

أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركة والقيود المالية
لها و ودور كل من نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية - دراسة
تطبيقية

إعداد

د. إيمان محمد السعيد سلامة*

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة والمراجعة

كلية التجارة - جامعة عين شمس

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار وتحليل أثر نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة ، بالإضافة إلى اختبار وتحليل أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة و نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية على القيود المالية التي تواجه الشركات ، ولقد تم التطبيق على عينة من الشركات المدرجة في مؤشر البورصة المصرية EGX 100 والتي بلغ عددها ٨٠ شركة خلال الفترة من سنة ٢٠١٤ إلى سنة ٢٠١٨ .

و توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط طردية جوهرية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة ، كما إن نفوذ المدير التنفيذي (أياً كانت طريقة قياسه) و هيكل الملكية (سواء كان ملكية إدارية أو تركيز الملكية) كمتغيرين تفاعليين لا يغيرا من اتجاه Direction العلاقة (طردية أو عكسية) بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة ولكنهما يغيرا شدة أو قوة Strength العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة بالزيادة أو الخفض، كما توصلت الدراسة أيضاً إلى وجود علاقة ارتباط عكسية جوهرية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و القيود المالية التي تواجه الشركة ، مع عدم تأثير كل من نفوذ المدير التنفيذي (مقاساً بازدواجية دور المدير التنفيذي) و هيكل الملكية (مقاساً بتركيز الملكية) بصورة جوهرية على القيود المالية التي تواجه الشركة.

وأوصت الدراسة بالزام الشركات المدرجة بالبورصة بالإفصاح عن أداء الاستدامة لأنه يساعد على زيادة قيمة الشركة وتقليل القيود المالية التي تواجهها عند محاولة حصول الشركة على تمويل خارجي لها.

* E-mail : eman_salama@commerce.asu.edu.eg

الكلمات المفتاحية :

الإفصاح عن أداء الاستدامة ، قيمة الشركة ، القيود المالية للشركة ، نفوذ المدير التنفيذي ، ازدواجية دور المدير التنفيذي ، فترة ولاية المدير التنفيذي ، هيكل الملكية.

The Impact of Sustainability Performance Disclosure on Firm Value and Its Financial Constraints & The Role of Both CEO Power and Ownership Structure: An Applied Study

Abstract

This study aims to test and analyze the impact of the CEO Power and ownership structure on the relationship between disclosure of sustainability performance and the value of the firm, in addition to testing and analyzing the impact of disclosure of sustainability performance, the influence CEO Power and ownership structure on financial constraints that companies face, and was applied on a sample of 80 companies listed on the Egyptian Stock Exchange EGX 100, during the period from 2014 to 2018.

The study found that there is a positive correlation between disclosure of sustainability performance and value of the firm. The influence of the CEO Power (in whatever way it is measured) and the ownership structure (whether managerial ownership or ownership concentration) as two interactive variables (moderator variable) do not change the direction (positive or negative) of the relationship between disclosure of sustainability performance and firm value but change its intensity or strength up or down.

The study also found a significant Negative correlation between disclosure of sustainability performance and financial constraints. The CEO Power (measured by the CEO Duality) and the ownership structure (as measured by the ownership concentration) do not significantly affect the financial constraints facing the Firm.

The study recommended that listed companies be required to disclose sustainability performance because it helps to increase the value of the firm and reduce the financial constraints it faces when trying to obtain external financing for the firm.

keywords :

Disclosure of Sustainability Performance, Firm Value, Financial Constraints, CEO Power, CEO Duality, CEO Tenure, Ownership Structure.

١ - الإطار العام للدراسة

١/١ مقدمة :

يتمثل الهدف الأساسي للشركات في دنيا الأعمال في تعظيم قيمة الشركة أو تعظيم ثروتها ، ويعني تعظيم قيمة الشركة تعظيم ثروة المستثمرين فيها خصوصاً حملة الأسهم من خلال تعظيم القيمة السوقية للسهم ، وعلى ذلك فإن أسعار الأسهم المرتفعة تجعل تقييم الشركة أعلى وتؤثر على ثقة المستثمرين نحو أداء الشركة الحالي والمستقبلي (Ardillah, Kenny , 2018;Kurniasari & Warastuti, 2015)، ومن ثم يمكن القول أن أسعار الأسهم تعتبر مقياساً هاماً لقرارات المستثمرين ، ونظراً لأهمية قيمة الشركة فمن الضروري دراسة أهم العوامل المؤثرة فيها .

ومن أهم العوامل التي قد تكون مؤثرة في قيمة الشركة الإفصاح عن أداء الاستدامة ، حيث يؤدي الإفصاح عن أداء الاستدامة إلى العديد من المزايا تتمثل في تحسين سمعة و صورة الشركة وزيادة قيمة العلامة التجارية لها ، بالإضافة إلى جذب الاستثمارات طويلة الأجل كأموال صناديق المعاشات (البورصة المصرية ، ٢٠١٦) ، لذلك من المتوقع أن تؤدي كل المزايا السابقة للإفصاح عن أداء الاستدامة إلى ترشيد قرارات المستثمرين في الأوراق المالية من خلال تأثيره في قيمة الشركة.

ونظراً لأهمية دراسة العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة ، فمن الضروري دراسة المتغيرات المعدلة أو المتفاعلة التي قد تؤثر على تلك العلاقة ، فمن المعروف أن المستثمرين بالشركة عند اتخاذ قرارهم الاستثماري يقومون بإجراء تقييم للشركة من أكثر من زاوية ، وقد تتفاعل هذه التقييمات مع بعضها البعض وبالتالي فإن تناول أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة منفرداً بدون التفاعل مع كل من نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية على قيمة الشركة قد لا يؤدي إلى فهم كامل للمتغيرات المؤثرة في قيمة الشركة، لذلك يكون من الضروري دراسة هذا التفاعل ، حيث أن نفوذ أو قوة أو سلطة **Chief Executive Officer (CEO) Power** (سواء كان مقياس بفترة ولاية المدير التنفيذي **CEO Tenure**) أو ازدواجية دور المدير التنفيذي **CEO Duality**) يعني قدرة المدير التنفيذي على التأثير في مجلس الإدارة مما يؤدي إلى زيادة سلطته و حريته في اتخاذ القرارات (Han , Seonghee et al. , 2016) ، وقد يتسبب هذا النفوذ كمتغير تفاعلي **Moderator Variable** في التأثير على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة ، وقد يتسبب وجود هذا المتغير في زيادة أو خفض شدة أو قوة **Strength** العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة

، كما أنه قد يغير من اتجاه Direction العلاقة (طردية أو عكسية) بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة ,Li, (Javeed& Lefen, January 2019 ; Yiwei et al. ,2018).

كما يعكس هيكل الملكية طبيعة ملاك الشركة وحصصهم في رأس مالها ، فمالكو الشركات غير متجانسين وتختلف أهدافهم ومتطلباتهم، ومن المتوقع أن تؤثر الاختلافات بين هذه الفئات المالكة غير المتجانسة في قيمة الشركة سلباً أو إيجاباً ، وقد يتسبب هيكل الملكية (سواء كان ملكية إدارية أو تركيز الملكية) كمتغير تفاعلي على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة ، وقد يتسبب وجوده في زيادة أو خفض شدة أو قوة أو تغيير اتجاه العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة. (Javeed & Lefen, January 2019)

كما أن الشركات قد تواجه معوقات أو صعوبات أو قيود المالية تحد من قدرتها على الحصول على مصادر التمويل الخارجي ، مما يترتب عليه عدم القدرة على الاقتراض ، وصعوبة الحصول على القروض المصرفية ، بسبب ارتفاع تكلفة مصادر التمويل الخارجية عن مصادر التمويل الداخلية ، كما يترتب على هذه القيود المالية عدم قدرة الشركة على استغلال كل الفرص الاستثمارية المتاحة لها التي كان من الممكن الاستثمار فيها لو توافرت لديها الأموال اللازمة ، ما يدفع الشركات إلى زيادة الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي لتمويل مشاريعها الاستثمارية مع تخليها عن بعض الفرص الاستثمارية لعدم توافر الأموال الكافية لديها ، أو لعدم توافر السيولة اللازمة لاستغلال تلك الفرص. (Khurshid et al. ,2018)

ونظراً لأهمية القيود المالية فمن الضروري دراسة أهم العوامل المؤثرة فيها ، ومن أهم العوامل التي قد تكون مؤثرة في القيود المالية كل من الإفصاح عن أداء الاستدامة و نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية، حيث يؤدي الإفصاح عن أداء الاستدامة إلى العديد من المزايا تتمثل في تحسين العلاقة بين الشركة وأصحاب المصلحة فيها وخصوصاً الدائنين والبنوك مما يمكن الشركة من الحصول على التمويل اللازم لها بسهولة أكبر وبتكلفة تمويل أقل، وبالتالي فإن زيادة الإفصاح عن أداء الاستدامة قد يساهم في التخفيف أو التقليل من القيود المالية التي تواجه الشركات , Zhao, T. & Xiao, X., (September 2019; García-Sánchez, I.M. et al. January, 2019; Anwar ,Z. et al.,2019).

كذلك قد يؤثر نفوذ المدير التنفيذي (مقاس بازواجية دور المدير التنفيذي (CEO Duality)) في القيود المالية التي تواجه الشركة ، فالمدير التنفيذي عندما يكون

رئيساً لمجلس الإدارة في نفس الوقت يكون أكثر مسؤولية عن قراراته وأكثر تجنباً للمخاطرة ، وبالتالي قد يلتزم بمستوى منخفض من الديون (Uddin et al., September 2019; Khurshid et al., 2018; Chao et al., 2017) كما إن هيكل الملكية (مقاس بتركز الملكية Ownership Concentration) قد يؤثر في القيود المالية التي تواجه الشركة ، فالملكية المركزة قد تمكن أصحابها من مراقبة سياسات اتخاذ القرارات الإدارية داخل الشركة بفعالية وكفاءة ، مما يشجع الدائنين على اتخاذ قرار منح القرض للشركة (Murtza & Azam, June 2019; Adi et al., 2018) وقد تناولت بعض الدراسات السابقة (Cho , Sang Jun et al., January 2019; Javeed & Lefen, January 2019; Zhao, T. & Xiao, X., September 2019; Uddin et al., September 2019) أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة بأبعدها الثلاثة في قيمة الشركة وفي القيود المالية التي تواجهها مع دراسة دور كل من نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية في تلك العلاقات إلا أن البحوث التي تناولت بعض هذه العلاقات كانت محدودة ونادرة حسب إطلاع الباحثة ، كما أنها تمت بالتطبيق على دول بخلاف مصر.

٢/١ المشكلة والفجوة البحثية وتساؤلات الدراسة:

بالإطلاع على التقارير المالية السنوية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، وتقدير الإفصاح عن أداء الاستدامة الذي تصدره تلك الشركات ، بالإضافة إلى نماذج تقرير الإفصاح عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين وغيرها من الإفصاحات الخاصة بنفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية نلاحظ ما يلي: انخفاض مستوى وجودة الإفصاح عن أداء الاستدامة الكلي بأبعاده الثلاثة (الاقتصادي والاجتماعي والبيئي) ، وقد يؤثر ذلك سلباً على كل من قيمة الشركة و القيود المالية التي تواجهها ، كما يلاحظ زيادة كل من نفوذ المدير التنفيذي للشركات ، و هيكل الملكية وقد يؤثر كل منهما على كل من القيود المالية للشركة والعلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة.

وتتمثل الفجوة البحثية في أن الدراسات والبحوث السابقة في مجال أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة في قيمة الشركة اختلفت نتائجها فيما يتعلق بأثر الإفصاح عن أداء الاستدامة في قيمة الشركة مع قلة الدراسات التي تناولت الاستدامة الكاملة بأبعدها الثلاثة معاً (البعد الاقتصادي والبعد البيئي والبعد الاجتماعي للاستدامة) ، ومعظم تلك الدراسات تمت بالتطبيق على دول مختلفة عن مصر ، كما أن الدراسات السابقة الموجودة

في مجال أثر نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة قليلة على المستوى الدولي وتكاد تكون معدومة على المستوى المحلي في مصر وذلك حسب إطلاع الباحثة ، بالإضافة إلى أنه لا يوجد دراسات محلية تناولت أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على القيود المالية التي تواجه الشركات المقيدة بالبورصة المصرية وذلك حسب إطلاع الباحثة ولذلك جاءت الدراسة الحالية لاستكمال جهود الدراسات السابقة و توصياتها باستمرار البحوث المستقبلية في هذا المجال.

واستنادا على ما تقدم، يمكن صياغة مشكلة البحث في التساؤل الرئيسي التالي:

هل هناك علاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة وهل يؤثر نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية كمتغيرات مُعدلة أو متفاعلة على تلك العلاقة ، وهل يؤثر كل من الإفصاح عن أداء الاستدامة و نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية على القيود المالية التي تواجه الشركة ؟

ويتفرع عن التساؤل الرئيسي للبحث الأسئلة الفرعية التالية:

١. ما هو أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركة؟
٢. ما هو أثر كل من نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية كمتغيرات مُعدلة أو متفاعلة على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة ؟
٣. ما هو أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على القيود المالية التي تواجه الشركة ؟
٤. ما هو أثر كل من نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية على القيود المالية التي تواجه الشركة؟

يحاول البحث الإجابة على التساؤلات السابقة حتى يمكن في النهاية التعرف على أهم العوامل المؤثرة في كل من قيمة الشركات ، و القيود المالية التي تواجه تلك الشركات المقيدة بمؤشر البورصة المصرية EGX 100 .

٣/١ أهداف الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة في اختبار وتحليل أثر نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة ، بالإضافة إلى اختبار وتحليل أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة و نفوذ المدير

التنفيذي وهيكل الملكية على القيود المالية التي تواجه الشركات المدرجة بمؤشر
البورصة المصرية EGX 100 .

ويشتق من الهدف الرئيسي مجموعة من الأهداف الفرعية تتمثل فيما يلي :

١ . اختبار العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة(باستخدام
ثلاث مقاييس مختلفة لتأكيد النتائج).

٢ . اختبار أثر كل من نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية كمتغيرات مُعدلة أو
متفاعلة على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة.

٣ . اختبار العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و القيود المالية التي
تواجه الشركة (باستخدام ثلاث مقاييس مختلفة لتأكيد النتائج) .

٤ . اختبار أثر كل من نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية على القيود
المالية التي تواجه الشركة (باستخدام ثلاث مقاييس مختلفة لتأكيد
النتائج).

٤/١ أهمية الدراسة:

١/٤/١ الأهمية العلمية للدراسة:

تعتبر هذه الدراسة بحثاً إضافياً في مجال اختبار العلاقة بين الإفصاح عن أداء
الاستدامة وقيمة الشركة(باستخدام ثلاث مقاييس مختلفة لتأكيد النتائج) ، مع تحديد أهم
العوامل التي قد تكون مؤثرة على تلك العلاقة ، والتي تتمثل في نفوذ المدير التنفيذي
وهيكل الملكية ، حيث لم يلقى تحديد واختبار أثر هذه العوامل الاهتمام في البيئة المصرية
، كما تعتبر هذه الدراسة إطاراً مرجعياً إضافياً للدراسات المستقبلية في مجال اختبار
العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و القيود المالية التي تواجه الشركات (باستخدام
ثلاث مقاييس مختلفة لتأكيد النتائج)، حيث لا توجد دراسات تناولت تلك العلاقة بالتطبيق
على البيئة المصرية حسب إطلاع الباحثة.

٢/٤/١ الأهمية العملية للدراسة:

إن نتائج هذه الدراسة سوف تفيد الفئات التالية:

١/٢/٤/١ المستثمرون الحاليون والمرتقبون بالشركة وذلك بتوفير معلومات تتعلق بأداء
الاستدامة مما يساعدهم على تقييم الشركة بصورة سليمة و اتخاذ قرارات استثمارية
رشيدة.

٢/٢/٤/١ إدارة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، من خلال :

- تشجيع الإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي بجانب الأداء الاقتصادي للشركات في تقرير الاستدامة مما يسهم في تحسين سمعة الشركة وزيادة قيمتها ومن ثم زيادة التعامل على أسهمها ببورصة الأوراق المالية.
- مساعدة الشركات في تحديد المزيج الأنسب لكل من نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية الذي يساعد على تحسين قيمة الشركة وتقليل القيود المالية التي تواجهها عند محاولة حصول الشركة على تمويل خارجي لها.

٣/٢/٤/١ بورصة الأوراق المالية عند محاولة تطوير الدليل الاسترشادي لإفصاح الشركات المدرجة بالبورصة المصرية عن أداء الاستدامة والذي أصدرته البورصة عام ٢٠١٦ .

٤/٢/٤/١ الدولة ككل حيث تدعم استراتيجية التنمية المستدامة أو رؤية التنمية المستدامة لمصر ٢٠٣٠ من خلال تشجيع الإفصاح عن أداء الاستدامة على مستوى الشركات.

٥/١ فروض الدراسة:

في ضوء مشكلة وتساؤلات الدراسة وأهدافها، تحاول هذه الدراسة اختبار الفروض الآتية:

الفرض الأول: توجد علاقة ارتباط جوهرية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة (باستخدام ثلاث مقاييس مختلفة لتأكيد النتائج) .

الفرض الثاني: يؤثر نفوذ المدير التنفيذي (مقاساً بفترة ولاية المدير التنفيذي) بصورة جوهرية على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة.

الفرض الثالث: يؤثر نفوذ المدير التنفيذي (مقاساً بازدواجية دور المدير التنفيذي) بصورة جوهرية على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة.

الفرض الرابع: يؤثر هيكل الملكية (مقاساً بالملكية الإدارية) بصورة جوهرية على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة.

الفرض الخامس: يؤثر هيكل الملكية (مقاساً بتركز الملكية) بصورة جوهرية على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة.

الفرض السادس: توجد علاقة ارتباط جوهرية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و القيود المالية التي تواجه الشركة (باستخدام ثلاث مقاييس مختلفة لتأكيد النتائج) .

الفرض السابع: يؤثر نفوذ المدير التنفيذي (مقاساً بازواجية دور المدير التنفيذي) بصورة جوهرية على القيود المالية التي تواجه الشركة.

الفرض الثامن: يؤثر هيكل الملكية (مقاساً بتركز الملكية) بصورة جوهرية على القيود المالية التي تواجه الشركة.

٦/١ - خطة الدراسة:

في ضوء مشكلة الدراسة وأهدافها وأهميتها ، تم تقسيم ما تبقى من البحث على النحو التالي: يتناول القسم الثاني: عرضاً لأدبيات الدراسة من خلال تناول أهم الدراسات السابقة في مجال قيمة الشركة و القيود المالية التي تواجهها ، ثم يتم التعرض للجزء النظري للدراسة من خلال تناول مفهوم قيمة الشركة ، والعلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة ، و أثر كل من نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية كمتغيرات مُعدلة أو متفاعلة على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة ، بالإضافة إلى تناول مفهوم القيود المالية التي تواجه الشركة ، والعلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و القيود المالية التي تواجه الشركة ، وأثر كل من نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية على تلك القيود المالية ، بينما يتناول القسم الثالث: منهجية الدراسة التطبيقية ، ويتناول القسم الرابع: النتائج و التوصيات ومجالات الدراسات المستقبلية.

٢ - أدبيات الدراسة

١/٢ الدراسات السابقة:

يمكن تناول أهم الدراسات السابقة في مجال علاقة الإفصاح عن أداء الاستدامة بكل من قيمة الشركة والقيود المالية التي تواجهها، و دور كل من نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية في تلك العلاقات كما يلي:

- دراسة (Cho , Sang Jun et al., January 2019) والتي هدفت إلى دراسة العلاقة بين البعد البيئي والاجتماعي للاستدامة (تناولت الدراسة بعدين فقط للاستدامة) وقيمة الشركة ، ولقد تم قياس الإفصاح عن أداء الاستدامة (كمتغير مستقل) من خلال مؤشر ثنائي للإفصاح الكلى عن البعد البيئي والاجتماعي باستخدام أسلوب تحليل المحتوى لبند الاستدامة الواردة بمؤشر المعهد الكوري للعدالة الاقتصادية (KEJI) لعام ٢٠١٥ ، كما تم قياس قيمة الشركة (كمتغير تابع) باستخدام مقياس Tobin's Q ، ولقد تم التطبيق على عينة من الشركات الكبيرة المدرجة في بورصة كوريا الجنوبية والتي بلغ عددها ١٩١ شركة خلال سنة ٢٠١٥ ، وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي

جوهري للإفصاح عن أداء الاستدامة الكلي على قيمة الشركة وأوصت الدراسة بإجراء بحوث مستقبلية بالتطبيق على الشركات صغيرة الحجم ، وإدخال متغيرات أخرى مثل آليات حوكمة الشركات في العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة ، وهذا جزء مما سوف توفره الدراسة الحالية.

- دراسة (Miralles-Quirós , M. M. et al., 2018) والتي هدفت إلى دراسة العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة ، ولقد تم قياس الإفصاح عن أداء الاستدامة (كمتغير مستقل) باستخدام مؤشر ESG بأبعاده الثلاثة المختلفة (البعد البيئي والبعد الاجتماعي وبعد الحوكمة) ، كما تم قياس قيمة الشركة (كمتغير تابع) باستخدام القيمة السوقية لأسهم الشركة ، ولقد تم التطبيق على عينة من الشركات المدرجة في بورصة São Paulo بالبرازيل والتي بلغ عددها ٧٣ شركة خلال الفترة من سنة ٢٠١٠ إلى سنة ٢٠١٥، وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي جوهري للإفصاح عن أداء الاستدامة الكلي على القيمة السوقية لأسهم الشركة ، وأوصت الدراسة بإجراء بحوث مستقبلية بالتطبيق على أسواق أوراق مالية ببلدان أخرى مختلفة سواء كانت متقدمة أو ناشئة.

- دراسة (Uwugbe ,U. et al., 2018) والتي هدفت إلى دراسة العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة ، ولقد تم قياس الإفصاح عن أداء الاستدامة (كمتغير مستقل) بأبعاده الثلاثة المختلفة (البعد الاقتصادي والبعد البيئي والبعد الاجتماعي للاستدامة) من خلال مؤشر ثلاثي للإفصاح عن الاستدامة وباستخدام ٧٩ بند من بنود الاستدامة الواردة بإرشادات المبادرة العالمية لإعداد تقارير الاستدامة GRI، فإذا لم تفصح الشركة عن بند تعطي القيمة صفر ، وإذا أفصحت بصورة جزئية تعطي القيمة (١)، وإذا أفصحت في صورة كاملة تعطي القيمة (٢) ، كما تم قياس قيمة الشركة (كمتغير تابع) باستخدام القيمة السوقية لأسهم الشركة ، ولقد تم التطبيق على عينة من البنوك النيجيرية والتي بلغ عددها ١٠ بنك خلال الفترة من سنة ٢٠١٤ إلى سنة ٢٠١٦ ، وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي جوهري للإفصاح عن أداء الاستدامة على القيمة السوقية لأسهم الشركة ، وأوصت الدراسة ببحوث مستقبلية في مجال دراسة أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركات النيجيرية بدلاً من البنوك.

- دراسة (Horn, Riana et al., 2018) والتي هدفت إلى دراسة العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة ، ولقد تم قياس الإفصاح عن أداء الاستدامة (كمتغير مستقل) باستخدام مؤشرين هما :

- مؤشر ربايعي (يعطى القيمة صفر أو واحد أو اثنين أو ثلاثة) لمستوى دمج البعد البيئي والاجتماعي للاستدامة (تناولت الدراسة بعدين فقط للاستدامة) في تقرير مجلس الإدارة وفي التقرير السنوي للشركة.

- إذا تضمن تقرير الاستدامة المستقل إشارة الشركة إلى إتباع إرشادات المبادرة العالمية لإعداد تقارير الاستدامة GRI تعطى القيمة (1) ، وتعطى القيمة صفر بخلاف ذلك. ولقد تم قياس قيمة الشركة (كمتغير تابع) باستخدام مقياس Tobin's Q ، و تم التطبيق على عينة من الشركات بجنوب أفريقيا والتي بلغ عددها ٦٥ شركة للفترة من منتصف عام ٢٠٠٧ إلى منتصف عام ٢٠٠٨ ، ٧٥ شركة للفترة من منتصف عام ٢٠١٠ إلى منتصف عام ٢٠١١ ، و ٧٣ شركة للفترة من منتصف عام ٢٠١٢ إلى منتصف عام ٢٠١٣ ، و توصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر جوهري للإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركة لكل من الطريقتين المستخدمين في قياس أداء الاستدامة ، وأوصت الدراسة بإجراء بحوث مستقبلية تشمل فترات زمنية أخرى للتأكيد على نتائج هذه الدراسة.

- دراسة (Miralles-Quirós , M. M. et al., March 2019) والتي هدفت إلى دراسة العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة ، ولقد تم قياس الإفصاح عن أداء الاستدامة (كمتغير مستقل) باستخدام مؤشر ESG بأبعاده الثلاثة المختلفة (البعد البيئي والبعد الاجتماعي وبعد الحوكمة) ، ولقد تم قياس قيمة الشركة (كمتغير تابع) باستخدام مقياس Tobin's Q ، ولقد تم التطبيق على عينة من البنوك بمختلف دول وقارات العالم (آسيا ، أمريكا الشمالية ، أمريكا الجنوبية ، أستراليا ، أفريقيا ، جنوب أفريقيا) ومدرجة بعدد ٣١ سوق مالي والتي بلغ عددها ١٦٦ بنك خلال الفترة من سنة ٢٠١٠ إلى ٢٠١٥ ، وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي جوهري للإفصاح عن كل من البعد البيئي وبعد الحوكمة للاستدامة على قيمة البنك ، بينما يوجد أثر سلبي للإفصاح عن البعد الاجتماعي للاستدامة على قيمة البنك ، وأن النتائج السابقة تتوافر في الأسواق المالية الناشئة بينما في الأسواق المالية المتقدمة توجد علاقة إيجابية جوهريّة فقط بين الإفصاح عن بعد الحوكمة للاستدامة و قيمة البنك مع عدم وجود أي علاقة مع باقي أبعاد الاستدامة ، وأوصت الدراسة بإجراء نفس الدراسة مع إدخال بنود أخرى ضمن مؤشرات قياس الإفصاح عن أداء الاستدامة للبنوك.

- دراسة (Javed & Lefen, January 2019) والتي هدفت إلى دراسة أثر نفوذ المدير التنفيذي كمتغير تفاعلي Moderator Variable على العلاقة بين الإفصاح

عن أداء الاستدامة وأداء الشركة ، كما هدفت إلى دراسة أثر هيكل الملكية (سواء كان ملكية إدارية أو تركيز الملكية) كمتغير تفاعلي على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و أداء الشركة ، ولقد تم التطبيق على عينة من الشركات الصناعية الباكستانية والتي بلغ عددها ٩٩ شركة صناعية مدرجة ببورصة باكستان للأوراق المالية تمثل ٨ صناعات (الأسمت والكيميائية والأسمدة والتنقيب عن الغاز والنفط وتسويق الغاز والنفط والأدوية والتكرير والنسيج) خلال الفترة من سنة ٢٠٠٨ إلى ٢٠١٧ ، و توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية جوهرية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و أداء الشركة ، كما أن نفوذ المدير التنفيذي كمتغير تفاعلي لا يغير من اتجاه العلاقة الطردية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و أداء الشركة ولكنه يغير شدة أو قوة هذه العلاقة ، حيث يتسبب وجود نفوذ المدير التنفيذي كمتغير تفاعلي في زيادة شدة أو قوة العلاقة الطردية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و أداء الشركة ، كما توصلت الدراسة إلى أن هيكل الملكية (سواء كان ملكية إدارية أو تركيز الملكية) كمتغير تفاعلي يتسبب وجوده في زيادة شدة أو قوة العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و أداء الشركة ، وأوصت الدراسة بإدخال متغيرات تفاعلية أخرى قد تكون مؤثرة على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وأداء الشركة.

- دراسة (Li, Yiwei et al., 2018) والتي هدفت إلى دراسة أثر نفوذ المدير التنفيذي كمتغير تفاعلي Moderator Variable على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة ، ولقد تم قياس الإفصاح عن أداء الاستدامة (كمتغير مستقل) باستخدام مؤشر ESG بأبعاده الثلاثة المختلفة (البعد البيئي والبعد الاجتماعي وبعد الحوكمة) ، كما تم قياس قيمة الشركة (كمتغير تابع) باستخدام مقياس Tobin's Q ، ولقد تم التطبيق على عينة من الشركات البريطانية والتي بلغ عددها ٣٦٧ شركة بإجمالي ٢٤١٥ مشاهدة خلال الفترة من سنة ٢٠٠٤ إلى ٢٠١٣ ، و توصلت الدراسة إلى أن نفوذ المدير التنفيذي كمتغير تفاعلي يتسبب وجوده في زيادة شدة أو قوة العلاقة الطردية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة وأوصت الدراسة بإدخال متغيرات تفاعلية أخرى قد تكون مؤثرة على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة مثل هيكل الملكية، وهذا جزء مما سوف توفره الدراسة الحالية.

- دراسة (Zhao, T. & Xiao, X., September 2019) والتي هدفت إلى دراسة أثر الإفصاح عن البعد البيئي والاجتماعي لاستدامة الشركة كمتغير مستقل في القيود المالية التي تواجه الشركات كمتغير تابع ، ولقد تم التطبيق على عينة من الشركات الصينية

المدرجة ببورصة Shanghai and Shenzhen والتي بلغ عددها ٢١٥٥ شركة خلال الفترة من سنة ٢٠١٠ إلى ٢٠١٦، و توصلت الدراسة إلى أن علاقة الارتباط بين الإفصاح عن البعد البيئي والاجتماعي لاستدامة الشركة و القيود المالية التي تواجهها عكسية في مراحل النمو والنضج والانحدار من مراحل دورة حياة الشركة ، أي أن زيادة الإفصاح عن أداء الاستدامة يساهم في التخفيف أو التقليل من القيود المالية التي تواجه الشركات ، بينما في مرحلة الولادة من مراحل دورة حياة الشركة فلا يوجد أثر جوهري للإفصاح عن الاستدامة على القيود المالية التي تواجه الشركة.

- دراسة (García-Sánchez, I.M. et al. January, 2019) والتي هدفت إلى دراسة أثر مستوى وجودة الإفصاح عن أداء الاستدامة وتأكيد مراقب الحسابات على تقرير الاستدامة كمتغيرات مستقلة (باستخدام جميع بنود الاستدامة الاقتصادية و البيئية و الاجتماعية الواردة بالمبادرة العالمية لإعداد تقارير الاستدامة GRI) في القيود المالية التي تواجه الشركات كمتغير تابع (تم قياس القيود المالية باستخدام مؤشر Kaplan & Zingales) ، ولقد تم التطبيق على عينة من الشركات الدولية والتي بلغ عددها ١١٣٧ شركة خلال الفترة من سنة ٢٠٠٧ إلى ٢٠١٦ ، و توصلت الدراسة إلى أن علاقة الارتباط بين مستوى وجودة الإفصاح عن أداء الاستدامة و القيود المالية التي تواجهها الشركات عكسية ، كما إن تأكيد مراقب الحسابات وجودة تقرير التأكيد على تقرير الاستدامة كمتغيران تفاعليان يؤثران على العلاقة بين جودة الإفصاح عن أداء الاستدامة و القيود المالية التي تواجهها الشركات و يتسبب وجودهما في زيادة شدة أو قوة العلاقة العكسية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و القيود المالية التي تواجهها الشركات ، وأوصت الدراسة بإجراء بحوث مستقبلية تتناول متغيرات أخرى قد تؤثر على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و القيود المالية التي تواجهها الشركات مثل تركيز الملكية وغيرها من آليات حوكمة الشركات.

- دراسة (Uddin et al., September 2019) والتي هدفت إلى دراسة أثر نفوذ المدير التنفيذي (مقاس بازواجية دور المدير التنفيذي (CEO Duality)) كمتغير مستقل في القيود المالية التي تواجه الشركات كمتغير تابع (مقاس بالرافعة المالية) ، ولقد تم التطبيق على عينة من الشركات ببنجلاديش والتي بلغ عددها ٦٣ شركة خلال الفترة من سنة ٢٠٠٣ إلى ٢٠٠٧ ، و توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين ازواجية دور المدير التنفيذي و القيود المالية التي تواجهها الشركات (مقاس بالرافعة المالية).

- دراسة (Murtza & Azam, June 2019) والتي هدفت إلى دراسة أثر هيكل الملكية (مقاس بتركز الملكية Ownership Concentration) كمتغير مستقل في القيود المالية التي تواجه الشركات كمتغير تابع (مقاس بالرافعة المالية) ، ولقد تم التطبيق على عينة من الشركات بقطاع الصناعات الكيماوية المدرجة في بورصة كراتشي الباكستانية والتي بلغ عددها ٢٦ شركة خلال الفترة من سنة ٢٠١٢ إلى ٢٠١٧ ، و توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين تركيز الملكية و القيود المالية التي تواجه الشركة ، فكلما زاد تركيز الملكية زادت إمكانية التوصل للتمويل الخارجي ، وبالتالي قلت القيود المالية التي تواجه الشركة وأوصت الدراسة بإجراء دراسات مستقبلية باستخدام مقاييس أخرى لهيكل الملكية مثل الملكية الإدارية.

نستنتج من مراجعة الأدبيات والدراسات السابقة الموجودة في مجال أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة في قيمة الشركة والقيود المالية التي تواجهها اختلاف نتائج تلك الدراسات فيما يتعلق بأثر الإفصاح عن أداء الاستدامة في قيمة الشركة ، حيث اختلفت الدراسات السابقة فيما بينها من ناحية اتجاه العلاقة هل هو اتجاه إيجابي أم سلبي أم محايد أم مختلط ويرجع ذلك في رأي الباحثة إلى:

- اختلاف طريقة قياس الإفصاح المحاسبي عن أداء الاستدامة (المتغير المستقل) في كل دراسة نظراً لاختلاف البنود التي يشتمل عليها مؤشر الإفصاح في كل دراسة لعدم وجود معيار محاسبي موحد يتناول قضية الإفصاح عن أداء الاستدامة للشركة على المستوى المحلي والدولي يتضمن كيفية قياس ذلك الإفصاح.
- تناولت الدراسات السابقة أبعاد مختلفة للاستدامة يمكن تقسيمها إلى قسمين هما:

- دراسات تناولت بُعدين للاستدامة (البعد البيئي والاجتماعي للاستدامة والتي تسمى المسؤولية الاجتماعية للشركات Corporate Social Responsibility (CSR)) وهذا النوع من الدراسات منتشر بقوة وبمعدل متزايد من النمو وأحياناً يستخدم كبديل لمفهوم الاستدامة الكاملة وهذا غير صحيح لأنه يتجاهل البعد الاقتصادي للاستدامة.
- دراسات تناولت الاستدامة الكاملة بأبعادها الثلاثة معاً (البعد الاقتصادي والبعد البيئي والبعد الاجتماعي للاستدامة) ، وهذه عددها أقل من الدراسات التي تناولت البعد البيئي والاجتماعي للاستدامة ، ومعظم هذه الدراسات تمت بالتطبيق على دول مختلفة عن مصر .

كما أن الدراسات السابقة الموجودة في مجال أثر نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة قليلة على المستوى الدولي ، وتكاد تكون معدومة على المستوى المحلي في مصر وذلك حسب إطلاع الباحثة ، بالإضافة إلى أنه لا يوجد دراسات محلية تناولت أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على القيود المالية التي تواجه الشركات المقيدة بالبورصة المصرية وذلك حسب إطلاع الباحثة .

وترتياً على كل ما سبق ترى الباحثة أن مفهوم الاستدامة بأبعادها الثلاثة ما زال يحتاج إلى مزيد من البحث والتطوير ، ومن ثم هناك حاجة إلى مزيد من الأدلة حول أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة بأبعادها الثلاثة في قيمة الشركة وفي القيود المالية التي تواجهها مع دراسة دور كل من نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية في تلك العلاقات ، وذلك لاستكمال جهود الدراسات السابقة و توصياتها باستمرار البحوث المستقبلية في هذا المجال.

٢/٢ مفهوم وقياس قيمة الشركة:

يتمثل الهدف الأساسي للشركات في دنيا الأعمال في تعظيم قيمة الشركة أو تعظيم ثروتها ، ويعني تعظيم قيمة الشركة تعظيم ثروة المستثمرين فيها خصوصاً حملة الأسهم من خلال تعظيم القيمة السوقية للسهم ، وعلى ذلك فإن قيمة الشركة مفهوم هام للمستثمرين ، فهو مؤشر لتقييم الشركة في سوق الأوراق المالية بصفة عامة ، حيث تنعكس قيمة الشركة في سعر السهم الذي يعكس القيمة السوقية للشركة التي تم تكوينها من المعاملة بين المشتري والبائع للورقة المالية في ظل الفرص الاستثمارية المتاحة في سوق الأوراق المالية حول نمو الشركة في المستقبل وفرص زيادة ثروة المستثمرين (Ardillah, Kenny , 2018;Kurniasari & Warastuti, 2015) ، وعلى ذلك فإن أسعار الأسهم المرتفعة تجعل تقييم الشركة أعلى وتؤثر على ثقة المستثمرين نحو أداء الشركة الحالي والمستقبلي (Mukhtaruddin, Y. et al., 2014)، ومن ثم يمكن القول أن أسعار الأسهم تعتبر مقياساً هاماً لقرارات المستثمرين.

وبصفة عامة يوجد عدد من المقاييس التي تستخدم لقياس قيمة الشركة ، وسوف تستخدم المقاييس التالية في الدراسة الحالية:

- مقياس Tobin's Q نسبة إلى العالم الاقتصادي James Tobin ، والذي يعتمد في حسابه على المعلومات المحاسبية والسوقية معاً ، فهو يمثل مجموع القيمة السوقية للأسهم العادية والممتازة و القيمة الدفترية لإجمالي الديون

مقسوماً على القيمة الدفترية لإجمالي الأصول ، وتعد هذه النسبة من المقاييس الشائعة الاستخدام لقياس قيمة الشركة فهي تقيس الأداء طويل الأجل للشركة ، فإذا كانت نسبة Tobin's Q أكبر من واحد فإن ذلك يشير إلى أن القيمة السوقية للشركة أكبر من قيمة أصولها ويعبر ذلك عن الأداء الجيد للشركة والربحية المرتفعة وأن الشركة ناجحة في قراراتها الاستثمارية ، وذلك يعد محفزاً للمستثمرين لاستثمار أموالهم في تلك الشركة ، أما إذا كانت نسبة Tobin's Q أقل من واحد فإن ذلك يشير إلى أن القيمة السوقية للشركة أقل من قيمة أصولها ويعبر ذلك عن الأداء السلبي للشركة ، مما يشير إلى عدم جدوى الاستثمار بالأصول في تلك الشركة ، لذلك يميل المستثمرون إلى الهروب من الاستثمار بتلك الشركة. (Lee , Kyungtag & Lee , Hyunchul, January 2019; Cho , Sang Jun et al., January 2019; Hu , Yuanyuan et al., 2018; Kim,W.S. et al.,2018; Horn, Riana et al., 2018; Manrique ,S. et al., 2017; Eom ,K. & Nam ,G.,2017)

- القيمة السوقية المضافة (MVA) Market Value Added والذي تعتمد في حسابها على المعلومات المحاسبية والسوقية معاً ، فهو يمثل الفرق بين القيمة السوقية للأسهم العادية والممتازة والقيمة الدفترية لحقوق المساهمين مقسوماً على القيمة الدفترية للأصول ، وبالتالي فإن ارتفاع قيمة هذا المؤشر يشير إلى زيادة القيمة السوقية للأسهم ، ومن ثم تحقيق عوائد للمستثمرين و تعظيم ثروتهم ، ومن ثم يستخدم المستثمرون هذا المقياس لتقدير كفاءة إدارة الشركة في استخدام رأس مال الشركة في زيادة عوائد المستثمرين (Razali et al. , 2018 ; Carini ,C. et al., 2017; Song & Peng 2015) ولقد تم استخدام هذا المقياس في الدراسة الحالية نظراً لقلّة الدراسات السابقة المحلية والأجنبية التي تناولت هذا المؤشر كمقياس لقيمة الشركة في علاقته بالإفصاح عن أداء الاستدامة.

- معدل العائد العادي على السهم Security Return والذي يعتمد في حسابه على المعلومات السوقية فقط والتي تعتمد في حسابها بالدرجة الأولى على أسعار الأسهم والتغيرات التي تحدث فيها على مستوى الشركة ، فهو يمثل الفرق بين سعر السهم في الفترة الحالية وسعر السهم في الفترة السابقة مقسوماً على سعر السهم في الفترة السابقة ، (Timbate , L. & Park ,C. K. , 2018 ; Zhang ,Junru et al., 2018) ويعتبر معدل العائد العادي على

السهم من أهم المؤشرات التي يحتاج إليها المستثمر عند اتخاذ قراره الاستثماري فهو يعطي فكرة جيدة عن معدل النمو في سعر سهم الشركة ومن ثم فإن زيادة هذا المقياس يعني زيادة سعر السهم السوقي ، ومن ثم تحقيق المستثمرون لأهدافهم من الاستثمار والتي تتمثل في العمل على تنمية الثروة والأموال المتاحة ، وبالتالي الوصول إلى قرار رشيد يكفل لهم أعلى درجة من درجات المنفعة سواء الآن أو في المستقبل (جمام، محمود و دباش، أميرة، ٢٠١٧).

٣/٢ العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة :

١/٣/٢ مفهوم وقياس الإفصاح عن أداء الاستدامة :

زاد الاهتمام بإصدار تقرير الاستدامة Sustainability Reporting في الأعوام الأخيرة ، والذي نشأ كمحصلة لتطور تقرير المسؤولية الاجتماعية للشركات ، وأصبح هناك وعياً متزايداً من جانب الشركات لإصدار تقرير مستقل ومنفصل للإفصاح عن أداء الاستدامة بصورة سنوية (Olawumi & Chan, 2018; Shad et al., 2018; Orazalin & Mahmood , 2018; Michelon, G. et al. , 2018; Krivačić , 2017; Loh , L. et al., 2017; Kuzey & Uyar, 2017; Jones et al., 2016; Uyar, 2016) وفقاً لمتطلبات المبادرة العالمية لإعداد التقارير (GRI) فإن تقرير الاستدامة هو تقرير تصدره الشركة عن الآثار الاقتصادية والاجتماعية والبيئية التي تنتج عن أنشطتها (Palea, 2018; Mahmood & Orazalin, 2017; Whetman, 2017) ، فلم يعد الأداء المالي للشركة قصير الأجل بمفرده محور اهتمام أصحاب المصلحة فيها ، وإنما أصبح الاهتمام يشمل الاستدامة الاقتصادية والاجتماعية والبيئية (Alshehhi et al. , 2018) ، وهذا ما أكد عليه الدليل المصري لحوكمة الشركات (مركز المديرين المصري ، ٢٠١٦) ، الذي ذكر ضرورة قيام الشركة بإصدار تقرير عن الاستدامة، يتضمن إنجازات المجالات الاقتصادية والبيئية والاجتماعية للشركة ، كما يتضمن هذا التقرير قيم ومبادئ الشركة والتزاماتها تجاه المجتمع الذي تمارس فيه نشاطها.

ولزيادة الوعي بأهمية الاستدامة في سوق الأوراق المالية المصري أصدرت البورصة المصرية عام ٢٠١٦ الدليل الاسترشادي لإفصاح الشركات عن أداء الاستدامة ، والذي يهدف إلى تحسين الإفصاح و الشفافية في سوق رأس المال، والتأكد من أن الشركات المدرجة بالبورصة قادرة على إصدار التقارير والمعلومات الخاصة بالاستدامة ، نظراً لأهمية تلك التقارير في التأثير على القرارات الاستثمارية التي يتخذها المستثمرون ،

ومن الجدير بالذكر أن هذا الدليل غير ملزم، ولكنه يحقق مزايا للشركات إذا أفصحت اختياريًا عن الاستدامة (البورصة المصرية ، ٢٠١٦).

و يؤدي الإفصاح عن أداء الاستدامة إلى العديد من المزايا تتمثل في تحسين سمعة و صورة الشركة وزيادة قيمة العلامة التجارية لها ، بالإضافة إلى جذب الاستثمارات طويلة الأجل كأموال صناديق المعاشات (البورصة المصرية ، ٢٠١٦) ، لذلك من المتوقع أن تؤدي كل المزايا السابقة للإفصاح عن أداء الاستدامة إلى ترشيد قرارات المستثمرين في الأوراق المالية من خلال تأثيره في قيمة الشركة.

ويمكن قياس الإفصاح عن الاستدامة باستخدام ثلاث مقاييس مختلفة (والتي تمثلها رموز المتغيرات من SR1 إلى SR3 على الترتيب) ، وسوف نتناول قياس المتغيرات SR2, SR3, لأنها تحتاج لشرح تفصيلي ، وذلك كالتالي:

تم قياس الإفصاح عن أداء الاستدامة للمتغيرات SR2, SR3 باستخدام أسلوب تحليل المحتوى Content Analysis لتحديد مؤشرات الاستدامة التي أفصحت عنها كل شركة في تقرير الاستدامة الخاص بها ، وذلك طبقاً للخطوات الآتية:

١ - بالنسبة للمقياس SR2 الذي يمثل مستوى الإفصاح عن أداء الاستدامة يعطى القيمة واحد ، و صفر ، حيث نعطي إفصاح الشركة القيمة (١) إذا أفصحت الشركة عن البند ، ونعطي الإفصاح القيمة (صفر) في حالة عدم قيام الشركة بالإفصاح عن البند والبند ينطبق عليها ، وفي حالة أن البند لا ينطبق نضع علامة (x) ، وذلك من أجل عدم معاقبة الشركة لعدم الإفصاح ، وتم بعد ذلك قياس مستوى الإفصاح عن أداء الاستدامة كالتالي:

$$SR2 = (ADL / TDL)$$

حيث SR2 هو مستوى الإفصاح الكلي عن كل مؤشرات الاستدامة (الاقتصادية والبيئية والاجتماعية) ، ADL يمثل عدد العناصر الفعلية التي أفصحت عنها الشركة ، TDL يمثل الحد الأقصى لعدد العناصر المنطبقة في المؤشر.

٢ - بالنسبة للمقياس SR3 الذي يمثل جودة الإفصاح عن أداء الاستدامة تم استخدام مؤشر خماسي يتراوح من صفر إلى أربعة (Loh , L. et al., 2017; Ching ,H. Y. et al. , 2017) ، فإذا لم تفصح الشركة عن بند الاستدامة تعطى القيمة (صفر) ، وإذا أفصحت في صورة لا تتماشى مع متطلبات المبادرة العالمية لإعداد تقارير الاستدامة GRI التحديث الرابع (G4) تعطى القيمة (١) ، وإذا أفصحت في صورة تتماشى مع متطلبات المبادرة العالمية لإعداد تقارير الاستدامة GRI التحديث الرابع (G4) بصورة جزئية تعطى القيمة (٢) ، وإذا

أفصحت في صورة مطابقة تماماً لما تتطلبه المبادرة العالمية لإعداد تقارير الاستدامة GRI التحديث الرابع (G4) تعطى القيمة (٣) وإذا أفصحت في صورة مطابقة تماماً لما تتطلبه المبادرة العالمية لإعداد تقارير الاستدامة GRI التحديث الرابع (G4) مع وجود صور لمبادرات المشروعات التي تبنتها الشركة و رسوم بيانية وجدول وأشكال إيضاحية تعطى القيمة (٤) ، وتم بعد ذلك قياس مؤشر جودة الإفصاح عن الاستدامة كالتالي:

$$SR3 = (AS / TS)$$

حيث SR3 هو جودة الإفصاح عن أداء الاستدامة (الاقتصادية والبيئية والاجتماعية) ، AS يمثل الدرجة التي حصلت عليها الشركة فعلاً ، TS يمثل أقصى درجة يمكن أن تحصل عليها الشركة (عبارة عن عدد عناصر مؤشر الإفصاح × الحد الأقصى للمؤشر)

٣- قامت الباحثة بإعداد بنود مؤشر الإفصاح عن الاستدامة (سواء للمقياس SR2, SR3, والتي تمثل القائمة المرجعية Checklist للإفصاح باستخدام أهم البنود التي ذكرت بدليل الإفصاح عن الاستدامة الذي أصدرته المبادرة العالمية لإعداد تقارير الاستدامة Global Reporting Initiative (GRI) التحديث الرابع (G4) ، و المبادرة العالمية لإعداد تقارير الاستدامة (GRI) هي مبادرة دولية مستقلة تساعد الشركات على فهم ودمج مفهوم الاستدامة في أعمالها مع مساعداتها على إعداد تقارير الاستدامة الخاصة بها (البورصة المصرية ، ٢٠١٦) ، ولقد تم اختيار هذا الدليل لشيوع استخدامه على المستوى العالمي في مجال الاستدامة (KPMG, 2017; Chen et al., 2015; Michelin et al., 2015) ، مما يساعد على إمكانية المقارنة بين تقارير الاستدامة للشركات على المستوى الدولي ، ومن الجدير بالذكر أن المبادرة العالمية لإعداد تقارير الاستدامة (GRI) التحديث الرابع (G4) تتضمن ٩١ مؤشراً للاستدامة مقسم في ثلاثة أقسام هي : المؤشرات الاقتصادية والبيئية والاجتماعية للاستدامة ، ويشتمل ملحق البحث رقم (١) ، (٢) ، (٣) على جداول تبين أهم المؤشرات الاقتصادية والبيئية والاجتماعية للاستدامة طبقاً للمبادرة العالمية لتقارير الاستدامة التحديث الرابع والتي تم استخدامها في الدراسة الحالية (G4). (Global Reporting Initiative GRI, 2013) ، كما يوضح الشكل رقم (١) التالي أمثلة لأهم مؤشرات ومعايير تلك المبادرة:

الشكل رقم (١) مؤشرات ومعايير المبادرة العالمية لإعداد تقارير الاستدامة

أمثلة لأهم مؤشرات ومعايير المبادرة العالمية لإعداد تقارير الاستدامة (GRI) التحديث الرابع G4



المصدر: من إعداد الباحثة

٢/٣/٢ أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركة :

تعتمد قرارات المستثمرين بصفة عامة والمستثمرين في الأوراق المالية على الكثير من المعلومات المالية وغير المالية التي تفصح الشركات عنها و توفرها لهم ، ومن أهم المعلومات التي قد تكون مؤثرة في ترشيد قرارات هؤلاء المستثمرين (من خلال تأثيرها في قيمة الشركة) المعلومات الواردة بتقرير الإفصاح عن أداء الاستدامة للشركة ، ولقد تناولت العديد من الدراسات أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة للشركة كمتغير مستقل في قيمة الشركة كمتغير تابع ولقد استخدمت هذه الدراسات عدة مقاييس مختلفة للتعبير عن قيمة الشركة أهمها : القيمة السوقية المضافة MVA و مقياس Tobin's Q و معدل العائد العادي على السهم ، ولقد اختلفت نتائج تلك الدراسات فيما يتعلق بأثر الإفصاح عن أداء الاستدامة للشركة في قيمة الشركة ، حيث اختلفت الدراسات السابقة فيما بينها من ناحية علاقة الارتباط هل هي طردية أم عكسية أم محايدة أم مختلطة وذلك باختلاف الأسباب التي يستند إليها كل اتجاه وذلك كما يلي:

العلاقة الطردية : يشير هذا الاتجاه إلى وجود علاقة طردية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة ، فلقد توصلت غالبية الدراسات البحثية (Cho , Sang Jun et al., January 2019; Lee , Kyungtag & Lee , Hyunchul, January 2019; Zhang ,Junru et al., 2018; Hu , Yuanyuan et al., 2018; Miralles-Quirós , M. M. et al., 2018; Kuzey & Uyar, 2017; Loh , L. et al., 2017; Manrique S. et al., 2017) إلى وجود تلك العلاقة الإيجابية نظراً للفوائد والمزايا التي يوفرها الإفصاح عن أداء الاستدامة للشركة الذي يمنح الشركة مزايا تنافسية من خلالها يمكن زيادة مبيعاتها وتوسيع حصتها السوقية و تحسين صورتها في دنيا الأعمال ، مما يعني أن زيادة الإفصاح عن الاستدامة يؤدي إلى تحسين العلاقة بين الشركة وأصحاب المصلحة فيها، وبالتالي التأثير في زيادة قيمة الشركة وتعزيز قرارات المستثمرين من خلال جذب رؤوس الأموال و الاستثمارات طويلة الأجل و زيادة التعامل على أسهم الشركات ومن ثم زيادة أسعار أسهمها.

العلاقة العكسية: يشير هذا الاتجاه إلى وجود علاقة عكسية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة للشركة و قيمة الشركة، فلقد توصلت بعض الدراسات (Zhang ,Fang et al., 2019; Dai , Jingwen et al., 2019; Uwuigbe ,U. et al., 2018; Carini ,C. et al., 2017; Li , Biao & Wu , Kekun, 2017) إلى وجود تلك العلاقة السلبية نظراً لأن زيادة الإفصاح بالتفصيل عن أداء الاستدامة للشركة يحتاج إلى تكاليف مرتفعة كما أن الشركة قد يزيد لديها مخاطر تسرب معلومات الاستدامة للشركات المنافسة خصوصاً

المعلومات المتعلقة بتدريب وتطوير العاملين والمنتجات والعمليات مما يؤدي إلى التأثير على القدرة التنافسية للشركة ومن ثم انخفاض قيمة الشركة.

العلاقة المحايدة: يشير هذا الاتجاه إلى عدم وجود علاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة للشركة و قيمة الشركة ، فلقد توصلت بعض الدراسات (Carp , Mihai et al., January 2019; Horn, Riana et al., 2018; Timbate , L. & Park ,C. K. , 2017; Eom ,K. & Nam ,G.,2018) إلى عدم وجود تلك العلاقة نظراً لأن تأثير الاستدامة بأبعادها الثلاثة المختلفة (البعد الاقتصادي والبعد البيئي والبعد الاجتماعي للاستدامة) قد تلغى وتوازن بعضها البعض مما يؤدي إلى عدم وجود تأثير كبير لأبعاد الاستدامة الكلي على قيمة الشركة.

العلاقة المختلطة: يشير هذا الاتجاه إلى وجود علاقة طردية بين بعض أبعاد الإفصاح عن أداء الاستدامة (سواء البعد الاقتصادي أو البعد البيئي أو البعد الاجتماعي للاستدامة) و قيمة الشركة، و وجود علاقة عكسية بين بعض أبعاد الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة ، فلقد توصلت بعض الدراسات (Emmanuel, O.G. et al., Jan. – Feb.2019; Taliento, Marco et al., March 2019; Miralles-Quirós , M. M. et al., March 2019; Sampong ,Frank et al., 2018) إلى وجود تلك العلاقة.

٤/٢ أثر نفوذ المدير التنفيذي على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة:

يعتبر منصب المدير التنفيذي من أقوى المناصب في أي شركة ، هذا المنصب يمنحه نفوذ أو قوة أو سلطة Chief Executive Officer (CEO) Power والتي تعني قدرة المدير التنفيذي على التأثير في مجلس الإدارة مما يؤدي إلى زيادة سلطته و حريته في اتخاذ القرارات (Han , Seonghee et al. , 2016) ، وقد يتسبب هذا النفوذ في دفع الشركة إلى تحقيق الربحية وتعظيم الثروة و الفرص المستقبلية للمستثمرين فيها نظراً لزيادة قدرة المدير التنفيذي في هذه الحالة على اتخاذ القرارات الهامة في الشركة ، وبالتالي تحقيق آثار ايجابية من زيادة هذا النفوذ ، وقد يحدث عكس ما سبق حيث يستغل المدير التنفيذي ذلك النفوذ في تحقيق مصالحه الشخصية على حساب مصالح الشركة و المستثمرين فيها ، وبالتالي تحقيق آثار سلبية من زيادة هذا النفوذ (Sheikh ,Chengli et al.,2013; Tien ,Shahbaz, 2018) ، لذلك من المفترض أن يؤثر نفوذ المدير التنفيذي في قيمة الشركة ، ومن المتوقع أن يختلف ذلك النفوذ تبعاً لاختلاف الفترة التي قضاها المدير التنفيذي في منصبه ، بالإضافة إلى جمع المدير التنفيذي بين

منصبه ومنصب رئيس مجلس الإدارة في نفس الوقت ، لذلك تستخدم الدراسة الحالية المقاييس التالية لقياس نفوذ المدير التنفيذي:

• فترة ولاية المدير التنفيذي (CEO Tenure)

يقصد بفترة ولاية المدير التنفيذي فترة بقاؤه في منصبه والتي لم يحددها دليل حوكمة الشركات المصري ، وعلى المستوى النظري اختلفت الآراء حول علاقة فترة ولاية المدير التنفيذي بقيمة الشركة ، فهناك من يرى وجود علاقة موجبة بين فترة ولاية المدير التنفيذي و قيمة الشركة ، حيث أن بقاء المدير التنفيذي لفترة طويلة في منصبه يؤدي إلى فهم ثقافة الشركة وعملياتها بشكل أفضل مما يزيد من التزام هذا المدير تجاه تحقيق الأداء الجيد للشركة و الأداء الأفضل للسهم ، بينما هناك رأي آخر يرى وجود علاقة سالبة بين فترة ولاية المدير التنفيذي و قيمة الشركة ، حيث أن بقاء المدير التنفيذي لفترة طويلة في منصبه تؤدي إلى زيادة نفوذه وسلطة مع إمكانية بناء علاقات قوية مع مجلس الإدارة مما يؤثر على استقلالية و موضوعية تقييم أداء المدير التنفيذي من جانب مجلس الإدارة ، (Brochet ,Francois et al. ,2019; Chiu , Junmao et al. , 2019 ; Tien ,Chengli et al.,2013) ، مما ينعكس سلباً على أداء الشركة ، ومن ثم قيمتها السوقية.

وعلى المستوى التطبيقي اختلفت نتائج الدراسات السابقة حول علاقة الارتباط بين فترة ولاية المدير التنفيذي و قيمة الشركة ، فلقد توصلت دراسة (Tanikawa ,T.& Jung, Y. ,2019; Chiu , Junmao et al. , 2019 , Tien ,Chengli et al.,2013) إلى عدم وجود علاقة بين فترة ولاية المدير التنفيذي و قيمة الشركة ، بينما توصلت دراسة (Brochet ,Francois et al. ,2019) إلى وجود علاقة موجبة جوهرية بين فترة ولاية المدير التنفيذي و قيمة الشركة.

• ازدواجية دور المدير التنفيذي (CEO Duality)

Duality

يقصد بازدواجية دور المدير التنفيذي جمع شخص واحد بين منصب رئيس مجلس الإدارة ومنصب المدير التنفيذي ، والمطلع على الواقع العملي في مصر يلاحظ أنه غالباً ما يكون العضو المنتدب هو المدير التنفيذي و طبقاً لدليل حوكمة الشركات المصري فإن العضو المنتدب :هو عضو مجلس الإدارة الذي ينتدبه المجلس ليقوم بالإدارة الفعلية للشركة، ويعتلي هرم السلطة التنفيذية بها، ويحدد مجلس الإدارة اختصاصاته ومكافأته. و طبقاً لدليل الحوكمة يفضل الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة ومنصب العضو المنتدب ، وفي حال عدم إمكان ذلك يجب الإفصاح عن أسباب ذلك في تقرير الشركة

السنوي والموقع الالكتروني لها ، وفي هذه الحالة يتم تعيين نائب رئيس مجلس إدارة يرأس الاجتماعات التي تتناول أداء الإدارة التنفيذية. (مركز المديرين المصري ، ٢٠١٦).

وقد اختلفت الآراء حول فائدة ازدواجية دور المدير التنفيذي بالنسبة لقيمة الشركة ، حيث يوجد رأيان: الأول (Singh ,Satwinder et al. 2018; Rashid, Afzalur,2010) يرى أن وجود ازدواجية لدور المدير التنفيذي يؤدي إلى زيادة نفوذ وسلطة المدير التنفيذي ويحقق العديد من المزايا أهمها سرعة اتخاذ القرارات الاستراتيجية والحد من الصراعات الداخلية والتناقضات في صنع القرار والاستجابة السريعة للظروف الخارجية والصعوبات التي قد تواجه الشركة مما يؤدي إلى تعزيز وزيادة أداء الشركة.

بينما يرى مؤيدو الرأي الثاني (Singh , Satwinder et al. 2018; Rashid, Afzalur, 2010) أن الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة ومنصب العضو المنتدب (المدير التنفيذي) يحقق العديد من المزايا أهمها إمكانية رقابة أداء الإدارة التنفيذية من جانب مجلس الإدارة بدرجة أكبر ، بالإضافة إلى التقليل من ممارسة السلوك الانتهازي للمدير التنفيذي ، والذي ينعكس بدوره على تعزيز قيام مجلس الإدارة بدوره الرقابي مما ينعكس بطريقة ايجابية على أداء الشركة.

وفي ضوء اختلاف الآراء حول فائدة ازدواجية دور المدير التنفيذي ، اختلفت نتائج الدراسات حول علاقة الارتباط بينها وبين قيمة الشركة ، فلقد توصلت دراسة (Ayman Issa , et al.2019;Tien ,Chengli et al.,2013) إلى عدم وجود علاقة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي و قيمة الشركة ، بينما توصلت دراسة (Singh ,Satwinder et al. 2018; Rashid, Afzalur,2010) إلى وجود علاقة سالبة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي وبين قيمة الشركة ، فكلما زاد عدم الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة ومنصب العضو المنتدب كلما قلت قيمة الشركة ، ويرجع السبب في ذلك أن جمع شخص واحد بين منصب رئيس مجلس الإدارة ومنصب العضو المنتدب (المدير التنفيذي) يؤدي إلى زيادة نفوذ وسلطة المدير التنفيذي و هيمنتة على أنشطة مجلس الإدارة وتشكيل لجانه واجتماعاته بما يؤثر سلباً على استقلالية هذا المجلس و بما يحقق المنفعة الشخصية للمدير التنفيذي ، وذلك قد يضر بمصالح المستثمرين بالشركة ويقلل من قيمتها.

وبالرغم من وجود عدد من الدراسات التي تناولت أثر نفوذ المدير التنفيذي على قيمة الشركة إلا أن الدراسات التي تناولت أثر نفوذ المدير التنفيذي (أياً كانت طريقة قياسه) كمتغير تفاعلي **Moderator Variable** مع الإفصاح عن أداء الاستدامة في قيمة الشركة ، قليلة جداً بالرغم من أهمية دراسة نفوذ المدير التنفيذي كمتغير تفاعلي على أساس أن هذا المتغير التفاعلي قد يتسبب وجوده في زيادة أو خفض شدة أو قوة Strength العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة ، كما أنه قد يغير من اتجاه Direction العلاقة (طردية أو عكسية) بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة ، وقد اتفقت نتائج معظم الدراسات السابقة على أن نفوذ المدير التنفيذي كمتغير تفاعلي لا يغير من اتجاه العلاقة (طردية أو عكسية) بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة ولكنه يغير شدة أو قوة العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة ، حيث توصلت دراسة (Javeed& Lefen, January, 2018) ; Li, Yiwei et al. ,2019 إلى أن نفوذ المدير التنفيذي كمتغير تفاعلي يتسبب وجوده في زيادة شدة أو قوة العلاقة الطردية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة.

٥/٢ أثر هيكل الملكية على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة:

يعكس هيكل الملكية طبيعة ملاك الشركة وحصصهم في رأس مالها ، فمالكو الشركات غير متجانسين وتختلف أهدافهم ومتطلباتهم، فهناك كبار الملاك ، وهناك الملاك من الإداريين بالشركة ، ومن المتوقع أن تؤثر الاختلافات بين هذه الفئات المالكة غير المتجانسة في قيمة الشركة سلباً أو إيجاباً ، لذلك تستخدم الدراسة الحالية المقاييس التالية لقياس هيكل الملكية:

• الملكية الإدارية Managerial Ownership

يقصد بالملكية الإدارية وجود حصة أو نسبة في رأس مال الشركة للمديرين و أعضاء مجلس الإدارة ، وتعد الملكية الإدارية صورة من صور الحوافز والإثابة لأعضاء مجلس الإدارة والمديرين تساعد على تقارب المصالح بين إدارة الشركة والمستثمرين فيها مما يساعد على تحسن الأداء و زيادة قيمة الشركة نتيجة قيام مجلس الإدارة بالعمل لمصلحة الشركة ككل ، فغالباً ما لا يهتم أعضاء مجلس الإدارة بتعظيم قيمة الشركة ما لم يكن مالكاً فيها ، وهذا ما توصلت له الدراسات (Javeed & Lefen, January, 2018) ; Sulastri et al. , 2019، بينما هناك رأي آخر يرى أن الملكية الإدارية

المرتفعة قد تزيد من السلوك الانتهازي للإدارة ، فقد تحاول إدارة الشركة مع زيادة حصتها في رأس المال اتخاذ القرارات و العمل بشكل يحقق مصالحها الخاصة على حساب حملة الأسهم من خارج الشركة ، وقد يؤدي ذلك إلى تراجع الأداء و انخفاض قيمة الشركة لعدم اهتمام مجلس الإدارة بزيادة ثروة المساهمين وتركيزه على أهداف أخرى للشركة مثل التوسع في الحصة السوقية (Saidu & Gidado , 2018; Iswajuni et al. , 2018; Karim & Faiz , 2017; Mugobo , V. et al 2016).

وقد استخدمت نسبة إجمالي أسهم الشركة المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة لقياس الملكية الإدارية في الدراسة الحالية ، وهذه النسبة استخدمت في عدد من الدراسات السابقة مثل دراسة (Javeed & Lefen, January 2019; El-Habashy ,H. A.,2019 Makhlof ,M. H.,2018) ، وهذه النسبة يمكن الحصول عليها من نماذج تقرير الإفصاح عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين للشركات والذي تقدمه الشركات لإدارة الإفصاح بالبورصة بصورة ربع سنوية تنفيذاً للمادة ٣٠ من قواعد القيد بالبورصة المصرية.

• تركز الملكية Ownership Concentration

يقصد بتركز الملكية وجود عدد قليل من ملاك الشركة غالباً ما يشاركون في إدارتها وبالتالي يكون لهم القدرة على التأثير في القرارات الإدارية وفي التحكم في أنشطة الشركة المختلفة التشغيلية والتمويلية والاستثمارية ، وقد اختلفت نتائج الدراسات السابقة حول علاقة تركيز الملكية بقيمة الشركة فلقد توصلت دراسة (Abdullah et al. ,2019) إلى تحسن أداء وقيمة الشركة كلما زادت درجة تركيز الملكية، والسبب في ذلك يرجع إلى أن الملاك الكبار للشركة يكون لديهم دوافع وقدرات كبيرة على رقابة أداء المديرين وتقليل سيطرتهم على موارد الشركة ، وبالتالي يحاول هؤلاء الملاك تحقيق مصالحهم في الشركة من خلال زيادة ربحيتها وقيمتها ، وعلى ذلك فإن هيكل الملكية المشتمت بين عدد كبير من حملة الأسهم يؤدي إلى انفصال الملكية عن الإدارة مما يزيد من سيطرة المديرين على موارد الشركة مع محاولتهم تحقيق مصالحهم على حساب مصالح الملاك ، ولذلك فمن المتوقع أن يؤثر ذلك سلباً على أداء وقيمة الشركة ، بينما توصلت دراسة (Javeed & Lefen, January 2019) إلى وجود علاقة عكسية بين تركيز الملكية وقيمة الشركة ويرجع السبب في ذلك إلى وجود تعارض في بعض الأحوال بين مصالح الملاك الكبار للشركة وصغار الملاك الذين يمثلون الأقلية مما قد ينتج عنه أثر سلبي على أداء الشركة

وقيمتها ، بينما توصلت دراسة (Shabbir, 2018) إلى عدم وجود علاقة بين تركيز الملكية وقيمة الشركة.

وتعتبر نسبة إجمالي أسهم الشركة المملوكة للمساهمين (من خارج الإدارة) الذين يملكون ٥% فأكثر من الأسهم هي النسبة الشائعة لقياس تركيز الملكية ، وعلى ذلك كلما زاد عدد المساهمين الذين يملكون ٥% فأكثر من الأسهم يزيد تركيز الملكية في عدد محدود من المساهمين، وهذه النسبة استخدمت في عدد من الدراسات السابقة مثل دراسة (El-Shabbir, 2018; Habashy, H. A., 2019) ، وهذه النسبة يمكن الحصول عليها من نماذج تقرير الإفصاح عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين للشركات والذي تقدمه الشركات لإدارة الإفصاح بالبورصة بصورة ربع سنوية تنفيذاً للمادة ٣٠ من قواعد القيد بالبورصة المصرية.

وبالرغم من وجود عدد من الدراسات التي تناولت أثر هيكل الملكية على قيمة الشركة إلا أن الدراسات التي تناولت أثر هيكل الملكية (سواء كان ملكية إدارية أو تركيز الملكية) كمتغير تفاعلي Moderator Variable على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة ، قليلة جداً بالرغم من أهمية دراسة هيكل الملكية كمتغير تفاعلي ، وقد اتفقت نتائج معظم الدراسات السابقة على أن هيكل الملكية كمتغير تفاعلي لا يغير من اتجاه العلاقة Direction (طردية أو عكسبة) بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة ولكنه يزيد أو يخفض شدة أو قوة Strength العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة ، حيث توصلت دراسة (Javeed & Lefen, January 2019) إلى أن هيكل الملكية (سواء كان ملكية إدارية أو تركيز الملكية) كمتغير تفاعلي يتسبب وجوده في زيادة شدة أو قوة العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة ، بينما توصلت دراسة (Peng, & Yang, 2014) إلى أن هيكل الملكية (مقاس بتركيز الملكية) كمتغير تفاعلي يتسبب وجوده في خفض شدة أو قوة العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة.

٦/٢ العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و القيود المالية التي تواجه الشركة:

١/٦/٢ مفهوم وقياس القيود المالية التي تواجه الشركة

يقصد بالقيود المالية المعوقات أو الصعوبات التي تواجه الشركات والتي تحد من قدرتها على الحصول على مصادر التمويل الخارجي ، مما يترتب عليه عدم القدرة على

الاقتراض ، وصعوبة الحصول على القروض المصرفية ، بسبب ارتفاع تكلفة مصادر التمويل الخارجية (التمويل بالديون قصيرة وطويلة الأجل) الناتجة عن فوائد القرض عن مصادر التمويل الداخلية (حقوق الملكية من خلال إصدار أسهم أو من خلال الأرباح المحتجزة والاحتياطات) ، حيث يترتب على هذه القيود المالية زيادة المخاطر المالية والتعسر المالي والإفلاس الذي قد تتعرض له الشركة لزيادة الأعباء المالية المرتبطة بهذا النوع من مصادر التمويل ، وذلك مقارنة بمصادر التمويل الداخلية .

كما يترتب على هذه القيود المالية عدم قدرة الشركة على استغلال كل الفرص الاستثمارية المتاحة لها التي كان من الممكن الاستثمار فيها لو توافرت لديها الأموال اللازمة ، ما يدفع الشركات إلى زيادة الاعتماد على مصادر التمويل الداخلي لتمويل مشاريعها الاستثمارية مع تخليها عن بعض الفرص الاستثمارية لعدم توافر الأموال الكافية لديها ، أو لعدم توافر السيولة اللازمة لاستغلال تلك الفرص (Khurshid et al. 2018).

ويمكن قياس القيود المالية بطرق متعددة ، و الطرق الثلاثة التالية تم استخدامها للقياس في الدراسة الحالية:

- مؤشر Kaplan & Zingales ، استخدمت الدراسة الحالية هذا المؤشر لأنه المؤشر الأكثر استخداماً في الأدبيات الخاصة بالقيود المالية ، ويعتمد حساب هذا المؤشر على خمس نسب محاسبية ، ويحسب باستخدام المعادلة التالية للانحدار: (García-Sánchez, I.M. et al. January, 2019; De Carvalho & Kalatzis, 2018)

$$KZ_Index = -1.002 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} - 39.638 \frac{DIV_{it}}{A_{it-1}} - 1.315 \frac{C_{it}}{A_{it-1}} + 3.139 LEV_{it} + 0.283 Q_{it}$$

حيث أن :

KZ_Index مؤشر Kaplan & Zingales ، $\frac{CF_{it}}{A_{it-1}}$ هو نسبة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة i في الفترة t إلى إجمالي أصول الشركة i في نهاية الفترة السابقة $t-1$ ، $\frac{DIV_{it}}{A_{it-1}}$ هو نسبة التوزيعات النقدية للشركة i في الفترة t إلى إجمالي أصول الشركة i في نهاية الفترة السابقة $t-1$ ، $\frac{C_{it}}{A_{it-1}}$ نسبة إجمالي رصيد النقدية

للشركة i في الفترة t إلى إجمالي أصول الشركة i في نهاية الفترة السابقة $t-1$ ،
 LEV_{it} الرافعة المالية (نسبة إجمالي الخصوم إلى إجمالي الأصول) للشركة i في الفترة
 t ، Q_{it} مقياس Tobin's Q (مجموع القيمة السوقية للأسهم العادية والممتازة و
القيمة الدفترية لإجمالي الديون مقسوماً على القيمة الدفترية لإجمالي الأصول) للشركة i
في الفترة t .

وبصفة عامة فإن القيمة الأعلى لمؤشر KZ_Index يشير إلى زيادة القيود المالية التي
تواجه الشركة ، وبعد حساب المؤشر يتم تقسيم الشركات إلى شركات مقيدة مالياً وشركات غير
مقيدة مالياً من خلال استخدام القاعدة التالية: إذا زادت قيمة المؤشر عن متوسطه فإن الشركة
تتعرض لقيود مالية و تعطى القيمة (1) ، وتأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك. (García-

Sánchez, I.M. et al. January, 2019; De Carvalho & Kalatzis, 2018)

- حجم الشركة ، فعادة ما يستخدم حجم الشركة كمقياس لتصنيف الشركات إلى شركات مقيدة
وأخرى غير مقيدة مالياً ، فالشركات صغيرة الحجم غالباً ما تكون أكثر عرضة لأن تكون
مقيدة مالياً والعكس صحيح في حالة الشركات كبيرة الحجم ، وعلى ذلك يمكن القول أن
العلاقة بين حجم الشركة والقيود المالية التي تواجهها هي علاقة عكسية ، فالشركات الكبيرة
تتمتع بسهولة حصولها على التمويل الخارجي والداخلي أيضاً ، وذلك مقارنة بالشركات
الصغيرة ولذلك تزيد القيود المالية التي تواجهها ، فالشركات الصغيرة غالباً ما تكون حديثة
النشأة وخبرتها محدودة ، كما أنها تملك ضمانات قليلة تجاه مقرضها مما يزيد من القيود
المالية لها وصعوبة حصولها على التمويل الخارجي اللازم لها ، لذلك يعتبر حجم الشركة
متغيراً على قدر كبير من الأهمية لتحديد إذا كانت الشركة مقيدة مالياً أم لا ، وعلى ذلك تم
قياس القيود المالية التي تواجه الشركة في الدراسة الحالية باستخدام حجم الشركة ، فإذا قل
حجم الشركة مقاس باللوغار يتم الطبيعي لإجمالي الأصول عن متوسطه فإن الشركة تعتبر
صغيرة وتتعرض لقيود مالية و تعطى القيمة (1) ، وتأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك. (Liu
, Wenchien, 2018 ; Chang , Yanhao et al. , 2017)

- نسبة توزيعات الأرباح، فعادة ما يستخدم نسبة توزيعات الأرباح كمقياس لتصنيف الشركات
إلى شركات مقيدة وأخرى غير مقيدة مالياً ، فالشركات التي تقوم بتوزيع نسبة كبيرة من
أرباحها غالباً ما تكون غير مقيدة مالياً ، لأن ذلك يعكس نظرة تفاؤلية تجاه أرباح الشركة في
المستقبل بأنها في وضع جيد ، وعلى العكس من ذلك إذا كانت الشركة توزع أرباح محدودة
على مساهميها ، فالشركة المقيدة مالياً تواجه شروطاً شديدة عند رغبتها في الاقتراض
وبالتالي تلجأ إلى توزيع نسبة قليلة من أرباحها وتعتمد في تمويل أي مشروع استثماري على
الأرباح المحتجزة لديها ، وعلى ذلك تم قياس القيود المالية التي تواجه الشركة في الدراسة
الحالية باستخدام نسبة توزيعات الأرباح ، فإذا قلت هذه النسبة عن متوسطها فإن الشركة

تتعرض لقيود مالية و تعطى القيمة (١) ، وتأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك . (Liu ,Wenchien,2018 ; Chang ,Yanhao et al. ,2017)

٢/٦/٢ أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على القيود المالية التي تواجه الشركة :

تناولت العديد من الدراسات أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة للشركة كمتغير مستقل في القيود المالية التي تواجه الشركات كمتغير تابع ، ولقد اتفقت نتائج تلك الدراسات فيما يتعلق بأثر الإفصاح عن أداء الاستدامة للشركة في القيود المالية ، حيث اتفقت تلك الدراسات فيما بينها على أن علاقة الارتباط عكسية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة للشركة و القيود المالية التي تواجهها ، فلقد توصلت الدراسات (Zhao, T. & Xiao, X., September 2019; García-Sánchez, I.M. et al. January, 2019; Anwar ,Z. et al.,2019; Chan, et al. , 2017; Cheng ,B. et al. 2014), إلى وجود تلك العلاقة العكسية نظراً للفوائد والمزايا التي يوفرها الإفصاح عن أداء الاستدامة للشركة الذي يمنح الشركة مزايا تنافسية من خلالها يمكن تحسين سمعتها و صورتها في دنيا الأعمال ، مما يعني أن زيادة الإفصاح عن الاستدامة يؤدي إلى تحسين العلاقة بين الشركة وأصحاب المصلحة فيها وخصوصاً الدائنين والبنوك مما يمكن الشركة من الحصول على التمويل اللازم لها بسهولة أكبر وبتكلفة تمويل أقل، وبالتالي فإن زيادة الإفصاح عن أداء الاستدامة يساهم في التخفيف أو التقليل من القيود المالية التي تواجه الشركات.

٧/٢ أثر نفوذ المدير التنفيذي على القيود المالية التي تواجه الشركة:

تناولت العديد من الدراسات أثر نفوذ المدير التنفيذي (مقاس بازواجية دور المدير التنفيذي (CEO Duality)) كمتغير مستقل في القيود المالية التي تواجه الشركات كمتغير تابع ، وعلى المستوى النظري توجد علاقة ارتباط عكسية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي و القيود المالية التي تواجه الشركات ، حيث أن ازدواجية دور المدير التنفيذي تؤدي إلى التقليل من مشاكل عدم تماثل المعلومات بين الإدارة العليا والمستثمرين الناتجة عن فصل الملكية عن الإدارة مما يساعد الشركة على سرعة اتخاذ القرارات و زيادة إمكانية الوصول إلى التمويل الخارجي ، ومن ثم تقل القيود المالية التي تواجه الشركة (Khurshid et al. ,2018; Uwuigbe , 2014) .

أما على المستوى التطبيقي فلقد توصلت بعض الدراسات (Uddin et al., September 2019; Khurshid et al. ,2018;Chao et al., 2017; Ranti , 2013) إلى وجود علاقة طردية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي و القيود المالية التي

تواجه الشركات ، ولعل السبب في ذلك يرجع إلى أن المدير التنفيذي عندما يكون رئيساً لمجلس الإدارة في نفس الوقت يكون أكثر مسؤولية عن قراراته وأكثر تجنباً للمخاطرة ، وبالتالي فهو يلتزم بمستوى منخفض من الديون، في حين توصلت دراسة 1. Ahmad (2018), et al. إلى عدم وجود علاقة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي و القيود المالية التي تواجه الشركات.

٨/٢ أثر هيكل الملكية على القيود المالية التي تواجه الشركة:

تناولت العديد من الدراسات أثر هيكل الملكية (مقاس بتركز الملكية Ownership Concentration) علي القيود المالية التي تواجه الشركة ، وقد اختلفت نتائج تلك الدراسات من حيث عكسية أو طردية العلاقة بين تركز الملكية و القيود المالية التي تواجه الشركة ، حيث توصلت دراسة (Murtza & Azam, June 2019; Adi et al., 2018; Farooq, 2015) إلى وجود علاقة عكسية بين تركز الملكية و القيود المالية التي تواجه الشركة ، فكلما زاد تركز الملكية زادت إمكانية التوصل للتمويل الخارجي ، وبالتالي قلت القيود المالية التي تواجه الشركة ، والسبب في ذلك يرجع إلى أن الملكية المركزة تمكن أصحابها من مراقبة سياسات اتخاذ القرارات الإدارية داخل الشركة بفعالية وكفاءة ، كما تقلل عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين ، بينما توصلت دراسة (Paramanantham et al., 2018) إلى وجود علاقة طردية بين تركز الملكية و القيود المالية التي تواجه الشركة ، فكلما زاد تركز الملكية قلت إمكانية التوصل للتمويل الخارجي ، وبالتالي زادت القيود المالية التي تواجه الشركة ، والسبب في ذلك يرجع إلى أن الملاك المسيطرون والمركزة الملكية لديهم قد يقللون من المعلومات المفصح عنها للأطراف الخارجية المتعاملة مع الشركة وخصوصاً الدائنين الذين يجزمون عن منح التمويل للشركة لقلّة المعلومات المتاحة لاتخاذ قرار منح القرض وبالتالي تزيد القيود المالية التي تواجه الشركة ، في حين توصلت دراسة (Chee, H. K., 2016) إلى عدم وجود علاقة بين تركز الملكية و القيود المالية التي تواجه الشركة.

٣ - منهجية الدراسة التطبيقية:

١/٣ الهدف من الدراسة التطبيقية:

يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة التطبيقية في اختبارات الفروض المتعلقة بالدراسة، لتحديد أثر نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركات ، بالإضافة إلى تحديد أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة و

نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية على القيود المالية التي تواجه الشركات المدرجة
بمؤشر البورصة المصرية EGX 100 .

٢/٣ مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المدرجة بمؤشر البورصة المصرية
EGX 100 ، وهذا المؤشر هو أحد المؤشرات التي تصدرها البورصة المصرية ويتم
حسابه ابتداءً من ١/١/٢٠٠٦ ، وبدأ تطبيقه بدايةً من سنة ٢ أغسطس ٢٠٠٩ حيث
يقيس هذا المؤشر أداء المائة شركة الأكثر نشاطاً في سوق الأوراق المالية المصري ،
ولقد تم اختيار هذا المؤشر للأسباب التالية:

- يتضمن هذا المؤشر الشركات الـ ٣٠ الأنشطة المكونة لمؤشر EGX 30
بالإضافة إلى الشركات الـ ٧٠ المكونة لمؤشر EGX 70 ، وبالتالي يمكن من
خلال هذا المؤشر الحصول على أكبر حجم لعينة الدراسة .
- يتم تقييم الشركات المقيدة في مؤشر EGX 100 بشكل سنوي مع اختيار
أفضل ثلاثين شركة من الشركات المائة لتحظى بالترتيب الذي تستحقه
بمؤشر البورصة المصرية للتنمية المستدامة S&P/EGX ESG ، وبالتالي
يتضمن هذا المؤشر الشركات الأكثر إفصاحاً عن أداء الاستدامة.

أما عينة الدراسة فقد تم اختيار عينة عشوائية حجمها ٨٠ شركة من الشركات المائة
المدرجة في مؤشر البورصة المصرية EGX 100 الممثلة لمجتمع البحث ، أي أن حجم
العينة يمثل ٨٠% من حجم المجتمع .

ولقد تم تحديد حجم هذه العينة باستخدام المعادلة التالية: (الصيد، جلال

مصطفى و مصطفى، مصطفى جلال ، بدون تاريخ) .

$$n = \frac{NPq}{\frac{B^2}{4} (N - 1) + Pq}$$

حيث أن :

n تمثل حجم العينة ، N تمثل حجم المجتمع ، P تمثل نسبة وجود الظواهر
محل البحث في العينة ، وقد اعتبرت الباحثة ٥٠% ، وذلك للحصول على أكبر حجم
ممكن للعينة q تمثل نسبة عدم وجود الظواهر محل البحث في العينة وهي تساوي
 $(1 - P)$ ، B تمثل نسبة الخطأ المسموح به وقد اعتبرت الباحثة في حدود
 $\pm ٥\%$ ، وذلك لأنها حدود خطأ مقبولة في كثير من البحوث .

وسوف يتم دراسة العلاقات التي تتناولها الدراسة الحالية خلال خمس سنوات (من سنة ٢٠١٤ إلى سنة ٢٠١٨) ، وقد تم التأكد من صلاحية بيانات كل الشركات وتوافرها بما يتناسب مع طبيعة المتغيرات التي تتناولها الدراسة الحالية ، وبالتالي فإن عدد المشاهدات الإجمالية التي تتناولها الدراسة الحالية هي ٤٠٠ مشاهدة ، ويوضح الجدول رقم (١) التالي القطاعات والشركات محل الدراسة.

جدول رقم (١) شركات عينة الدراسة المدرجة بمؤشر البورصة المصرية EGX 100

عدد الشركات في كل قطاع	اسم الشركة	نوع القطاع	مسلسل
٦	الحديد والصلب المصرية	الموارد الأساسية	١
	العز الدخيلة للصلب - الاسكندرية		٢
	حديد عز		٣
	مصر الوطنية للصلب - عتاقة		٤
	اسيك للتعدين(ASCM)		٥
	البويات والصناعات الكيماوية - باكين		٦
٥	سيدي كرير للبتروكيماويات	الكيماويات	٧
	مصر لصناعة الكيماويات		٨
	المالية والصناعية المصرية		٩
	الصناعات الكيماوية المصرية - كيما		١٠
	ابوقير للاسمدة والصناعات الكيماوية		١١
٢	جى بى اوتو	الخدمات والمنتجات	١٢
	السويدي اليكتريك	الصناعية والسيارات	١٣
٤	المصرية لخدمات النقل (ايجيترانس)	خدمات النقل والشحن	١٤
	الاسكندرية لتداول الحاويات والبضائع		١٥
	القناة للتوكيلات الملاحية		١٦
	العربية المتحدة للشحن والتفريغ		١٧
١٣	التعمير والاستشارات الهندسية	العقارات	١٨
	الاستثمار العقاري العربي - اليكو		١٩
	مينا للاستثمار السياحي والعقاري		٢٠
	السادس من اكتوبر للتنمية والاستثمار - سوديك		٢١
	مصر الجديدة للاسكان والتعمير		٢٢
	مدينة نصر للاسكان والتعمير		٢٣
	مجموعة طلعت مصطفي القابضة		٢٤
	المتحدة للاسكان والتعمير		٢٥
	الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري SCCD		٢٦
	بالم هيلز للتعمير		٢٧
	الشمس للاسكان والتعمير		٢٨
	عامر القابضة (عامر جروب)		٢٩
	اوراسكوم للتنمية مصر		٣٠

تابع جدول رقم (١) شركات عينة الدراسة المدرجة بمؤشر البورصة المصرية EGX 100

عدد الشركات في كل قطاع	اسم الشركة	نوع القطاع	مسلسل
٤	جولدن كوست السخنة للاستثمار السياحي	سياحة و ترفيه	٣١
	الوادي العالمية للاستثمار و التنمية		٣٢
	المصرية للمشروعات السياحية العالمية		٣٣
	رمكو لانشاء القرى السياحيه		٣٤
٣	المصرية للإتصالات	اتصالات و اعلام و تكنولوجيا المعلومات	٣٥
	المصرية للأقمار الصناعية (نايل سات)		٣٦
	المصريه لمدينة الانتاج الاعلامى		٣٧
١٠	المصرية لصناعة النشا والجلوكوز	أغذية و مشروبات و تبيع	٣٨
	الاسماعيلية الوطنية للصناعات الغذائية (فوديكو)		٣٩
	الدلتا للسكر		٤٠
	القاهرة للزيوت والصابون		٤١
	النصر لتصنيع الحاصلات الزراعية		٤٢
	اجواء للصناعات الغذائية - مصر		٤٣
	الشرقية - ايسترن كومباني		٤٤
	جهينة للصناعات الغذائية		٤٥
	الاسماعيلية مصر للدواجن		٤٦
	القاهرة للدواجن		٤٧
١١	القابضة المصرية الكويتية	خدمات مالية غير مصرفية	٤٨
	ارابيا انفستمننتس هولدينج		٤٩
	القلعة للاستشارات الماليه - اسهم عادية		٥٠
	المجموعه الماليه هيرمس القابضه		٥١
	الملتقي العربي للاستثمارات		٥٢
	راية القابضة للاستثمارات المالية		٥٣
	النعيم القابضة للاستثمارات		٥٤
	بلتون المالية القابضة		٥٥
	الاهلي للتنمية والاستثمار		٥٦
	بايونيرز القابضة لأستثمارات المالية		٥٧
	أوراسكوم للاستثمار القابضة		٥٨

تابع جدول رقم (١) شركات عينة الدراسة المدرجة بمؤشر البورصة المصرية EGX 100

عدد الشركات في كل قطاع	اسم الشركة	نوع القطاع	مسل
٣	الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء والتعمير - ا يكون	مقاولات وإنشاءات هندسية	٥٩
	الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقاري		٦٠
	المصرية لتطوير صناعة البناء (ليفيت سلاب مصر)		٦١
٣	النساجون الشرقيون للسجاد	منسوجات و سلع معمرة	٦٢
	العربية لحليج الأقطان		٦٣
	العرفة للاستثمارات والاستشارات		٦٤
٦	اسمنت بورتلاند طرة المصرية	مواد البناء	٦٥
	اسمنت سيناء		٦٦
	العز للسيراميك و البورسلين - الجوهرة		٦٧
	العربية للخزف - سيراميك ريماس		٦٨
	جنوب الوادي للاسمنت		٦٩
	السويس للاسمنت		٧٠
٢	الخدمات الملاحية والبترولية - مارديف	طاقة وخدمات مساندة	٧١
	الاسكندرية للزيوت المعدنية		٧٢
١	الدولية للمحاصيل الزراعيه	تجارة وموزعون	٧٣
٦	بنك التعمير والاسكان	البنوك	٧٤
	بنك فيصل الاسلامي المصري بالجنية		٧٥
	بنك كريدي اجريكول مصر		٧٦
	البنك التجاري الدولي (مصر)		٧٧
	مصرف أبو ظبي الإسلامي - مصر		٧٨
	البنك المصري الخليجي		٧٩
١	الاهرام للطباعة و التغليف	ورق و مواد تعبئة و تغليف	٨٠
٨٠	إجمالي عدد الشركات		
٤٠٠	إجمالي عدد المشاهدات (٥×٨٠)		

٣/٣ متغيرات الدراسة:

اعتمدت الباحثة في قياس متغيرات الدراسة على عدد من الدراسات السابقة، وفيما يلي جدول يوضح هذه المتغيرات وطريقة قياسها لأغراض التحليل الإحصائي.

جدول رقم (٢) متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

رمز المتغير	المتغير	نوع المتغير	طريقة القياس	دراسات سابقة استخدمت نفس المقياس
قيمة الشركة				
FV1	قيمة الشركة	تابع في النماذج من الأول وحتى الخامس.	مقياس Tobin's Q	(Cho , Sang Jun et al., January 2019; Lee , &Kyungtag Lee , Hyunchul, January 2019; Hu , Yuanyuan et al., 2018; Kuzey & Uyar, 2017)
FV2	قيمة الشركة	تابع في النماذج من الأول وحتى الخامس.	معدل العائد العادي على السهم	(Zhang ,Junru et al., 2018; Timbate , L. & Park ,C. K. , 2018)
FV3	قيمة الشركة	تابع في النماذج من الأول وحتى الخامس.	القيمة السوقية المضافة MVA	(Carini ,C. et al., 2017; Song & Peng 2015)
القيود المالية على الشركة				
FC1	القيود المالية على الشركة	تابع في النماذج من السادس حتى الثامن.	مؤشر Kaplan & Zingales فإذا زادت قيمة المؤشر عن متوسطه فإن الشركة تتعرض لقيود مالية وتعطى القيمة (١) ، وتأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك.	(García-Sánchez, I.M. et al. January, 2019; De Carvalho & Kalatzis,2018)
FC2	القيود المالية على الشركة	تابع في النماذج من السادس حتى الثامن.	حجم الشركة فإذا قل حجم الشركة عن متوسطه فإن الشركة تعتبر صغيرة وتتعرض لقيود مالية وتعطى القيمة (١) ، وتأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك.	(Liu ,Wenchien,2018 ; Chang ,Yanhao et al. ,2017)
FC3	القيود المالية على الشركة	تابع في النماذج من السادس حتى الثامن.	نسبة توزيعات الأرباح فإذا قلت هذه النسبة عن متوسطها فإن الشركة تتعرض لقيود مالية وتعطى القيمة (١) ، وتأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك.	(Liu ,Wenchien,2018 ;Chang ,Yanhao et al. ,2017)

تابع جدول رقم (٢) متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

دراسات سابقة استخدمت نفس المقياس	طريقة القياس	نوع المتغير	المتغير	رمز المتغير
الإفصاح عن أداء الاستدامة				
(Timbate , L. & Park ,C. K. , 2018)	إذا كانت الشركة مدرجة في مؤشر البورصة المصرية للتنمية المستدامة تعطى القيمة (١) ، وتأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك.	مستقل في النماذج من الأول وحتى السادس.	الإفصاح عن أداء الاستدامة (مقياس ١)	SR1
(Orazalin & Mahmood , June 2018; Aras et al. , February 2018)	مؤشر ثنائي للإفصاح عن أداء الاستدامة الكلي من خلال أسلوب تحليل المحتوى وباستخدام أهم بنود الاستدامة الواردة بالمبادرة GRI.	مستقل في النماذج من الأول وحتى السادس.	مستوى الإفصاح عن أداء الاستدامة (مقياس ٢)	SR2
(Loh , L. et al., 2017; Ching ,H. Y. et al. , 2017)	مؤشر خماسي لجودة الإفصاح عن الاستدامة الكلي من خلال أسلوب تحليل المحتوى.	مستقل في النماذج من الأول وحتى السادس.	جودة الإفصاح عن أداء الاستدامة (مقياس ٣)	SR3
نفوذ المدير التنفيذي				
(Chao ,C. C.,2017)	اللوغاريتم الطبيعي لعدد سنوات بقاء المدير التنفيذي في منصبه.	مستقل في النموذج الثاني.	فترة ولاية المدير التنفيذي	TEN
(Ben Rejeb ,J. & Missaoui, I., 2019;Sheikh ,Shahbaz,2019; Kaur ,R.& Singh ,B.,2018; Li ,Frank,2016; Tien ,Chengli et al. , 2013)	إذا كان رئيس مجلس الإدارة هو المدير التنفيذي يعطى القيمة (١) ، ويعطى القيمة صفر بخلاف ذلك	مستقل في النموذج الثالث والسابع.	ازدواجية دور المدير التنفيذي	BDU

تابع جدول رقم (٢) متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

دراسات سابقة استخدمت نفس المقياس	طريقة القياس	نوع المتغير	المتغير	رمز المتغير
هيكل الملكية				
(Javeed& Lefen, January 2019)	نسبة إجمالي أسهم الشركة المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة.	مستقل في النموذج الرابع	الملكية الإدارية	MOW
(Dakhlalh, M. M. et al., July 2019)	نسبة إجمالي أسهم الشركة المملوكة للمساهمين (من خارج الإدارة) الذين يملكون ٥% فأكثر من الأسهم.	مستقل في النموذج الخامس والثامن	تركز الملكية	OWC
متغيرات مُعَدِّلة أو متفاعلة				
(Javeed& Lefen, January 2019 ; Li, Yiwei et al., 2018)	متغير يبين التفاعل بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و نفوذ المدير التنفيذي(مقياس بفترة ولاية المدير التنفيذي).	مُعَدِّل أو متفاعل في النموذج الثاني.		$SR \times TEN$
	متغير يبين التفاعل بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و نفوذ المدير التنفيذي(مقياس بازدواجية دور المدير التنفيذي).	مُعَدِّل أو متفاعل بالنموذج الثالث.		$SR \times BDU$
(Javeed& Lefen, January 2019)	متغير يبين التفاعل بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و الملكية الإدارية.	مُعَدِّل أو متفاعل بالنموذج الرابع.		$SR \times MOW$
(Javeed& Lefen, January 2019)	متغير يبين التفاعل الإفصاح عن أداء الاستدامة و تركيز الملكية.	مُعَدِّل أو متفاعل بالنموذج الخامس.		$SR \times OWC$

تابع جدول رقم (٢) متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

دراسات سابقة استخدمت نفس المقياس	طريقة القياس	نوع المتغير	المتغير	رمز المتغير
متغيرات رقابية				
(Javeed& Lefen, January 2019)	نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول.	رقابي في جميع نماذج الدراسة	الرافعة المالية	LV
(Tanikawa ,T.& Jung, Y.,2019; Abdullah et al. ,2019; Ben Rejeb ,J. & Missaoui, I., 2019;Javeed& Lefen, January 2019; Kaur ,R.& Singh ,B.,2018)	نسبة صافي الربح بعد الفوائد والضرائب إلى إجمالي الأصول.	رقابي في جميع نماذج الدراسة	معدل العائد على الأصول	ROA
(Javeed& Lefen, January 2019)	نسبة إجمالي المبيعات إلى إجمالي الأصول.	متغير رقابي في النماذج من الأول إلى الخامس	معدل دوران الأصول	AT
(Louhichi & Zreik ,2015)	اللوغاريتم الطبيعي لنفقات البحوث والتطوير السنوية.	متغير رقابي في النماذج من الأول إلى الخامس	نفقات البحوث والتطوير	RD

يتضح من الجدول السابق متغيرات الدراسة المستقلة والتابعة والرقابية ، وقد سبق تناول المتغيرات المستقلة والتابعة بالشرح في الجزء النظري للدراسة ، أما المتغيرات الرقابية فهي

أهم المتغيرات التي تناولتها الدراسات السابقة والتي قد تكون مؤثرة على المتغير التابع فبالنسبة للنموذج الأول والثاني والثالث و الرابع والخامس للدراسة تتمثل المتغيرات الرقابية في: الرافعة المالية LV ، معدل العائد على الأصول ROA ، و معدل دوران الأصول AT ، نفقات البحوث والتطوير RD ، وهذه المتغيرات من المتوقع أن تكون عوامل مؤثرة في المتغير التابع المتمثل في قيمة الشركة ، حيث توصلت دراسة (Shahzad & Sharfman,2017) إلى وجود علاقة عكسية جوهرية بين الرافعة المالية و قيمة الشركة (مقاسة بمقياس Tobin's Q)، كما توصلت دراسة (Kim,W.S. et al.,2018) إلى وجود علاقة طردية جوهرية بين معدل العائد على الأصول و قيمة الشركة (مقاسة بمقياس Tobin's Q)، كما توصلت دراسة (Javeed& Lefen, January 2019) إلى وجود علاقة طردية جوهرية بين معدل دوران الأصول و قيمة الشركة ، كما توصلت دراسة (Li ,Frank,2016) إلى وجود علاقة طردية جوهرية بين نفقات البحوث والتطوير و قيمة الشركة.

أما النموذج والسادس والسابع والثامن للدراسة تتمثل المتغيرات الرقابية في: الرافعة المالية LV ، معدل العائد على الأصول ROA ، وهذه المتغيرات من المتوقع أن تكون عوامل مؤثرة في المتغير التابع القيود المالية التي تواجه الشركة ، حيث توصلت دراسة (Zhao, T. & Xiao, X.,2018) إلى وجود علاقة طردية جوهرية بين الرافعة المالية و القيود المالية التي تواجه الشركة ، كما توصلت دراسة (Chang ,X. et al. 2019) إلى وجود علاقة عكسية جوهرية بين معدل العائد على الأصول و القيود المالية التي تواجه الشركة.

٤/٣ أساليب جمع البيانات:

تم جمع بيانات الدراسة التطبيقية من خلال التقارير المالية السنوية (وما يتضمنه من قوائم مالية وإيضاحات متممة لها) ، وتقارير الإفصاح عن أداء الاستدامة الذي تصدره الشركات المختلفة بصورة اختيارية ، بالإضافة إلى نماذج تقرير الإفصاح عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين للشركات والذي تقدمه الشركات لإدارة الإفصاح بالبورصة بصورة ربع سنوية تنفيذاً للمادة ٣٠ من قواعد القيد بالبورصة ، كذلك نماذج تقرير مجلس الإدارة السنوي المرفق بالقوائم المالية تنفيذاً للمادة ٤٠ من قواعد القيد بالبورصة، كذلك تم الحصول على أسعار أسهم الشركات وتقارير حوكمة الشركات والذي تقدمه الشركات لإدارة الإفصاح بالبورصة المصرية، ولقد تم الحصول على هذه المعلومات من شركة مصر لنشر

المعلومات بالإضافة إلى بعض المواقع الإلكترونية ، مثل مواقع الشركات على شبكة الإنترنت و موقع البورصة المصرية .

٥/٣ نماذج الدراسة:

النموذج الأول (في صورة انحدار متعدد)

$$FV = b_0 + b_1SR + Controls$$

النموذج الثاني (في صورة انحدار خطي متعدد)

$$FV = b_0 + b_1SR + b_2TEN + b_3SR \times TEN + Controls$$

النموذج الثالث (في صورة انحدار خطي متعدد)

$$FV = b_0 + b_1SR + b_2BDU + b_3SR \times BDU + Controls$$

النموذج الرابع (في صورة انحدار خطي متعدد)

$$FV = b_0 + b_1SR + b_2MOW + b_3SR \times MOW + Controls$$

النموذج الخامس (في صورة انحدار خطي متعدد)

$$FV = b_0 + b_1SR + b_2OWC + b_3SR \times OWC + Controls$$

النموذج السادس (في صورة انحدار لوجستي)

$$Ln(ODDS) = Ln\left(\frac{\hat{FC}}{1 - \hat{FC}}\right) = b_0 + b_1SR + Controls$$

النموذج السابع (في صورة انحدار لوجستي)

$$Ln(ODDS) = Ln\left(\frac{\hat{FC}}{1 - \hat{FC}}\right) = b_0 + b_2BDU + Controls$$

النموذج الثامن (في صورة انحدار لوجستي)

$$Ln(ODDS) = Ln\left(\frac{\hat{FC}}{1 - \hat{FC}}\right) = b_0 + b_2OWC + Controls$$

حيث :

المتغيرات التابعة : قيمة الشركة FV (مقاس بثلاث مقاييس مختلفة) ، و القيود المالية

FC (مقاس بثلاث مقاييس مختلفة).

المتغيرات المستقلة: الإفصاح عن أداء الاستدامة SR (مقاس بثلاث مقاييس مختلفة) ، و نفوذ المدير التنفيذي (والذي يقاس باستخدام مقياسين هما: فترة ولاية المدير التنفيذي TEN ، و ازدواجية دور المدير التنفيذي BDU) وهيكل الملكية (والذي يقاس باستخدام مقياسين هما: الملكية الإدارية MOW ، و تركيز الملكية OWC).

المتغيرات المُعدّلة أو المتفاعلة: تتمثل في $SR \times TEN$ ، و $SR \times BDU$ ، و $SR \times MOW$ ، و $SR \times OWC$ تعبر عن التفاعل بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و كل من نفوذ المدير التنفيذي و هيكل الملكية.

المتغيرات الرقابية: *Controls* تتمثل في الرافعة المالية LV ، معدل العائد على الأصول ROA ، و معدل دوران الأصول AT ، نفقات البحوث والتطوير RD بالنموذج الأول والثاني والثالث و الرابع والخامس للدراسة ، بينما المتغيرات الرقابية بالنموذج السادس والسابع والثامن للدراسة فتمثل في: الرافعة المالية LV ، معدل العائد على الأصول ROA .

اللوغاريتم الطبيعي: Ln ، أما ODDS فهي معامل ترجيح حدوث قيود مالية تواجه الشركة وهو يساوي احتمال حدوث قيود مالية تواجه الشركة FC إلى احتمال عدم حدوث ذلك (1-FC).

الحد الثابت في معادلة الانحدار b_0 ، معاملات الانحدار المقدرّة في معادلة الانحدار b_1, b_2, b_3 .

وتتوقع الباحثة وجود علاقة موجبة معنوية بين المتغير التابع FV و المتغير SR ، بينما تتوقع وجود علاقة سالبة معنوية بين المتغير التابع FC و المتغير SR ، كما تتوقع الباحثة وجود أثر جوهري لنفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة ، وكذلك وجود أثر جوهري لنفوذ المدير التنفيذي (مقاس بازدواجية دور المدير التنفيذي) وهيكل الملكية (مقاس بتركيز الملكية) على القيود المالية التي تواجه الشركة .

٦/٣ الأساليب الإحصائية المستخدمة:

تم استخدام البرنامج الإحصائي SPSS ، والاستعانة بالأساليب التالية:

- الإحصاء الوصفي Descriptive Statistics لمتغيرات الدراسة (الوسط الحسابي) ، ومقاييس التشتت (أدنى قيمة ، أقصى قيمة).

بالنسبة للنموذج من الأول حتى الخامس للدراسة سوف تستخدم الأساليب الإحصائية

التالية:

- اختبار Kolmogorov-Smirnov لاختبار تبعية البيانات للتوزيع الطبيعي.
- تحليل الارتباط الخطي ليبرسون لقياس معنوية العلاقة بين متغيرات الدراسة المستقلة، وفي حالة وجود علاقة ارتباط قوية ومعنوية بين بعض المتغيرات المستقلة والتي يزيد فيها معامل الارتباط عن 0.7 أمكن الحكم بوجود مشكلة الازدواج الخطي Multicollinearity بين هذه المتغيرات .

- تحليل الانحدار المتعدد بالطريقة المباشرة : ويستخدم لبناء نموذج يوضح العلاقة بين تأثير المتغيرات المستقلة مجتمعة على المتغير التابع.

ويستخدم في تحليل الانحدار الخطي الأساليب التالية:

• معامل التحديد R^2 : وهو مؤشر على القدرة التفسيرية للنموذج.

• اختبار (F test): وهو أسلوب لاختبار معنوية نموذج الانحدار ككل.

• اختبار (T test): وذلك لاختبار معنوية المعلمات المقدرة (أي ثابت الانحدار، ومعلمة الانحدار).

بالنسبة للنموذج السادس وحتى الثامن للدراسة سوف تستخدم الأساليب الإحصائية

التالية:

- تحليل الانحدار اللوجستي الثنائي Binary Logistic Regression : يستخدم الانحدار اللوجستي لدراسة أثر متغير مستقل أو أكثر على متغير تابع ثنائي يأخذ قيمتين (واحد ، وصفر) .

ويستخدم في تحليل الانحدار اللوجستي الأساليب التالية:

• معامل Nagelkerke R Square : وهو مؤشر يقيس القوة التفسيرية للنموذج.

• اختبار (Chi-Square): يهدف هذا الاختبار إلى معرفة الدلالة الكلية لمعلمات النموذج.

• اختبار نسبة الترجيح (Wald test): وذلك لاختبار معنوية المعلمات المقدرة (أي ثابت الانحدار، ومعلمة الانحدار).

• اختبار جودة توفيق النموذج (Hosmer and Lemeshow Goodness-of-Fit Test) :

وذلك لاختبار مدى المطابقة بين القيم المتوقعة للمتغير التابع الناتجة من النموذج اللوجستي

والقيم الفعلية المشاهدة للمتغير التابع Significance فإذا كان الـ Sig. أكبر من ٠,٠٥ ، فإنه يتم الحكم على نموذج الانحدار اللوجستي بأنه جيد.

● اختبار كفاءة تصنيف النموذج من خلال جدول التصنيف وهي عبارة عن جدول يتكون من التصنيف المشاهد والتصنيف المتوقع للمتغير التابع ، و من خلال هذا الجدول نستطيع معرفة نسبة التصنيف الصحيح للنموذج ونسبة التصنيف الخاطئ، فكلما كانت نسبة التصنيف الصحيح كبيرة كلما كان النموذج ذو قدرة تنبؤية جيدة.

٧/٣ التحليل الإحصائي واختبار فروض الدراسة:

فيما يلي عرض لنتائج التحليل الإحصائي واختبار فروض الدراسة:

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدول التالي نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

جدول رقم (٣): نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	عدد المشاهدات	الوسط الحسابي	أقل قيمة	أعلى قيمة
FV1	400	1.15	0.40	5.08
FV2	400	0.10	-1.04	3.98
FV3	400	0.15	-0.60	4.08
FC1	400	0.72	0	1
FC2	400	0.67	0	1
FC3	400	0.70	0	1
SR1	400	0.38	0	1
SR2	400	0.39	0.19	0.81
SR3	400	0.28	0.15	0.69
TEN	400	1.86	0	2.64
BDU	400	0.61	0	1
MOW	400	0.37	0.003	0.82
OWC	400	0.48	0.06	0.91
LV	400	0.45	0.07	0.89
ROA	400	0.03	-0.10	0.32
AT	400	0.25	0.008	0.83
RD	400	8.96	0	12.1

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لبرنامج SPSS.

وفيما يلي توصيف متغيرات الدراسة كما يتضح من الجدول السابق:

- المتغير قيمة الشركة FV1 بلغ المتوسط الحسابي له 1.15 ، كما بلغت أكبر قيمة له 5.08 وأقل قيمة 0.40 ، وتشير هذه النتائج إلى أن القيمة السوقية لمعظم شركات عينة الدراسة أكبر من القيمة الدفترية لها طبقاً لمقياس Tobin's Q .
- المتغير قيمة الشركة FV2 بلغ المتوسط الحسابي له 0.10 ، كما بلغت أكبر قيمة له 3.98 وأقل قيمة -1.04 ، وتشير هذه النتائج إلى أن التغيرات في أسعار أسهم معظم شركات عينة الدراسة ليست كبيرة طبقاً لمقياس معدل العائد العادي على السهم .
- المتغير قيمة الشركة FV3 بلغ المتوسط الحسابي له 0.15 ، كما بلغت أكبر قيمة له 4.08 وأقل قيمة -0.60 ، وتشير هذه النتائج إلى أن القيمة السوقية أكبر من القيمة الدفترية لحقوق المساهمين لمعظم شركات عينة الدراسة طبقاً لمقياس القيمة السوقية المضافة MVA .
- المتغير القيود المالية على الشركة FC1 بلغ المتوسط الحسابي له 0.72 ، كما بلغت أكبر قيمة له 1 وأقل قيمة 0 ، وتشير هذه النتائج إلى أن معظم شركات عينة الدراسة لديها قيوداً مالية طبقاً لمؤشر Kaplan and Zingales .
- المتغير القيود المالية على الشركة FC2 بلغ المتوسط الحسابي له 0.67 ، كما بلغت أكبر قيمة له 1 وأقل قيمة 0 ، وتشير هذه النتائج إلى أن معظم شركات عينة الدراسة لديها قيوداً مالية طبقاً لمقياس حجم الشركة .
- المتغير القيود المالية على الشركة FC3 بلغ المتوسط الحسابي له 0.70 ، كما بلغت أكبر قيمة له 1 وأقل قيمة 0 ، وتشير هذه النتائج إلى أن معظم شركات عينة الدراسة لديها قيوداً مالية طبقاً لمقياس نسبة توزيعات الأرباح .
- المتغير الإفصاح عن أداء الاستدامة (مقياس ١) SR1 بلغ المتوسط الحسابي له 0.38 ، كما بلغت أكبر قيمة له 1 وأقل قيمة 0 ، وتشير هذه النتائج إلى أن أكثر من ثلث شركات عينة الدراسة مدرجة في مؤشر البورصة المصرية للتنمية المستدامة .
- المتغير الإفصاح عن أداء الاستدامة (مقياس ٢) SR2 بلغ المتوسط الحسابي له 0.39 ، كما بلغت أكبر قيمة له 0.81 وأقل قيمة 0.19 ، وتشير هذه النتائج إلى انخفاض مستوى الإفصاح عن أداء الاستدامة الكلى باستخدام أهم بنود الاستدامة بالمبادرة العالمية لإعداد تقارير الاستدامة GRI .

- المتغير الإفصاح عن أداء الاستدامة (مقياس 3) SR3 بلغ المتوسط الحسابي له 0.28 ، كما بلغت أكبر قيمة له 0.69 وأقل قيمة 0.15، وتشير هذه النتائج إلى انخفاض جودة الإفصاح عن أداء الاستدامة الكلي.
- المتغير فترة ولاية المدير التنفيذي TEN بلغ المتوسط الحسابي للوغاريتم الطبيعي لعدد سنوات بقاء المدير التنفيذي في منصبه 1.86 (بما يوازي 6.4 سنة) ، كما بلغت أكبر قيمة له 2.64 وأقل قيمة 0 ، وتشير هذه النتائج إلى ارتفاع متوسط عدد السنوات مما يعني زيادة نفوذ هذا المدير.
- المتغير ازدواجية دور المدير التنفيذي BDU بلغ المتوسط الحسابي له 0.61 ، كما بلغت أكبر قيمة له 1 وأقل قيمة 0 ، وتشير هذه النتائج إلى أن رئيس مجلس الإدارة هو المدير التنفيذي في أكثر من نصف شركات عينة الدراسة مما يعني زيادة نفوذ المدير التنفيذي .
- المتغير الملكية الإدارية MOW بلغ المتوسط الحسابي له 0.37 ، كما بلغت أكبر قيمة له 0.82 وأقل قيمة 0.003 ، وتشير هذه النتائج إلى وجود ملكية إدارية في أكثر من ثلث أسهم شركات عينة الدراسة.
- المتغير تركيز الملكية OWC بلغ المتوسط الحسابي له 0.48 ، كما بلغت أكبر قيمة له 0.91 وأقل قيمة 0.06 ، وتشير هذه النتائج إلى تركيز الملكية فيما يقرب من نصف أسهم شركات عينة الدراسة.
- المتغير الرافعة المالية LV بلغ المتوسط الحسابي له 0.45 ، كما بلغت أكبر قيمة له 0.89 وأقل قيمة 0.07 .
- المتغير معدل العائد على الأصول ROA بلغ المتوسط الحسابي له 0.03 ، كما بلغت أكبر قيمة له 0.32 وأقل قيمة -0.10 .
- المتغير معدل دوران الأصول AT بلغ المتوسط الحسابي له 0.25 ، كما بلغت أكبر قيمة له 0.83 وأقل قيمة 0.008 .
- المتغير نفقات البحوث والتطوير RD بلغ المتوسط الحسابي له 8.96 ، كما بلغت أكبر قيمة له 12.1 وأقل قيمة 0 .

نتائج التحليل الإحصائي الخاصة بالنموذج الأول والثاني والثالث والرابع

والخامس:

اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة:

حتى يمكن استخدام تحليل الانحدار المتعدد يجب تبعية متغيرات الدراسة الكمية (الداخلة في النموذج الأول والثاني والثالث والرابع والخامس) للتوزيع الطبيعي ، وللتأكد من ذلك قامت الباحثة باستخدام اختبار Kolmogorov-Smirnov Test ، وأوضحت نتائج هذا الاختبار أن قيمة P.Value لاختبار Kolmogorov-Smirnov Test أكبر من مستوى المعنوية 0.05 لجميع متغيرات الدراسة الكمية (حيث بلغت 0.113 ، 0.371 ، 0.422 ، 0.521 ، 0.326 ، 0.661 ، 0.321 ، 0.258 ، 0.369 ، 0.147 ، 0.654 ، للمتغيرات AT ، ROA ، LV ، OWC ، MOW ، TEN ، SR3 ، SR2 ، FV3 ، FV2 ، FV1 ، RD على الترتيب) ، ومن ثم نقبل الفرض العدمي القائل بأن بيانات العينة مسحوبة من مجتمع تتبع بياناته التوزيع الطبيعي .

تحليل الارتباط الخطي لبيرسون:

يوضح الجدول التالي نتائج تحليل الارتباط الخطي لبيرسون للمتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج الأول والثاني والثالث والرابع والخامس للدراسة (باستخدام مقياس SR1) .

جدول رقم (٤) نتائج تحليل الارتباط الخطي لبيرسون للمتغيرات المستقلة لنماذج الدراسة الأول والثاني والثالث والرابع والخامس

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1) SRI	1	.62*	.57*	-.35	.53*	-.47	.58*	-.67	.66	-.59	.62*	.43	.09
(2) TEN	.62*	1	-.64*	.48	-.36	.65*	-.55	.62*	-.54	.57	-.63*	-.64	-.49*
(3) <i>SRI × TEN</i>	.57*	-.64*	1	-.34	.52*	-.64*	.58	-.61*	.54	-.45	.53*	.42	-.02
(4) BDU	-.35	.48	-.34	1	.33*	.34*	-.47*	.48*	-.41*	.51*	-.11	-.26	-.07
(5) <i>SRI × BDU</i>	.53*	-.36	.52*	.33*	1	-.59*	.21*	-.46*	.29*	-.49*	.63*	.65*	-0.13
(6) MOW	-.47	.65*	-.64*	.34*	-.59*	1	-.40*	.28*	-.44*	.19	.64*	-.22*	-.06
(7) <i>SRI × MOW</i>	.58*	-.55	.58	-.47*	.21*	-.40*	1	-.52*	.44*	-.62*	.21*	.46*	.03
(8) OWC	-.67	.62*	-.61*	.48*	-.46*	.28*	-.52*	1	-.49*	.46*	-.65*	-.54*	-.04
(9) <i>SRI × OWC</i>	.66	-.54	.54	-.41*	.29*	-.44*	.44*	-.49*	1	-.64*	.24*	.48*	-.005
(10) LV	-.59	.57	-.45	.51*	-.49*	.19	-.62*	.46*	-.64*	1	-.62*	-.67*	-.05
(11) ROA	.62*	-.63*	.53*	-.11	.63*	.64*	.21*	-.65*	.24*	-.62*	1	.65*	.07
(12) AT	.43	-.64	.42	-.26	.65*	-.22*	.46*	-.54*	.48*	-.67*	.65*	1	.03
(13) RD	.09	-.49*	-.02	-.07	-.13	-.06	.03	-.04	-.005	-.05	.07	.03	1

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحثة من واقع نتائج التحليل الإحصائي)..(Correlation is significant (2-tailed).

من الجدول السابق يتضح وجود علاقة ارتباط بين بعض المتغيرات المستقلة (مثل الإفصاح عن أداء الاستدامة SR1 ، وفترة ولاية المدير التنفيذي TEN ، حيث بلغ معامل الارتباط 0.62) ، ولكن لا يزيد معامل الارتباط عن 0.7 مما يعني عدم وجود مشكلة الأزواج الخطي بين هذه المتغيرات ، لذلك يمكن استخدام الانحدار المتعدد بالطريقة المباشرة في النموذج الأول والثاني والثالث والرابع والخامس للدراسة.

نتائج التحليل الإحصائي الخاصة بالنموذج الأول:

سوف يتم تطبيق نموذج الانحدار المتعدد بالطريقة المباشرة لتفسير العلاقة بين المتغير التابع قيمة الشركة FV ، والمتغيرات المستقلة والرقابية المتمثلة في : الإفصاح عن أداء الاستدامة SR ، الرافعة المالية LV ، معدل العائد على الأصول ROA ، و معدل دوران الأصول AT ، نفقات البحوث والتطوير RD ، وجاءت النتائج كما يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (٥):النموذج الأول (في صورة انحدار متعدد بالطريقة المباشرة)

مقياس ٣ SR3		مقياس ٢ SR2		مقياس ١ SR1			
قيمة T test والمعنوية Sig.	معاملات الانحدار Coefficients	قيمة T test والمعنوية Sig.	معاملات الانحدار Coefficients	قيمة T test والمعنوية Sig.	معاملات الانحدار Coefficients		
-8.50 (.000)	-2.49	-12.5 (.000)	-2.39	-10.7 (.000)	-1.88	Constant	مقياس ١ FV1
1.37 (.020)	0.73	2.46 (.014)	0.89	0.44 (.000)	0.43	SR	
-14.8 (.000)	-4.16	-18.9 (.000)	-3.96	-14.31 (.020)	-3.39	LV	
12.31 (.000)	8.47	11.5 (.000)	8.14	9.75 (.000)	7.21	ROA	
15.67 (.070)	5.49	14.09 (.000)	5.22	17.8 (.000)	6.31	AT	
4.09 (.000)	0.021	3.70 (.000)	0.019	4.02 (.001)	0.019	RD	
0.851		0.853		0.857		معامل التحديد R square	
450.27		455.82		472.46		F test	
0.000		0.000		0.000		مستوى المعنوية لـ F test	
-12.20 (.000)	-1.96	-20.93 (.000)	-2.18	-19.4 (.000)	-1.90	Constant	مقياس ٢ FV2
0.126 (.009)	0.036	3.091 (.000)	0.771	2.06 (.040)	0.117	SR	
-12.41 (.000)	-1.91	-17.43 (.000)	-1.97	13.53 (.000)	1.79	LV	
28.27 (.000)	10.68	27.17 (.000)	10.33	25.04 (.000)	10.32	ROA	
16.49 (.000)	3.17	13.88 (.000)	2.79	16.92 (.000)	3.33	AT	
2.59 (.010)	0.007	2.97 (.003)	0.008	2.61 (.009)	.007	RD	
0.950		0.949		0.948		معامل التحديد R square	
1422.2		1480.2		1438.3		F test	
0.000		0.000		0.000		مستوى المعنوية لـ F test	
-11.9 (.000)	-3.49	-17.65 (.000)	-3.39	-16.4 (.000)	-2.88	Constant	مقياس ٣ FV3
1.72 (.010)	0.752	2.56 (.021)	0.98	4.30 (.000)	0.437	SR	
-14.9 (.000)	-4.62	-18.66 (.000)	-3.79	-14.3 (.000)	-3.39	LV	
12.52 (.000)	8.75	11.75 (.000)	8.19	9.76 (.000)	7.22	ROA	
15.87 (.070)	5.56	14.09 (.000)	5.34	17.84 (.000)	6.31	AT	
4.06 (.000)	0.034	3.80 (.000)	0.018	-4.02 (.000)	-0.019	RD	
0.859		0.854		0.858		معامل التحديد R square	
459.26		455.8		472.47		F test	
0.000		0.000		0.000		مستوى المعنوية لـ F test	

المصدر : مخرجات التحليل الإحصائي لبرنامج SPSS ، ومستوى المعنوية بين قوسين.

يتضح من الجدول السابق وجود علاقة ارتباط جوهريّة بين :

المتغير المستقل الإفصاح عن أداء الاستدامة SR (مقياساً باستخدام ثلاث مقاييس مختلفة هي: مقياس الإدراج في مؤشر البورصة المصرية للتنمية المستدامة SR1 ، و مستوى الإفصاح عن أداء الاستدامة الكلي SR2، و جودة الإفصاح عن أداء الاستدامة

(SR3) و المتغير التابع قيمة الشركة FV (مقاساً باستخدام ثلاث مقاييس مختلفة هي: مقياس FV1 Tobin's Q، و معدل العائد العادي على السهم FV2، و القيمة السوقية المضافة FV3)

وسوف يتم تناول نموذج الانحدار المتعدد (باستخدام مقياس ١ FV1 ، SR1) بالتفصيل لأنه يمثل النموذج الأساسي في الدراسة والمقاييس الأخرى هي للتأكيد على نتائج النموذج باستخدام المقياس ١ ، حيث يتضح من الجدول السابق أن النموذج الأول (باستخدام مقياس ١ FV1 ، SR1) للدراسة يأخذ الصيغة التالية:

$$FV1 = -1.88 + 0.43SR1 - 3.39LV + 7.21ROA + 6.31AT + 0.019RD$$

- نستنتج من النموذج الأول (باستخدام مقياس ١ FV1 ، SR1) للدراسة ما يلي:
- الإفصاح عن أداء الاستدامة SR1 يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة الإفصاح عن أداء الاستدامة SR1 بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 0.43 ، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Cho , Sang , Jun et al., January 2019; Lee , Kyungtag & Lee , Hyunchul, January 2019)
- الرافعة المالية LV تؤثر تأثيراً سالباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة الرافعة المالية بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى نقص قيمة الشركة بمقدار 3.39 ، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Shahzad & Sharfman, 2017).
- معدل العائد على الأصول ROA يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة معدل العائد على الأصول بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 7.21 ، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Kim, W.S. et al., 2018).
- معدل دوران الأصول AT يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة معدل دوران الأصول بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 6.31 ، وهو ما يتفق مع

الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Javeed& Lefen, January 2019).

• نفقات البحوث والتطوير RD يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة نفقات البحوث والتطوير بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 0.019 ، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Li, Frank, 2016). ويشير النموذج الأول السابق للدراسة (باستخدام مقياس 1 FV1 ، SR1) إلى قبول صحة الفرض الأول الذي ينص على:

توجد علاقة ارتباط جوهرية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة.

• الحكم على صلاحية نموذج الانحدار (باستخدام مقياس 1 FV1 ، SR1) الذي تم توقيه:

1- معنوية النموذج والمعلمات المقدرة: ثبتت معنوية النموذج ككل وفقاً لاختبار (F)، حيث بلغت قيمة F (472.46) بمستوى معنوية صفر أي أقل من مستوى المعنوية 0.05 ، كما ثبت معنوية المعلمات المقدرة وفقاً لاختبار (T) حيث كان مستوى المعنوية Sig. أقل من 0.05 لكل المتغيرات الداخلة في النموذج.

2- جودة التوفيق (القدرة التفسيرية للنموذج): بلغت قيمة معامل التحديد R^2 للنموذج (0.857)، أي أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر ما قيمته 85.7% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع، ويشير ذلك إلى القدرة التفسيرية المرتفعة للنموذج .

نتائج التحليل الإحصائي الخاصة بالنموذج الثاني:

سوف يتم تطبيق نموذج الانحدار المتعدد بالطريقة المباشرة لتفسير العلاقة بين المتغير التابع قيمة الشركة FV ، والمتغيرات المستقلة و المُعدلة والرقابية المتمثلة في : الإفصاح عن أداء الاستدامة SR ، فترة ولاية المدير التنفيذي TEN ، و التفاعل بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و فترة ولاية المدير التنفيذي $SR \times TEN$ ، الرافعة المالية LV ، معدل العائد على الأصول ROA ، و معدل دوران الأصول AT ، نفقات البحوث والتطوير RD ، وجاءت النتائج كما يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (٦): النموذج الثاني (في صورة انحدار متعدد بالطريقة المباشرة)

مقياس ٣ SR3		مقياس ٢ SR2		مقياس ١ SR1			
قيمة T test والمعنوية Sig.	معاملات الانحدار Coefficients	قيمة T test والمعنوية Sig.	معاملات الانحدار Coefficients	قيمة T test والمعنوية Sig.	معاملات الانحدار Coefficients		
-6.88 (.000)	-2.30	-9.96 (.000)	-2.18	-10.4 (.000)	-1.97	Constant	مقياس ١ FV1
1.39 (.016)	0.77	2.46 (.014)	0.89	3.65 (.000)	1.05	SR	
0.37 (.019)	0.008	0.29 (.009)	0.006	0.29 (.030)	0.05	TEN	
2.82 (.004)	0.074	2.96 (.003)	0.071	2.26 (.024)	0.15	$SR \times TEN$	
-7.57 (.000)	-3.89	-8.81 (.000)	-3.64	-8.70 (.000)	-3.51	LV	
8.67 (.000)	7.15	8.23 (.000)	6.86	9.60 (.000)	7.80	ROA	
15.19 (.000)	5.97	13.78 (.000)	5.69	16.42 (.000)	6.37	AT	
4.31 (.000)	0.022	3.895 (.000)	0.019	3.68 (.000)	0.018	RD	
0.855		0.856		0.859		معامل التحديد R square	
329.80		333.81		340.96		F test	
0.000		0.000		0.000		مستوى المعنوية لـ F test	
-9.37 (.000)	-1.73	-17.4 (.000)	-2.08	-18.5 (.000)	-1.91	Constant	مقياس ٢ FV2
0.97 (.032)	0.296	3.57 (.000)	0.724	4.53 (.000)	0.713	SR	
2.58 (.010)	0.031	1.84 (.036)	0.021	2.29 (.022)	0.025	TEN	
1.27 (.024)	0.017	0.98 (.033)	0.129	3.79 (.000)	0.135	$SR \times TEN$	
-4.54 (.000)	-1.29	-7.09 (.000)	-1.602	-6.77 (.000)	-1.49	LV	
24.08 (.000)	10.95	23.07 (.000)	10.49	25.23 (.000)	11.19	ROA	
14.002 (.000)	3.03	11.91 (.000)	2.69	15.07 (.000)	3.19	AT	
2.5 (.010)	0.007	2.79 (.006)	0.006	3.05 (.002)	0.008	RD	
0.948		0.940		0.951		معامل التحديد R square	
1029.5		1062.19		1083.74		F test	
0.000		0.000		0.000		مستوى المعنوية لـ F test	
-9.8 (.000)	-3.3	-14.5 (.000)	-3.18	-15.6 (.000)	-2.97	Constant	مقياس ٣ FV3
1.39 (.006)	0.77	2.45 (.014)	0.89	3.65 (.000)	1.05	SR	
0.36 (.013)	0.08	0.28 (.037)	0.07	0.029 (.007)	0.06	TEN	
2.92 (.004)	0.071	2.96 (.003)	0.08	2.26 (.024)	0.148	$SR \times TEN$	
-7.57 (.000)	-3.9	-8.9 (.000)	-3.7	-8.7 (.000)	-3.5	LV	
9.60 (.000)	7.80	8.23 (.000)	6.86	9.60 (.000)	7.80	ROA	
15.18 (.000)	5.9	13.78 (.000)	5.693	16.42 (.000)	6.37	AT	
4.31 (.080)	0.022	3.99 (.000)	0.02	3.68 (.080)	0.018	RD	
0.860		0.840		0.859		معامل التحديد R square	
329.8		333.81		340.96		F test	
0.000		0.000		0.000		مستوى المعنوية لـ F test	

المصدر : مخرجات التحليل الإحصائي لبرنامج SPSS ، ومستوى المعنوية بين قوسين.

يتضح من الجدول السابق أنه على مستوى جميع المقاييس المستخدمة لقياس متغيرات الدراسة ، يوجد علاقة ارتباط جوهرية بين:

- المتغير المستقل الإفصاح عن أداء الاستدامة SR و المتغير التابع قيمة الشركة FV.

- المتغير فترة ولاية المدير التنفيذي TEN و المتغير التابع قيمة الشركة FV.
- المتغير المتفاعل الإفصاح عن أداء الاستدامة و فترة ولاية المدير التنفيذي $SR \times TEN$ و المتغير التابع قيمة الشركة FV .

وسوف يتم تناول نموذج الانحدار المتعدد (باستخدام مقياس $FV1$ ، $SR1$) بالتفصيل لأنه يمثل النموذج الأساسي في الدراسة ، حيث يتضح من الجدول السابق أن النموذج الثاني (باستخدام مقياس $FV1$ ، $SR1$) للدراسة يأخذ الصيغة التالية:

$$FV1 = -1.97 + 1.05SR1 + 0.05TEN + 0.15SR1 \times TEN - 3.51LV + 7.80ROA + 6.37AT + 0.018RD$$

نستنتج من النموذج الثاني (باستخدام مقياس $FV1$ ، $SR1$) للدراسة ما يلي:

- الإفصاح عن أداء الاستدامة SR1 يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة الإفصاح عن أداء الاستدامة SR1 بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 1.05، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Cho , Sang Jun et al., January 2019)
- فترة ولاية المدير التنفيذي TEN يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة فترة ولاية المدير التنفيذي TEN بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 0.05، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Brochet ,Francois et al., 2019)
- التأثير المشترك أو التفاعل بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و فترة ولاية المدير التنفيذي $SR1 \times TEN$ يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة المتغير المتفاعل $SR1 \times TEN$ بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 0.15 ، ويشير ذلك إلى أن زيادة نفوذ المدير التنفيذي مقاساً بفترة ولاية المدير التنفيذي يساهم في زيادة

- شدة العلاقة الطردية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Javeed& Lefen, January 2019 ; Li, Yiwei et al., 2018)
- الرافعة المالية LV تؤثر تأثيراً سالباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة الرافعة المالية بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى نقص قيمة الشركة بمقدار 3.51، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Shahzad & Sharfman, 2017).
 - معدل العائد على الأصول ROA يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة معدل العائد على الأصول بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 7.80، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Kim, W.S. et al., 2018).
 - معدل دوران الأصول AT يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة معدل دوران الأصول بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 6.37 ، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Javeed& Lefen, January 2019).
 - نفقات البحوث والتطوير RD يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة نفقات البحوث والتطوير بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 0.018 ، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Li, Frank, 2016).
- ويشير النموذج الثاني السابق للدراسة (باستخدام مقياس ١ FV1 ، SR1) إلى قبول صحة الفرض الثاني الذي ينص على:
- يؤثر نفوذ المدير التنفيذي (مقاساً بفترة ولاية المدير التنفيذي) بصورة جوهرية على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة.

• الحكم على صلاحية نموذج الانحدار الذي تم توقيه:

١- معنوية النموذج والمعلومات المقدرة: ثبتت معنوية النموذج ككل وفقاً لاختبار (F)، حيث بلغت قيمة F (340.96) بمستوى معنوية صفر أي أقل من مستوى المعنوية 0.05 ، كما ثبت معنوية المعلومات المقدرة وفقاً لاختبار (T) حيث كان مستوى المعنوية Sig. أقل من 0.05 لكل المتغيرات الداخلة في النموذج.

٢- جودة التوفيق (القدرة التفسيرية للنموذج): بلغت قيمة معامل التحديد R^2 للنموذج (0.859)، أي أن المتغيرات المستقلة تفسر ما قيمته 85.9% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع، ويشير ذلك إلى القدرة التفسيرية المرتفعة للنموذج .

نتائج التحليل الإحصائي الخاصة بالنموذج الثالث:

سوف يتم تطبيق نموذج الانحدار المتعدد بالطريقة المباشرة لتفسير العلاقة بين المتغير التابع قيمة الشركة FV ، والمتغيرات المستقلة و المعدلة والرقابية المتمثلة في : الإفصاح عن أداء الاستدامة SR ، ازدواجية دور المدير التنفيذي BDU ، والتفاعل بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و ازدواجية دور المدير التنفيذي $SR \times BDU$ ، الرافعة المالية LV ، معدل العائد على الأصول ROA ، و معدل دوران الأصول AT ، نفقات البحوث والتطوير RD ، وجاءت النتائج كما يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (٧): النموذج الثالث (في صورة انحدار متعدد بالطريقة المباشرة)

مقياس ٣ SR3		مقياس ٢ SR2		مقياس ١ SR1			
قيمة T test والمعنوية Sig.	معاملات الانحدار Coefficients	قيمة T test والمعنوية Sig.	معاملات الانحدار Coefficients	قيمة T test والمعنوية Sig.	معاملات الانحدار Coefficients		
-7.38 (.000)	-2.22	-8.97 (.000)	-1.99	-7.75 (.000)	-1.46	Constant	مقياس ١ FV1
1.60 (.010)	0.85	1.24 (.042)	0.47	6.13 (.000)	0.61	SR	
-4.29 (.000)	-0.34	-3.79 (.000)	-0.31	-1.14 (.035)	-0.09	BDU	
1.99 (.040)	0.68	1.89 (.039)	0.63	4.47 (.000)	0.49	$SR \times BDU$	
-10.53 (.000)	-3.53	-11.68 (.000)	-3.33	-8.36 (.000)	-2.62	LV	
11.8 (.000)	8.13	11.52 (.000)	8.03	8.24 (.000)	5.97	ROA	
12.33 (.000)	4.78	12.41 (.000)	4.81	16.67 (.000)	5.723	AT	
3.48 (.001)	0.018	3.21 (.001)	0.016	2.89 (.000)	0.014	RD	
0.860		0.858		0.874		معامل التحديد R square	
340.68		338.21		387.66		F test	
0.000		0.000		0.000		مستوى المعنوية لـ F test	
-11.80 (.000)	-1.79	-16.33 (.000)	-1.83	-16.9 (.000)	-1.64	Constant	مقياس ٢ FV2
1.08 (.008)	0.290	2.47 (.014)	0.479	4.69 (.000)	0.240	SR	
-9.33 (.000)	-0.389	-8.22 (.009)	-0.342	-3.74 (.009)	-0.016	BDU	
7.09 (.000)	1.23	6.92 (.000)	1.16	8.56 (.000)	0.48	$SR \times BDU$	
-8.83 (.000)	-1.50	-10.5 (.000)	-1.52	-8.61 (.000)	-1.39	LV	
30.22 (.000)	10.61	29.41 (.000)	10.38	25.29 (.000)	9.44	ROA	
11.74 (.000)	2.31	11.33 (.000)	2.22	16.30 (.000)	2.88	AT	
4.52 (.000)	0.019	4.69 (.000)	0.014	5.18 (.000)	0.012	RD	
0.960		0.957		0.961		معامل التحديد R square	
1262.79		1259.03		1373.09		F test	
0.000		0.000		0.000		مستوى المعنوية لـ F test	
-10.71 (.000)	-3.22	-13.48 (.000)	-2.99	-13.05 (.000)	-2.46	Constant	مقياس ٣ FV3
1.60 (.010)	0.85	1.23 (.018)	0.47	6.33 (.000)	0.67	SR	
-4.29 (.000)	-0.34	-3.79 (.000)	-0.31	-1.14 (.045)	-0.09	BDU	
1.99 (.037)	0.68	1.89 (.041)	0.63	4.45 (.000)	0.47	$SR \times BDU$	
-10.53 (.000)	-3.53	-11.68 (.000)	-3.33	-8.55 (.000)	-2.26	LV	
11.84 (.000)	8.13	11.5 (.000)	8.03	8.30 (.000)	5.84	ROA	
12.33 (.060)	4.77	12.41 (.000)	4.81	16.83 (.000)	5.654	AT	
3.48 (.001)	0.018	3.21 (.000)	0.016	2.68 (.004)	0.013	RD	
0.861		0.857		0.875		معامل التحديد R square	
338.68		338.21		387.55		F test	
0.000		0.000		0.000		مستوى المعنوية لـ F test	

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لبرنامج SPSS ، ومستوى المعنوية بين قوسين.

يتضح من الجدول السابق أنه على مستوى جميع المقاييس المستخدمة لقياس متغيرات الدراسة ، يوجد علاقة ارتباط جوهرية بين:

- المتغير المستقل الإفصاح عن أداء الاستدامة SR و المتغير التابع قيمة الشركة FV.
- المتغير ازدواجية دور المدير التنفيذي BDU و المتغير التابع قيمة الشركة FV.
- المتغير المتفاعل الإفصاح عن أداء الاستدامة و ازدواجية دور المدير التنفيذي $SR \times BDU$ و المتغير التابع قيمة الشركة FV .

وسوف يتم تناول نموذج الانحدار المتعدد (باستخدام مقياس ١ FV1 ، SR1) بالتفصيل لأنه يمثل النموذج الأساسي في الدراسة ، حيث يتضح من الجدول السابق أن النموذج الثالث (باستخدام مقياس ١ FV1 ، SR1) للدراسة يأخذ الصيغة التالية:

$$FV1 = -1.46 + 0.61SR1 - 0.09BDU + 0.49SR \times BDU - 2.62LV + 5.97ROA + 5.723AT + 0.014RD$$

نستنتج من النموذج الثالث (باستخدام مقياس ١ FV1 ، SR1) للدراسة ما يلي:

- الإفصاح عن أداء الاستدامة SR1 يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة الإفصاح عن أداء الاستدامة SR1 بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 0.61، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Cho , Sang Jun et al., January 2019)
- ازدواجية دور المدير التنفيذي BDU يؤثر تأثيراً سالباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة ازدواجية دور المدير التنفيذي بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى نقص قيمة الشركة بمقدار 0.09، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Singh ,Satwinder et al. 2018)
- التأثير المشترك أو التفاعل بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و ازدواجية دور المدير التنفيذي $SR1 \times BDU$ يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة المتغير المتفاعل بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 0.49، ويشير ذلك إلى أن

زيادة نفوذ المدير التنفيذي مقاساً بازدواجية دور المدير التنفيذي يساهم في زيادة شدة العلاقة الطردية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Javeed & Lefen, January 2019 ; Li, Yiwei et al. ,2018) .

• الرافعة المالية LV_تؤثر تأثيراً سالباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة الرافعة المالية بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى نقص قيمة الشركة بمقدار 2.62، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Shahzad & Sharfman,2017).

• معدل العائد على الأصول ROA يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة معدل العائد على الأصول بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 5.97، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Kim,W.S. et al.,2018)

• معدل دوران الأصول AT يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة معدل دوران الأصول بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 5.723 ، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Javeed& Lefen, January 2019)

• نفقات البحوث والتطوير RD يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة نفقات البحوث والتطوير بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 0.014 ، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Li ,Frank,2016)

ويشير النموذج الثالث السابق للدراسة (باستخدام مقياس ١ FV1 ، SR1) إلى قبول صحة الفرض الثالث الذي ينص على:

يؤثر نفوذ المدير التنفيذي (مقاساً بازدواجية دور المدير التنفيذي) بصورة جوهرية على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة.

• الحكم على صلاحية نموذج الانحدار (باستخدام مقياس ١ FV1 ، SR1) الذي تم توقيفه:

١- معنوية النموذج والمعلومات المقدرة: ثبتت معنوية النموذج ككل وفقاً لاختبار (F)، حيث بلغت قيمة F (387.66) بمستوى معنوية صفر أي أقل من مستوى المعنوية 0.05 ، كما ثبت معنوية المعلومات المقدرة وفقاً لاختبار (T) حيث كان مستوى المعنوية Sig. أقل من 0.05 لكل المتغيرات الداخلة في النموذج.

٢- جودة التوفيق (القدرة التفسيرية للنموذج): بلغت قيمة معامل التحديد R^2 للنموذج (0.874)، أي أن المتغيرات المستقلة تفسر ما قيمته 87.4% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع، ويشير ذلك إلى القدرة التفسيرية المرتفعة للنموذج .

نتائج التحليل الإحصائي الخاصة بالنموذج الرابع:

سوف يتم تطبيق نموذج الانحدار المتعدد بالطريقة المباشرة لتفسير العلاقة بين المتغير التابع قيمة الشركة FV ، والمتغيرات المستقلة و المُعْجِلة والرقابية المتمثلة في : الإفصاح عن أداء الاستدامة SR ، الملكية الإدارية MOW ، و التفاعل بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و الملكية الإدارية $SR \times MOW$ ، الرافعة المالية LV ، معدل العائد على الأصول ROA ، و معدل دوران الأصول AT ، نفقات البحوث والتطوير RD ، وجاءت النتائج كما يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (٨) :النموذج الرابع (في صورة انحدار متعدد بالطريقة المباشرة)

مقياس ٣ SR3		مقياس ٢ SR2		مقياس ١ SR1			
قيمة T test والمعنوية Sig.	معاملات الانحدار Coefficients	قيمة T test والمعنوية Sig.	معاملات الانحدار Coefficients	قيمة T test والمعنوية Sig.	معاملات الانحدار Coefficients		
1.54 (.012)	0.227	3.96 (.000)	0.42	12.85 (.000)	1.72	Constant	مقياس ١ FV1
22.69 (.000)	6.88	26.47 (.000)	5.77	36.47 (.000)	3.73	SR	
-2.25 (0.025)	-0.66	-1.44 (.015)	-0.43	-16.40 (.009)	-3.63	MOW	
28.98 (.000)	22.09	31.22 (.000)	20.26	38.17 (.000)	11.83	$SR \times MOW$	
-12.8 (.000)	-2.61	-9.04 (.000)	-1.65	-11.98 (.000)	-2.07	LV	
0.64 (.525)	0.242	2.22 (.027)	0.80	0.23 (.008)	0.071	ROA	
0.02 (.082)	0.005	0.12 (.097)	0.002	0.02 (.036)	0.003	AT	
0.47 (.037)	0.001	0.118 (.069)	0.003	1.28 (.001)	0.002	RD	
0.971		0.974		0.980		معامل التحديد R square	
1846.07		2057.59		2751.73		F test	
0.000		0.000		0.000		مستوى المعنوية لـ F test	
-8.2 (.000)	-1.4	-12.9 (.000)	-1.63	-10.3 (.000)	-1.31	Constant	مقياس ٢ FV2
4.52 (.000)	1.58	8.07 (.000)	2.09	5.99 (.000)	0.857	SR	
-2.49 (.013)	-0.84	-2.99 (.003)	-1.05	-0.59 (.040)	-0.19	MOW	
7.05 (.000)	6.20	7.19 (.000)	5.55	7.10 (.000)	3.08	$SR \times MOW$	
-4.58 (.000)	-1.08	-4.65 (.000)	-1.01	-3.80 (.000)	-0.92	LV	
21.22 (.000)	9.33	21.37 (.000)	9.19	20.69 (.000)	9.17	ROA	
6.29 (.080)	1.70	5.27 (.000)	1.39	7.12 (.000)	1.91	AT	
4.39 (.000)	0.012	4.44 (.000)	0.011	3.63 (.000)	0.096	RD	
0.941		0.960		0.954		معامل التحديد R square	
1166.15		1220.829		1170.84		F test	
0.000		0.000		0.000		مستوى المعنوية لـ F test	
-5.24 (.000)	-0.77	-5.49 (.000)	-0.58	1.81 (.071)	0.164	Constant	مقياس ٣ FV3
22.69 (.000)	6.88	26.47 (.000)	5.77	36.4 (.000)	3.725	SR	
-2.25 (.025)	-0.66	-1.44 (.015)	-0.43	-16.4 (.030)	-3.63	MOW	
28.98 (.000)	22.09	31.21 (.000)	20.26	38.16 (.000)	11.83	$SR \times MOW$	
-12.81 (.000)	-2.61	-9.04 (.000)	-1.65	-11.9 (.000)	-2.07	LV	
0.47 (.063)	0.001	2.22 (.027)	0.801	0.22 (.082)	0.071	ROA	
0.02 (.082)	0.005	0.11 (.007)	0.026	0.01 (.009)	0.003	AT	
0.47 (.037)	0.001	0.11 (.007)	0.025	1.28 (.020)	0.002	RD	
0.961		0.974		0.980		معامل التحديد R square	
1846.08		2057.59		2751.7		F test	
0.000		0.000		0.000		مستوى المعنوية لـ F test	

المصدر : مخرجات التحليل الإحصائي لبرنامج SPSS ، ومستوى المعنوية بين قوسين.

يتضح من الجدول السابق أنه على مستوى جميع المقاييس المستخدمة لقياس متغيرات الدراسة ، يوجد علاقة ارتباط جوهرية بين:

- المتغير المستقل الإفصاح عن أداء الاستدامة SR و المتغير التابع قيمة الشركة FV.

- المتغير الملكية الإدارية MOW و المتغير التابع قيمة الشركة FV.
- المتغير المتفاعل الإفصاح عن أداء الاستدامة و الملكية الإدارية $SR \times MOW$ و المتغير التابع قيمة الشركة FV .

وسوف يتم تناول نموذج الانحدار المتعدد (باستخدام مقياس ١ FV1 ، SR1) بالتفصيل لأنه يمثل النموذج الأساسي في الدراسة والمقاييس الأخرى هي للتأكيد على نتائج النموذج باستخدام المقياس ١ ، حيث يتضح من الجدول السابق أن النموذج الرابع (باستخدام مقياس ١ FV1 ، SR1) للدراسة يأخذ الصيغة التالية:

$$FV1 = 1.72 + 3.73SR1 - 3.63MOW + 11.83SR1 \times MOW - 2.07LV + 0.07IROA + 0.003AT + 0.002RD$$

نستنتج من النموذج الرابع (باستخدام مقياس ١ FV1 ، SR1) للدراسة ما يلي:

- الإفصاح عن أداء الاستدامة SR1 يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة الإفصاح عن أداء الاستدامة SR1 بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 3.73 ، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Cho , Sang Jun et al., January 2019)
- الملكية الإدارية MOW يؤثر تأثيراً سالباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة الملكية الإدارية بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى نقص قيمة الشركة بمقدار 3.63 ، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Iswajuni et al. , 2018; Karim & Faiz , 2017)
- التأثير المشترك أو التفاعل بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و الملكية الإدارية $SR1 \times MOW$ يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة المتغير المتفاعل بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 11.83 ، وهو ما يتفق مع الدراسات

- السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Javeed & Lefen, January 2019)، ويشير ذلك إلى أن زيادة الملكية الإدارية تساهم في زيادة شدة العلاقة الطردية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة .
- الرافعة المالية LV تؤثر تأثيراً سالباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة الرافعة المالية بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى نقص قيمة الشركة بمقدار 2.07، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Shahzad & Sharfman,2017) .
 - معدل العائد على الأصول ROA يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة معدل العائد على الأصول بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 0.071، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Kim,W.S. et al.,2018)
 - معدل دوران الأصول AT يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة معدل دوران الأصول بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 0.003 ، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Javeed& Lefen, January 2019)
 - نفقات البحوث والتطوير RD يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة نفقات البحوث والتطوير بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 0.002 ، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Li ,Frank,2016) .
- ويشير النموذج الرابع السابق للدراسة (باستخدام مقياس ١ FV1 ، SR1) إلى قبول صحة الفرض الرابع الذي ينص على:
- يؤثر هيكل الملكية (مقاساً بالملكية الإدارية) بصورة جوهرية على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة.
- الحكم على صلاحية نموذج الانحدار (باستخدام مقياس ١ FV1 ، SR1) الذي تم توقيفه:
- ١- معنوية النموذج والمعلومات المقدرة: ثبتت معنوية النموذج ككل وفقاً لاختبار (F)، حيث بلغت قيمة F (2751.73) بمستوى معنوية صفر أي أقل من مستوى المعنوية 0.05 ،

كما ثبت معنوية المعلمات المقدره وفقاً لاختبار (T) حيث كان مستوى المعنوية Sig. أقل من 0.05 لكل المتغيرات الداخلة في النموذج.

٢- جودة التوفيق (القدرة التفسيرية للنموذج): بلغت قيمة معامل التحديد R^2 للنموذج (0.980)، أي أن المتغيرات المستقلة تفسر ما قيمته 98% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع، ويشير ذلك إلى القدرة التفسيرية المرتفعة للنموذج .

نتائج التحليل الإحصائي الخاصة بالنموذج الخامس:

سوف يتم تطبيق نموذج الانحدار المتعدد بالطريقة المباشرة لتفسير العلاقة بين المتغير التابع قيمة الشركة FV ، والمتغيرات المستقلة و المُعَدِّلة والرقابية المتمثلة في : الإفصاح عن أداء الاستدامة SR ، تركيز الملكية OWC ، و التفاعل بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و تركيز الملكية $SR \times OWC$ ، الرافعة المالية LV ، معدل العائد على الأصول ROA ، و معدل دوران الأصول AT ، نفقات البحوث والتطوير RD ، وجاءت النتائج كما يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (٩) :النموذج الخامس (في صورة انحدار متعدد بالطريقة المباشرة)

مقياس ٣ SR3		مقياس ٢ SR2		مقياس ١ SR1			
قيمة T test والمعنوية Sig.	معاملات الانحدار Coefficients	قيمة T test والمعنوية Sig.	معاملات الانحدار Coefficients	قيمة T test والمعنوية Sig.	معاملات الانحدار Coefficients		
-8.28 (.000)	-2.63	-10.76 (.000)	-2.42	-9.36 (.000)	-1.88	Constant	مقياس ١ FV1
0.91 (.043)	0.496	1.95 (.041)	0.759	1.01 (.031)	0.219	SR	
-2.78 (.032)	-0.94	-2.05 (.032)	-0.70	-0.66 (.041)	-0.23	OWC	
-0.75 (.043)	-1.02	-0.15 (.042)	-0.208	-1.01 (.031)	-0.56	SR×OWC	
-12.42 (.000)	-5.03	-12.92 (.000)	-4.71	-7.19 (.000)	-3.64	LV	
11.04 (.000)	7.89	10.57 (.000)	7.65	9.49 (.000)	7.09	ROA	
13.9 (.000)	5.94	12.7 (.000)	5.51	15.07 (.000)	6.11	AT	
4.03 (.000)	0.021	3.64 (.000)	0.018	3.97 (.000)	0.019	RD	
0.854		0.840		0.858		معامل التحديد R square	
328.36		330.47		337.09		F test	
0.000		0.000		0.000		مستوى المعنوية لـ F test	
-9.9 (.000)	-1.73	-16.4 (.000)	-2.00	-16.3 (.000)	-1.82	Constant	مقياس ٢ FV2
0.78 (.034)	0.234	4.56 (.000)	0.958	1.08 (.023)	0.128	SR	
-1.16 (.044)	-0.22	-1.42 (.045)	-0.26	-0.11 (.043)	-0.02	OWC	
-2.71 (.007)	-0.84	-2.89 (.004)	-2.141	-2.71 (.007)	-0.84	SR×OWC	
-8.46 (.000)	-1.87	-9.69 (.000)	-1.91	-6.02 (.000)	-1.68	LV	
26.92 (.000)	10.52	26.29 (.000)	10.27	24.62 (.000)	10.18	ROA	
12.08 (.000)	2.81	10.75 (.000)	2.51	13.48 (.070)	3.04	AT	
3.25 (.001)	0.09	3.15 (.002)	0.086	2.6 (.009)	0.072	RD	
0.940		0.951		0.949		معامل التحديد R square	
1044.14		1075.83		1042.89		F test	
0.000		0.000		0.000		مستوى المعنوية لـ F test	
-11.4 (.000)	-3.63	-15.2 (.000)	-3.4	-14.3 (.000)	-2.89	Constant	مقياس ٣ FV3
0.91 (.051)	0.49	1.96 (.041)	0.76	1.04 (.041)	0.22	SR	
-2.78 (.006)	-0.94	-2.05 (.041)	-0.70	-0.67 (.050)	-0.27	OWC	
-0.75 (.041)	-1.03	-0.15 (.039)	-0.21	-1.05 (.041)	-0.57	SR×OWC	
-12.42 (.000)	-5.03	-7.2 (.000)	-3.7	-7.2 (.000)	-3.7	LV	
11.04 (.000)	7.89	10.57 (.000)	7.64	9.5 (.000)	7.1	ROA	
13.9 (.070)	5.94	12.76 (.000)	5.51	15.1 (.000)	6.18	AT	
4.03 (.062)	0.021	3.70 (.000)	0.018	3.69 (.000)	0.019	RD	
0.852		0.830		0.855		معامل التحديد R square	
328.361		330.47		337.09		F test	
0.000		0.000		0.000		مستوى المعنوية لـ F test	

المصدر : مخرجات التحليل الإحصائي لبرنامج SPSS ، ومستوى المعنوية بين قوسين.

يتضح من الجدول السابق أنه على مستوى جميع المقاييس المستخدمة لقياس متغيرات الدراسة ، يوجد علاقة ارتباط جوهرية بين:

- المتغير المستقل الإفصاح عن أداء الاستدامة SR و المتغير التابع قيمة الشركة FV.
- المتغير تركيز الملكية OWC و المتغير التابع قيمة الشركة FV.
- المتغير المتفاعل الإفصاح عن أداء الاستدامة و تركيز الملكية $SR \times OWC$ و المتغير التابع قيمة الشركة FV .

وسوف يتم تناول نموذج الانحدار المتعدد (باستخدام مقياس ١ FV1 ، SR1) بالتفصيل لأنه يمثل النموذج الأساسي في الدراسة والمقاييس الأخرى هي للتأكيد على نتائج النموذج باستخدام المقياس ١ ، حيث يتضح من الجدول السابق أن النموذج الخامس (باستخدام مقياس ١ FV1 ، SR1) للدراسة يأخذ الصيغة التالية:

$$FV1 = -1.88 + 0.219SR1 - 0.23OWC - 0.56SR1 \times OWC - 3.64LV + 7.09ROA + 6.11AT + 0.019RD$$

- نستنتج من النموذج الخامس (باستخدام مقياس ١ FV1 ، SR1) للدراسة ما يلي:
- الإفصاح عن أداء الاستدامة SR1 يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة الإفصاح عن أداء الاستدامة SR1 بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 0.219، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Cho , Sang , Jun et al., January 2019)
 - تركيز الملكية OWC يؤثر تأثيراً سالباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة تركيز الملكية بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى نقص قيمة الشركة بمقدار 0.23، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Javeed & Lefen, January 2019).
 - التأثير المشترك أو التفاعل بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و تركيز الملكية $SR1 \times OWC$ يؤثر تأثيراً سالباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة المتغير المتفاعل بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى خفض قيمة الشركة بمقدار 0.56، أي أن هيكل الملكية

- مقاس بتركز الملكية) كمتغير تفاعلي يتسبب وجوده في خفض شدة أو قوة العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Peng, & Yang, 2014)
- الرافعة المالية LV تؤثر تأثيراً سالباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة الرافعة المالية بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى نقص قيمة الشركة بمقدار 3.64، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Shahzad & Sharfman, 2017)
 - معدل العائد على الأصول ROA يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة معدل العائد على الأصول بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 7.09، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Kim, W.S. et al., 2018)
 - معدل دوران الأصول AT يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة معدل دوران الأصول بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 6.11، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Javeed & Lefen, January 2019)
 - نفقات البحوث والتطوير RD يؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع قيمة الشركة FV1 (مقياس Tobin's Q) ، حيث أنه عند زيادة نفقات البحوث والتطوير بنسبة 1% يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة بمقدار 0.019، وهو ما يتفق مع الدراسات السابقة في هذا المجال مثل دراسة (Li, Frank, 2016)
- ويشير النموذج الخامس السابق للدراسة (باستخدام مقياس ١ FV1 ، SR1) إلى قبول صحة الفرض الخامس الذي ينص على:
- يؤثر هيكل الملكية (مقاساً بتركز الملكية) بصورة جوهرية على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة.

• الحكم على صلاحية نموذج الانحدار (باستخدام مقاييس ١ FV1 ، SR1)

الذي تم توقيه:

١- معنوية النموذج والمعلومات المقدرة: ثبتت معنوية النموذج ككل وفقاً لاختبار (F)، حيث بلغت قيمة F (337.09) بمستوى معنوية صفر أي أقل من مستوى المعنوية 0.05 ، كما ثبت معنوية المعلومات المقدرة وفقاً لاختبار (T) حيث كان مستوى المعنوية Sig. أقل من 0.05 لكل المتغيرات الداخلة في النموذج.

٢- جودة التوفيق (القدرة التفسيرية للنموذج): بلغت قيمة معامل التحديد R^2 للنموذج (0.858)، أي أن المتغيرات المستقلة تفسر ما قيمته 85.8% من التغيرات التي تحدث

في المتغير التابع، ويشير ذلك إلى القدرة التفسيرية المرتفعة للنموذج .

نتائج التحليل الإحصائي الخاصة بالنموذج السادس والسابع والثامن:

نتائج التحليل الإحصائي الخاصة بالنموذج السادس:

بتطبيق نموذج الانحدار اللوجستي الثنائي Binary Logistic Regression لتفسير العلاقة بين المتغير التابع القيود المالية على الشركة FC (مقاسة باستخدام ثلاث مقاييس وصفية ثنائية مختلفة) والمتغيرات المستقلة والرقابية المتمثلة في : الإفصاح عن أداء الاستدامة SR ، الرافعة المالية LV ، معدل العائد على الأصول ROA ، جاءت النتائج كما يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (١٠):النموذج السادس (في صورة انحدار لوجيستي)

مقياس ٣ SR3		مقياس ٢ SR2		مقياس ١ SR1			
المعنوية Sig. لاختبار Wald test	قيمة معاملات الانحدار Logit	المعنوية Sig. لاختبار Wald test	قيمة معاملات الانحدار Logit	المعنوية Sig. لاختبار Wald test	قيمة معاملات الانحدار Logit		
0.002	-38.1	0.004	-12.1	0.000	-30.75	Constant	مقياس ١ FC1
0.000	-26.6	0.000	-32.4	0.002	-28.2	SR	
0.010	11.4	0.010	11.01	.0003	13.2	LV	
0.000	11.3	0.020	-11.4	.041	-10.5	ROA	
.91 Nagelkerke R Square		.94 Nagelkerke R Square		.928 Nagelkerke R Square			
مستوى المعنوية لاختبار Chi-Square 0.000		مستوى المعنوية لاختبار Chi-Square 0.000		مستوى المعنوية لاختبار Chi-Square 0.000			
0.003	23.8	0.000	3.02	0.008	24.9	Constant	مقياس ٢ FC2
0.000	-15.08	0.005	-14.3	0.003	-19.4	SR	
0.000	10.4	0.006	10.9	0.000	10.4	LV	
0.010	-10.6	0.003	-25.6	0.020	-10.8	ROA	
.86 Nagelkerke R Square		.89 Nagelkerke R Square		.914 Nagelkerke R Square			
مستوى المعنوية لاختبار Chi-Square 0.000		مستوى المعنوية لاختبار Chi-Square 0.000		مستوى المعنوية لاختبار Chi-Square 0.000			
0.010	95.4	0.005	12.1	0.000	30.7	Constant	مقياس ٣ FC3
0.002	-26.6	0.003	-36.4	0.000	-28.2	SR	
0.004	11.4	0.000	11.1	0.010	13.2	LV	
0.000	-11.3	0.020	-11.4	0.000	-10.5	ROA	
.92 Nagelkerke R Square		.91 Nagelkerke R Square		.938 Nagelkerke R Square			
مستوى المعنوية لاختبار Chi-Square 0.000		مستوى المعنوية لاختبار Chi-Square 0.000		مستوى المعنوية لاختبار Chi-Square 0.000			

المصدر : مخرجات التحليل الإحصائي لبرنامج SPSS .

يتضح من الجدول السابق وجود علاقة ارتباط جوهريّة بين:
المتغير المستقل الإفصاح عن أداء الاستدامة SR (مقاساً باستخدام ثلاث مقاييس
مختلفة هي: مقياس الإدراج في مؤشر البورصة المصرية للتنمية المستدامة SR1 ، و
مستوى الإفصاح عن أداء الاستدامة الكلي SR2، و جودة الإفصاح عن أداء الاستدامة
SR3) و المتغير التابع القيود المالية التي تواجه الشركة FC (باستخدام ثلاث مقاييس
مختلفة هي: مؤشر Kaplan & Zingales ، حجم الشركة ، نسبة توزيعات الأرباح).
وسوف يتم تناول نموذج الانحدار اللوجستي (باستخدام مقياس 1 FC1 ، SR1)
بالتفصيل لأنه يمثل النموذج الأساسي في الدراسة والمقاييس الأخرى هي للتأكيد على
نتائج النموذج باستخدام المقياس 1 ، حيث يتضح من الجدول السابق أن النموذج
السادس (باستخدام مقياس 1 FC1 ، SR1) للدراسة يأخذ الصيغة التالية:

$$\ln(ODDS) = -30.75 - 28.2SR1 + 13.2LV - 10.5ROA$$

- نستنتج من النموذج السادس (باستخدام مقياس 1 FC1 ، SR1) للدراسة ما يلي:
- الإفصاح عن أداء الاستدامة SR1 يؤثر تأثيراً سالباً في المتغير التابع القيود المالية التي تواجه الشركة FC1 (مؤشر Kaplan & Zingales) ، حيث أن زيادة مقدارها وحده واحده في الإفصاح عن أداء الاستدامة يؤدي إلى نقص احتمالية وجود (نسبة الترجيح ODDS Ratio) قيود مالية تواجه الشركة ، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة Zhao, T. & Xiao, X., September 2019; García-Sánchez, I.M. et al. January, 2019; Anwar, Z. et al.,2019)
 - الرافعة المالية LV تؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع القيود المالية التي تواجه الشركة FC1 (مؤشر Kaplan & Zingales) ، حيث أن زيادة مقدارها وحده واحده في الرافعة المالية يؤدي إلى زيادة احتمالية وجود (نسبة الترجيح ODDS Ratio) قيود مالية تواجه الشركة ، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Zhao, T. & Xiao, X.,2018)
 - معدل العائد على الأصول ROA يؤثر تأثيراً سالباً في المتغير التابع القيود المالية التي تواجه الشركة FC1 (مؤشر Kaplan & Zingales) ، حيث أن زيادة مقدارها وحده واحده في معدل العائد على الأصول يؤدي إلى نقص

احتمالية وجود (نسبة الترجيح ODDS Ratio) قيود مالية تواجه الشركة ، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Chang ,X. et al. 2019) ويشير النموذج السادس السابق للدراسة (باستخدام مقياس ١ FC1 ، SR1) إلى قبول صحة الفرض السادس الذي ينص على:

توجد علاقة ارتباط جوهرية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و القيود المالية التي تواجه الشركة.

• الحكم على صلاحية نموذج الانحدار اللوجستي الذي تم توقيه:

١- معنوية النموذج والمعلومات المقدرة:

تثبتت الدلالة الكلية لمعلومات النموذج السادس للدراسة (باستخدام مقياس ١ FC1 و مقياس ١ SR1) وفقاً لاختبار (Chi-Square) ، حيث بلغ مستوى معنوية صفر أي أقل من مستوى المعنوية 0.05 ، وثبتت أيضاً معنوية المعلومات المقدرة وفقاً لاختبار (Wald test) حيث كان مستوى المعنوية Sig. أقل من 0.05 لجميع المتغيرات الداخلة في النموذج.

٢- القوة التفسيرية للنموذج

بلغت قيمة معامل Nagelkerke R Square للنموذج (0.928) ، ويشير ذلك إلى القدرة التفسيرية المرتفعة للنموذج .

٣- اختبار كفاءة تصنيف النموذج السادس:

يمكن اختبار كفاءة تصنيف النموذج السادس (باستخدام مقياس ١ FC1 و مقياس ١ SR1) من خلال جدول التصنيف الذي كانت نتائجه كما يلي:

جدول رقم (١١) نتائج اختبار كفاءة تصنيف النموذج اللوجستي

القيم المتوقعة		القيم المشاهدة		
نسبة التصنيف الصحيح	القيود المالية على الشركة		شركات مقيدة	شركات غير مقيدة
	شركات غير مقيدة	شركات مقيدة		
100%	0	289	شركات مقيدة	القيود المالية على الشركة
96.4%	107	4	شركات غير مقيدة	شركة
99%	النسبة المئوية الكلية			

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لبرنامج SPSS.

يتضح من الجدول أن نسبة التصنيف الصحيح للشركات المقيدة مالياً هي 100% ، وهي نسبة أكبر من نسبة التصنيف الصحيح للشركات غير المقيدة مالياً التي بلغت 96.4% ، كما بلغت النسبة المئوية الكلية للتصنيف الصحيح 99% ، مما يشير إلى أن النموذج

ذو قدرة تنبؤية جيدة أو مرتفعة (حيث أن النسبة المئوية الكلية للتصنيف الخاطئ تساوي 1).

٤- اختبار جودة توفيق النموذج السادس:

يمكن إجراء اختبار جودة توفيق النموذج اللوجستي (باستخدام مقياس ١ FC1 و مقياس ١ SR1) من خلال اختبار Hosmer and Lemeshow Test ، والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار.

جدول رقم (١٢) نتائج اختبار جودة توفيق النموذج اللوجستي

Significance	إحصائي الاختبار	بيان
1	.0001	Hosmer and Lemeshow Test

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لبرنامج SPSS.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة الـ Sig. أكبر من مستوى المعنوية 0.05 حيث بلغت 1 ، مما يشير إلى أن نموذج الانحدار اللوجستي جيد أي هناك توافق أو مطابقة بين القيم المتوقعة للمتغير التابع والنتيجة من الانحدار اللوجستي والقيم المشاهدة للمتغير التابع.

نتائج التحليل الإحصائي الخاصة بالنموذج السابع:

بتطبيق نموذج الانحدار اللوجستي الثنائي Binary Logistic Regression لتفسير العلاقة بين المتغير التابع القيود المالية على الشركة FC (مقاسة باستخدام ثلاث مقاييس وصفية ثنائية مختلفة) والمتغيرات المستقلة والرقابية المتمثلة في : ازدواجية دور المدير التنفيذي BDU ، الرافعة المالية LV ، معدل العائد على الأصول ROA ، جاءت النتائج كما يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (١٣):النموذج السابع (في صورة انحدار لوجيستي)

مقياس ٣ SR3		مقياس ٢ SR2		مقياس ١ SR1			
المعنوية Sig. الاختبار Wald test	قيمة معاملات الانحدار Logit	المعنوية Sig. الاختبار Wald test	قيمة معاملات الانحدار Logit	المعنوية Sig. الاختبار Wald test	قيمة معاملات الانحدار Logit		
0.000	13.5	0.000	-10.4	0.000	86.3	Constant	مقياس ١ FC1
0.067	12.7	0.068	12.7	0.210	12.7	BDU	
0.003	14.01	0.000	13.5	0.000	14.8	LV	
0.050	-10.5	0.051	-10.5	0.005	-10.5	ROA	
Nagelkerke R .91 Square		Nagelkerke R .92 Square		Nagelkerke R .901 Square			
مستوى المعنوية الاختبار Chi-Square 0.000		مستوى المعنوية الاختبار Chi-Square 0.000		مستوى المعنوية الاختبار Chi-Square 0.000			
0.005	24.6	0.000	4.05	0.007	24.9	Constant	مقياس ٢ FC2
0.200	9.8	0.190	6.94	0.613	10.2	BDU	
0.001	9.5	0.005	11.09	0.001	11.03	LV	
0.076	-10.6	0.002	-12.9	0.014	-10.9	ROA	
Nagelkerke R .90 Square		Nagelkerke R .89 Square		Nagelkerke R .88 Square			
مستوى المعنوية الاختبار Chi-Square 0.000		مستوى المعنوية الاختبار Chi-Square 0.000		مستوى المعنوية الاختبار Chi-Square 0.000			
0.000	-13.5	0.000	10.5	0.000	-86.4	Constant	مقياس ٣ FC3
0.087	12.7	0.001	12.7	0.30	12.7	BDU	
0.000	-14.01	0.000	13.5	0.000	14.8	LV	
0.000	-10.5	0.051	-10.6	0.060	-10.5	ROA	
Nagelkerke R .93 Square		Nagelkerke R .90 Square		Nagelkerke R .91 Square			
مستوى المعنوية الاختبار Chi-Square 0.000		مستوى المعنوية الاختبار Chi-Square 0.000		مستوى المعنوية الاختبار Chi-Square 0.000			

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لبرنامج SPSS.

يتضح من الجدول السابق عدم وجود علاقة ارتباط جوهريّة في معظم نماذج الدراسة بين المتغير اذواجية دور المدير التنفيذي BDU و المتغير التابع القيود المالية التي تواجه الشركة . FC

وسوف يتم تناول نموذج الانحدار اللوجستي (باستخدام مقياس ١ FC1 ، SR1) بالتفصيل لأنه يمثل النموذج الأساسي في الدراسة ، حيث يتضح من الجدول السابق أن النموذج السابع (باستخدام مقياس ١ FC1 ، SR1) للدراسة يأخذ الصيغة التالية:

$$\ln(ODDS) = 86.3 + 12.7BDU + 14.8LV - 10.5ROA$$

نستنتج من النموذج السابع (باستخدام مقياس ١ FC1 ، SR1) للدراسة ما يلي:

- ازدواجية دور المدير التنفيذي BDU لا يؤثر في المتغير التابع القيود المالية التي تواجه الشركة FC1 (مؤشر Kaplan & Zingales) ، حيث أن المعنوية Sig. لاختبار Wald test تساوي 0.210 أي أكبر من 0.05 أي عدم معنوية معلمة الانحدار المقدر b_1 والتي تساوي 12.7 ، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Ahmad ,1. et al., 2018) .
- الرافعة المالية LV تؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع القيود المالية التي تواجه الشركة FC1 (مؤشر Kaplan & Zingales) ، حيث أن زيادة مقدارها وحده واحده في الرافعة المالية يؤدي إلى زيادة احتمالية وجود (نسبة الترجيح ODDS Ratio) قيود مالية تواجه الشركة ، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Zhao, T. & Xiao, X., 2018)
- معدل العائد على الأصول ROA يؤثر تأثيراً سالباً في المتغير التابع القيود المالية التي تواجه الشركة FC1 (مؤشر Kaplan & Zingales) ، حيث أن زيادة مقدارها وحده واحده في معدل العائد على الأصول يؤدي إلى نقص احتمالية وجود (نسبة الترجيح ODDS Ratio) قيود مالية تواجه الشركة ، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Chang ,X. et al. 2019).

ويشير النموذج السابع السابق للدراسة (باستخدام مقياس ١ FC1 ، SR1) إلى رفض صحة الفرض السابع الذي ينص على:

يؤثر نفوذ المدير التنفيذي (مقياساً بازدواجية دور المدير التنفيذي) بصورة جوهرية على القيود المالية التي تواجه الشركة.

- الحكم على صلاحية نموذج الانحدار اللوجستي الذي تم توفيقه:

١- معنوية النموذج والمعلومات المقدر:

ثبتت الدلالة الكلية لمعلومات النموذج السابع للدراسة (باستخدام مقياس ١ FC1 و مقياس ١ SR1) وفقاً لاختبار (Chi-Square) ، حيث بلغ مستوى معنوية صفر أي أقل من مستوى المعنوية 0.05 ، وثبتت أيضاً معنوية معظم المعلومات المقدر وفقاً لاختبار (Wald test) حيث كان مستوى المعنوية Sig. أقل من 0.05 لمعظم المتغيرات الداخلة في النموذج.

٢- القوة التفسيرية للنموذج

بلغت قيمة معامل Nagelkerke R Square للنموذج (0.901) ، ويشير ذلك إلى القدرة التفسيرية المرتفعة للنموذج .

٣- اختبار كفاءة تصنيف النموذج السابع:

يمكن اختبار كفاءة تصنيف النموذج السابع (باستخدام مقياس ١ FC1 و مقياس ١ SR1) من خلال جدول التصنيف الذي كانت نتائجه كما يلي:

جدول رقم (١٤) نتائج اختبار كفاءة تصنيف النموذج اللوجستي

القيم المتوقعة		القيم المشاهدة		
نسبة التصنيف الصحيح	القيود المالية على الشركة		شركات مقيدة	شركات غير مقيدة
	شركات غير مقيدة	شركات مقيدة		
100%	0	240	شركات مقيدة	القيود المالية على الشركة
98.75%	158	2	شركات غير مقيدة	
99.5%	النسبة المئوية الكلية			

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لبرنامج SPSS.

يتضح من الجدول أن نسبة التصنيف الصحيح للشركات المقيدة مالياً هي 100% ، وهي نسبة أكبر من نسبة التصنيف الصحيح للشركات غير المقيدة مالياً التي بلغت 98.75% ، كما بلغت النسبة المئوية الكلية للتصنيف الصحيح 99.5% ، مما يشير إلى أن النموذج ذو قدرة تنبؤية جيدة أو مرتفعة (حيث أن النسبة المئوية الكلية للتصنيف الخاطئ تساوي 0.5) .

٤- اختبار جودة توفيق النموذج السابع:

يمكن إجراء اختبار جودة توفيق النموذج اللوجستي (باستخدام مقياس ١ FC1 و مقياس ١ SR1) الذي يمثل النموذج السابع للدراسة من خلال اختبار Hosmer and Lemeshow Test ، والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار .

جدول رقم (١٥) نتائج اختبار جودة توفيق النموذج اللوجستي

Significance	إحصائي الاختبار	بيان
1	.0003	Hosmer and Lemeshow Test

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لبرنامج SPSS.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة الـ Sig. أكبر من مستوى المعنوية 0.05 حيث بلغت 1 ، مما يشير إلى أن نموذج الانحدار اللوجستي جيد أي هناك توافق أو مطابقة بين القيم المتوقعة للمتغير التابع والنتيجة من الانحدار اللوجستي والقيم المشاهدة للمتغير التابع .

نتائج التحليل الإحصائي الخاصة بالنموذج الثامن:

بتطبيق نموذج الانحدار اللوجستي الثنائي Binary Logistic Regression لتفسير العلاقة بين المتغير التابع القيود المالية على الشركة FC (مقاسة باستخدام ثلاث

مقاييس وصفية ثنائية مختلفة) والمتغيرات المستقلة والرقابية المتمثلة في : تركيز الملكية OWC ، الرافعة المالية LV ، معدل العائد على الأصول ROA ، جاءت النتائج كما يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (١٦): النموذج الثامن (في صورة انحدار لوجستي)

مقياس ٣ SR3		مقياس ٢ SR2		مقياس ١ SR1			
المعنوية Sig. الاختبار Wald test	قيمة معاملات الاختبار Logit	المعنوية Sig. الاختبار Wald test	قيمة معاملات الاختبار Logit	المعنوية Sig. الاختبار Wald test	قيمة معاملات الاختبار Logit		
0.011	-38.8	0.000	-21.7	0.000	-11.9	Constant	مقياس ١ FC1
0.417	-13.4	0.328	-14.4	0.310	-14.1	OWC	
0.009	42.6	0.000	15.5	0.000	14.3	LV	
0.060	-9.7	0.000	-10.8	0.018	-9.9	ROA	
Nagelkerke R .92 Square		Nagelkerke R .91 Square		Nagelkerke R .89 Square			
مستوى المعنوية الاختبار Chi-Square 0.000		مستوى المعنوية الاختبار Chi-Square 0.000		مستوى المعنوية الاختبار Chi-Square 0.000			
0.008	-81.8	0.008	33.4	0.023	-92.6	Constant	مقياس ٢ FC2
0.427	-13.5	0.311	-5.2	0.231	-7.5	OWC	
0.007	19.4	0.003	22.1	0.018	22.5	LV	
0.008	-11.4	0.005	-10.5	0.070	11.5	ROA	
Nagelkerke R .94 Square		Nagelkerke R .90 Square		Nagelkerke R .91 Square			
مستوى المعنوية الاختبار Chi-Square 0.000		مستوى المعنوية الاختبار Chi-Square 0.000		مستوى المعنوية الاختبار Chi-Square 0.000			
0.011	38.8	0.000	21.7	0.000	11.9	Constant	مقياس ٣ FC3
0.217	-13.4	0.028	-14.4	0.130	-14.1	OWC	
0.009	18.4	0.000	20.8	0.000	14.3	LV	
0.090	11.3	0.009	-10.8	0.018	-9.9	ROA	
Nagelkerke R .93 Square		Nagelkerke R .89 Square		Nagelkerke R .92 Square			
مستوى المعنوية الاختبار Chi-Square 0.000		مستوى المعنوية الاختبار Chi-Square 0.000		مستوى المعنوية الاختبار Chi-Square 0.000			

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لبرنامج SPSS.

يتضح من الجدول السابق عدم وجود علاقة ارتباط جوهرية في معظم نماذج الدراسة بين المتغير تركيز الملكية OWC و المتغير التابع القيود المالية التي تواجه الشركة FC . وسوف يتم تناول نموذج الانحدار اللوجستي (باستخدام مقياس ١ FC1 ، SR1) بالتفصيل لأنه يمثل النموذج الأساسي في الدراسة ، حيث يتضح من الجدول السابق أن النموذج الثامن (باستخدام مقياس ١ FC1 ، SR1) للدراسة يأخذ الصيغة التالية:

$$Ln(ODDS) = -11.9 - 14.1OWC + 14.3LV - 9.9ROA$$

نستنتج من النموذج الثامن (باستخدام مقياس ١ FC1 ، SR1) للدراسة ما يلي:

- تركب الملكية OWC لا يؤثر في المتغير التابع القيود المالية التي تواجه الشركة FC1 (مؤشر Kaplan & Zingales)، حيث أن المعنوية Sig. لاختبار Wald test تساوي 0.310 أي أكبر من 0.05 أي عدم معنوية معلمة الانحدار المقدرة b_1 والتي تساوي -14.1، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Chee, H. K., 2016).

- الرافعة المالية LV تؤثر تأثيراً موجباً في المتغير التابع القيود المالية التي تواجه الشركة FC1 (مؤشر Kaplan & Zingales)، حيث أن زيادة مقدارها وحده واحده في الرافعة المالية يؤدي إلى زيادة احتمالية وجود (نسبة الترجيح ODDS Ratio) قيود مالية تواجه الشركة، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Zhao, T. & Xiao, X., 2018).

- معدل العائد على الأصول ROA يؤثر تأثيراً سالباً في المتغير التابع القيود المالية التي تواجه الشركة FC1 (مؤشر Kaplan & Zingales)، حيث أن زيادة مقدارها وحده واحده في معدل العائد على الأصول يؤدي إلى نقص احتمالية وجود (نسبة الترجيح ODDS Ratio) قيود مالية تواجه الشركة، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Chang, X. et al. 2019).

ويشير النموذج الثامن السابق للدراسة (باستخدام مقياس 1 FC1 ، SR1) إلى رفض صحة الفرض الثامن الذي ينص على:

يؤثر هيكل الملكية (مقياساً بتركز الملكية) بصورة جوهرية على القيود المالية التي تواجه الشركة

- الحكم على صلاحية نموذج الانحدار اللوجستي الذي تم توقيقه:
1- معنوية النموذج والمعلومات المقدرة:

ثبتت الدلالة الكلية لمعلومات النموذج الثامن للدراسة (باستخدام مقياس 1 FC1 و مقياس 1 SR1) وفقاً لاختبار (Chi-Square)، حيث بلغ مستوى معنوية صفر أي أقل من مستوى المعنوية 0.05، وثبتت أيضاً معنوية معظم المعلومات المقدرة وفقاً لاختبار (Wald test) حيث كان مستوى المعنوية Sig. أقل من 0.05 لمعظم المتغيرات الداخلة في النموذج.

2- القوة التفسيرية للنموذج

بلغت قيمة معامل Nagelkerke R Square للنموذج (0.89)، ويشير ذلك إلى القدرة التفسيرية المرتفعة للنموذج.

٣- اختبار كفاءة تصنيف النموذج الثامن:

يمكن اختبار كفاءة تصنيف النموذج الثامن (باستخدام مقياس ١ FC1 و مقياس ١ SR1) من خلال جدول التصنيف الذي كانت نتائجه كما يلي:

جدول رقم (١٧) نتائج اختبار كفاءة تصنيف النموذج اللوجستي

القيم المتوقعة		القيم المشاهدة		
نسبة التصنيف الصحيح	القيود المالية على الشركة		شركات مقيدة	شركات غير مقيدة
	شركات غير مقيدة	شركات مقيدة		
100%	0	111	شركات مقيدة	القيود المالية على الشركة
98.96%	286	3	شركات غير مقيدة	
99.25%	النسبة المئوية الكلية			

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لبرنامج SPSS.

يتضح من الجدول أن نسبة التصنيف الصحيح للشركات المقيدة مالياً هي 100% ، وهي نسبة أكبر من نسبة التصنيف الصحيح للشركات غير المقيدة مالياً التي بلغت 98.96% ، كما بلغت النسبة المئوية الكلية للتصنيف الصحيح 99.25% ، مما يشير إلى أن النموذج ذو قدرة تنبؤية جيدة أو مرتفعة (حيث أن النسبة المئوية الكلية للتصنيف الخاطئ تساوي 0.75).

٤- اختبار جودة توفيق النموذج الثامن:

يمكن إجراء اختبار جودة توفيق النموذج اللوجستي (باستخدام مقياس ١ FC1 و مقياس ١ SR1) للدراسة من خلال اختبار Hosmer and Lemeshow Test ، والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار.

جدول رقم (١٨) نتائج اختبار جودة توفيق النموذج اللوجستي

Significance	إحصائي الاختبار	بيان
1	.0002	Hosmer and Lemeshow Test

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي لبرنامج SPSS.

يتضح من الجدول السابق أن قيمة الـ Sig. أكبر من مستوى المعنوية 0.05 حيث بلغت 1 ، مما يشير إلى أن نموذج الانحدار اللوجستي جيد أي هناك توافق أو مطابقة بين القيم المتوقعة للمتغير التابع والنتيجة من الانحدار اللوجستي والقيم المشاهدة للمتغير التابع.

٤ - النتائج والتوصيات ومجالات الدراسات المستقبلية

١/٤ النتائج

في ضوء نتائج الدراسة التطبيقية ، تم التوصل إلى:

- وجود علاقة ارتباط طردية جوهرية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة .
- أن نفوذ المدير التنفيذي (أياً كانت طريقة قياسه) و هيكل الملكية (سواء كان ملكية إدارية أو تركيز الملكية) كمتغيرين تفاعليين لا يغيرا من اتجاه Direction العلاقة (طردية أو عكسية) بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة ولكنهما يغيرا شدة أو قوة Strength العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة بالزيادة أو الخفض حيث أن:
- نفوذ المدير التنفيذي (أياً كانت طريقة قياسه) كمتغير تفاعلي يتسبب وجوده في زيادة شدة أو قوة Strength العلاقة الطردية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة.
- هيكل الملكية (مقاس بالملكية الإدارية) كمتغير تفاعلي يتسبب وجوده في زيادة شدة أو قوة العلاقة الطردية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة .
- هيكل الملكية (مقاس بتركز الملكية) كمتغير تفاعلي يتسبب وجوده في خفض شدة أو قوة العلاقة الطردية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و قيمة الشركة.
- وجود علاقة ارتباط عكسية جوهرية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة و القيود المالية التي تواجه الشركة.
- عدم تأثير كل من نفوذ المدير التنفيذي (مقاساً بأزدواجية دور المدير التنفيذي) و هيكل الملكية (مقاساً بتركز الملكية) بصورة جوهرية على القيود المالية التي تواجه الشركة.

٢/٤ التوصيات:

- استناداً إلى نتائج الدراسة التي تم التوصل إليها، توصي الباحثة بما يلي:
- إصدار معيار محاسبي دولي ومصري يتناول جميع جوانب الإفصاح عن أداء الاستدامة بما يساعد على توحيد ممارسات هذا الإفصاح ، ويجب أن يتضمن هذا المعيار تعريف واضح لمفهوم الاستدامة بأبعادها الثلاثة (البعد الاقتصادي والبعد البيئي والبعد الاجتماعي للاستدامة) ، كما يجب أن يتضمن كيفية قياس الإفصاح عن أداء الاستدامة باستخدام مؤشر موحد ، وبما يمكن من إمكانية إجراء المقارنات بين

الشركات المختلفة ، ومن ثم يقلل من الفجوة الكبيرة بين نتائج الأبحاث والدراسات التي قد تتم في المستقبل في مجال الإفصاح عن أداء الاستدامة بصفة عامة وفي مجال أثر ذلك الإفصاح في قيمة الشركة و القيود المالية التي تواجهها ، وإلى أن يتم إصدار ذلك المعيار يجب على بورصة الأوراق المالية المصرية القيام بالمهام التالية:

○ إلزام الشركات المدرجة بالبورصة بالإفصاح عن أداء الاستدامة لأنه يساعد على زيادة قيمة الشركة وتقليل القيود المالية التي تواجهها عند محاولة حصول الشركة على تمويل خارجي لها.

○ إصدار نشرات بالاشتراك مع الهيئة العامة للرقابة المالية لتوعية المستثمرين في الأوراق المالية بأهمية المعلومات الواردة بتقرير الإفصاح عن أداء الاستدامة للشركة في التأثير في قيمة الشركة من خلال التأثير في قرارات هؤلاء المستثمرين المتعلقة بالشراء أو البيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.

● على الشركات التي تفصح عن أداء الاستدامة المحافظة على ما يلي:

○ زيادة نفوذ المدير التنفيذي فيها ، لأن زيادة ذلك النفوذ يزيد من شدة العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة ، مما يعني تحسين وتعزيز قيمة الشركة.

○ زيادة الملكية الإدارية فيها ، لأن زيادة الملكية الإدارية يزيد من شدة العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة ، مما يعني تحسين وتعزيز قيمة الشركة.

○ خفض تركيز الملكية فيها ، لأن خفض تركيز الملكية يزيد من شدة العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة ، مما يعني تحسين وتعزيز قيمة الشركة.

٣/٤ مجالات الدراسات المستقبلية:

إجراء دراسة تتناول متغيرات معدلة أو متفاعلة أخرى غير نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية قد تؤثر على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة مثل ربحية الشركة وخصائص مجلس الإدارة.

قائمة المراجع

- ١ - المراجع باللغة العربية :
 - البورصة المصرية (٢٠١٦)، "الدليل الاسترشادي لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الاستدامة" ، ص ص ١-٣٩.
 - الصياد، جلال مصطفى و مصطفى، مصطفى جلال (بدون تاريخ) ، المعاينة الإحصائية (القاهرة : مكتبة عين شمس) ، ص ١٢٥ .
 - جمام، محمود و دباش، أميرة (٢٠١٧) ، " أثر عدالة الإفصاح المحاسبي في ترشيد القرارات الاستثمارية : دراسة حالة عينة من المستثمرين ببورصة الجزائر" ، مجلة دراسات وأبحاث ، العدد ٢٦ ، ص ص ١٢٣ - ١٣٩ .
 - مركز المديرين المصري (٢٠١٦)، "الدليل المصري لحوكمة الشركات" ، ص ص ٤٨-١ .
- ٢ - المراجع باللغة الإنجليزية :
 - Abdullah, M.I. et al. (2019)," Ownership Concentration Impact On Firm Financial Performance. Logforum: Scientific Journal of Logistics , Vol.15 , No. 1 ,Pp. 107-118.
 - Adi ,A.N. et al. (2018) , " Profitability, Liquidity, Leverage And Corporate Governance Impact On Financial Statement Fraud And Financial Distress As Intervening Variable", Economics, Vol. 5 , No.200, Pp. 66-74.
 - Ahmad ,1. et al. (2018) ," Relationship Between Corporate Governance, Management Ownership And Capital Structure: Evidence From Pakistan Stock Exchange", International Journal Of Business Studies Review (IJBSR), Vol. 3, No. 1, Pp.1-13.
 - Alshehhi , A. et al. (2018) , "The Impact Of Sustainability Practices On Corporate Financial Performance: Literature Trends And Future Research Potential", Sustainability, Vol. 10, Issue 2 , Pp.1-25.
 - Anwar ,Z. et al. (2019)," CSR Disclosure And Financial Access : A Case Study Of Pakistan , International Journal Of Economics, Management And Accounting , Vol. 27,No.1,Pp. 167-186.
 - Ardillah, Kenny (2018)," Effect Of Intellectual Capital, Corporate Sustainability Disclosure, And Corporate Governance To The Value Of The Company: Empirical Study On Registered SOE In Indonesia Stock Exchange",

Jurnal Ilmu Manajemen & Ekonomika, Vol 10, No 2 ,Pp.60-67.

- Ayman Issa , et al. (2019) ," The Impact Of Board Gender Diversity On Firm Value: Evidence From Kuwait" , Management Research Review, Pp,1-16.
- Ben Rejeb ,J. & Missaoui, I. (2019) ,"Corporate Governance And Firm Performance: The Case Of Tunisian" , Journal Of Business & Financial Affairs , Vol. 8 , Issue 1, Pp. 1-7.
- Brochet ,Francois et al. (2019)," CEO Tenure And Firm Value" , Centre For Financial Research (CFR) Working Papers, University Of Cologne, No 16-11, Pp.1-72.
- Carini ,C. et al. (2017)," Measure The Performance With The Market Value Added: Evidence From CSR Companies", Sustainability, Vol. 9, Issue 12 , Pp.1-19.
- Carp , Mihai et al. (January 2019)," Is Sustainability Reporting A Business Strategy For Firm's Growth? Empirical Study On The Romanian Capital Market", Sustainability, Vol. 11, Issue 3 , Pp.1-21.
- Chan, C. Y., et al. (2017),"Do Financial Constraints Matter When Firms Engage In CSR?" The North American Journal Of Economics And Finance , Vol. 39, Pp.241–259.
- Chang , X. et al. (2019) ," Macroeconomic Conditions, Financial Constraints, And Firms' Financing Decisions", Journal Of Banking And Finance , Vol. 101 , Pp. 242–255
- Chang ,Yanhao et al. (2017) ," Are Excess Cash Holdings More Valuable To Firms In Times Of Crisis? Financial Constraints And Governance Matters " , Pacific-Basin Finance Journal ,Vol. 45, Pp. 157–173 .
- Chao ,C. C. et al. (2017)," The Impact Of CEO Power On Corporate Capital Structure: New Evidence From Dynamic Panel Threshold Analysis " , International Review Of Economics And Finance , Vol. 51, Pp. 107–120.
- Chee , H. K. (2016)," The Influence Of Ultimate Ownership Concentration On Leverage" Jurnal Pengurusan , Vol. 47, Pp. 55 – 65.
- Chen, L. et al. (2015)," Applying GRI Reports For The Investigation Of Environmental Management Practices And Company Performance In Sweden, China And India", Journal Of Cleaner Production , Vol. 98, Pp. 36-46.
- Cheng ,B. et al. (2014)," Corporate Social Responsibility And Access To Finance", Strategic Management Journal , Vol. 35, Pp. 1 – 23.

- Ching ,H. Y. et al. (2017)," The Quality Of Sustainability Reports And Corporate Financial Performance: Evidence From Brazilian Listed Companies", SAGE Open. <https://doi.org/10.1177/2158244017712027>.
- Chiu , Junmao et al. (2019) , " Knowledge Capital, CEO Power, And Firm Value: Evidence From The IT Industry " , North American Journal Of Economics And Finance, <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.101012>.
- Cho , Sang Jun et al. (January 2019)," Study On The Relationship Between CSR And Financial Performance", Sustainability, Vol. 11, Issue 2 , Pp.1-26.
- Dai , Jingwen et al. (2019)," Corporate Social Responsibility Disclosure And Stock Price Crash Risk: Evidence From China", Sustainability, Vol. 11, Issue 2 , Pp.1-20.
- Dakhllalh, M. M. et al. (July 2019)," The Effect Of Ownership Structure On Firm Performance Among Jordanian Public Shareholders Companies: Board Independence As A Moderating Variable", International Journal Of Academic Research In Progressive Education And Development, Vol. 8, No.3, Pp. 13–31.
- De Carvalho & Kalatzis (2018)," Earnings Quality, Investment Decisions, And Financial Constraint", Review Of Business Management , Vol.20, No.4, Pp.573-598.
- El-Habashy , H. A. (2019)," The Effects Of Board And Ownership Structures On The Performance Of Publicly Listed Companies In Egypt" , Academy Of Accounting And Financial Studies Journal , Vol. 23, Issue 1, Pp.1-15.
- Eom ,K. & Nam ,G. (2017)," Effect Of Entry Into Socially Responsible Investment Index On Cost Of Equity And Firm Value", Sustainability, Vol. 9, Issue 5, Pp.1-17.
- Farooq, O. (2015) ," Effect Of Ownership Concentration On Capital Structure: Evidence From The MENA Region", International Journal Of Islamic And Middle Eastern Finance And Management , Vol. 8, No.1, Pp.99-113.
- García-Sánchez, I.M. et al. January (2019)," Impact Of Disclosure And Assurance Quality Of Corporate Sustainability Reports On Access To Finance", Corporate Social Responsibility And Environmental Management , Vol. 26, Pp. 832–848.
- Global Reporting Initiative (GRI) (2013), "G4 Sustainability Reporting Guidelines: Reporting Principles And Standard Disclosure", Global Reporting Initiative, Amsterdam.

- Han , Seonghee et al. (2016)," CEO Power And Firm Performance Under Pressure " , Financial Management , Summer 2016 , Pp. 369 – 400.
- Horn, Riana et al. (2018)," The Association Between Corporate Social Responsibility Reporting And Firm Value For South African Firms", South African Journal Of Economic And Management Sciences , ",Vol. 21,No.1, Pp.1-10.
- Hu , Yuanyuan et al. (2018)," CSR And Firm Value: Evidence From China" ,, Sustainability, Vol. 10, Issue 12, Pp.1-18.
- Iswajuni ,I., et al. (2018)," The Effect Of Enterprise Risk Management (ERM) On Firm Value In Manufacturing Companies Listed On Indonesian Stock Exchange Year 2010-2013", Asian Journal Of Accounting Research , Vol. 3, No. 2, Pp. 224-235
- Javeed ,Sohail A & Lefen , Lin (January 2019)," An Analysis Of Corporate Social Responsibility And Firm Performance With Moderating Effects Of CEO Power And Ownership Structure: A Case Study Of The Manufacturing Sector Of Pakistan", Sustainability, Vol. 11, Issue 1 , Pp.1-25.
- Jones, P. et al. (2016)," Materiality And External Assurance In Corporate Sustainability Reporting: An Exploratory Study Of Europe's Leading Commercial Property Companies", Journal Of European Real Estate Research ,Vol. 9, No. 2 , Pp. 147-170.
- Karim, A. & Faiz ,R. (2017)," The Impact Of Internal Attributes Of Corporate Governance On Firm Performance " , Journal Of Research In Administrative Sciences , Pp.1-4.
- Kaur ,R.& Singh ,B. (2018)," Ceos' Characteristics And Firm Performance:A Study Of Indian Firms", Indian Journal Of Corporate Governance , Vol.11, No. 2 , Pp. 185–200.
- Khurshid ,M. K. et al. (2018) ," Impact Of Corporate Governance On The Likelihood Of Financial Distress: Evidence From Non-Financial Firms Of Pakistan", Pacific Business Review International , Vol. 11 ,Issue 4, Pp. 134-149.
- Kim ,W.S. et al. (2018) ," Corporate Social Responsibility, Ownership Structure, and Firm Value: Evidence from Korea", Sustainability, Vol. 10, Issue7, Pp.1-20.
- KPMG (2017), "KPMG International Survey of Corporate Responsibility Reporting 2017", KPMG International Cooperative, pp.1-58.

- Krivačić , D. (2017)," Sustainability Reporting Quality: The Analysis Of Companies In Croatia", Journal Of Accounting And Management , Vol. 7; No. 1; Pp. 1 – 14.
- Kurniasari, W., & Warastuti, Y. (2015), " The Relationship Between CSR And Profitability To Firm Value In Sri-Kehati Index", Journal Of Economic Behavior ,Vol.5 ;,Pp.31-42.
- Kuzey, Cemil & Uyar, Ali (2017)," Determinants Of Sustainability Reporting And Its Impact On Firm Value: Evidence From The Emerging Market Of Turkey", Journal Of Cleaner Production , Vol. 143, Pp. 27-39.
- Lee , Kyungtag & Lee , Hyunchul (January 2019)," How Does CSR Activity Affect Sustainable Growth And Value Of Corporations? Evidence From Korea", Sustainability, Vol. 11, Issue2, Pp.1-11.
- Li , Biao & Wu , Kekun (2017)," The Price Of Environmental Sustainability: Empirical Evidence From Stock Market Performance In China", Sustainability, Vol. 9, Issue 8 , Pp.1-16.
- Li ,Frank, (2016) ," CEO Power, Corporate Social Responsibility, And Firm Value: A Test Of Agency Theory", International Journal Of Managerial Finance ,Vol. 12 No. 5, Pp. 611-628.
- Li, Yiwei et al. (2018) ," The Impact Of Environmental, Social, And Governance Disclosure On Firm Value: The Role Of CEO Power", The British Accounting Review , Vol. 50 ,Pp. 60-75.
- Liu , Wenchien (2018) ," Determinants And Marginal Value Of Corporate Cash Holdings: Financial Constraints Versus Corporate Governance", The International Journal Of Business And Finance Research , Vol. 12, No. 1, Pp. 57-70.
- Lock, I.& Seele, P. (2016)," The Credibility Of CSR Reports In Europe. Evidence From A Quantitative Content Analysis In 11 Countries ", Journal Of Cleaner Production , Vol.122, Pp.186-200.
- Loh , L. et al. (2017) ," Sustainability Reporting And Firm Value: Evidence From Singapore-Listed Companies", Sustainability, Vol. 9, Issue 11 , Pp.1-12.
- Louhichi, Waël & Zreik , Ousayna (2015), "Corporate Risk Reporting: A Study Of The Impact Of Risk Disclosure On Firms Reputation, Economics Bulletin, Vol. 35 ,No.4, Pp.2395-2408.

- Mahmood, M. & Orazalin, N. (2017)," Green Governance And Sustainability Reporting In Kazakhstan's Oil, Gas, And Mining Sector: Evidence From A Former USSR Emerging Economy" , Journal Of Cleaner Production , Vol. 164, Pp.389–397.
- Makhlouf ,M. H. (2018)," Board Of Directors, Firm Performance And The Moderating Role Of Family Control In Jordan", Academy Of Accounting And Financial Studies Journal , Vol. 22, Issue 5, Pp.1-15.
- Manrique ,S. et al. (2017)," Analyzing The Effect Of Corporate Environmental Performance On Corporate Financial Performance In Developed And Developing Countries", Sustainability, Vol. 9, Issue 11 , Pp.1-30.
- Michelon, G. et al. (May 2018) 2018," Creating Legitimacy For Sustainability Assurance Practices: Evidence From Sustainability Restatements", European Accounting Review ,Pp.1-28.
- Michelon, G. et al. (2015)," CSR Reporting Practices And The Quality Of Disclosure: An Empirical Analysis" , Critical Perspectives On Accounting , Vol. 33, PP.59-78.
- Miralles-Quirós , M. M. et al. (2018)," The Value Relevance of Environmental, Social, and Governance Performance: The Brazilian Case", Sustainability, Vol. 10, Issue 3 , Pp.1-15.
- Mugobo , V. et al (2016)," The Ownership Structure Effect On Firm Performance In South Africa", Corporate Ownership & Control , Vol. 13, Issue 2,Pp. 461- 464.
- Mukhtaruddin, Y. et al. (2014)," Earning Management, Corporate Social Responsibility Disclosures And Firm's Value: Empirical Study On Manufacturing Listed On IDX Period 2010-2012", Journal Of Business Management ",Vol. 2,No.3, Pp. 48-56.
- Murtza, S & Azam, I (2019),"The Relationship Between Ownership Structure And Capital Structure: Evidence From Chemical Sector Of Pakistan", SEISENSE Journal Of Management , Vol. 2, No 4, Pp. 51-64.
- Olawumi, T. O.& Chan, D. W. M. (2018) ," A Scientometric Review Of Global Research On Sustainability And Sustainable Development", Journal Of Cleaner Production , Vol. 183, Pp. 231-250.
- Orazalin ,N. & Mahmood , M. (2018) ," Economic, Environmental, And Social Performance Indicators Of

- Sustainability Reporting: Evidence From The Russian Oil And Gas Industry"**, *Energy Policy*, Vol. 121 , Pp. 70–79.
- Palea, Vera (2018)," **Financial Reporting For Sustainable Development: Critical Insights Into IFRS Implementation In The European Union"**, *Accounting Forum* , Vol. 42 ,Pp. 248–260.
 - Paramanatham, N. S. et al. (2018)," **Ownership Concentration And Debt Structure: Evidence From Top 100 Plcs In Malaysia"**, *Institutions And Economies* , Vol.10 , No. 3, Pp.1-13
 - Peng, C.-W.& Yang, M.-L. (2014)," **The Effect Of Corporate Social Performance On Financial Performance: The Moderating Effect Of Ownership Concentration"** , *Journal Of Business Ethics* ,Vol. 123, Issue 1, Pp.171–182.
 - Ranti ,U. O. (2013)," **The Effects Of Board Size And CEO Duality On Firms' Capital Structure: A Study Of Selected Listed Firms In Nigeria"**,*Asian Economic And Financial Review*, Vol.3 , No. 8,Pp.1033-1043.
 - Rashid, Afzalur (2010) ," **CEO Duality And Firm Performance: Evidence From A Developing Country"** , *Corporate Ownership & Control* ,Vol. 8, Issue 1,Pp. 163-175.
 - Razali, M. W. M. et al. (2018)," **Corporate Social Responsibility Disclosure And Firm Performance Of Malaysian Public Listed Firms"**, *International Business Research* , Vol. 11, No. 9, Pp.86-95.
 - Saidu, S. A., & Gidado, S. (2018)," **Managerial Ownership And Financial Performance Of Listed Manufacturing Firms In Nigeria"**, *International Journal Of Academic Research In Business And Social Sciences*, Vol.8 , No. 9, Pp.1227–1243.
 - Shabbir, M. K. (2018)," **Ownership Concentration And Firm Performance: Evidence From The Banking Sector Of Pakistan"**, *International Journal Of Management, It & Engineering* , Vol. 8, Issue 9 , Pp.9-65.
 - Shad ,M. K. et al. (2018)," **Integrating Sustainability Reporting Into Enterprise Risk Management And Its Relationship With Business Performance: A Conceptual Framework"**, *Journal Of Cleaner Production*, doi: 10.1016/j.jclepro.2018.10.120
 - Shahzad, A. M. & Sharfman, Mark P. (2017)," **Corporate Social Performance And Financial Performance: Sample-Selection Issues"**, *Business & Society* ,Vol. 56,No. 6 , Pp. 889–918.

- Sheikh ,Shahbaz, (2019) ," An Examination Of The Dimensions Of CEO Power And Corporate Social Responsibility", Review Of Accounting And Finance ,Vol. 18 ,No. 2, Pp. 221-244.
- Sheikh ,Shahbaz, (2018) ," CEO Power, Product Market Competition And Firm Value", Research In International Business And Finance , Vol. 46 , Pp. 373–386.
- Singh , Satwinder et al. (2018) ," Corporate Governance And Tobin's Q As A Measure Of Organizational Performance ", British Journal Of Management, Vol. 29 , Issue 1, Pp. 171-190.
- Song, T. & Peng, H. (2015)," Study Of The Relationship Between The Sustainable Growing Social Responsibility and EVA Performance Evaluation System Of Chinese Central Enterprises", American Journal Of Industrial And Business Management, Vol. 5, Pp. 219-225.
- Sulastri et al. , (2018)," The Effect Of Stock Ownership Structure, Capital Structure, And Profitability To Firm Value In Manufacturing Company Sector In Indonesia Stock Exchange ", International Journal Of Scientific & Technology Research , Vol.7, Issue 11,Pp. 187-192.
- Tanikawa ,T.& Jung, Y. (2019)," CEO Power And Top Management Team Tenure Diversity: Implications For Firm Performance", Journal Of Leadership & Organizational Studies , Vol. 26 , No. 2, Pp. 256–272.
- Tien ,Chengli et al., 2013 , "A Study Of CEO Power, Pay Structure, And Firm Performance ", Journal Of Management & Organization, Vol. 19, No.4 , Pp. 424–453.
- Timbate , L. & Park ,C. K. (2018) ," CSR Performance, Financial Reporting, And Investors' Perception On Financial Reporting" , Sustainability , Vol. 10, Issue 2, Pp.1-16.
- Uddin ,M. N. et al. (2019)," Does Corporate Governance Influence Leverage Structure In Bangladesh? ", International Journal Of Financial Studies ,Vol. 7,No. 50, Pp. 1-16.
- Uwuigbe ,U. et al. (2018)," Sustainability Reporting And Firm Performance: A Bi-Directional Approach", Academy Of Strategic Management Journal, Vol. 17, Issue 3, Pp. 1-17.
- Uwuigbe, U. (2014)," Corporate Governance And Capital Structure: Evidence From Listed Firms In Nigeria Stock

- Exchange. Journal Of Accounting And Management , Vol.4, Pp.5–14.
- Uyar, A. (2016)," Evolution Of Corporate Reporting And Emerging Trends", The Journal Of Corporate Accounting & Finance, Vol. 27 , No.4, Pp.27-30.
 - Whetman, Lancee L. (2017) ,"The Impact Of Sustainability Reporting On Firm Profitability" , Economic Review, Vol. 14 , Issue 1 , Article 4.
 - Zhang ,Fang et al. (2019)," Chinese Financial Market Investors Attitudes Toward Corporate Social Responsibility: Evidence From Mergers And Acquisitions", Sustainability, Vol.11, Issue 9 , Pp.1-20.
 - Zhang ,Junru et al. (2018)," Does Sustainability Engagement Affect Stock Return Volatility? Evidence From The Chinese Financial Market", Sustainability, Vol. 10, Issue 10 , Pp.1-21.
 - Zhao, T. & Xiao, X. (September 2019)," The Impact Of Corporate Social Responsibility On Financial Constraints: Does The Life Cycle Stage Of A Firm Matter?", International Review Of Economics And Finance , Vol. 63, Pp. 76-93.

ملحق البحث رقم (١) : أهم المؤشرات الاقتصادية للاستدامة طبقاً للمبادرة العالمية لتقارير الاستدامة (G4) GRI

المؤشر
الجانب الأول : الأداء الاقتصادي: ويشمل مؤشرات: الإيرادات وأجور العاملين وغيرها من المدفوعات.
الجانب الثاني : التواجد في السوق: ويشمل مؤشرات: نسبة أعضاء مجلس الإدارة المعينة (بالمراكز الهامة بالشركة) من المجتمع المحلي المحيط.
الجانب الثالث : الآثار الاقتصادية غير المباشرة: ويشمل مؤشرات: مدى وجود استثمارات هامة في البنية التحتية للمجتمع المحلي.
الجانب الرابع : ممارسات الشراء: ويشمل مؤشرات: النسبة المئوية للمنتجات والخدمات المشتراة محلياً.

ملحق البحث رقم (٢) : أهم المؤشرات البيئية للاستدامة طبقاً للمبادرة العالمية لتقارير الاستدامة (G4) GRI

المؤشر
الجانب الأول : المواد: ويشمل مؤشرات: الإفصاح عن إجمالي حجم المواد المستخدمة في الإنتاج .
الجانب الثاني : الطاقة: ويشمل مؤشرات: نوع الوقود المستخدمة وكمية استهلاكها.
الجانب الثالث : المياه: ويشمل مؤشرات: كمية المياه المستخدمة والمعاد تدويرها.
الجانب الرابع : التنوع البيولوجي ويشمل مؤشرات: استراتيجيات الشركة لمنع وإدارة ومعالجة الأضرار التي تلحق بالمواطن الطبيعية من جراء أنشطتها.
الجانب الخامس : انبعاثات غازات الاحتباس الحراري ويشمل مؤشرات: نسبة شدة انبعاثات غازات الاحتباس الحراري.
الجانب السادس: النفايات السائلة والصلبة: ويشمل مؤشرات: وزن النفايات الخطرة وطرق التخلص منها.
الجانب السابع: المنتجات والخدمات: ويشمل مؤشرات: كمية المنتجات و مواد التغليف الخاصة بها المعاد تدويرها أو استخدامها في نهاية عمرها.
الجانب الثامن: الامتثال للقوانين واللوائح البيئية ويشمل مؤشر : عدد العقوبات القضائية الناجمة عن عدم الامتثال للقوانين واللوائح البيئية.
الجانب التاسع: النقل: ويشمل مؤشر: الآثار البيئية الهامة لنقل المنتجات والمواد الأخرى اللازمة لعمليات الشركة.
الجانب العاشر : مؤشر: إجمالي نفقات الحماية البيئية و التخلص من النفايات ومعالجة الانبعاثات و تكاليف الوقاية والإدارة البيئية.
الجانب الحادي عشر: التقييم البيئي للموردين: ويشمل مؤشر: تحديد الآثار البيئية السلبية في سلسلة التوريد للشركة.
الجانب الثاني عشر: آليات الشكاوى البيئية ويشمل مؤشر: إجمالي عدد الشكاوى البيئية.

ملحق البحث رقم (٣) : أهم المؤشرات الاجتماعية للاستدامة طبقاً للمبادرة العالمية لتقارير الاستدامة (G4) GRI

المؤشر
الفئة الفرعية الأولى :ممارسات العمالة والعمل اللائق :
الجانب الأول: التوظيف: ويشمل مؤشرات: إجمالي عدد الموظفين الجدد المعيّنين.
الجانب الثاني : علاقات العمالة/الإدارة: ويشمل مؤشر: الإفصاح عن الفترة التي يجب خلالها إبلاغ الموظفين قبل تطبيق أية تغييرات يمكن أن تؤثر فيهم.
الجانب الثالث : الصحة والسلامة المهنية: ويشمل مؤشرات: أنواع الإصابات، ومعدل الإصابة ومعدل الأمراض المهنية.
الجانب الرابع: التدريب والتعليم: ويشمل مؤشرات: متوسط ساعات التدريب في السنة لكل موظف.
الجانب الخامس: التنوع وتكافؤ الفرص: ويشمل مؤشر: تحديد عدد أعضاء مجلس الإدارة واللجان المنبثقة عنه.
الجانب السادس: مساواة الرجال والنساء في الأجر: ويشمل مؤشر: نسبة الأجور للنساء بالمقارنة مع الرجال.

تابع ملحق البحث رقم (٣) : أهم المؤشرات الاجتماعية للاستدامة طبقاً للمبادرة العالمية لتقارير الاستدامة (G4) GRI

المؤشر
الجانب السابع : تقييم الموردين فيما يتعلق بممارسات العمالة: ويشمل مؤشرات: تحديد الآثار المتعلقة بممارسات العمالة في سلسلة التوريد للشركة.
الجانب الثامن: آليات الشكاوى المتعلقة بممارسات العمالة: وتشمل مؤشر: إجمالي عدد الشكاوى المتعلقة بممارسات العمالة.
الفئة الفرعية الثانية: حقوق الإنسان:
الجانب الأول: الاستثمار: ويشمل مؤشرات: إجمالي عدد الساعات تدريب العاملين على سياسات أو إجراءات حقوق الإنسان ذات الصلة بالعمليات.
الجانب الثاني : عدم التمييز: ويشمل مؤشر: إجمالي عدد حوادث التمييز خلال فترة التقرير.
الجانب الثالث : الحرية النقابية والمفاوضة الجماعية: ويشمل مؤشر: التدابير المتخذة من قِبَل الشركة بفرض دعم حقوق ممارسة الحرية النقابية.
الجانب الرابع: عمالة الأطفال: ويشمل مؤشر: التدابير المتخذة من قِبَل الشركة للمساهمة في القضاء بفعالية على عمالة الأطفال.
الجانب الخامس: العمل الجبري: ويشمل مؤشر: التدابير المتخذة من قِبَل الشركة للمساهمة في القضاء على جميع أشكال العمل الجبري
الجانب السادس: الممارسات الأمنية: ويشمل مؤشر: إجمالي عدد موظفي الأمن الذين تلقوا تدريباً بالشركة في مجال حقوق الإنسان.
الجانب السابع : حقوق الشعوب الأصلية: ويشمل مؤشر: إجمالي عدد حوادث الانتهاكات المتعلقة بحقوق السكان الذين يعيشون بالقرب من عمليات الشركة.
الجانب الثامن: التقييم: ويشمل مؤشر: عدد عمليات الشركة التي لها أثراً إيجابية أو سلبية تتعلق بحقوق الإنسان.
الجانب التاسع: تقييم الموردين فيما يتعلق بحقوق الإنسان: ويشمل مؤشرات: تحديد الآثار المتعلقة بممارسات حقوق الإنسان في سلسلة التوريد للشركة.
الجانب العاشر: آليات الشكاوى المتعلقة بحقوق الإنسان: آليات الشكاوى وتشمل مؤشر: إجمالي عدد الشكاوى المتعلقة بممارسات حقوق الإنسان.
الفئة الفرعية الثالثة: المجتمع:
الجانب الأول: المجتمعات المحلية: ويشمل مؤشرات: تحديد العمليات ذات الآثار على المجتمعات المحلية.
الجانب الثاني : مكافحة الفساد: ويشمل مؤشرات: إجمالي عدد وقائع الفساد.
الجانب الثالث : السياسة العامة: ويشمل مؤشر: إجمالي قيمة المساهمات السياسية.
الجانب الرابع: السلوك المناهض للمنافسة: ويشمل مؤشر: إجمالي عدد الإجراءات القانونية لمكافحة ممارسات الاحتكار.
الجانب الخامس: الامتثال: ويشمل مؤشر: العقوبات المفروضة على الشركة بسبب عدم الامتثال للوائح والقوانين.
الجانب السادس: تقييم الموردين فيما يتعلق بالآثار على المجتمع: ويشمل مؤشرات: تحديد الآثار على المجتمع في سلسلة التوريد للشركة.
الجانب السابع : آليات الشكاوى المتعلقة بالآثار على المجتمع: ويشمل مؤشر: إجمالي عدد الشكاوى المتعلقة بالآثار على المجتمع.
الفئة الفرعية الرابعة: مسؤولية المنتج:
الجانب الأول: صحة العميل وسلامته: ويشمل مؤشرات: إجمالي عدد حالات عدم الامتثال للوائح المتعلقة بآثار الصحة والسلامة للمنتجات.
الجانب الثاني : وضع ملصقات المعلومات على المنتجات: ويشمل مؤشرات: نتائج الاستقصاءات التي تقيس رضا العميل.
الجانب الثالث : الاتصالات التسويقية: ويشمل مؤشرات: إجمالي عدد حوادث عدم الامتثال للوائح المتعلقة بالإعلان والترويج .
الجانب الرابع: خصوصية العميل: ويشمل مؤشر: إجمالي عدد الشكاوى المتعلقة بانتهاكات خصوصية العميل.
الجانب الخامس: الامتثال: ويشمل مؤشر: إجمالي قيمة الغرامات الناتجة عن عدم الامتثال للقوانين المتعلقة بتوفير واستخدام المنتجات.