، تحتفظ أيضاً بالنقدية للتخفيف من حدة تقلبات نفقات البحوث والتطوير بمرور الوقت (Amess et al. 2015; Brown and Petersen 2011).

ثانياً: الدوافع الناشئة من مشاكل الوكالة:

قد يؤدي الاحتفاظ بالموجودات النقدية (فيما يزيد عن المستوى الأمثل للنقدية) إلى زيادة مشاكل الوكالة، خاصة في ظل غياب الدور الرقابي. فقد توصل Pinkowitz et al. (2006) في دراسة دولية مقارنة إلى انخفاض قيمة الموجودات النقدية (أي دورها في تحقيق

قيمة للمنشأة) في الدول التي تتسم بضعف نظم حماية المستثمر وآليات حوكمة الشركات وضعف معدلات النمو الاقتصادي. نظراً لأن جزء كبير من هذه النقدية يستخدم لانتزاع منافع شخصية للمديرين. الأمر الذي يقلل من مساهمة النقدية في تحقيق قيمة للمنشأة في مثل هذه الظروف. إن الاستغلال السيئ للموجودات النقدية لا يتحقق بمجرد الاحتفاظ بمزيد من الموجودات النقدية وإنما يكتشف من خلال فحص قرارات إنفاق هذه الفوائض النقدية. إجمالاً، على الرغم من أن حيازة المزيد من الموارد النقدية قد يكون مبرراً في الشركات التي لديها دوافع وقائية كما سبق التوضيح. إلا أن هذه الفوائض النقدية قد ترتبط بدوافع انتهازية من المديرين تؤدي إلى تفاقم مشاكل الوكالة عندما تُستغل هذه الموارد النقدية بما يحقق مصلحتهم الشخصية على حساب مصلحة الملاك. فالاحتفاظ بالنقدية فيما يزيد عن الحجم الضروري للمعاملات العادية للشركة وأي التزامات تعاقدية محتملة يضع هذه النقدية تحت سلطة وتصرف المديرين في ظل نطاق محدود من الرقابة عليها (Al-Najjar and Clark 2017).

ومن أجل تحليل مدى قدرة الشركات التي تتمتع بأداء مستدام قوي على تلافي ومواجهة الاستغلال السيئ لموارد المنشأة، بما فيها الموارد النقدية، يتناول الجزء التالي أهم نتائج الدراسات السابقة ذات العلاقة للوقوف على دور أبعاد أداء الاستدامة كمحدد من محددات مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

٣. دراسات سابقة:

يتناول هذا الجزء أهم نتائج الدراسة السابقة التي اختبرت العلاقة بين أحد أو بعض أبعاد الاستدامة والاحتفاظ بالنقدية في الشركات.

١/٣. دراسة (Bokpin et al. (2015):

استهدفت الدراسة استكشاف أثر حوكمة الشركات على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، بالتطبيق على عينة من ٣٢٣٩ مشاهدة (٥٩٧ شركة) للشركات المدرجة في البورصة الفرنسية خلال الفترة من عام ٢٠٠١ حتى عام ٢٠٠٧. وقد توصلت الدراسة إلى أن مستوى النقدية المحتفظ بها يرتبط بدرجة قوة وفعالية مجلس الإدارة. حيث كلما كان هناك ازدواج في سلطة المدير التنفيذي ورئيس المجلس، وكلما زاد عدد أعضاء مجلس الإدارة يزيد مستوى الاحتفاظ بالنقدية. والعكس، فمع عدم ازدواج السلطة وانخفاض عدد المديرين أعضاء المجلس تقل مشاكل الوكالة المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية، وتقل معها مستويات النقدية.

٢/٣. دراسة (Al-Najjar and Clark (2017):

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين حوكمة الشركات (أحد أبعاد أداء استدامة الأعمال) وبين قرارات حيازة الموجودات النقدية. حيث قام الباحثان بفحص ممارسات حوكمة الشركات

الداخلية (حجم المجلس، استقلال أعضاء المجلس، الملكية المؤسسية)، والخارجية (الدول ذات الحوكمة الجيدة، شفافية السياسات المالية، اتباع المعايير الدولية لقوانين سوق الأوراق المالية والرقابة المصرفية). وباستخدام عينة من ٤٣٠ شركة في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا MENA خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠٠٩)، توصلت الدراسة لوجود علاقة عكسية بين حجم المجلس وحياسة الموجودات النقدية، بما يعني أن كبر حجم المجلس يزيد الرقابة على أعمال المديرين ويقلل من صراعات الوكالة المرتبطة بحياسة المزيد من النقدية. كما أن زيادة الملكية المؤسسية ترتبط طردياً بحياسة المزيد من الموجودات النقدية، مما يشير إلى انتهازية هؤلاء المساهمين لتحقيق منافع خاصة من حياسة النقدية.

٣/٣. دراسة (Wang (2015):

استهدف الباحث من جراء هذه الدراسة اختبار أثر ممارسات التجنب الضريبي (كتصرفات غير أخلاقية) على الاحتفاظ بالنقدية. وهل تطبيق قوانين الضرائب له دور في تفسير وتنظيم هذه العلاقة. وبالتطبيق على عينة من الشركات المسجلة في البورصة الصينية، بالاعتماد على ٩١٢٦ مشاهدة خلال الفترة من عام ١٩٩٩ حتى عام ٢٠١٠، توصلت الدراسة للنتائج التالية:

- القيام بممارسات التجنب الضريبي يؤدي لمزيد من القيود المالية في الشركات.
- انخفاض مستوى الشفافية وزيادة عدم تماثل المعلومات يزيد من الدوافع الوقائية للاحتفاظ بالنقدية، ومن ثم ارتفاع مستوى النقدية.

٣/٤. دراسة (Chang et al. (2016):

علاوة على ما سبق، اختبرت هذه الدراسة أثر ممارسات التجنب الضريبي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ودور أنشطة المسؤولية الاجتماعية في تنظيم هذه العلاقة. واعتمدت الدراسة على بيانات فعلية للشركات خلال الفترة من عام ١٩٩١ حتى عام ٢٠٠٨، بالتطبيق على ٦٩٧١ مشاهدة، أسفرت الدراسة عن النتائج التالية:

- هناك تأثير إيجابي للتجنب الضريبي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية. أي أن قيام الشركة بممارسات التجنب الضريبي يدفعها للاحتفاظ بمزيد من النقدية.
- قوة أداء المسؤولية الاجتماعية في الشركات يقلل من العلاقة بين التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية.
- هناك علاقة سالبة بين أداء المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية.

ويمكن التعليق على نتائج هذه الدراسة بأنه لا يمكن الفصل بين ممارسات التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية. فقد تكون قرارات التجنب الضريبي والاحتفاظ بالنقدية قرارات مرتبطة ببيئة تتسم بانعدام الشفافية وزيادة درجة عدم تماثل المعلومات، وتتصف فيها الإدارة

بالانتهازية، فحينها لن تتورع عن ممارسة التجنب الضريبي كتصرف غير أخلاقي أو الإفراط في الاحتفاظ بالنقدية انطلاقاً من دوافع انتهازية ناشئة من مشاكل الوكالة. وهنا يأتي دور أداء الاستدامة بأبعاده المختلفة في كبح جماح الإدارة والحد من دوافعها الانتهازية للاحتفاظ بالنقدية.

٥/٣. دراسة (Shin et al. (2018):

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين جودة الأرباح المحاسبية ومستوى الاحتفاظ بالنقدية. وطبقت على عينة تتألف من ٣٩٢ شركة كورية خلال الفترة من عام ٢٠٠٠ حتى عام ٢٠١٤. وتوصلت لوجود علاقة بين ضعف جودة الأرباح في الشركات محل الدراسة وبين ارتفاع مستوى الأرصدة النقدية في هذه الشركات. بما يعني أن انخفاض جودة الأرباح يزيد من درجة عدم تماثل المعلومات وما يرتبط بها من ارتفاع تكاليف التمويل الخارجي. لذلك تحفظت الشركة بمزيد من النقدية لتعويض عدم قدرتها على الحصول على التمويل الخارجي.

٦/٣. دراسة (Cheung (2016):

في هذه الدراسة، افترض الباحث أن هناك ثلاثة مسارات يمكن من خلالها أن تؤثر أنشطة المسؤولية الاجتماعية على مستوى الاحتفاظ بالموارد النقدية. المسار الأول، هو المخاطر غير المنتظمة Idiosyncratic Risks، حيث افترض أن الشركات المسؤولة اجتماعياً تتسم بانخفاض المخاطر غير المنتظمة وتحفظت بمستوى منخفض من النقدية. المسار الثاني، هو المخاطر النظامية Systematic Risks، حيث افترض أن الشركات ذات الأداء المرتفع للمسؤولية الاجتماعية يرجح أن تتعرض لمخاطر منتظمة أقل وتحفظت بمستوى منخفض من النقدية. إلا أن الشركات منخفضة المخاطر المنتظمة قد تعتمد على هيكل ديون قصيرة الأجل بما يزيد الحاجة لحيازة النقدية لمواجهة مخاطر إعادة التمويل. لذا، افترض الباحث في هذه الحالة أن الشركات ذات الأداء المرتفع للمسؤولية الاجتماعية يرجح أن تتعرض لمخاطر منتظمة أقل وتحفظت بمستوى أكبر من النقدية. والمسار الثالث، هو حوكمة الشركات، حيث افترض أن الشركات ذات الأداء المرتفع للمسؤولية الاجتماعية ترتبط بهيكل حوكمة قوي مما قد يؤدي لانخفاض مستوى الموجودات النقدية. إلا أنه افترض شيئاً مناقضاً، حيث افترض أن الشركات ذات الأداء المنخفض للمسؤولية الاجتماعية وترتبط بهيكل حوكمة قوي، قد تحفظت بمستوى أعلى من النقدية. وذلك حينما يتحايل ويستغل المديرون الانتهازيون النقدية للإففاق على أنشطة المسؤولية الاجتماعية للتواطؤ مع بعض أصحاب المصالح لتحقيق مكاسب خاصة. وباستخدام عينة من ٢٨٨٨ شركة خلال الفترة

(١٩٩١-٢٠١١)، وباستخدام مؤشر KLD^٣ لقياس أداء المسؤولية الاجتماعية، توصل الباحث إلى وجود علاقة طردية معنوية بين المخاطر غير المنتظمة وبين مستوى الاحتفاظ بالموجودات النقدية، وعلاقة عكسية معنوية بين المخاطر المنتظمة وبين مستوى الاحتفاظ بالنقدية. كما اكتشف الباحث علاقة عكسية معنوية مباشرة بين أداء المسؤولية الاجتماعية وبين الاحتفاظ بالنقدية. وعند قياس الأثر غير المباشر للمسارات الثلاثة على العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية، وجد الباحث دليل يؤكد قوة مسار واحد فقط في تفسير هذه العلاقة وهو مسار المخاطر المنتظمة. حيث توصل لوجود علاقة طردية معنوية بين أداء المسؤولية الاجتماعية والاحتفاظ بالنقدية من خلال مسار المخاطر المنتظمة. بما يعني أن الشركات ذات الأداء المرتفع للمسؤولية الاجتماعية ترتبط بمخاطر منتظمة أقل ومستوى أعلى للنقدية لمواجهة مخاطر إعادة التمويل الناشئة عن قصر أجل الديون. بينما كانت العلاقة غير معنوية من خلال باقي المسارات.

٧/٣. دراسة أحمد سليم (٢٠١٧):

استهدف الباحث استكشاف العلاقة بين إدراج الشركات في مؤشر الاستدامة المصري وبين الاحتفاظ بالنقدية. وتمثلت عينة الدراسة في ٥٠ شركة موزعة في ١١ قطاع بعد استبعاد الشركات التي تنتمي للقطاع المالي، خلال الفترة من ٢٠٠٧ حتى ٢٠١٦. بحيث يتم تقسيم العينة لمجموعتين: الأولى تمثل الشركات التي حصلت على تصنيف في مؤشر الاستدامة، والثانية تمثل الشركات التي خرجت من تصنيف المؤشر. وأسفرت الدراسة عن النتائج التالية:

- نسبة الاحتفاظ بالنقدية في العينة خلال فترة الدراسة بلغت ١٣%.
- عدم وجود اختلاف معنوي بين الشركات داخل تصنيف المؤشر المصري للاستدامة أو التي خرجت منه في مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
- حصول الشركات على تصنيف مرتفع أو منخفض ليس بالضرورة هو المحدد لإدارة مواردها النقدية.
- لا يوجد تأثير معنوي للاحتفاظ بالنقدية على المسؤولية الاجتماعية على مستوى جميع القطاعات، باستثناء قطاع الاتصالات والأغذية.
- ويعاب على هذه الدراسة أنها اعتبرت المسؤولية الاجتماعية متغيراً تابعاً، والاحتفاظ بالنقدية مستقلاً، في حين كان ينبغي العكس. كما أنها قسمت عينة الدراسة لمجموعتين

^٣ KLD هي جهة متخصصة في البحوث والتحليل والاستشارات وتقدم مؤشر تجميعي يقيس مجموع أداء سبعة أبعاد للمسؤولية الاجتماعية للشركات وهي: العلاقات المجتمعية، حوكمة الشركات، التنوع، علاقات العاملين، البيئة، حقوق الإنسان، سلامة المنتجات.

حسب استمرار الشركة في مؤشر الاستدامة أو خروجها منه في سنة من السنوات. ولكن كان ينبغي المقارنة بين شركات استمرت في مؤشر الاستدامة وشركات لم تدخل في المؤشر. نظراً لأن خروج شركة ما في سنة ما من مؤشر الاستدامة الذي استمرت فيه لفترة، لا يعني بالضرورة أنها ضعيفة في أداء الاستدامة، ولا يعني بالضرورة أن سياساتها النقدية ستتحول بشكل جذري عن فترة تواجدها في تصنيف مرتفع في المؤشر. وقد يكون هذا هو سبب عدم معنوية نتائج الدراسة.

٤. النتائج:

تبين من العرض السابق أهمية التركيز على كافة الأبعاد المكونة لأداء استدامة الشركة لأنها تدعم قدرة الشركة مجتمعة على الاستمرار وعلى تحقيق المصلحة المشتركة لكافة الأطراف ذات العلاقة وليس الملاك فقط أو تحقيق مصالح نفعية للمديرين على حساب باقي الأطراف ذات العلاقة. كما تم التوصل لأهمية الاحتفاظ بالمستوى الأمثل للنقدية وهو اللازم لاقتناص الفرص الاستثمارية الجيدة للشركة وعدم حيازة المزيد من النقدية فيما يتجاوز المستوى الأمثل لتقليل الدوافع الانتهازية لاستخدامها في تحقيق مصالح شخصية للمديرين. كما يمكن التعليق على نتائج الدراسات السابقة في النقاط التالية:

- من الممكن أن يكون ارتفاع مستوى النقدية نتيجة لزيادة (% الملكية الإدارية- الملكية الأجنبية- الملكية المؤسسية) مبرراً في حالات ارتفاع مستويات الرقابة، وربط استثمار هذه النقدية بتحقيق قيمة متزايدة للمنشأة.
- بالنسبة لعلاقة المسؤولية الاجتماعية بالاحتفاظ بالنقدية الواردة بالدراسات السابقة، يمكن التعليق على دراسة أحمد سليم (٢٠١٧) بأن عدم الاختلاف بين الشركات المدرجة وغير المدرجة في المؤشر بخصوص مستوى الاحتفاظ بالنقدية، قد يكون مرجعه وجود حاجة ملحة لتطوير آلية تطبيق المؤشر. كما أن النتيجة التي توصل إليها (Cheung 2016) قد تكون مرتبطة فقط بحالة اعتماد الشركات بشكل رئيس على الديون قصيرة الأجل.
- ينبغي اعتبار التجنب الضريبي وإدارة الأرباح من التصرفات غير الأخلاقية، وكأحد مقاييس البعد الأخلاقي التي ينبغي وضعها في الاعتبار عند تقييم الشركات في مؤشر أداء الاستدامة. وتوصلت الدراسات لارتباط التجنب الضريبي بالاحتفاظ بمزيد من النقدية وهو ما يعكس ارتباط التجنب الضريبي كعمل غير أخلاقي بالاحتفاظ بالنقدية انطلاقاً من دوافع انتهازية لإساءة استغلالها من قبل الإدارة. وتؤكد النتيجة التي توصلت إليها دراسة (Chang et al. 2016) على ضرورة الاهتمام بالمفهوم الشامل لأداء الاستدامة، والاهتمام بالبعد الأخلاقي عند تقييمه، لفهم دوافع الإدارة للاحتفاظ بالنقدية. كما توصلت

الدراسات السابقة إلى أن إدارة الأرباح الحقيقية أو بالاستحقاقات تعكس ضعف جودة الأرباح وترتبط بزيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
- لم تشمل الدراسات السابقة على اختبار شامل لجميع أبعاد أداء الاستدامة مجتمعة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية.

المراجع:

أولاً: المراجع العربية:

- أحمد سليم محمد. (٢٠١٧). العلاقة بين الاحتفاظ بالأصول النقدية والمسئولية الاجتماعية للشركات: دراسة تطبيقية. *مجلة الفكر المحاسبي*. ٢١. ٢٤. ج ٢.
- خالد سعيد بركات. (٢٠١٨). توصيف العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن أبعاد المسئولية الاجتماعية والأداء المالي : دراسة وصفية تحليلية على الشركات السعودية. *الفكر المحاسبي*. جامعة عين شمس. مج ٢٢. ١٠١٤.
- معايير المحاسبة المصرية (٢٠١٩)، (معييار رقم (٤): قائمة التدفقات النقدية). وزارة الاستثمار.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Ahrends, M., Drobetz, W., Puhan, T. (2018). Cyclicity of growth opportunities and the value of cash holdings. *Journal of Financial Stability*. Vol. 37. PP: 74–96.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*. Vol. 59: 1777–1804.
- Al-Najjar, B., & Clark, E. (2017). Corporate governance and cash holdings in MENA: Evidence from internal and external governance practices. *Research in International Business and Finance*. 39:1–12.
- Al-Najjar, B., Belghitar, Y., (2011). Corporate cash holdings and dividend payments: Evidence from simultaneous analysis. *Managerial and Decision Economics*. Vol. 32. (4). PP. 241–231.
- Amess, K., Banerji, S., & Lampousis, A. (2015). Corporate cash holdings: Causes and consequences. *International Review of Financial Analysis*. 42: 421–433.

- Aras, G., Aybars, A., & Kutlu, O. (2010). Managing corporate performance: Investigation the relation between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets. *International Journal of Productivity and Performance Management* .59(3): 229–254.
- Bates, T., Kahle, K., & Stulz, R. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?. *Journal of Finance*. Vol. 64. PP. 1985–2021.
- BBC. (2012). Starbucks, Google and Amazon Grilled over Tax Avoidance. Available At : <http://www.bbc.com/news/business-20288077>.
- Benlemlih, M. & Bitar, M. (2018). Corporate social responsibility and investment efficiency. *Journal of Business Ethics*. Vol. 148. Issue 3. PP. 647–671.
- Blocher, E. J., Stout, D. E., Juras, E., Cokins, G. (2013). **Cost Management: A Strategic Emphasis**. 6ed. The McGraw–Hill Companies, Inc., New York, USA.
- Bokpin, G., Isshaq, Z., Aboagye. and Otchere, F. (2011). Ownership structure, corporate governance and corporate liquidity policy. *Journal of Financial Economic Policy*. Vol. 3. (3). pp. 262–279.
- Brocket, A., and Rezaee, Z. (2012). *Corporate sustainability: Integrating performance and reporting*. NJ. USA: John Wiley and Sons Hoboken.
- Brown, J., & Petersen, B. (2011). Cash holdings and R&D smoothing. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 17: 694–709.
- Cai, J. F. (2013). Does corporate governance reduce the overinvestment of free cash flow? Empirical evidence from China. *Journal of Finance and Investment Analysis*. 2(3).PP. 97–126.
- Cai, W. , Zeng, C., Lee, E., and Ozkan, N. (2016). Do business groups affect corporate cash holdings? Evidence from transition

- economy. *China Journal of Accounting Research*. Vol. 9. pp. 1-24.
- Chang, M., Yen, T., Chiu, S., Chen, Y. (2016). Tax aggressiveness and firm's cash holdings: The role of corporate social responsibility. *International Research Journal of Applied Finance*. pp: 19- 37.
 - Chen, Q., Chen, X., Schipper, K., Xu, Y., & Xue, J. (2012). The sensitivity of corporate cash holdings to corporate governance. *Review of Financial Studies*. Vol. 25: 3610-3644.
 - Cheng, B., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*. 35: 1-23.
 - Cheung, A. (2016). Corporate social responsibility and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*. 37: 412-430.
 - Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., & Vasari, F. P. (2011). Does it really pay to be green? Determinants and consequences of proactive environmental strategies. *Journal of Accounting and Public Policy*. 30: 122-144.
 - Deloitte (2014). Available at: <http://cmo.deloitte.com/content/dam/deloitte/global/Documents/Mergers-and-Acquisitions/gx-ma-uk-mi-cash-paradox-jan14.pdf>.
 - Denis, D. & Sibilkov, V. (2010). Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings. *The Review of Financial Studies*. Vol. 23. PP. 247-269.
 - Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*. Vol. 83: 599-634.
 - Duchin, R. (2010). Cash holdings and corporate diversification. *Journal of Finance*. Vol. 65: 955-992.
 - Farinha, J., Mareus, C., Soares, N. (2018). Cash holdings and earnings quality: evidence from the Main and Alternative UK

- markets. *International Review of Financial Analysis*. Vol. 56. PP: 238–252.
- Foley, F., Hartzell, J., Titman, S., & Twite, G. (2007). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of Financial Economics*. 86: 579–607.
 - Forbes (2014). Available at: <http://www.forbes.com/sites/louiswoodhill/2014/01/01/why-american-companies-are-holding-onto-5-trillion-in-cash/#2597ccec78da>
 - Gill, A., Shah, C. (2012). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*. Vol. 4. pp. 70– 79.
 - Global Reporting Initiative (GRI). (2013). Sustainability reporting guidelines (G4). www.globalreporting.org
 - Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*. Vol. 54: 1969–1997.
 - Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*. 87: 535–555.
 - Huang, X. B., & Watson, L. (2015). Corporate social responsibility research in accounting. *Journal of Accounting Literature*. 34: 1–16.
 - Hull, C. E., and Rothenberg, S. (2008). Firm performance: the interactions of corporate social performance with innovation and industry differentiation. *Strategic Management Journal*. Vol. 29. (7). 781–789.
 - International Federation of Accountant. (2006). Why Sustainability Counts for Professional Accountants in Business. IFAC. Available at: <http://www.ifac.org>
 - Kim, Y., Park M. S, and Wier B. (2012) Is Earnings quality associated with corporate social responsibility?. *The Accounting Review*. 87(3). PP. 761–796.

- Kling, G., Paul, S. Y., & Gonis, E. (2014). Cash holding, trade credit and access to short-term bank finance. *International Review of Financial Analysis*. 32: 123–131.
- KPMG. (2013). KPMG's Survey of Corporate Responsibility Reporting. 2013. Available at: <https://home.kpmg.com/xx/en/home/insights/2013/12/kpmg-survey-corporate-responsibility-reporting-2013.html>.
- Lins, K. V., Volpin, P., & Wagner, H. F. (2013). Does family control matter? International evidence from the 2008–2009 financial crisis. *Review of Financial Studies*. Vol. 26: 2583–2619.
- Liu, Q., Luo, T., & Tian, G. G. (2015). Family control and corporate cash holdings: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 31: 220–245.
- Luo, M. (2011). A bright side of financial constraints in cash management. *Journal of Corporate Finance*. Vol. 17: 1430–1444.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*. 52: 3–46.
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking and Finance*. 28: 2103–2134.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *Journal of Finance*. Vol. 61. PP. 2725–2751.
- Rezaee, Z. (2016). Business sustainability research: A theoretical and integrated perspective. *Journal of Accounting Literature*. Vol. 36: 48–64.
- Schneider, A. and Meins, E. (2012). Two dimensions of corporate sustainability assessment: Towards a comprehensive

- framework. ***Business Strategy and the Environment***. Vol. 21. pp. 211–222.
- Sebhatu, S., Enquist, B. (2007). ISO 14001 as a driving force for sustainable development and value creation. ***The TQM Magazine***. Vol. 19 (5) pp.468–482.
 - Seifert, B. & Gonenc, H. (2018). The effect of country and firm–level governance on cash management. ***Journal of International Financial Markets, Institutions & Money***. Vol. 2. PP. 1– 16.
 - Servaes, H., & Tamayo, A. (2013). The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. ***Management Science***. 59(5): 1045–1061.
 - Shin, M., Kim, S., Shin, J., and Lee, J. (2018). Earnings quality effect on corporate excess cash holdings and their managerial value. ***Emerging Markets Finance and Trade***. Vol. 54 (4). pp. 901– 920.
 - Vermeulen, W. J., & Witjes, S. (2016). On addressing the dual and embedded nature of business and the route towards corporate sustainability. ***Journal of Cleaner Production***. Vol. 112: 2822–2832.
 - Vo, X. (2018). Foreign ownership and corporate cash holdings in emerging markets. ***International Review of Finance***. Vol. 18. (2). PP. 297– 303.
 - Wang, L. (2015). Tax enforcement, corporate tax aggressiveness, and cash holdings. ***China Finance Review International***, Vol. 5 Issue: 4, PP.339–370.
 - World Commission on Environment and Development. (1987). Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future. WCED. available at: <https://www.sustainabledevelopment.un.org>