



قياس أثر العلاقة بين رأس المال الفكري وأداء الاستدامة على قيمة المنشأة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د/ محمد سلامة محمد عمارة

مدرس بقسم المحاسبة
كلية التجارة - جامعة القاهرة

د/ علاء كامل حسن خليفة

مدرس المحاسبة بالمعهد العالي للحاسبات
وتكنولوجيا المعلومات - أكاديمية الشروق

ملخص البحث

استهدف البحث دراسة واختبار العلاقة بين عناصر رأس المال الفكري واستدامة منشآت الأعمال ومدى تأثير تلك العلاقة على قيمة منشآت الأعمال. ولتحقيق هذا الهدف قام الباحثان بإجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من (61) منشأة من المنشآت المدرجة في مؤشر EGX 100 خلال الفترة من 2016 حتى 2020، بإجمالي عدد مشاهدات 248 مشاهدة.

من خلال استخدام أسلوب تحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى (OLS)؛ توصل الباحثان إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لكل من رأس المال البشري ورأس المال الهيكلي على استدامة منشآت الأعمال، بينما لا يؤثر رأس مال العلاقات على أداء الاستدامة، وبناءً عليه فقد تم قبول الفرض الرئيس الأول قبولاً جزئياً. كما أوضحت النتائج أن رأس المال البشري يؤثر على قيمة المنشأة تأثيراً إيجابياً معنوياً، بينما لا تتأثر قيمة المنشأة بكل من رأس المال الهيكلي ورأس مال العلاقات، وبناءً عليه فقد تم رفض الفرض الرئيس الثاني رفضاً جزئياً. اتضح أيضاً أن استدامة منشآت الأعمال تؤثر تأثيراً إيجابياً معنوياً على قيمتها السوقية، وبناءً عليه فقد تم قبول الفرض الرئيس الثالث للدراسة.

أخيراً لاحظ الباحثان وجود تأثير إيجابي معنوي للعلاقة التفاعلية بين كل من رأس المال البشري والهيكلي وبين أداء الاستدامة على قيمة المنشأة، وعدم وجود تأثير معنوي للعلاقة التفاعلية بين رأس مال العلاقات وأداء الاستدامة على قيمة المنشأة، وبناءً عليه فقد تم قبول الفرض الرئيس الرابع قبولاً جزئياً.

الكلمات المفتاحية: رأس المال الفكري - استدامة منشآت الأعمال - قيمة المنشأة.

E. mail: mohamed_salama@foc.cu.edu.eg

E. mail: dr.alaa.kamel@sha.edu.eg

Measuring the Effect of the Relationship Between Intellectual Capital and Sustainability Performance on Firm Value: An Applied Study on Firms Listed on the Egyptian Stock Exchange

Abstract

The study aimed to investigate the relationship between intellectual capital components and firms' sustainability and its impact on firms' value. To achieve that, an applied study conducted on a sample of (61) firms listed on EGX 100 index, during the period from 2016 to 2020, with total number of (248) observations.

By using the least squares regression analysis (OLS), The results showed that there is a significant positive effect for human capital and structural capital on firms' sustainability, while relational capital has no effect on firms' sustainability. Accordingly, the first main hypothesis was partially accepted. The results also showed that human capital has a significant positive effect on firms' value, and firms' value doesn't affect by both structural capital and relational capital. Accordingly, the second main hypothesis was partially rejected. The results also showed that firms' sustainability has a significant positive impact on their market value. Accordingly, the third main hypothesis was accepted.

Finally, the results showed that the interacting relationship between human, structural capital and sustainability performance has a significant positive effect on firms' value, and firms' value doesn't affect by the interacting relationship between relational capital and sustainability performance.

Keywords: Intellectual Capital, Firms' Sustainability, Firms' Value.

1 - مقدمة

يعد رأس المال الفكري في ظل اقتصاديات المعرفة الحديثة أحد أهم أدوات انتقال المنشآت نحو التنمية التنافسية والمستدامة، حيث يعد رأس المال الفكري المورد الاستراتيجي المتنامي الذي يسمح للمنشأة بتحقيق قيمة اقتصادية مضافة على المدى الطويل، وذلك بما يوفره من قدرات وكفاءات تعظم من استعادة منشآت الأعمال من مواردها المادية الملموسة، وتوظف وتوجه تلك الموارد المادية نحو تطوير أداء المنشأة وتحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية والبيئية. ولهذا يمثل رأس المال الفكري أحد أهم العوامل الأساسية لنجاح المنشآت على اختلاف أنواعها وطبيعة نشاطها وأحجامها، واختلاف أهدافها، كما يمثل ضماناً حقيقياً لاستمرار وبقاء المنشأة، وقدرتها على المنافسة في بيئة الأعمال (Alvino et al, 2021؛ محمد، 2022).

وقد برز مفهوم استدامة الشركات كأحد القضايا المعاصرة التي تستقطب اهتماماً عالمياً كبيراً سواء من قبل الشركات والمجتمع المالي والحكومات في الكثير من الدول حول العالم، لا سيما بعد نشر التقرير الصادر عن اللجنة العالمية للتنمية والبيئة التابعة للأمم المتحدة عام 1987 والذي حمل عنوان "مستقبلنا المشترك" والذي طرح فكرة التنمية المستدامة كنموذج بديل لتحقيق التنمية الاقتصادية بمراعاة الجوانب البيئية والاجتماعية، ثم بعد ذلك عقد مؤتمر "قمة الأرض" في عام 1992 والذي نتج عنه إرساء خطة مستقبلية تشمل على الإجراءات اللازمة لتحقيق التنمية المستدامة لمختلف قطاعات المجتمع.

توالفت بعد ذلك المؤتمرات والمبادرات التي تحث مختلف الكيانات على الاضطلاع بدورها في تحقيق التنمية البيئية والمجتمعية، وحتية إدراج هذه الأبعاد ضمن أهدافها وتوجهاتها الاستراتيجية، والذي على اثره تبنت العديد من الحكومات توجهات التنمية المستدامة وحثت الشركات على ضرورة أن توازن بين أهدافها وتوجهاتها الاقتصادية وبين دورها الحتمي في تحقيق الرفاهية المجتمعية والمحافظة على البيئة، لذا أصبح تحقيق أهداف التنمية المستدامة ضمن المتطلبات الأساسية لبقاء الشركات ونموها وتدعيم مركزها التنافسي محلياً وعالمياً.

لذلك، فقد تم إيلاء المزيد من الاهتمام ببحث محددات أداء الاستدامة للشركات من ناحية ودراسة الآثار الاقتصادية الناجمة عن توجه الشركات بمفاهيم وفلسفة وأهداف التنمية المستدامة من ناحية أخرى، وقد جاء هذا الاهتمام ليس فقط من قبل المساهمين وأصحاب المصالح في المجتمع المالي والمنظمات المهنية وحكومات العديد من الدول على مستوى العالم، ولكن أيضاً من قبل الباحثين والأكاديميين. وعليه، تعد الدراسة الحالية أحد المحاولات البحثية التي تتماشى مع هذا الاتجاه في كونها تسعى نحو دراسة رأس المال الفكري كأحد محددات وعوامل أداء الاستدامة من زاوية، ودراسة

مدى تأثير العلاقة التفاعلية بين رأس المال الفكري وأداء الاستدامة على قيمة المنشأة من زاوية أخرى.

طبيعة المشكلة

أظهرت العديد من الدراسات من الأونة الأخيرة بموضوع الاستدامة، خاصة بعد الانهيارات المالية التي حدثت لكبرى الشركات العالمية في مطلع القرن الحالي، وما نتج عن ذلك من آثار سلبية لكافة أصحاب المصالح، بالإضافة إلى الآثار البيئية الضارة للمنشآت الصناعية المتنوعة على كافة أشكال الحياة، وهو ما دفع الباحثين والأكاديميين إلى التوسع في دراسة موضوع الاستدامة للمنشآت وفحص علاقتها بالكثير من المتغيرات.

أظهرت العديد من الدراسات من الأونة الأخيرة بموضوع الاستدامة، خاصة بعد الانهيارات المالية التي حدثت لكبرى الشركات العالمية في مطلع القرن الحالي، وما نتج عن ذلك من آثار سلبية لكافة أصحاب المصالح، بالإضافة إلى الآثار البيئية الضارة للمنشآت الصناعية المتنوعة على كافة أشكال الحياة، وهو ما دفع الباحثين والأكاديميين إلى التوسع في دراسة موضوع الاستدامة للمنشآت وفحص علاقتها بالكثير من المتغيرات.

ولقد أزداد الاهتمام بشكل كبير في الأونة الأخيرة بموضوع الاستدامة، خاصة بعد الانهيارات المالية التي حدثت لكبرى الشركات العالمية في مطلع القرن الحالي، وما نتج عن ذلك من آثار سلبية لكافة أصحاب المصالح، بالإضافة إلى الآثار البيئية الضارة للمنشآت الصناعية المتنوعة على كافة أشكال الحياة، وهو ما دفع الباحثين والأكاديميين إلى التوسع في دراسة موضوع الاستدامة للمنشآت وفحص علاقتها بالكثير من المتغيرات.

فرض هذا الاهتمام المتنامي بموضوع التنمية المستدامة مجموعة من الضغوطات على الشركات بشأن تبني فلسفة التنمية المستدامة والإفصاح عن الإسهامات البيئية والاجتماعية لها، ونتج عن ذلك دوافع قوية لدى الشركات لإيجاد سبل تستطيع من خلالها أن تحقق توازنًا فعالاً بين أهدافها البيئية والاجتماعية وما تستلزمه من أعباء وتكاليف إضافية، وبين قدرتها على تعظيم ثروات ملاكها وتحقيق معدلات نمو تنافسية. ومن ناحية أخرى، فإن تنامي فلسفة التنمية المستدامة بين الشركات، والزيادة السريعة في إفصاح الشركات طوعاً عن الاستدامة، قد أثارت العديد من التساؤلات البحثية بشأن العوائد التي تجنيها الشركات من وراء هذا التوجه، وكذلك المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها تلك الشركات كونها أصبحت مسئولة اجتماعيًا وبيئيًا بدلاً من مجرد التركيز على تعظيم الأرباح فقط.

وعلى هذا الأساس يمكن أن تتمثل مشكلة البحث في الإجابة عن التساؤل الرئيس التالي: إلى أي مدى يمكن أن تؤثر العلاقة بين رأس المال الفكري وأداء الاستدامة على قيمة المنشأة؟، والذي ينتج عنه التساؤلات الفرعية التالية: 1- ما هي العلاقة بين رأس المال البشري وأداء الاستدامة؟ 2- ما هي العلاقة بين رأس المال الهيكلي وأداء الاستدامة؟ 3- ما هي العلاقة بين رأس مال العلاقات وأداء الاستدامة؟ 4- ما هو تأثير مكونات رأس المال الفكري على قيمة المنشأة؟ 5- ما هو تأثير استدامة منشآت الأعمال على قيمتها السوقية؟ 6- ما هو تأثير العلاقة بين كل مكون من مكونات رأس المال الفكري وأداء الاستدامة على قيمة المنشأة؟

هدف البحث

يتمثل الهدف الرئيس للبحث في دراسة وتحليل العلاقة بين مكونات رأس المال الفكري وأداء الاستدامة وانعكاس هذه العلاقة على قيمة المنشأة. ويتفرع من هذا الهدف الأهداف الفرعية التالية:

1. دراسة العلاقة بين مكونات رأس المال الفكري (البشري، الهيكلي والعلاقات) وأداء الاستدامة.
2. دراسة أثر كل مكون من مكونات رأس المال الفكري على قيمة المنشأة.
3. دراسة أثر أداء الاستدامة لمنشآت الأعمال على قيمتها السوقية.
4. دراسة أثر العلاقة بين كل مكون من مكونات رأس المال الفكري وأداء الاستدامة على قيمة المنشأة.

فروض البحث

الفرض الأول (H_1): يوجد تأثير معنوي لرأس المال الفكري على أداء الاستدامة.

وينبثق عن هذا الفرض الرئيس الفروض الفرعية التالية:

- الفرض الفرعي الأول (H_{11}): يوجد تأثير معنوي لرأس المال البشري على أداء الاستدامة.
- الفرض الفرعي الثاني (H_{12}): يوجد تأثير معنوي لرأس المال الهيكلي على أداء الاستدامة.
- الفرض الفرعي الثالث (H_{13}): يوجد تأثير معنوي لرأس مال العلاقات على أداء الاستدامة.

الفرض الثاني (H_2): يوجد تأثير معنوي لرأس المال الفكري على قيمة المنشأة.

وينبثق عن هذا الفرض الرئيس الفروض الفرعية التالية:

- الفرض الفرعي الأول (H_{21}): يوجد تأثير معنوي لرأس المال البشري على قيمة المنشأة.
- الفرض الفرعي الثاني (H_{22}): يوجد تأثير معنوي لرأس المال الهيكلي على قيمة المنشأة.
- الفرض الفرعي الثالث (H_{23}): يوجد تأثير معنوي لرأس مال العلاقات على قيمة المنشأة.

الفرض الثالث: يوجد تأثير معنوي لأداء الاستدامة على قيمة المنشأة.

الفرض الرابع: يوجد تأثير معنوي للعلاقة بين رأس المال الفكري وأداء الاستدامة على قيمة المنشأة. وينبثق عن هذا الفرض الرئيس الفروض الفرعية التالية:

- **الفرض الفرعي الأول (H41):** يوجد تأثير معنوي للعلاقة بين رأس المال البشري وأداء الاستدامة على قيمة المنشأة.
- **الفرض الفرعي الثاني (H42):** يوجد تأثير معنوي للعلاقة بين رأس المال الهيكلي وأداء الاستدامة على قيمة المنشأة.
- **الفرض الفرعي الثالث (H43):** يوجد تأثير معنوي للعلاقة بين رأس مال العلاقات وأداء الاستدامة على قيمة المنشأة.

منهج الدراسة

يتمثل منهج البحث في الخطوات التي سيتبعها الباحثان من أجل تحقيق أهداف الدراسة واختبار فروضها، وقد اعتمد الباحثان في ذلك على فلسفة البحث الإيجابية والتي تمثل مدخلاً استنباطياً كمياً يقوم على تطوير الفروض وجمع البيانات الكمية الثانوية وتحليلها؛ لتحديد مدى قبول أو رفض هذه الفروض.

خطة البحث

في إطار مشكلة البحث وأهدافه وللإجابة على التساؤلات البحثية، تم تقسيم البحث إلى العناصر التالية:

- 1- الإطار النظري للدراسة.
- 2- الدراسات السابقة وتطوير الفروض.
- 3- الدراسة العملية.
- 4- مناقشة النتائج.
- 5- الخلاصة والنتائج والتوصيات.
- 6- مقترحات لأبحاث مستقبلية.

1- الإطار النظري للدراسة

1-1 أداء الاستدامة

1-1-1 مفهوم استدامة الشركات

عرفت اللجنة العالمية لشئون البيئة والتنمية World commission on environment and development التابعة للأمم المتحدة في تقرير برونتلاند عام 1987 التنمية المستدامة بأنها "التنمية التي تلبي احتياجات الأجيال الحالية دون المساس بقدرة الأجيال المستقبلية على تلبية احتياجاتها" (WCED, 1987)، وقد أكد التقرير أنه وبالرغم من حاجة مختلف الكيانات إلى تحقيق تنمية اقتصادية بشكل مستمر ومستدام؛ إلا أن هذه التنمية الاقتصادية المنشودة ينبغي ألا تتحقق على حساب استنفاد الموارد الطبيعية أو الإضرار بالبيئة، كما أبرز التقرير وجود ثلاثة أبعاد للتنمية المستدامة ينبغي لجميع الكيانات أن تحقق توازنًا فيما بينهم وهم التنمية الاقتصادية، حماية البيئة، والعدالة الاجتماعية (Aifuwa, 2020; Diez-Canamero et al, 2020).

كما عرفت المبادرة العالمية لإعداد التقارير (GRI) Global Reporting Initiative بأنها "مجموعة من الأنشطة التي تساعد المنشآت في تحقيق الأهداف الاجتماعية والبيئية إلى جانب الأهداف الاقتصادية لأصحاب المصالح في إطار نظام فعال لحوكمة الشركات يعمل على تحقيق التوازن بين هذه الأهداف وتقييم ومراقبة الأداء" (GRI, 2013).

وفي السياق الأكاديمي؛ فقد اتفقت دراسات عديدة (على سبيل المثال: Johari, 2020; Aifuwa, 2020; Davie et al, 2018; and Komathi, 2019) على كون استدامة الشركات تعني "دمج الاهتمامات الاجتماعية والبيئية في الأعمال والأنشطة التجارية الشركات بما يحقق حماية حقوق أصحاب المصالح".

1-1-2 أبعاد استدامة الشركات

في إطار التعريف الذي وضعته المبادرة العالمية لإعداد التقارير (GRI) لمفهوم الاستدامة؛ يصنف العديد من الباحثين أبعاد الاستدامة إلى أربعة أبعاد وهما البعد الاقتصادي للاستدامة Economic Sustainability Performance، والأبعاد غير المالية للاستدامة والتي تتضمن البعد البيئي والبعد الاجتماعي وأخيرًا البعد الحوكمي (Rezaee, 2017; Buallay, 2019).

يعكس البعد الاقتصادي للاستدامة مدى المساهمة في تعظيم ثروات الملاك وتحقيق معدلات نمو تنافسية ودعم استمرارية الشركة ورفع مستوى الكفاءة الاقتصادية من خلال تحقيق أفضل استخدام للموارد المحدودة. ويعتبر البعد الاقتصادي من أهم أبعاد الاستدامة، وذلك لأن تحسين مستوى الأداء المالي وتدعيم نمو المنشأة واستمراريتها تظل الأهداف الرئيسية لأي منشأة، والتي لن تتحقق - في ظل فلسفة وتوجهات التنمية المستدامة - بدون الاهتمام بالأنشطة البيئية والاجتماعية، فضلاً عن تبني قواعد فعالة لحوكمة الشركات.

ويعكس البعد البيئي للاستدامة مدى فعالية الشركة في تحقيق التوازن بين تعظيم أرباحها الاقتصادية وحماية البيئة من الانبعاثات والمخلفات الضارة لأنشطتها وعملياتها، وذلك لضمان توفير بيئة أفضل للأجيال القادمة، ويعتبر البعد البيئي من الأبعاد المؤثرة ذات الأهمية خاصة مع زيادة الوعي البيئي وكثرة القوانين البيئية، وما استتبع ذلك من تكاليف إضافية تكبدتها الشركات امتثالاً لهذه القوانين، ومخاطر السمعة والغرامات المالية التي قد تتعرض لها جراء المخالفات البيئية.

كما يعكس البعد الاجتماعي للاستدامة مدى اهتمام المنشأة بالجوانب المجتمعية من خلال عدة جوانب منها تقديم منتجات ذات جودة وذات منفعة لأفراد المجتمع، وتحسين ورفع مستوى معيشة الموظفين ورفاهيتهم، التبرعات النقدية والعينية والأنشطة التطوعية. يساهم الأداء الاجتماعي الفعال في تحسين سمعة المنشأة وزيادة مستوى ثقة أصحاب المصالح فيها، مما ينعكس إيجاباً على الأداء المالي المستدام طويل الأجل.

بينما يعكس البعد الحوكمي للاستدامة مدى فعالية آليات الحوكمة في تطويع ومواءمة سياسات وممارسات الشركة مع أهداف الاستدامة، ودمج مبادئ الاستدامة في عمليات واستراتيجيات الشركة، وتحقيق التوازن المستمر بين أهداف الاستدامة والأهداف الاقتصادية للشركة، فضلاً عن تعزيز الأداء التشغيلي والمالي للشركة وتحقيق استدامته، وتحسين موثوقية ومصداقية وشفافية المعلومات المفصح عنها لأصحاب المصالح، مما يساهم في تحسين مستوى كفاءة أسواق المال، وتحسين معدلات التنمية الاقتصادية. وبذلك يعد البعد الحوكمي بمثابة الأساس الذي يسهم في تحقيق الأبعاد الأخرى للاستدامة؛ فوجوده يؤدي إلى تحسين الأداء المالي والقيمة السوقية للشركة، وزيادة قدرتها على الالتزام بحماية البيئة، ووفائها بمسئولياتها الاجتماعية تجاه العاملين والملاء وكافة الأطراف ذوي المصالح.

1-2 رأس المال الفكري

1-2-1 مفهوم وأهمية رأس المال الفكري

عرفت دراسة (محمد، 2022) رأس المال الفكري بأنه "مجموعة من الأصول غير الملموسة، والتي تشمل رأس المال البشري ورأس المال الهيكلي ورأس مال العلاقات، والتي يجب على المنشأة الاستثمار فيها وتحقيق الكفاءة والفعالية في استغلالها وإدارتها، بما يحقق لها العديد من المنافع؛ مثل زيادة قدرتها التنافسية في السوق، تحقيق قيمة مضافة، تعظيم ثروة المنشأة ومساهمتها، وضمان استمراريتها وتحقيق التنمية المستدامة".

وعرفته دراسة (Alvino et al, 2021) بأنه "مجموعة من المهارات والخبرات والمعارف والمعلومات المملوكة لموظفي الشركة، والتي تعبر بدرجة معينة من الموثوقية عن إمكانية تحقيق أرباح الشركة على المدى الطويل"، كما أوضحت الدراسة أن رأس المال الفكري يعتبر النشاط غير الملموس في سلسلة صناعة القيمة لدى الشركة، والمسئول عن إكساب الشركة القدرة التنافسية، وأن هذا النشاط غير الملموس يتضمن الكفاءات البشرية (رأس المال البشري)، والثقافة التنظيمية والتكنولوجية (رأس المال الهيكلي)، والعلاقات مع البيئة الخارجية (رأس مال العلاقات).

وعرفته دراسة (محمود، 2017) بأنه الموارد الاقتصادية غير الملموسة والمتمثلة في قدرات العاملين، والتي تمكنهم من تقديم اسهامات فكرية، بالإضافة إلى العلاقات مع العملاء، والتي تساعد على زيادة الإنتاجية وتحقيق قيمة وثروة للمنشأة. وعرفته دراسة (Gross et al., 2020) بأنه أحد أهم موارد الشركة، والذي يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للشركة، ويؤثر على سمعتها وقدرتها التنافسية، كما يؤثر على استدامة الشركة وتحسين أدائها، وتعزيز المزايا التنافسية المستدامة.

هذا، ويستمد رأس المال الفكري أهميته من كونه يعد المورد الرئيس في الاقتصاديات القائمة على المعرفة التي يعتمد الانتاج فيها على الأنشطة كثيفة المعرفة knowledge-intensive activities ودعم التقدم التقني والعلمي، والتي تستند في المقام الأول على الابتكار والإبداع والقدرات الفكرية بدلاً من المدخلات المادية أو الموارد الطبيعية التقليدية (Ousama et al, 2020)، ويرى (Gross et al, 2020) أن رأس المال الفكري وعلى الرغم من كونه مورد غير ملموس وغير محدد كمياً في القوائم المالية؛ إلا أنه يعد مورداً حاسماً في سلسلة صناعة القيمة طويلة الأجل، لقدرته على تحسين القدرة التنافسية للشركات، وزيادة ثقة أصحاب المصلحة وتحقيق استدامة الشركات ودعم التنمية الاقتصادية ورفاهية الأفراد بما يتماشى مع أهداف التنمية المستدامة.

كما أوضحت دراسة (حسن، 2020) أن أهمية رأس المال الفكري تتمثل في كونه يوفر للمنشأة قدرات وكفاءات تساهم في نجاحها، كما يتيح لإدارة المنشأة وضع خطط وبدائل استراتيجية في ضوء طبيعة الفرص التنافسية والبيئة الخارجية، كما يضمن بقاء واستمرارية المنشأة، بالإضافة إلى قدرته على تعظيم ثروة المساهمين وقيمة المنشأة، لاسيما في مجال تسجيل براءات الاختراع، كما يعتبر الاستثمار الحقيقي للمعرفة والمعلومات، التي تعمل على خدمة نظام المنشأة بالكامل وتساعد على الإبداع والتغيير والتجديد، بالإضافة إلى أنه يعد استثمارًا هامًا، لاسيما في الأجل الطويل، مما يتطلب الاهتمام به وتتميمته بشكل مستمر.

1-2-2 مكونات رأس المال الفكري

تعددت تصنيفات الباحثين لعناصر ومكونات رأس المال الفكري؛ إلا أن التصنيف الأكثر شيوعاً لعناصر رأس المال الفكري هو تصنيف Stewart الذي اعتمده كبرى الشركات العالمية مثل شركة Philips؛ والذ يقسم رأس المال الفكري إلى ثلاثة عناصر هما: رأس المال البشري Human Capital، ورأس المال الهيكلي Structural Capital، ورأس مال العلاقات Relational Capital (محمد، 2022؛ حسن، 2020).

يمثل رأس المال البشري أهم أصل غير ملموس في الشركة، لأنه يعتبر مصدر الإبداع والابتكار والمحرك الأساسي لعملية النمو والتطوير داخل الشركة، ويعرف رأس المال البشري بأنه "المعرفة والخبرات والمهارات والأفكار التي يمتلكها الموظفون بالشركة، والتي تعمل على تطويرها وتتميمتها، لتحقيق ميزة تنافسية وقيمة مضافة لها، ومن أجل تحسين أداء الاستدامة".

ويمثل رأس المال الهيكلي "التسهيلات المعرفية المتاحة للمنشأة من قواعد بيانات وأنظمة معلومات وبراءات الاختراع وطرق إدارة وتنفيذ العمليات والثقافة التي تملكها المنشأة، بما يوفر البنية التحتية التي يحتاجها رأس المال البشري ورأس مال العلاقات، لتحقيق ميزة تنافسية وقيمة مضافة، بغرض تحسين أداء الاستدامة للمنشأة".

بينما يشير رأس مال العلاقات إلى جميع الاتصالات والعلاقات القائمة مع الأطراف الخارجية ذات الصلة بالمنشأة، يتم تعريفه على نطاق واسع على أنه المعرفة المتضمنة في العلاقات مع العملاء والموردين والمستثمرين وغيرهم؛ وهو يتألف من ذلك الجزء من رأس المال البشري والهيكلي المرتبط بعلاقات الشركة مع أصحاب المصلحة والتصورات التي يحملونها حول الشركة، والذي يتكون من عدة عناصر، منها ولاء العملاء ورضاهم عن التعامل مع المنشأة، العلاقات مع المستثمرين، العلاقات مع الموردين، العلاقات مع الوحدات العلمية والبحثية، وسمعة المنشأة في السوق.

ويشير (محمد، 2022) إلى أن التفاعل بين الاستثمار في كلٍ من رأس المال البشري ورأس المال الهيكلية ورأس مال العلاقات يساعد في تحديد القيمة الحقيقية لرأس المال الفكري، وتحقيق أقصى استفادة مُمكنة منه، بما يدعم الميزة التنافسية للمنشآت وأداء الاستدامة لديها.

1-3 دوافع تبني الشركات لمبادئ الاستدامة ودور رأس المال الفكري في ذلك

مع التغير السريع في بيئة الأعمال وزيادة الاهتمام العالمي بقضايا الاستدامة تزايدت ضغوط أصحاب المصالح والمجتمع المالي بأسره لإظهار الآثار البيئية والاجتماعية لأنشطة الشركة، حيث أدرك أصحاب المصالح أهمية تبني الشركات لفلسفة ومبادئ الاستدامة وتأثيرها على الأداء طويل الأجل، وتبين أن الضغوطات من مختلف أصحاب المصالح لها تأثير كبير على استراتيجية الشركات البيئية والاجتماعية، إذ يطالب أصحاب المصالح مثل العملاء والدائنين والموظفين والموردين....، بنظام فعال لإدارة البيئة وتحقيق السلامة لضمان الاستدامة البيئية والاجتماعية، بينما تظل الشركة قادرة على تحقيق الاستدامة الاقتصادية والمنافسة على جودة المنتج والسعر.

إلى جانب ذلك فقد اتجهت مؤخراً العديد من الحكومات والهيئات التنظيمية نحو اعتماد سياسات ولوائح تتطلب من الشركات الإفصاح عن الآثار البيئية والاجتماعية لأنشطتها المختلفة، فمثلاً؛ نجد أن الاتحاد الأوروبي قد اعتمد توجيهاً يطلب من الشركات الكبرى المدرجة أن تقوم بالإفصاح عن القضايا البيئية وكذلك القضايا ذات الصلة بالموظفين، حقوق الانسان، الفساد. وفي السياق ذاته أصدرت لجنة تداول الأوراق المالية الأمريكية SEC في عام 2016 بياناً أشارت فيه إلى ضرورة إجراء تعديلات على متطلبات الإفصاح بما يلزم الشركات بالإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي متى كانت هذه المعلومات ذات قيمة ومنفعة للمستثمرين (Shoaf et al., 2018).

لذلك أصبح حتماً على الشركات تبني مفاهيم ومبادئ الاستدامة من أجل تحسين صورتها أمام أصحاب المصالح، وتجنب ردود الأفعال السلبية تجاه عملياتها، وكذلك امتثالاً للمتطلبات القانونية والتنظيمية المفروضة عليها في بيئة الأعمال، ومما هو جدير بالذكر أن تبني الشركات لمبادئ التنمية المستدامة سيتطلب التطرق نحو مجالات التنمية الاجتماعية والبيئية ودمجها وتحقيق تكاملها مع أهداف الشركة الاقتصادية، وبالتالي ضرورة العمل وفق استراتيجية تستطيع الشركة من خلالها أن توظف ما تمتلكه من موارد مختلفة بشكل يجعلها قادرة على التكيف مع المتطلبات والظروف المستجدة، وبما يفي بتوقعات أصحاب المصالح.

وفي هذا السياق، تؤكد دراسة (Gross et al, 2020) أن على رواد الأعمال ضرورة التأكد من أن موظفيهم على دراية بحقيقة أن عملهم - وكذلك منتجاتهم وخدماتهم - بات لها تأثير على البيئة والمجتمع؛ وأن الآثار البيئية والاجتماعية لأنشطتهم باتت تحوذ على قدر كبير من الاهتمام من قبل

أصحاب المصالح، كما أوضحت الدراسة أن هناك ثلاثة معوقات أساسية تحول دون تطبيق الشركات لمبادئ التنمية المستدامة بشكل سليم:

- تجاهل المدراء والعاملين لأهمية التأثير الفردي للشركة على البيئة والمجتمع.
- نقص الخبرة والمعرفة لدى المدراء والعاملين بالموضوعات المتعلقة بحل المشكلات البيئية والمجتمعية.
- ارتفاع تكاليف الاستثمارات البيئية والمجتمعية وانخفاض ربحيتها.

يتضح من ذلك أن تنمية وتطوير معرفة ومهارات وقدرات المدراء والعاملين بالشركة، يؤدي إلى تحسين استيعابهم للقوانين والتشريعات البيئية والقضايا المجتمعية، مما يساهم في تطبيق الشركات لمبادئ التنمية المستدامة بشكل سليم وفعال، وذلك من خلال مراعاة كافة الجوانب البيئية والمجتمعية ذات الصلة بنشاط الشركة مثل العمل على إنتاج منتجات وخدمات عالية الجودة وصدقية للبيئة، الابتكار والمساهمة في مجالات الانتاج النظيف والطاقة المتجددة، توفير بيئة عمل آمنة ونظيفة، تحقيق العدالة الاجتماعية والعمل على تحقيق رفاهية أفراد المجتمع، احترام حقوق الانسان.

لهذا يعد رأس المال الفكري المورد الاستراتيجي غير الملموس الذي يسمح للمنشأة بتحقيق قيمة اقتصادية مضافة على المدى الطويل، وذلك بما يوفره من قدرات وكفاءات تعظم من استفادة منشآت الأعمال من مواردها المادية الملموسة، وتوظف وتوجه تلك الموارد المادية نحو تطوير أداء المنشأة وتحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية والبيئية وبما يتماشى مع أهداف التنمية المستدامة، وهذا ما يبرر اتجاه العديد من منشآت الأعمال نحو تطوير نظم لتقدير رأس المال الفكري والإفصاح عنه بحكم كونه قادراً على تحسين القدرة التنافسية للشركات وزيادة ثقة أصحاب المصالح، ومن زاوية اخرى ومن خلال إشراك الكفاءات البشرية في عمليات الإفصاح؛ يمكن للشركات مواءمة نفسها مع توقعات السوق، ونشر المعلومات التي يمكن أن تقلل من عدم تماثل المعلومات (Alvino et al, 2021).

2- الدراسات السابقة واشتقاق الفروض

2-1 الدراسات التي تناولت العلاقة بين رأس المال الفكري وأداء الاستدامة

قامت العديد من الدراسات بفحص العلاقة بين رأس المال الفكري وأداء الاستدامة، وقد تبنت هذه الدراسات عدة مداخل لدراسة هذه العلاقة؛ إلا أنها لم تتفق حول طبيعة واتجاه تلك العلاقة، فقد قامت مجموعة من الدراسات بفحص تأثير استدامة الشركات على مستوى افصاحها عن عناصر رأس المال الفكري؛ فقد توصلت دراسة (Oliveira et al, 2010) أن الالتزام بإرشادات المبادرة

العالمية للتقرير (GRI) قد ساهم في تحسين مستوى الإفصاح عن رأس المال الفكري في تقارير الاستدامة لدى منشآت الأعمال البرتغالية، وأن المنشآت التي تتبنى مفاهيم ومبادئ الاستدامة؛ تسعى دائماً إلى المحافظة على وتحسين العلاقات مع أصحاب المصالح الخارجيين (العلاء - المستثمرين - البنوك - الموردين - المنافسين)، وذلك من خلال زيادة مستوى الإفصاح عن معلومات رأس المال الفكري، وهو ما أكدته أيضاً دراسة (Cinquini et al, 2012) والتي توصلت إلى أن المنشآت الإيطالية التي تتبنى مفاهيم ومبادئ الاستدامة يزداد لديها محتوى وجودة الإفصاح الاختياري عن رأس المال الفكري، وأن التركيز يكون بشكل أكبر على رأس المال البشري يليه رأس مال العلاقات ثم رأس المال الهيكلي.

واتجهت مجموعة من الدراسات نحو دراسة مدى وجود تأثير متبادل بين رأس المال الفكري وأداء الاستدامة؛ فقد أكدت دراسة (Garcia and Rodridguez, 2014) على وجود تأثير متبادل بين رأس المال الفكري وأداء الاستدامة، حيث توصلت الدراسة من خلال استقصاء مدرء 382 شركة إسبانية تعمل في مجال السياحة أن عناصر رأس المال الفكري تحسن من أداء الاستدامة لدى منشآت الأعمال، كما يؤثر الأداء الجيد للاستدامة الاقتصادية على سمعة المنشأة وعلاقتها مع أصحاب المصالح؛ والتي تعد من أهم عناصر رأس مال العلاقات، لذا يعد هذا البعد من أبعاد الاستدامة البعد الأكثر أهمية بالنسبة لمنشآت الأعمال. ودعمت هذه النتائج دراسة (Massaro and Dumay, 2018) والتي توصلت أيضاً إلى أن رأس المال الفكري والاستدامة كلاهما يؤثران على بعضهما البعض، وأن المنشآت تستطيع أن تحسن من أداء الاستدامة لديها من خلال تعزيز ورفع كفاءة رأس المال البشري لديها.

وفحصت دراسة (Shahzad et al, 2021) العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية ورأس المال الفكري وأثرها على تحسين الأداء بالتطبيق على عينة 2131 شركة أمريكية، وتوصلت إلى أن رأس المال الفكري يتوسط العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية وأداء المنشأة؛ فكلما زادت الأنشطة الاجتماعية للمنشأة كلما زادت قوة علاقاتها مع أصحاب المصالح مما يزيد من كفاءة رأس مال العلاقات وينعكس إيجاباً على أداء المنشأة، كما أن الكفاءة العالية لرأس المال البشري وقدرتهم على الابتكار والإبداع تساهم في تحسين أداء الاستدامة.

في حين اتجهت مجموعة أخرى من الدراسات نحو اختبار أثر عناصر رأس المال الفكري على أداء الاستدامة لمنشآت الأعمال؛ فقد توصلت دراسة (Xu and Wang, 2018) إلى وجود تأثير معنوي لرأس المال الفكري على أداء الاستدامة في الأجل الطويل، وأن رأس مال العلاقات يعد العنصر الأكثر مساهمة في تحسين أداء الاستدامة من بين عناصر رأس المال الفكري. وفحصت

دراسة (Mukherjee and Sen, 2019) دور عناصر رأس المال الفكري في تحقيق استدامة الأعمال بالتطبيق على المنشآت غير المالية بالهند، ووجدت أن رأس المال الفكري بوجه عام يحفز من أداء الاستدامة لدى المنشآت، إلا أن الدراسة لم تصل إلى دليل عملي يؤكد على وجود علاقة بين رأس المال البشري وأداء الاستدامة. كما توصلت دراسة (Gross et al, 2020) إلى أن رأس المال البشري يعد العنصر الأكثر تأثيراً ضمن عناصر رأس المال الفكري على أداء الاستدامة لدى الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم، وذلك من وجهة نظر مدراء 1041 منشأة في بولندا.

في ضوء ما تقدم يتضح للباحثان أن هناك اختلاف بين الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين رأس المال الفكري وأداء الاستدامة، حيث يؤيد بعض الباحثين وجود تأثير متبادل بينهما؛ في حين أتفق البعض الآخر على أن عناصر رأس المال الفكري هي التي تؤثر على أداء الاستدامة؛ بيد أنهم لم يتفقوا حول طبيعة التأثير المنفرد لكل عنصر من عناصر رأس المال الفكري على استدامة الشركات. ويرى الباحثان أن هذا الاختلاف ربما يكون اختلافاً ظاهرياً وأن نتائج هذه الدراسات تكمل بعضها البعض، حيث يرى الباحثان أن عناصر رأس المال الفكري التي تتمتع بالكفاءة العالية، ستدعم قدرة منشآت الأعمال على تحقيق قيمة اقتصادية مضافة، وستعمل على تطوير أداء المنشأة وتحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية والبيئية وبما يتماشى مع أهداف التنمية المستدامة، وبالتالي سينعكس ذلك على مستويات إفصاح الشركات التي تتبنى فلسفة الاستدامة عن عناصر رأس المال الفكري لديها. وبناءً عليه؛ يقوم الباحثان بصياغة الفرض التالي:

الفرض الأول (H₁): يوجد تأثير معنوي لرأس المال الفكري على أداء الاستدامة.

وينبثق عن هذا الفرض الرئيس الفروض الفرعية التالية:

- الفرض الفرعي الأول (H₁₁): يوجد تأثير معنوي لرأس المال البشري على أداء الاستدامة.
- الفرض الفرعي الثاني (H₁₂): يوجد تأثير معنوي لرأس المال الهيكلي على أداء الاستدامة.
- الفرض الفرعي الثالث (H₁₃): يوجد تأثير معنوي لرأس مال العلاقات على أداء الاستدامة.

2-2 الدراسات التي تناولت العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المنشأة

شهد العقدان الماضيان تياراً من الابتكارات في الأسواق المالية، ومع ذلك لم تتغير أساليب تقييم المنشآت بشكل كبير، حيث ما زال يعكس الجزء الأكبر من هذه الأساليب الأداء التاريخي للمنشأة، ويغفل تماماً عن الموارد التي تمتلكها منشآت الأعمال ولا تفصح عنها تقاريرها المالية، فضلاً عن فرص واحتمالات النمو المستقبلي، لهذا؛ عادة ما تظهر اختلافات كبيرة بين القيمة الدفترية لمنشآت

الأعمال وقيمتها السوقية، وهذا ما دفع بالعديد من الباحثين نحو تفسير جزء من تلك الاختلافات استنادًا إلى رأس المال الفكري (Berzkalne and Zelgalve, 2014).

أشارت دراسة (Nuryaman, 2015) إلى أن الإدارة الجيدة لرأس المال الفكري قد تزيد من القيمة السوقية للمنشأة، فإذا ما أحسنت المنشأة استغلال ما تمتلكه من عناصر رأس المال الفكري، فسيمكنها ذلك من مقابلة وتلبية احتياجات كافة أصحاب المصالح بما في ذلك المستثمرين، مما يزيد من طلب المستثمرين على أسهم المنشأة في سوق المال وبالتالي زيادة القيمة السوقية للمنشأة، وعليه؛ فحصت الدراسة تأثير رأس المال الفكري على قيمة المنشأة بالتطبيق على عينة مكونة من 93 منشأة صناعية مدرجة ببورصة اندونيسيا، أظهرت نتائج الدراسة أن رأس المال الفكري يؤثر بشكل إيجابي على قيمة المنشأة، وأن رأس المال الهيكلي يعد أكثر عناصر رأس المال الفكري تأثيراً على قيمة المنشأة، كما أظهرت النتائج أن الأداء المالي للمنشأة يتوسط العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المنشأة.

وفي السياق نفسه؛ فحصت دراسة (Nguyen and Doan, 2020) تأثير رأس المال الفكري على قيمة المنشأة بالتطبيق على عينة مكونة من 61 منشأة صناعية مدرجة في بورصة فيتنام، وأوضحت نتائج الدراسة أن كفاءة كافة عناصر رأس المال الفكري لها تأثير معنوي على قيمة الشركة التي تقاس بنسبة Tobin's Q، وأوصت الدراسة مدراء الشركات بضرورة العمل على تحسين مستوى كفاءة رأس المال الفكري لتعزيز قيمة المنشأة. وأكدت هذه النتائج دراسة (Ismail, 2020) التي تناولت العلاقة بين رأس المال الفكري (مقاس بالفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية) وقيمة المنشأة (مقاسة بنسبة Tobin's Q) بالتطبيق على عينة مكونة من 30 شركة مدرجة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2000 وحتى 2014، وتوصلت إلى وجود تأثير معنوي إيجابي لزيادة الاستثمار في رأس المال الفكري على قيمة المنشأة، وفسرت الدراسة ذلك بأنه كلما زادت قيمة الأصول المعنوية التي تمتلكها المنشأة، كلما قام المستثمرين بتعيين قيمة سوقية مرتفعة نسبياً لتلك المنشآت.

ومن زاوية أخرى هدفت دراسة (Ousama et al, 2020) إلى فحص العلاقة بين مستوى الإفصاح عن رأس المال الفكري بالتقارير السنوية وبين القيمة السوقية للشركات المدرجة ببورصة قطر لتداول الأوراق المالية، وجدت الدراسة أن هناك علاقة معنوية بين الإفصاح عن رأس المال الفكري والقيمة السوقية للمنشأة، وأن الشركات تقوم بالإفصاح عن عناصر رأس المال الفكري لديها لمساعدة أصحاب المصالح لفهم القيمة الحقيقية للشركة؛ والتي تتضمن قيمة رأس المال الفكري. وأكدت الدراسة من خلال ما توصلت إليه من نتائج أن الشركات القطرية قد بدأت في الاعتماد

بشكل أكبر على رأس المال الفكري للمساهمة في تحويل الاقتصاد القطري إلى اقتصاد قائم على المعرفة a knowledge-based economy ، اتساقاً مع "رؤية قطر 2030".

وعلى النقيض من ذلك؛ قدمت العديد من الدراسات أدلة عملية تنفي وجود علاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المنشأة؛ فمثلاً كشفت نتائج دراسة (Ferraro and Veltri, 2011) عن عدم وجود أي تأثير لرأس المال الفكري على قيمة المنشآت الإيطالية، وأن السوق لا يعتمد على معلومات رأس المال الفكري في تعيين قيمة المنشأة، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من 524 مشاهداً للشركات الإيطالية المدرجة. أيضاً وجدت دراسة (Mehralian et al, 2012) أن كافة عناصر رأس المال الفكري لا ترتبط بتقييم السوق لقيمة المنشأة، وذلك بالتطبيق على عينة من شركات الأدوية المدرجة بالبورصة الإيرانية.

كذلك دراسة (Berzkalne and Zelgalve, 2014) التي طبقت على 65 شركة بكل من لاتفيا وليتوانيا وإستونيا، وتوصلت إلى نتائج مختلطة بشأن تلك العلاقة، حيث كشفت النتائج عن وجود علاقة إيجابية بين رأس المال الفكري وقيمة المنشأة بالنسبة للمنشآت في لاتفيا وليتوانيا، في حين لم يتم ملاحظة هذا الارتباط للشركات في إستونيا. ودراسة (Rashid et al, 2018) والتي طبقت على عينة من الشركات الباكستانية المدرجة بالبورصة خلال الفترة من 2003 وحتى 2016؛ وكشفت عن عدم وجود علاقة بين كفاءة عناصر رأس المال الفكري وقيمة منشآت الأعمال.

في ضوء ما تقدم يتضح للباحثان تعليقاً على الدراسات السابقة وجود تباين في نتائج دراسات تلك المجموعة، كما أن الدراسات التي توصلت إلى وجود تأثير إيجابي لرأس المال الفكري على قيمة المنشأة؛ لم توضح أي عناصر رأس المال الفكري له التأثير النسبي الأعلى على قيمة المنشأة، وذلك باستثناء دراسة (Nuryaman, 2015) التي توصلت إلى أن رأس المال الهيكلي يعد العنصر الأكثر تأثيراً على قيمة المنشأة، كما يتحفظ الباحثان حيال نتائج دراسة (Ismail, 2020) التي طبقت على البيئة المصرية وذلك بسبب أن الدراسة قد اعتمدت في قياس رأس المال الفكري على بيانات القيمة السوقية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية؛ وهي نفس البيانات المستخدمة في قياس قيمة المنشأة، مما قد يؤثر على مدى دقة النتائج. وبناءً عليه؛ يقوم الباحثان بصياغة الفرض التالي:

الفرض الثاني (H₂): يوجد تأثير معنوي لرأس المال الفكري على قيمة المنشأة.

وينبثق عن هذا الفرض الرئيس الفروض الفرعية التالية:

- الفرض الفرعي الأول (H₂₁): يوجد تأثير معنوي لرأس المال البشري على قيمة المنشأة.
- الفرض الفرعي الثاني (H₂₂): يوجد تأثير معنوي لرأس المال الهيكلي على قيمة المنشأة.

- **الفرض الفرعي الثالث (H₂₃):** يوجد تأثير معنوي لرأس مال العلاقات على قيمة المنشأة.

2-3 الدراسات التي تناولت العلاقة بين أداء الاستدامة وقيمة المنشأة

تمثل العلاقة بين أداء الاستدامة وقيمة المنشأة أحد المجالات المثيرة للجدل بين الكثير من الكتاب والباحثين، وبالرغم من تعدد الدراسات التي تناولت تلك العلاقة إلا أن نتائج هذه الدراسات جاءت مختلطة ومتضاربة إلى حد كبير، فعلى سبيل المثال فحصت دراسة (Hussain, 2015) العلاقة بين أبعاد أداء الاستدامة وأداء المنشأة وقيمتها السوقية، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من 2007 وحتى 2011، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير للبعد الاقتصادي للاستدامة على الأداء المالي وقيمة المنشأة، بينما وجدت الدراسة أن الأبعاد البيئية والاجتماعية فقط هي التي لها تأثير على أداء المنشأة وقيمتها السوقية.

وفحصت دراسة (Khlif et al, 2015) العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي وبين قيمة المنشأة، وذلك بالتطبيق على 168 مشاهدة للشركات بجنوب أفريقيا والمغرب خلال الفترة من 2004 وحتى 2009، ووجدت الدراسة أن الأداء البيئي والاجتماعي له تأثير إيجابي على قيمة المنشأة بجنوب أفريقيا؛ بينما كان التأثير سلباً بالنسبة للشركات بالمغرب، ويرى الباحثون في هذه الدراسة أن تضارب النتائج ربما يكون بسبب اختلاف البيئة القانونية والتنظيمية في كل دولة.

وفحصت دراسة (Ahmed, 2017) العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي وبين قيمة المنشأة بالتطبيق على 208 شركة مقيدة بالبورصة المصرية لعام 2014، وتوصلت إلى وجود علاقة ايجابية بين أبعاد الاستدامة المختلفة وبين قيمة المنشأة. وهي نفس النتيجة التي توصلت إليها أيضاً دراسة (Buallay, 2019) والتي طبقت على 342 مؤسسة مالية من 20 دولة مختلفة والتي تصدر قائمة إنجاز أهداف التنمية المستدامة خلال العشر سنوات من 2007 وحتى 2016. وكذلك دراسة (Okpa et al, 2019) والتي طبقت على 80 شركة مدرجة بمؤشر FTSE 100 ببورصة لندن خلال الفترة من 2007 وحتى 2016. ودراسة (Alareeni and Hamdan, 2020) والتي طبقت على 505 شركة أمريكية خلال الفترة من 2009 وحتى 2018. ودراسة (Mohammad and Wasiuzzaman, 2021) التي طبقت على 661 شركة ماليزية خلال الفترة من 2012 حتى 2017.

وعلى النقيض من نتائج تلك الدراسات؛ فحصت دراسة (Velte, 2017) نفس العلاقة بالتطبيق على 412 مشاهدة لشركات المانية خلال الفترة من 2010 وحتى 2014، وتوصلت لعدم وجود تأثير لأي من أبعاد الاستدامة على قيمة المنشأة. كما فحصت دراسة (Fahad and Busru, 2021) العلاقة بين البعد الاجتماعي للاستدامة وقيمة المنشأة بالتطبيق على 386 شركة هندية

خلال الفترة من 2007 وحتى 2016، وتوصلت إلى وجود علاقة سلبية بينهما. وفحصت دراسة (Ruan and Liu, 2021) العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي وبين قيمة المنشأة بالتطبيق على 1372 مشاهدة لشركات صينية مدرجة خلال الفترة من 2015 وحتى 2019، وتوصلت إلى وجود تأثير سلبي كبير لأبعاد الاستدامة على قيمة المنشأة.

في ضوء ما تقدم يتضح للباحثان تعليقاً على الدراسات السابقة وجود تباين كبير في نتائج دراسات تلك المجموعة، فقد أوضحت بعض الدراسات وجود تأثير إيجابي لأداء الاستدامة على قيمة المنشأة، وأوضح البعض الآخر وجود تأثير سلبي لأداء الاستدامة على قيمة المنشأة، في حين كشفت دراسة (Velte, 2017) عن عدم وجود تأثير لأي من أبعاد الاستدامة على قيمة المنشأة. وبالرغم من هذا التباين إلا أن الباحثان يميلان نحو تأييد التأثير الإيجابي لأداء الاستدامة على قيمة المنشأة، حيث تساهم ممارسات الاستدامة في تحقيق التوازن بين أهداف أصحاب المصالح، بما يضمن الحصول على دعم وتأييد وولاء المستثمرين، وبالتالي زيادة الطلب على أسهم المنشأة وجذب رؤوس الأموال بتكلفة منخفضة، وهو ما قد ينعكس إيجاباً على تحسين قيمة المنشأة، وبناءً عليه يقوم الباحثان بصياغة الفرض التالي:

الفرض الثالث (H₃): يوجد تأثير معنوي لأداء الاستدامة على قيمة المنشأة.

هذا؛ ومن خلال استقراء الدراسات السابقة في مجال العلاقة بين رأس المال الفكري وأداء الاستدامة وبين قيمة المنشأة، فقد اتضح عدم وجود دراسات سابقة - في حدود علم الباحثان - قد تناولت تأثير العلاقة بين أبعاد رأس المال الفكري وأداء الاستدامة على قيمة المنشأة، وبناءً عليه يتم صياغة الفرض التالي:

الفرض الرابع (H₄): يوجد تأثير معنوي للعلاقة بين رأس المال الفكري وأداء الاستدامة على قيمة المنشأة.

وينبثق عن هذا الفرض الرئيس الفروض الفرعية التالية:

- الفرض الفرعي الأول (H₄₁): يوجد تأثير معنوي للعلاقة بين رأس المال البشري وأداء الاستدامة على قيمة المنشأة.

- الفرض الفرعي الثاني (H₄₂): يوجد تأثير معنوي للعلاقة بين رأس المال الهيكلي وأداء الاستدامة على قيمة المنشأة.

- الفرض الفرعي الثالث (H₄₃): يوجد تأثير معنوي للعلاقة بين رأس مال العلاقات وأداء الاستدامة على قيمة المنشأة.

3- الدراسة العملية

3-1 عينة الدراسة ومصادر الحصول على البيانات

لاختبار فروض الدراسة اعتمد الباحثان على عينة من المنشآت المساهمة المسجلة في البورصة المصرية والمدرجة في مؤشر EGX 100؛ خلال الفترة من عام 2016 حتى عام 2020، وقد تمثلت العينة النهائية في 248 مشاهدة لعدد 61 منشأة، وذلك بعد استبعاد البنوك والمؤسسات المالية، وكذلك المنشآت التي لم تتواجد ضمن مؤشر EGX 100 لسنتين على الأقل، وقد قام الباحثان بالحصول على البيانات المطلوبة من خلال القوائم المالية المنشورة وتقارير الإفصاح السنوية لمجالس الإدارة من المواقع الإلكترونية للمنشآت محل العينة، موقع مباشر للمعلومات على شبكة الانترنت، موقع البورصة المصرية على شبكة الانترنت، إدارة المخاطر بالبورصة المصرية؛ والتي تم الحصول منها على بيان تفصيلي لمؤشر الاستدامة المصري ESG لتقييم وترتيب أداء الاستدامة للمنشآت المدرجة بمؤشر EGX 100.

والجدول التالي رقم (1) يوضح توزيع مشاهدات العينة تبعاً للقطاعات المختلفة:

جدول 1: توزيع مشاهدات العينة حسب القطاعات

رقم القطاع	عدد المشاهدات	النسبة
1	64	25.8%
2	47	19%
3	45	18.1%
4	2	0.8%
5	10	4%
6	32	12.9%
7	21	8.5%
8	19	7.6%
9	8	3.2%
الإجمالي	248	100%

3-2 متغيرات الدراسة وطرق قياسها

3-2-1 قياس رأس المال الفكري

استخدم الباحثان في قياس رأس المال الفكري نموذج معامل القيمة المضافة لرأس المال الفكري Value Added Intellectual Coefficient (VAIC) الذي قدمه Pulic (2000) والذي يعد من الطرق الأكثر شيوعاً واستخداماً من قبل الدراسات السابقة، والذي يوضح إلى أي مدى تستطيع المنشأة أن تحقق قيمة مضافة بالاعتماد على كفاءة رأس المال الفكري لديها، هذا؛ ويلاحظ على هذا النموذج أنه يعتمد في التقييم على تقسيم رأس المال الفكري إلى مكونين اثنين فقط؛ وهما رأس المال البشري ورأس المال الهيكلي والذي يضم رأس مال العلاقات، لذا قام الباحثان بإدخال بعض التعديلات على هذا النموذج حتى يمكن توفير تقييم لكل عنصر من عناصر رأس المال الفكري بشكل منفصل، ومن ثم تتمثل خطوات قياس رأس المال الفكري وفقاً لذلك فيما يلي:

- 1- حساب القيمة المضافة = المخرجات - المدخلات. المخرجات عبارة عن إجمالي المبيعات، المدخلات عبارة عن إجمالي التكاليف باستثناء الاجور والمرتبات والتي تعتبر وفقاً لـ Pulic (2000) بمثابة أصل معنوي وليس مصروف.
- 2- حساب معامل كفاءة رأس المال البشري = القيمة المضافة / رأس المال البشري. يتمثل رأس المال البشري في إجمالي الاجور والمرتبات.
- 3- حساب معامل كفاءة رأس مال العلاقات = القيمة المضافة / رأس مال العلاقات. يتمثل رأس مال العلاقات في التكاليف التسويقية والتبرعات.
- 4- حساب معامل كفاءة رأس المال الهيكلي = القيمة المضافة / رأس المال الهيكلي. حيث أن رأس المال الهيكلي = القيمة المضافة - رأس المال البشري - رأس مال العلاقات.

3-2-2 قياس أداء الاستدامة

اعتمد الباحثان في قياس أداء الاستدامة على مؤشر الاستدامة ESG الخاص بالمنشآت المدرجة بمؤشر EGX 100، حيث توفر البورصة المصرية بالتعاون مع مؤسسة ستاندرد أند بورز ومركز المديرين المصري تقييماً دورياً لتلك الشركات من حيث مستوى الأداء والإفصاح في مجال الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة، ويتم تقييم هذه الشركات الـ 100 سنوياً واختيار أفضل 30 شركة وإدراجها في المؤشر المصري لمسئولية الشركات، ومن ثم يقدم المؤشر للمستثمرين أفضل ثلاثين منشأة في السوق المصري من حيث الأداء والإفصاح وفقاً للمعايير البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات.

3-2-3 قياس قيمة المنشأة

اعتمد الباحثان في قياس قيمة المنشأة على مقياس Tobin's Q، حيث تحسب قيمة المنشأة وفقاً لهذا المقياس على النحو التالي:

قيمة Tobin's Q = (القيمة السوقية لحقوق الملكية + القيمة الدفترية للالتزامات) / القيمة الدفترية لإجمالي الأصول. القيمة السوقية لحقوق الملكية = سعر إقبال السهم العادي في نهاية السنة × عدد الأسهم العادية المتداولة في نهاية السنة.

إذا كانت قيمة المقياس أكبر من 1 فهذا يعني أن القيمة السوقية أكبر من القيمة الدفترية، وأن السوق يعطي قيمة مرتفعة للمنشأة. وإذا كانت قيمة المقياس أقل من 1 فهذا يعني أن القيمة السوقية أقل من القيمة الدفترية، وأن السوق يعطي قيمة منخفضة للمنشأة.

3-2-4 المتغيرات الرقابية

اعتمد الباحثان على مجموعة من المتغيرات الرقابية التي من المتوقع أن يكون لها تأثير على المتغيرات التابعة للدراسة ومن ثم تم إدراجها في نماذج الانحدار وهي؛ حجم المنشأة، نمو المنشأة، والرافعة المالية.

3-3 صياغة نماذج الدراسة لاختبار الفروض

اعتمدت الدراسة على أسلوب البيانات الزمنية القطاعية Panel Data والذي يجمع بين كلٍ من أسلوب السلاسل الزمنية Time Series والتحليل القطاعي Cross Section؛ حيث يتناسب ذلك الأسلوب مع طبيعة بيانات الدراسة لاحتوائها على بيانات مجموعة من المنشآت لعدد من السنوات المختلفة، وفي ضوء ذلك قام الباحثان بصياغة النموذجان التاليان لاختبار فروض الدراسة:

3-3-1 النموذج الأول

يستخدم النموذج الأول في اختبار الفرض الرئيس الأول وما ينبثق عنه من فروض فرعية، والتي تتناول التأثير المحتمل لعناصر رأس المال الفكري على أداء الاستدامة، في ضوء مجموعة من المتغيرات الرقابية مثل حجم المنشأة، نمو المنشأة، والرافعة المالية. ويمكن التعبير عن ذلك النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$SP_{it} = \alpha + \beta_1 HCE_{it} + \beta_2 SCE_{it} + \beta_3 RCE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

SP_{it} : المتغير التابع ويمثل أداء الاستدامة للمنشأة i خلال الفترة T محل الدراسة. ويقاس باستخدام درجات التقييم النهائي التي تعطيها البورصة المصرية للمنشآت بالتعاون مع مؤسسة (S&P).

α : ثابت الانحدار.

β : معاملات المتغيرات المستقلة.

HCEit: معامل كفاءة رأس المال البشري للمنشأة i خلال الفترة T محل الدراسة.

SCEit: معامل كفاءة رأس المال الهيكلي للمنشأة i خلال الفترة T محل الدراسة.

RCEit: معامل كفاءة رأس مال العلاقات للمنشأة i خلال الفترة T محل الدراسة.

SIZEit: حجم المنشأة، ويتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

LEVit: الرافعة المالية، ويتم قياسها بقسمة إجمالي الالتزامات ÷ إجمالي الأصول.

3-3-2 النموذج الثاني

يستخدم النموذج الثاني في اختبار كلٍ من الفرض الرئيس الثاني والثالث والرابع وما ينبثق عنهم من فروض فرعية، والتي تتناول التأثير المحتمل لعناصر رأس المال الفكري وأداء الاستدامة والعلاقة بينهما على قيمة المنشأة، في ضوء مجموعة من المتغيرات الرقابية مثل حجم المنشأة، نمو المنشأة، والرافعة المالية. ويمكن التعبير عن ذلك النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$FV_{it} = \alpha + \beta_1 HCEit + \beta_2 SCEit + \beta_3 RCEit + \beta_4 SP_{it} + \beta_5 HCEit \times SP_{it} + \beta_6 SCEit \times SP_{it} + \beta_7 RCEit \times SP_{it} + \beta_8 SIZEit + \beta_9 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

حيث أن:

FV_{it} : المتغير التابع في النموذج الثاني ويمثل قيمة المنشأة i خلال الفترة T محل الدراسة.

$HCEit \times SP_{it}$: تفاعل رأس المال البشري مع أداء الاستدامة للمنشأة i خلال الفترة T محل الدراسة.

$SCEit \times SP_{it}$: تفاعل رأس المال الهيكلي مع أداء الاستدامة للمنشأة i خلال الفترة T محل الدراسة.

$RCEit \times SP_{it}$: تفاعل رأس مال العلاقات مع أداء الاستدامة للمنشأة i خلال الفترة T محل الدراسة.

3-4 الإحصاء الوصفي لبيانات عينة الدراسة

يوضح الجدول رقم (2) التالي الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة اعتمادًا على عدد من المقاييس الإحصائية: الوسط الحسابي (Mean)، الانحراف المعياري (Std. Dev.)، أدنى قيمة (Min)، أعلى قيمة (Max).

جدول 2: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أقل قيمة	أكبر قيمة
HC	2.49	2.69	7.80-	9.10
SC	1.11	2.76	6.49-	6.53
RC	10.26	14.09	12.06-	39.85
SP	121.17	8	101.71	144.09
F-Value	1.78	1.74	0.04	5.60
F-Size	9.31	0.70	7.31	10.74
Lev	0.556	0.27	0	1.26

يتضح من خلال الجدول رقم (2) السابق أن رأس مال العلاقات يعتبر أكثر مكونات رأس المال الفكري التي حازت على اهتمام المنشآت محل الدراسة، حيث بلغ الوسط الحسابي لرأس مال العلاقات (10.26)، يليه من حيث الأهمية رأس المال البشري (بمتوسط 2.49)، ثم رأس المال الهيكلي (بمتوسط 1.11). أي أن المنشآت تستثمر بدرجة أكبر في علاقاتها مع أصحاب المصالح، ولعل السبب الرئيس وراء ذلك يكمن في حاجة جميع منشآت الأعمال إلى الاحتفاظ بعلاقات قوية مع عملائها ومورديها ومستثمريها، إلى جانب أن رأس مال العلاقات يشمل ضمن عناصره ذلك الجزء من رأس المال البشري ورأس المال الهيكلي ذو الصلة بعلاقات المنشأة مع أصحاب المصالح. كما تهتم منشآت الأعمال بالاستثمار في رأس المال البشري حفاظاً على العاملين بالمنشأة وتطويراً لمهاراتهم ومعارفهم كونهم يمثلون المورد الرئيس في تحقيق منشآت الأعمال لمزايا تنافسية مستدامة.

كما بلغ متوسط أداء الاستدامة 121.17، وكانت أقل قيمة وأعلى قيمة 101.71، 144.09 على التوالي مما يشير إلى ارتفاع مستوى أداء الاستدامة لدى بعض الشركات وانخفاضه لدى البعض الآخر، كذلك بلغ متوسط قيمة المنشأة 1.78 وكانت أقل قيمة 0.04 وأعلى قيمة 5.60، وهو ما يشير إلى الارتفاع النسبي في القيمة السوقية للمنشآت التي تمثل عينة الدراسة. كذلك بلغ متوسط

حجم المنشآت 9.32 ما يشير إلى كبر حجم منشآت عينة الدراسة. وأخيراً بلغ متوسط الرافعة المالية 55.6% وهو ما يشير إلى زيادة نسبة الالتزامات إلى الأصول في عينة الدراسة.

3-5 اختبار فروض ونماذج الدراسة

3-5-1 نموذج اختبار تأثير رأس المال الفكري على أداء الاستدامة

3-5-1-1 تحليل مصفوفة ارتباط بيرسون:

يوضح الجدول التالي رقم (3) مصفوفة ارتباط بيرسون، والتي توضح مدى وجود علاقة بين عناصر رأس المال الفكري وأداء الاستدامة.

جدول 3: مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات نموذج الانحدار الأول

Lev	F-Size	RC	SC	HC	SP
					1
				1	**0.412
			1	**0.316	**0.258
		1	0.071	**0.317	**0.190
	1	0.115	0.104	**0.409	**0.310
1	*0.142	**0.279-	0.060-	0.038-	0.051

حيث أن: ** دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01)، * دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05)

يتضح من الجدول السابق رقم (3) وجود علاقة طردية معنوية بين جميع عناصر رأس المال الفكري (بشري- هيكلية- علاقات) وأداء الاستدامة، حيث بلغت قيم معاملات الارتباط (0.41)، (0.29)، (0.19) على التوالي، وهذه العلاقات دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01). كما يتضح وجود علاقة طردية معنوية بين حجم المنشأة وأداء الاستدامة، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.31) وهي دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01). وأخيراً يتضح وجود علاقة طردية غير معنوية بين الرافعة المالية وأداء الاستدامة، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.051).

3-5-1-2 تحليل نموذج الانحدار

يوضح الجدول التالي رقم (4) نتائج تشغيل نموذج الانحدار المتعدد لاختبار فرض الدراسة الأولى:

جدول 4: نتائج تشغيل نموذج الانحدار الأول للدراسة

SP	Coef.	St.Err	T-Value	P-Value	Sig
HCE	0.802	0.203	3.957	0.00	***
SCE	0.444	0.174	2.557	0.011	**
RCE	0.54	0.035	1.527	0.128	
F-Size	1.849	0.719	2.571	0.011	**
Lev	2.165	1.768	1.224	0.222	
Constant	99.696	6.449	15.459	0.00	***
Mean dependent var		121.17	SD dependent var		8
R-squared		0.223	Number of obs		248
F-test		13.86	Prob > F		0.00

حيث أن: *** دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01)، ** دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05)

يلاحظ الباحثان تعليقاً على النتائج السابقة ما يلي:

- يؤثر رأس المال البشري تأثيراً إيجابياً معنوياً على أداء الاستدامة وذلك بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من 1%، كذلك يؤثر رأس المال الهيكلي تأثيراً إيجابياً معنوياً على أداء الاستدامة ولكن بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من 5%. وبناءً عليه يتم قبول الفرض الفرعي الأول H_{11} وكذلك الفرض الفرعي الثاني H_{12} .
- يؤثر رأس مال العلاقات تأثيراً إيجابياً ولكن غير معنوياً على أداء الاستدامة، حيث بلغت قيمة P. Value (0.128) وهي أكبر من 10%، وبناءً عليه يتم رفض الفرض الفرعي الثالث H_{13} .
- أما بالنسبة للمتغيرات الرقابية، اتضح من نتائج التحليل الإحصائي أن أداء الاستدامة يتأثر إيجابياً بكلٍ من حجم المنشأة والرافعة المالية؛ إلا أن هذا التأثير كان معنوياً بالنسبة لحجم المنشأة فقط وذلك بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من 5%.

تأسيسًا على ما سبق، يتضح أن رأس المال البشري يعد أكثر عناصر رأس المال الفكري تأثيرًا على أداء الاستدامة يليه رأس المال الهيكلي، كما يتضح محدودية تأثير رأس مال العلاقات على أداء الاستدامة، وعليه يمكن قبول الفرض الرئيس الأول للدراسة جزئيًا؛ حيث يوجد تأثير إيجابي لكل من رأس المال البشري ورأس المال الهيكلي ورأس مال العلاقات على أداء الاستدامة؛ إلا أن هذا التأثير كان معنويًا بالنسبة لرأس المال البشري والهيكلي فقط.

3-5-2 نموذج اختبار تأثير رأس المال الفكري، أداء الاستدامة، والعلاقة بينهما على قيمة المنشأة:

3-5-2-1 تحليل مصفوفة ارتباط بيرسون:

يوضح الجدول التالي رقم (5) مصفوفة ارتباط بيرسون، والتي توضح مدى وجود علاقة بين عناصر رأس المال الفكري، أداء الاستدامة، وقيمة المنشأة:

جدول 5: مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات نموذج الانحدار الثاني

Lev	F-Size	RC×SP	SC×SP	HC×SP	RC	SC	HC	SP	FV
									1
								1	**0.384
							1	**0.412	**0.368
						1	**0.316	**0.258	**0.560
					1	0.071	**0.317	**0.190	**0.248
				1	**0.286	**0.382	**0.868	**0.515	**0.623
			1	**0.342	**0.221	**0.271	0.076	**0.296	**0.310
		1	0.082-	0.044-	**0.338	0.035	**0.180	**0.215-	0.057
	1	0.052	0.119	**0.412	0.115	0.104	**0.409	**0.310	**0.290
1	*0.142	0.044-	0.068-	0.047-	**0.279-	0.060-	0.038-	0.051	*0.133-

حيث أن: ** دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01)، * دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05)

يتضح من الجدول السابق رقم (5) وجود علاقة طردية معنوية بين جميع عناصر رأس المال الفكري (بشري - هيكلية - علاقات) وقيمة المنشأة، حيث بلغت قيم معاملات الارتباط (0.368)، (0.560)، (0.248) على التوالي، وهذه العلاقات دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01). يتضح أيضًا وجود علاقة طردية معنوية بين تفاعل رأس المال البشري والهيكلي مع أداء الاستدامة

وبين قيمة المنشأة، حيث بلغت قيم معاملات الارتباط (0.623)، (0.310) على التوالي، وهذه العلاقات دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01).

وأخيراً يتضح وجود علاقة ارتباط طردية معنوية بين حجم وقيمة المنشأة، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.290) بمستوى معنوية أقل من (0.01)، وعلاقة ارتباط عكسية معنوية بين الرافعة المالية وقيمة المنشأة حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (-0.133) وهي دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05).

3-2-2-5 تحليل نموذج الانحدار

يوضح الجدول التالي رقم (6) نتائج تشغيل نموذج الانحدار المتعدد الثاني لاختبار الفرض الثاني والثالث والرابع للدراسة:

جدول 6: نتائج تشغيل نموذج الانحدار الثاني للدراسة

FV	Coef.	St.Err	T-Value	P-Value	Sig
SP	0.024	0.013	1.816	0.071	*
HC	0.016	0.006	2.482	0.014	**
SC	0.091	0.068	1.333	0.184	
RC	0.095	0.130	0.729	0.467	
HC×SP	0.002	0.001	2.813	0.005	***
SC×SP	0.001	0.00	1.893	0.060	*
RC×SP	6.69	0.00	0.985	0.325	
F-Size	0.044	0.145	0.303	0.762	
Lev	0.546-	0.323	1.691-	0.092	*
Constant	2.428-	1.866	1.301-	0.195	
Mean dependent var		1.782	SD dependent var		1.74
R-squared		0.443	Number of obs		248
F-test		20.998	Prob > F		0.00
حيث أن: *** دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01)، ** دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05)، * دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.10).					

يلاحظ الباحثان تعليقًا على النتائج السابقة ما يلي:

- 1- بالنسبة للتأثير المتوقع لعناصر رأس المال الفكري على قيمة المنشأة؛ فقد اتضح ما يلي:
 - يؤثر رأس المال البشري تأثيرًا إيجابيًا معنويًا على قيمة المنشأة وذلك بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من 5%، وهذا يعني أن زيادة الاستثمار في رأس المال البشري سيؤدي إلى تحسن في قيمة المنشأة. وبناءً عليه يتم قبول الفرض الفرعي الأول H_{21} .
 - يؤثر كل من رأس المال الهيكلي ورأس مال العلاقات تأثيرًا إيجابيًا ولكن غير معنويًا على قيمة المنشأة، حيث بلغت قيمة P. Value (0.184) ، (0.467) على التوالي وهي أكبر من 10%، وهذا يعني أن الاستثمار في رأس المال الهيكلي وكذا العلاقات ربما لا يستتبعه بالضرورة تحسن في قيمة المنشأة. وبناءً عليه يتم رفض الفرض الفرعي الثاني H_{22} ، كما يتم رفض الفرض الفرعي الثالث H_{23} .
 - أما بالنسبة للمتغيرات الرقابية، اتضح من نتائج التحليل الإحصائي أن قيمة المنشأة تتأثر إيجابًا بحجم المنشأة وسلبًا بالرافعة المالية؛ إلا أن هذا التأثير كان معنويًا بالنسبة للرافعة المالية فقط وذلك بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من 10%.
- تأسيسًا على ما سبق؛ يتم رفض الفرض الرئيس الثاني للدراسة رفضًا جزئيًا، إذ اتضح أن قيمة المنشأة تتأثر فقط برأس المال البشري من بين عناصر رأس المال الفكري، بينما لا تتأثر بشكل جوهري بكل من رأس المال الهيكلي ورأس مال العلاقات.

2- بالنسبة للتأثير المتوقع لأداء الاستدامة على قيمة المنشأة؛ فقد اتضح ما يلي:

- يوجد تأثير إيجابي معنوي لأداء الاستدامة لمنشآت الأعمال على قيمتها السوقية، وذلك بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من 10%، وبناءً عليه يتم قبول الفرض الرئيس الثالث للدراسة.

3- بالنسبة للتأثير المتوقع للعلاقة بين رأس المال الفكري وأداء الاستدامة على قيمة المنشأة؛ فقد

اتضح ما يلي:

- يوجد تأثير إيجابي معنوي للعلاقة بين رأس المال البشري وأداء الاستدامة على قيمة المنشأة، وذلك بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من 1%، حيث أن زيادة مستوى أداء وإسهامات منشآت الأعمال في مجالات التنمية المستدامة المختلفة، مع اعتمادها في هذا الشأن على

موارد بشرية تتسم بالكفاءة العالية؛ ستعكس بدرجة كبيرة على تحسن القيمة السوقية لهذه المنشآت. وبناءً عليه يمكن قبول الفرض الفرعي الأول H₄₁.

- يوجد تأثير إيجابي معنوي للعلاقة بين رأس المال الهيكلي وأداء الاستدامة على قيمة المنشأة، وذلك بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية أقل من 10%، حيث أن توافر قواعد البيانات والمعرفة والأنظمة المتطورة والبنية التحتية، ستمكن رأس المال البشري ذو الكفاءة العالية من تحقيق ميزة تنافسية وقيمة مضافة في مجالات التنمية المستدامة المختلفة، بما ينعكس إيجاباً على قيمة المنشأة. وبناءً عليه يمكن قبول الفرض الفرعي الثاني H₄₂.

- تؤثر العلاقة بين رأس مال العلاقات وأداء الاستدامة بشكل إيجابي على قيمة المنشأة؛ إلا أن هذا التأثير غير معنوياً، حيث بلغت قيمة P. Value (0.325) وهي أكبر من 10%. وهذا يعني أن الاستثمارات الإضافية في رأس مال العلاقات حتى مع المنشآت التي تتسم بأداء استدامة مرتفع، قد لا يستتبعها بالضرورة تحسن جوهري ومباشر في القيمة السوقية للمنشأة. وتتماشى هذه النتيجة مع نتائج اختبار الفرض الفرعي الثالث المنبثق عن الفرض الرئيس الأول، وكذلك الفرض الفرعي الثالث المنبثق عن الفرض الرئيس الثاني. وبناءً عليه يمكن رفض الفرض الفرعي الثالث H₄₃.

تأسيساً على ما سبق؛ يتضح أن قيمة المنشأة تتأثر إيجاباً وبشكل جوهري بالعلاقة التفاعلية بين أداء الاستدامة من ناحية وبين كلٍ من رأس المال البشري والهيكلية من ناحية أخرى، بينما تتأثر إيجاباً ولكن بشكل محدود بالعلاقة التفاعلية بين أداء الاستدامة ورأس مال العلاقات. وبناءً عليه يمكن قبول الفرض الرئيس الرابع قبولاً جزئياً.

4- مناقشة النتائج

يعد البحث في الآثار السوقية والاقتصادية لكلٍ من رأس المال الفكري والاستدامة أحد المجالات البحثية التي حازت على اهتمام العديد من الدراسات السابقة في الآونة الأخيرة، وتماشياً مع هذا الاتجاه قام الباحثان بفحص أثر رأس المال الفكري، واستدامة المنشآت، والعلاقة بينهما على قيمة منشآت الأعمال في البيئة المصرية. ويعرض الباحثان فيما يلي مناقشة وتفسير النتائج التي تم التوصل إليها من خلال الدراسة العملية، ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة التي أجريت في نفس الإطار لتحديد مدى اتقادها أو تعارضها معها؛ وذلك على النحو التالي:

4-1 العلاقة بين رأس المال الفكري واستدامة منشآت الأعمال

أشارت نتائج الدراسة العملية وفقاً لتحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى (OLS) والواردة بالجدول رقم (4) إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين كلٍ من رأس المال البشري ورأس المال الهيكلية وبين أداء الاستدامة. وتتفق هذه النتائج بوجه عام مع دراسات كلٍ من (Oliveira et al, 2010; Cinquini et al, 2012; Garcia and Rodriguez, 2014; Mukherjee and Sen, 2019) حول وجود تأثير لرأس المال الفكري على أداء الاستدامة.

كما أوضحت نتائج الدراسة العملية أن رأس المال البشري يعد أكثر مكونات رأس المال الفكري تأثيراً على أداء الاستدامة، يليه رأس المال الهيكلية، بينما اتضح أن أداء الاستدامة يتأثر بشكل محدود برأس مال العلاقات. وتتفق هذه النتائج مع دراسات كلٍ من (Shahzad et al, 2021; Gross et al, 2020; Massaro and Dumay, 2018; Cinquini et al, 2012) في كون رأس المال البشري يعد أكثر عناصر رأس المال الفكري تأثيراً على أداء الاستدامة، ولكنها تختلف مع بعض الدراسات السابقة مثل دراسة (Mukherjee and Sen, 2019) التي لم تصل إلى دليل عملي يؤكد على وجود علاقة بين رأس المال البشري وأداء الاستدامة، ودراسة (Cinquini et al, 2012) في كونها أشارت أن رأس المال الهيكلية هو أقل مكونات رأس المال الفكري تأثيراً على أداء الاستدامة. ويمكن للباحثان تفسير ذلك بأن رأس المال الهيكلية في حد ذاته قد لا يمثل ميزة تنافسية للمنشأة، إذا لم تحسن المنشأة استغلاله بشكل جيد وتطويره بشكل مستمر، بل وتوفير الكفاءات البشرية القادرة على استخدامه وإدارته وتطويره بفعالية، ولعل ما يؤكد ذلك ما حدث مع منشأة Nokia ومنشأة Kodak على سبيل المثال من انهيار وتراجع بالرغم من امتلاكها بنية تحتية ونظم متطورة حققت لها السبق التنافسي لفترة من الزمن، إلا أن عدم التطوير وسوء استغلال الموارد المتاحة لديهما قد أسفر عن خروجهما من السباق التنافسي.

كما تختلف نتائج الدراسة مع دراسة (Xu and Wang, 2018) التي أكدت أن رأس مال العلاقات يعد العنصر الأكثر مساهمة في تحسين أداء الاستدامة من بين عناصر رأس المال الفكري. ولعل السبب في ذلك ربما يكون في اختلاف طريقة القياس التي تم استخدامها، فقد تعتمد المنشآت على الاستثمار قصير الأجل في بنود رأس مال العلاقات لعدم ضمانها لظروف السوق مستقبلاً، مما قد لا ينعكس بشكل ملحوظ على أداء الاستدامة لديها.

4-2 العلاقة بين رأس المال الفكري وقيمة المنشأة

أشارت نتائج الدراسة العملية وفقاً لتحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى (OLS) والواردة بالجدول رقم (6) إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين رأس المال البشري وقيمة المنشأة، وأن قيمة المنشأة لا تتأثر بشكل جوهري بكلٍ من رأس المال الهيكلي ورأس مال العلاقات.

وتتفق الدراسة الحالية مع دراسات كلٍ من (Mehralian et al, 2012; Rashid et al, 2018) حول عدم تأثير قيمة منشآت الأعمال بكلٍ من رأس المال الهيكلي ورأس مال العلاقات بشكل جوهري، إلا أنها تختلف معهم حول عدم تأثير قيمة المنشأة برأس المال البشري. كما تختلف الدراسة أيضاً مع ما توصلت إليه دراسة (Nuryaman, 2015) والتي أشارت إلى أن جميع عناصر رأس المال الفكري تؤثر بشكل إيجابي معنوي على قيمة المنشأة، وأن رأس المال الهيكلي يعد أكثر هذه العناصر تأثيراً على قيمة المنشأة. فقد توصل الباحثان إلى دليل عملي يؤكد أن قيمة المنشأة تتأثر فقط برأس المال البشري وبشكل إيجابي معنوي، بينما لم يتوصل الباحثان إلى أدلة عملية تؤكد وجود تأثير لكلٍ من رأس المال الهيكلي والعلاقات على قيمة المنشأة.

ويعتقد الباحثان أن هذه النتيجة تعد أمراً منطقيًا؛ ذلك لأن رأس المال البشري الذي يعد أكثر عناصر رأس المال الفكري تأثيراً ومساهمة في تحسين أداء منشآت الأعمال واستدامتها؛ يعد من الأصول والموارد غير المفصح عنها ضمن أصول تلك المنشآت في قوائمها المالية، أي أنه يساهم في تحسين قيمة المنشأة السوقية؛ وبالرغم من ذلك فإن القيمة الدفترية للمنشأة لا تعكس هذا المورد ذو الأهمية الكبيرة. وبالتالي يعد من أكثر العوامل والمتغيرات التي تساهم في تفسير الاختلافات الكبيرة بين القيمة الدفترية لمنشآت الأعمال وقيمتها السوقية.

4-3 العلاقة بين أداء الاستدامة وقيمة المنشأة

أشارت نتائج الدراسة العملية وفقاً لتحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى (OLS) والواردة بالجدول رقم (6) إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين استدامة منشآت الأعمال وقيمتها السوقية، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسات كلٍ من (Ahmed, 2017; Buallay, 2019; Okpa et al, 2019; Alareeni and Hamdan, 2020; Mohammad and Wasiuzzaman, 2021). بينما تتعارض مع دراستي (Fahad and Busru, 2021; Ruan and Liu, 2021) واللتان توصلتا إلى وجود علاقة سلبية، ودراسة (Velte, 2017) التي توصلت لعدم وجود علاقة بين استدامة المنشأة وقيمتها.

ويرى الباحثان أن نتائج الدراسة الحالية تتوافق مع نظرية أصحاب المصلحة والتي تشير إلى أن ممارسات الاستدامة الجيدة تساهم في تحقيق التوازن بين احتياجات أصحاب المصالح المتعددين، مما يدعم قدرة المنشأة في الحصول على الموارد المختلفة التي يتحكم فيها أصحاب المصالح (رأس المال، العمالة الماهرة، الخامات، رضا العملاء) بسهولة وتكلفة أقل؛ ومن ثم يعزز ذلك من الأداء المالي للمنشأة وقيمتها السوقية. كما تؤكد ممارسات الاستدامة الجيدة على التزام المنشأة بمسئوليتها البيئية والاجتماعية تجاه البيئة والمجتمع الذي تعمل فيه؛ وهو ما يعزز من قبول المنشأة للعمل في السوق، ويترجم هذا القبول إلى أداء سوقي أفضل.

4-4 العلاقة بين رأس المال الفكري وأداء الاستدامة وأثرها على قيمة المنشأة

أشارت نتائج الدراسة العملية وفقاً لتحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى (OLS) والواردة بالجدول رقم (6) إلى وجود تأثير إيجابي معنوي للعلاقة بين كلٍ من رأس المال البشري ورأس المال الهيكلية وبين استدامة منشآت الأعمال على قيمتها السوقية. ووجود تأثير إيجابي غير معنوي للعلاقة بين رأس مال العلاقات وأداء الاستدامة على قيمة المنشأة. وتشير هذه النتائج إلى أن منشآت الأعمال تستطيع ومن خلال توافر رأس المال البشري ذو الكفاءة العالية في استخدام واستغلال قواعد البيانات والمعرفة والأنظمة المتطورة والبنية التحتية؛ أن تحقق مزايا تنافسية وقيمة مضافة في مجالات التنمية المستدامة المختلفة، مع الحفاظ على التوازن بين احتياجات أصحاب المصالح المتعددين، مما ينعكس إيجاباً على أداء المنشأة المالي وقيمتها السوقية.

كما تشير النتائج أيضاً إلى أن الاستثمارات الإضافية في رأس مال العلاقات حتى مع المنشآت التي تتسم بأداء استدامة مرتفع، قد لا يستتبعها بالضرورة تحسن جوهري ومباشر في القيمة السوقية للمنشأة، وربما يعود السبب في ذلك إلى اعتماد المنشآت على الاستثمار قصير الأجل في بنود رأس مال العلاقات لعدم ضمانها لظروف السوق مستقبلاً، مما قد لا ينعكس بشكل ملحوظ على أداء الاستدامة لديها، أو أن هناك قصور في الإفصاح عن بنود رأس مال العلاقات أو أن السوق لا يعتمد في تقييمه لمنشآت الأعمال على معلومات رأس مال العلاقات.

5- الخلاصة والنتائج والتوصيات

تناول الباحثان في هذه الدراسة فحص ودراسة العلاقة بين عناصر رأس المال الفكري واستدامة منشآت الأعمال ومدى تأثير تلك العلاقة قيمتها السوقية، وقد قام الباحثان بدراسة تحليلية للدراسات السابقة التي تناولت المتغيرات البحثية، والتي تم التوصل من خلالها إلى مجموعة من الفروض،

أخيرًا تم إجراء دراسة عملية على عينة مكونة من 61 منشأة من المنشآت المدرجة في مؤشر EGX 100 خلال الفترة من 2016 حتى 2020 ليلعب عدد المشاهدات النهائي 248 مشاهدة.

وقد أوضحت النتائج ما يلي:

- يؤثر كل من رأس المال البشري ورأس المال الهيكلي على استدامة منشآت الأعمال تأثيرًا إيجابيًا معنويًا. بينما لا يؤثر رأس مال العلاقات على أداء الاستدامة.
- يؤثر رأس المال البشري على قيمة المنشأة تأثيرًا إيجابيًا معنويًا، بينما لا تتأثر قيمة المنشأة بكل من رأس المال الهيكلي ورأس مال العلاقات.
- تؤثر استدامة منشآت الأعمال على قيمتها السوقية تأثيرًا إيجابيًا معنويًا.
- تؤثر العلاقة بين كل من رأس المال البشري والهيكلي وبين أداء الاستدامة على قيمة المنشأة تأثيرًا إيجابيًا معنويًا. بينما لا تؤثر العلاقة بين رأس مال العلاقات وأداء الاستدامة على قيمة المنشأة.

وعلى هذا يوصي الباحثان بمزيد من الاهتمام بممارسات الاستدامة، وأن تحذو البورصة المصرية والجهات التنظيمية حذو العديد من البلدان بإلزام منشآت الأعمال بتبني مبادئ وممارسات الاستدامة والإفصاح عنها بشكل كافي لما لهذا التوجه من قدرة على تحقيق قيمة مضافة ومستدامة على المدى الطويل في مجالات التنمية الاقتصادية والاجتماعية والبيئية، كما يوصي الباحثان بضرورة إيلاء منشآت الأعمال مزيدًا من الاهتمام برأس المال الفكري لديها، إذ أنه يعد من أهم أدوات انتقال المنشآت نحو التنمية التنافسية والمستدامة، كما يعد أحد أهم العوامل الأساسية لنجاح المنشآت على اختلاف أنواعها وطبيعة نشاطها وأحجامها، واختلاف أهدافها، كما يمثل ضمانًا حقيقيًا لاستمرار وبقاء المنشأة، وقدرتها على المنافسة في بيئة الأعمال.

6- مقترحات لأبحاث مستقبلية

يقترح الباحثان العديد من الأبحاث المستقبلية في بيئة الأعمال المصرية امتدادًا لهذا البحث، وذلك على النحو التالي:

- قياس أثر رأس المال الفكري على الكفاءة الاستثمارية لمنشآت الأعمال.
- قياس أثر استدامة منشآت الأعمال على الكفاءة الاستثمارية.
- قياس أثر رأس المال الفكري على ممارسات إدارة الأرباح.
- قياس أثر الإفصاح عن رأس المال الفكري على تكلفة رأس المال.
- قياس التأثير المنفرد لأبعاد الاستدامة على أداء وقيمة المنشأة.
- قياس أثر كل عنصر من عناصر رأس المال الفكري على أبعاد الاستدامة.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

إبراهيم، نهلة محمد السيد. 2020. أثر مستوى الإفصاح عن التنمية المستدامة على الأداء المالي المستقبلي للشركات في ضوء استراتيجية 2030. دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في البورصة السعودية. *مجلة الفكر المحاسبي*. كلية التجارة. جامعة عين شمس. المجلد 24. العدد 4.

حسن، منى محمد علي. 2020. دور رأس المال الفكري في تنمية وتطوير الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاديات الناشئة: دراسة مقارنة وقياسية. *رسالة دكتوراه غير منشورة*. كلية التجارة. جامعة عين شمس.

محمد، محمد سعيد محمد. 2022. دراسة تحليلية للعلاقة بين رأس المال الفكري والسلوك غير المتماثل للتكلفة. *مجلة الدراسات المالية والتجارية*. كلية التجارة. جامعة بني سويف. العدد الثالث.

محمود، إيمان مصطفى محمد. 2017. تقييم المعالجة المحاسبية لرأس المال الفكري في قطاع صناعة الأدوية المصرية: دراسة اختبارية. *مجلة البحوث التجارية*. كلية التجارة. جامعة الزقازيق. المجلد 39. العدد 2.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

Ahmed, A., H. 2017. Are Corporate Social and Environmental Responsibility, Firm Performance and Value Mutually Exclusive? Evidence from Egypt. *Cairo University International Conference on Business Sciences* (CUCBS 2017).

Aifuwa, H. O. 2020. Sustainability reporting and firm performance in developing climes: *A review of literature*. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, 9(1), 9-29.

- Alareeni, B. A., and Hamdan, A. (2020). ESG impact on performance of US S&P 500-listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 20(7), 1409–1428.
- Alvino, F., Di Vaio, A., Hassan, R. and Palladino, R. 2021. Intellectual capital and sustainable development: a systematic literature review. *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 22 No, 1, PP. 76–94.
- Anh Huu Nguyen & Duong Thuy Doan, 2020. "The Impact of Intellectual Capital on Firm Value: Empirical Evidence from Vietnam," *International Journal of Financial Research*, Sciedu Press, vol. 11(4), pages 74–85, July.
- Benlemlih, M., Shaukat, A., Qiu, Y., and Trojanowski, G. 2018. Environmental and social disclosures and firm risk. *Journal of Business Ethics*, 152(3), 613–626.
- Berzkalne, I. and Zelgalve, E., 2014. 'Intellectual Capital and Company Value.' *Pracedia–Social and Behavioral Sciences*, 110: 887–896.
- Buallay, A. 2019. Between cost and value: Investigating the effects of sustainability reporting on a firm's performance. *Journal of Applied Accounting Research*. 20(4), 481–496.
- Cinquini, L., Passetti, E., Tenucci, A. and Frey, M. 2012. Analyzing intellectual capital information in sustainability reports: Some empirical evidence. *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 13. No. 4. pp. 531–561.
- Devie, D., Liman, L. P., Tarigan, J., and Jie, F. 2018. Corporate social responsibility, financial performance and risk in Indonesian natural resources industry. *Social Responsibility Journal*, 16(1), 73–90.

- Diez-Cañamero, B., Bishara, T., Otegi-Olaso, J. R., Minguez, R., and Fernández, J. M. 2020. Measurement of corporate social responsibility: A review of corporate sustainability indexes, rankings and ratings. *Sustainability*, 12(5), 2153.
- Fahad, P., and Busru, S. A. 2021. CSR disclosure and firm performance: evidence from an emerging market. Corporate Governance: *The International Journal of Business in Society*, 21(4), 553-568.
- Ferraro, O., and S. Veltri. 2011. The Value Relevance of Intellectual Capital on the Firm's Market Value: An Empirical Survey on the Italian Listed Firms. *International Journal of Knowledge-Based Development* 2: 66-84.
- Garcia, M. and Rodriguez, P. 2014. Intellectual capital and relational capital: The role of sustainability in developing corporate reputation. ISSN: *Intangible Capital*. Vol. 9. No. 1. pp. 262-280.
- Global Reporting Initiative (GRI). 2013. —G4 Sustainability Reporting Guidelines. | <https://www.globalreporting.org>.
- Gross, E., Kusterka, M. and Jefmanski, B. 2020. Can elements of intellectual capital improve business sustainability?—The perspective of managers of SMEs in poland. *Sustainability*. Vol. 12. No. 4. pp. 1-23.
- Hussain, N. 2015. Impact of sustainability performance on financial performance: an empirical study of global fortune (N100) firms. Department of Management, *Università Ca'Foscari Venezia Working Paper*, (2015/01), Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2616835>.
- Ismail, Mawaheb Abdel-Aziz. 2020. Effect of Intellectual Capital on Firm Value and Financial Performance: An Empirical Study on Companies

- Listed on Egyptian Stock Exchange. *Alexandria Journal of Accounting Research*, Third Issue, Vol. 4.
- Johari, J., and Komathy, M. 2019. Sustainability reporting and firm performance: Evidence in Malaysia. *International Journal of Accounting, Finance and Business*, 4(17), 32-45.
- Khlif, H., Guidara, A., and Souissi, M. 2015. Corporate social and environmental disclosure and corporate performance: Evidence from South Africa and Morocco. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 5(1). 51-69.
- Massaro, M. and Dumay, J. 2018. Practitioners' views on intellectual capital and sustainability from a performance-based to a worth-based perspective. *Journal of Intellectual Capital*. Vol. 19. No. 2. pp. 367-386.
- Mehralian, G., H. R. Rasekh, P. Akhavan, and M.R. Sadeh. 2012. The Impact of Intellectual Capital Efficiency on Market Value: An Empirical Study from Iranian Pharmaceutical Companies. *Iranian Journal of Pharmaceutical Research* 11: 195-207.
- Mohammad, W. M. W., and Wasiuzzaman, S. 2021. Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. *Cleaner Environmental Systems*, 2, 100015.
- Mukherjee, T.; Sen, S.S. 2019. Intellectual Capital and Corporate Sustainable Growth: The Indian Evidence. *J. Bus.Econ. Environ. Stud.*, 9-2, 5-15.

- Nuryaman. 2015. The Influence of Intellectual Capital on The Firm's Value with The Financial Performance as Intervening Variable. **2nd Global Conference on Business and Social Science**. Bali, Indonesia.
- Okpa, I. B., John, A., Nkwo, J. A., and Okarima, R. N. 2019. Implications of Environmental, Social and Governance Dimensions of CSR Practice on Firms' Profitability, Value and Cash flows in the UK. **J. Bus. Manag**, 21(5), 1-10.
- Oliveira, L., Rodrigues, L. and Craig, R. 2010. Intellectual capital reporting in sustainability reports. **Journal of Intellectual Capital**. Vol. 11. No. 4. pp. 575-594.
- Ousama, A. A. & Al-Mutairi, Masha'el & Fatima, A.. 2020. The relationship between intellectual capital information and firms' market value: a study from an emerging economy. **Measuring Business Excellence**.
- Pulic, A. 2000a. VAIC-An accounting tool for IC management. **International Journal of Technology Management** 20(5-7): 702-714.
- Rashid, Muhammad Khalid & Niazi, Abdul & Noreen, Misbah. 2018. Impact of Intellectual Capital on Firms' Market Value and Financial Performance: Empirical Evidence from Pakistan. 2410-5392.
- Rehman, Z. U., Khan, A., and Rahman, A. 2020. Corporate social responsibility's influence on firm risk and firm performance: the mediating role of firm reputation. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 27(6), 2991-3005.
- Rezaee, Z. 2017. Corporate Sustainability: Theoretical and Integrated Strategic Imperative and Pragmatic Approach. **The Journal of Business Inquiry**, 16(1), 60-87.

- Ruan, L., and Liu, H. 2021. Environmental, Social, Governance Activities and Firm Performance: Evidence from China. *Sustainability*, 13(2), 767–782.
- Shahzad, F., Baig, M. H., Rehman, I. U., Saeed, A. and Asim, A. G. 2021. Does intellectual capital efficiency explain corporate social responsibility engagement–firm performance relationship? Evidence from environmental, social and governance performance of US listed firms. *Borsa Istanbul Review*. Articles in press. Available online 26 May 2021.
- Shoaf, V., Jermakowicz, E. K., and Epstein, B. J. 2018. Toward sustainability and integrated reporting. *Review of Business*, 38(1), 1–15.
- Tonial, G., Cassol, A., Selig, P. and Giugliani, E. 2019. Intellectual capital management and sustainability activities in Brazilian organizations: A Case Study. Available at: https://doi.org/10.1007/978-3-319-79051-0_7.
- Tsai, C.H. and Mutuc, E.B., 2020. Evidence in Asian food industry: intellectual capital, corporate financial performance, and corporate social responsibility. *International journal of environmental research and public health*. Vol. 17. No. 2. p. 663–683.
- Velte, P. 2017. Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169–178.
- World Commission on Environment and Development (WCED). 1987. Our Common Future. *Oxford: Oxford University Press*.
- Xu, J.; Wang, B. 2018. Intellectual Capital, Financial Performance and Companies' Sustainable Growth: Evidence from the Korean Manufacturing Industry. *Sustainability*, 10, 4651.