

د/ طارق محمد عمر حشاد

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة المنوفية

المعار إلى كلية إدارة الأعمال - جامعة الجمعة

المملكة العربية السعودية

أثر خصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء

الاستدامة وانعكاسه على قيمة الشركة

دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في مؤشر

الاستدامة المصري S&P/EGX ESG

ملخص البحث

استهدف البحث فحص أثر خصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء الاستدامة وانعكاسه على قيمة الشركة، ولتحقيق هذا الهدف تم إجراء دراسة تطبيقية لعينة مكونة من (48) شركة غير مالية من الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية ومدرجة بمؤشر الاستدامة المصري S&P/EGX ESG خلال الفترة من عام 2015 إلى عام 2021م، بإجمالي مشاهدات (336) مشاهدة لاختبار الفروض الثلاثة للبحث. وتم استخدام خصائص حجم مجلس الإدارة، وتنوع الجنسين في مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، والجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، ونشاط مجلس الإدارة؛ كما تم استخدام درجات الاستدامة التي توفرها البورصة المصرية للإفصاح عن أداء الاستدامة، ومقياس Tobin's Q للتعبير عن قيمة الشركة. وتم فحص أثر خصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء الاستدامة، كما تم فحص أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركة، وذلك بالاعتماد على نماذج Panel Data لتحليل البيانات الزمنية المقطعية من خلال برنامج Stata (Ver. 15). وكذلك تم فحص مدى تأثير خصائص مجلس الإدارة على قيمة الشركة في ظل الإفصاح عن أداء الاستدامة كمتغير وسيط باستخدام نموذج تحليل المسار Path Analysis Model، لدراسة التأثيرات المباشرة وغير المباشرة والكلية بين متغيرات النموذج المفترض من خلال برنامج AMOS (Ver. 22). وتشير النتائج إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لخاصيتي تنوع الجنسين في مجلس الإدارة واستقلالية مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء الاستدامة؛ بينما لم يكن لخصائص حجم مجلس الإدارة والجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي ونشاط مجلس الإدارة تأثير معنوي، ووجود تأثير إيجابي معنوي للإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركة، ووجود تأثير إيجابي معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة على قيمة الشركة في ظل الإفصاح عن أداء الاستدامة كمتغير وسيط. واستناداً إلى ذلك توصى الدراسة الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية بزيادة نسبة تمثيل النساء وأعضاء مجلس الإدارة المستقلين في هياكل مجالس إدارتها، وزيادة الوعي بأهمية الإفصاح عن أداء الاستدامة، وإلزام الشركات المقيدة في البورصة المصرية بالإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة مع التقارير المالية أو بشكل منفصل تحقيقاً للأداء المستدام، وتبني الجهات المنظمة إصدار معيار محاسبي دولي للإفصاح عن أداء الاستدامة.

الكلمات المفتاحية: خصائص مجلس الإدارة، الإفصاح عن أداء الاستدامة، قيمة الشركة، مؤشر الاستدامة المصري.

The Impact of the Board Characteristics on Sustainability Performance Disclosure and Its Reflection on the Firm Value: An Applied Study on Companies Included in the S&P/EGX ESG Index

Abstract

The aim of this research is to examine the impact of the board characteristics on sustainability performance disclosure and its reflection on the firm value. To achieve this objective, an applied study was conducted on a sample of (48) non-financial companies registered in the Egyptian stock market and listed in the S&P/EGX ESG Index during the period from 2015 to 2021, with a total of observations (336) observation, to test the three hypotheses of the research. The characteristics of the board size, board gender diversity, board independence, the combination of the positions of board chairman and CEO, and board activity; Sustainability scores provided by the Egyptian Stock Exchange were also used to sustainability performance disclosure, and Tobin's Q to express the firm value. Examining the impact of the board characteristics on sustainability performance disclosure and the impact of sustainability performance disclosure on the firm value was examined by relying on panel data models to analyze cross-sectional time data through the Stata program (Ver. 15). As well as examining the extent to which the board characteristics impact the firm value in the light of sustainability performance disclosure as an intermediate variable by using the path analysis model to study the direct, indirect and total effects between the variables of the assumed model through the AMOS program (Ver. 22).

The results indicate that there is a significant positive impact of the characteristics of the board gender diversity and the board independence on the disclosure of sustainability performance, while the characteristics of board size, the combination of the positions of the board chairman and CEO and board activity did not have a significant impact, and there was a significant positive effect for the disclosure of sustainability performance on the firm value, and there was a significant positive impact of the board independence on the firm value in light of sustainability performance disclosure as an intermediate variable in the conducted companies.

Based on this, the study recommends companies operating in the Egyptian business environment to increase the representation of women and independent members of the board structures, raise awareness of the importance of sustainability performance disclosure, and to oblige companies listed on the Egyptian Stock Exchange to environmental, social and governance performance disclosure along with financial reports or separately to achieve the sustainable performance, and The regulators adopting issuance an international accounting standard for the sustainability performance disclosure.

Keywords: Board Characteristics; ESG Performance Disclosure; Firm Value; S&P/EGX ESG Index

1 - مقدمة

في أوائل القرن الحادي والعشرين، كان لحالات الفشل المالي في الولايات المتحدة الأمريكية تأثير سلبي قوي على الاقتصاد الأمريكي والاقتصاد العالمي؛ مما أدى إلى ظهور الأزمة المالية العالمية عام 2008م، وما ترتب عليها من آثاراً سلبية تسببت في مشاكل اقتصادية هزت الأسواق الدولية. وهذا، ألقى بظلال من الشك على موثوقية التقارير المالية للشركات كمصدر للمعلومات؛ مما تطلب مستوى عالي من تدخل حكومات العديد من الدول (Nicholson et al., 2011; Galbreath, 2013; Alqallaf and Alareeni, 2018).

ومع ظهور الأزمة المالية العالمية وسلسلة الكوارث الطبيعية الناجمة عن تغير المناخ كفضايا عالمية، زاد الاهتمام بالفضايا البيئية والاجتماعية والحوكمة، وتحولت إلى اتجاه عالمي يتم وضعه كاستراتيجية أساسية للاستثمار طويل الأجل تستخدمه الشركات كإشارة لإبلاغ أصحاب المصلحة باستدامة أعمالها، وهو ما يطلق عليه مصطلح الاستدامة Sustainability والذي يتكون من ثلاثة أبعاد أو ركائز هي الركيزة البيئية Environmental pillar والركيزة الاجتماعية Social pillar وركيزة الحوكمة Governance pillar. ويشير مفهوم الاستدامة إلى تنفيذ أنشطة إدارة الشركة التي تتوافق مع القوانين والأخلاق والمسئولية البيئية والاجتماعية (Bassen and Kovács, 2020; Almaqtari et al., 2022).

وعلى الرغم من أهمية التقارير المالية للشركات، والتي تركز على الاهتمام بالأداء المالي في عملية اتخاذ القرارات من قبل المستثمرين الحاليين والمحتملين والدائنين وغيرهم من الأطراف أصحاب المصلحة؛ إلا أن تلك التقارير تفتقر إلى القدرة على إمداد الإدارة والمستثمرين بمعلومات عن صورة الشركة وسمعتها والعلامة التجارية والأمان والجودة وثقافة واستراتيجيات العمل. وهذا، دفع إلى الاتجاه في الآونة الأخيرة نحو تعزيز أنشطة استدامة الشركات في الأسواق المالية من خلال متابعة كل من الأداء المالي والأداء غير المالي ارتكازاً على الأداء المستدام بأبعاده الثلاثة البيئية والاجتماعية والحوكمة (Limkiangkrai, 2017; Chang and Lee, 2022).

وتشكل استدامة الشركات استراتيجية عمل ديناميكية طويلة الأجل تسعى لتحقيق أهداف المساهمين وتلبية توقعات مختلف أصحاب المصلحة، وهذا يستلزم تقديم نتائج تنافسية تعتمد على تبني معايير تتعلق بالأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي (ESG)، للتأثير بشكل إيجابي على قيمة الشركة وضمان سمعة جيدة لها (Aksoy et al., 2020).

بالإضافة إلى ذلك؛ ظهر مفهوم الاستثمار المسؤول اجتماعياً Socially Responsible Investment (SRI) لغرض تعزيز النمو الاقتصادي الشامل وزيادة تنمية المجتمع من خلال النمو المستدام للشركات،

والذي أرست الأمم المتحدة مبادئه رسمياً في عام 2006م Principles of Responsible Investment (PRI)، لتشجيع الأفراد والمؤسسات على دمج عوامل الاستدامة في قرارات الاستثمار والأعمال، وزاد عدد الموقعين على مبادئه من (63) عضواً في عام 2006م إلى (3826) عضواً في عام 2021م. ونتيجة لذلك؛ أدرك المستثمرون أهمية الاستثمار في الاستدامة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات وشكلوا تدريجياً اتجاهاً استثمارياً رئيسياً في البلدان المتقدمة (Yu and Xiao, 2022).

وأصبحت الاستدامة بأبعادها الثلاثة أكثر بروزاً في عملية اتخاذ القرار الاستثماري خلال فترة تفشي مرض كورونا (COVID-19)، وحتى قبله تم تسليط الضوء على أداء الاستدامة باعتباره اتجاهاً جديداً في إدارة الشركات من خلال السعي إلى الحد من انبعاثات الكربون، والاقتصاد الدائري الذي يهدف إلى تقليل الموارد المهدرة واستخدامها بكفاءة، والمساهمة الاجتماعية، والشفافية وحوكمة الشركات. ومع ذلك؛ فقد أكد تفشي مرض كورونا المستجد على أهمية الاستدامة، حيث عانت الشركات من اضطرابات في الأعمال واضطرابات في سلسلة التوريد وتحول العملاء، وقد أعلنت إدارة الاستثمار بالبنك المركزي النرويجي (NBIM) أنها ستستبعد الشركات ذات أداء الاستدامة الضعيف من الاستثمار، وكذلك الوضع في كوريا الجنوبية (Chang and Lee, 2022).

هذا بالإضافة إلى؛ الدور الهام الذي تقوم به حوكمة الشركات لمنشآت الأعمال التي تسعى إلى اكتساب ميزة تنافسية من خلال تشكيل خططها الاستراتيجية طويلة الأجل بما ينعكس على أدائها المستدام بأبعاده البيئية والاجتماعية والحوكمة. فعدم القدرة على اتباع استراتيجيات استدامة فعالة يزيد القلق لدى أصحاب المصلحة بشأن المخاطر الناتجة عن الغرامات المالية وتكاليف التقاضي ضد تلك الشركات مما يلحق أضراراً كبيرة بها (Gregory et al., 2014; Hussain et al., 2018; Orazalin and Mahmood, 2021).

ولمجلس الإدارة كأحد آليات حوكمة الشركات الداخلية السلطة في اتخاذ القرارات المؤسسية، والذي يعد هيكله جزء لا يتجزأ من حوكمة الشركات يتم من خلاله توجيه الشركة والرقابة على أدائها، فضلاً عن اختلاف الأدوار والوظائف التي تقوم بها مجالس الإدارة في الشركات الناشئة عن تلك الخاصة بالشركات القائمة (Frag et al., 2014; Li et al., 2021; Jaswal, 2021).

وتعد نظريتي الوكالة ونظرية أصحاب المصلحة هما النظريتان الشائعتان اللتان تستخدمان لفهم العلاقة بين حوكمة الشركات وأداء الاستدامة (Hussain et al., 2018). واستناداً إلى نظرية الوكالة Agency Theory يقع على عاتق الشركات حماية المساهمين ووضع احتياجاتهم وتوقعاتهم أولاً؛ لبناء ثروة متزايدة كحافز لهم من خلال الاستثمار في المشروعات التي تعظم أرباحهم، وتقلل من نزاعات الوكالة اعتماداً على

مجموعة من الآليات الرقابية والتي من بينها آليات حوكمة الشركات والتي ظهرت كرد فعل للمشاكل المرتبطة بانفصال الملكية عن الإدارة (Jensen and Meckling, 1976; Ifeanyi et al., 2016). فحوكمة الشركات الجيدة يُفترض أن تقلل من مشاكل الوكالة وتضعف من دوافع المديرين لإعطاء الأولوية لمصالحهم الخاصة على حساب المساهمين من خلال ثلاث وسائل رئيسية هي: استقلالية مجلس الإدارة، رقابة السوق، والملكية الإدارية (Chen et al., 2012; El Gammal et al., 2020).

ومن ناحية أخرى واستناداً إلى نظرية أصحاب المصلحة Stakeholder Theory، يُنظر إلى الشركات على أنها منظمات تعمل داخل المجتمع تتحمل مسؤوليتها لضمان العدالة الاجتماعية والاقتصادية بما يعود بالنفع على مختلف الأطراف أصحاب المصلحة، وتلبية التوقعات التي تتجاوز مجرد الاهتمام بالمساهمين، وتحسين أدائها وإقامة علاقات قوية مع مختلف الأطراف أصحاب المصلحة، مثل الموظفين والعملاء والموردين والتمويل والمجتمع والهيئات الحكومية والجماعات السياسية والنقابات العمالية. كما يمكن لحوكمة الشركات الفعالة أن تنقل صورة جيدة للمجتمع حول كفاءة إدارة الشركة، وأن مصالح وتوقعات مجموعات أصحاب المصلحة المختلفة تؤخذ في الاعتبار (Michelon and Parbonetti, 2012; Ifeanyi et al., 2016). لذلك، تقوم إدارات الشركات بترجمة تلك التوقعات إلى تقارير بيئية واجتماعية وتقارير للحوكمة والتي تعد عامل جذب هام للمستثمرين، ويعد إعداد تلك التقارير أمراً بالغ الأهمية لتحقيق توقعاتهم متعددة الأوجه جنباً إلى جنب مع التقارير المالية (Velte, 2016; Bodhanwala and Bodhanwala, 2018).

وعلى المستوى المحلي وإيماناً بأهمية ودور الاستدامة استضافت جمهورية مصر العربية مؤتمر الأمم المتحدة لتغير المناخ "COP27" خلال الفترة من 6 نوفمبر إلى 18 نوفمبر 2022م في مدينة شرم الشيخ؛ بهدف مناقشة التغير المناخي، ووضع سياسات واستراتيجيات مستدامة لمواجهة الأضرار الناجمة عن التغيرات المناخية ومواجهة الاحتباس الحراري. كما قامت البورصة المصرية، والتي تُعد أحد البورصات الرائدة في مجال الاستدامة على المستويين الإقليمي والعالمي، حيث شاركت في تأسيس عدد من مبادرات ومجموعات عمل الاستدامة على المستوى العالمي ومنها مبادرة البورصات المستدامة التابعة للأمم المتحدة، ومجموعة عمل الاستدامة التابعة للاتحاد العالمي للبورصات، وشاركت في تأسيس مجموعة عمل الاستدامة في اتحاد البورصات الأفريقية بهدف دمج جهود الاستدامة على مستوى القارة الأفريقية. وقامت البورصة المصرية بإصدار تقريرها الأول حول الاستدامة في عام 2016م، وذلك إيماناً منها بأهمية دعم وتشجيع الشركات المقيدة بالسوق على الإفصاح عن أعمال الاستدامة (البورصة المصرية، تقرير الاستدامة، 2020).

2- مشكلة البحث

يتمثل الهدف الرئيسي للشركة في البقاء والاستمرار في السوق الذي يتسم بالمنافسة الشديدة؛ لذلك، يتعين على إدارة الشركة تحقيق الربح الأمثل وفقاً للأهداف المخطط لها بما ينعكس على تعظيم ثروة المساهمين واستمرار استدامة الشركة لتعظيم قيمتها السوقية. والتي تعتمد على وجهة نظر المستثمر في أداء الشركة سواء كانت إيجابية أو سلبية، فالقيمة المرتفعة تجعل المستثمرين يؤمنون بالآفاق المستقبلية للشركة والتي تنعكس على زيادة أسعار الأسهم التي ستوفر لهم الرفاهية. هذا إلى جانب أن القرار الاقتصادي لا يرتبط فقط بالمعلومات المالية، وإنما أيضاً بمعلومات الاستدامة التي تهتم كلاً من المستثمرين والإدارة والأطراف الأخرى أصحاب المصلحة (Wahyudi and Dharmastuti, 2013; WAHYUDI, 2018).

ويعد توافر المعلومات حول الشركات أمراً ضرورياً للمستثمرين وغيرهم من الأطراف أصحاب المصلحة لاتخاذ قرارات ملائمة حول تخصيص رأس المال وتجنب المخاطر المحتملة. ونظراً لحالات الفشل المالي المتكررة، واستجابة لضغوط السلطات الحكومية والمنظمات غير الحكومية ومجموعات أصحاب المصلحة؛ زاد التزام الشركات باللوائح البيئية والاجتماعية لتوفير صورة واضحة عن ممارساتهم وجهودهم في مجال الاستدامة. وهذا، أدى إلى زيادة اهتمام وتطور إفصاح الشركات عن الجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) وتزايد عدد تلك الشركات في ممارسة أنشطة الإفصاح عن الاستدامة (Alareeni and Hamdan, 2020).

وفي العقد الماضي، أصبحت ممارسات الاستدامة بأبعادها البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) على جانب كبير من الأهمية ليس فقط لوضعي السياسات، ولكن أيضاً لكل من المستثمرين الأفراد والشركات، كما تعد الأساس لعلاقة الثقة مع مختلف مجموعات أصحاب المصلحة ومفتاحاً للميزة التنافسية للشركات (Garcia et al., 2017). ويعد ضمان ثقة مجموعات أصحاب المصلحة بخلاف المساهمين أمراً بالغ الأهمية. لذلك؛ انعكست الأهمية المتزايدة للإفصاح عن أداء الاستدامة في البحث الأكاديمي وتناولت العلاقة بين الاستدامة والأداء المالي على نطاق واسع، إلا أن النتائج التجريبية مختلطة ولا زالت مثار جدل بين الباحثين وهو ما يتطلب مزيداً من البحث (Velte, 2017; Govindan et al., 2021; Nasrallah, 2022).

وتعمل العديد من إدارات الشركات في جميع أنحاء العالم على التحسين المستمر لأدائها من خلال تقنيات مختلفة، ويعد كلا من هيكل مجلس الإدارة والأداء المستدام ضمن التقنيات التي تلجأ إليها الإدارة، والتي تم فحصها في العديد من الدراسات السابقة في بيئات مختلفة (Riyadh et al., 2019; Govindan et al., 2019).

(et al., 2021). وتلعب حوكمة الشركات دوراً هاماً في مراقبة الإدارة في عملية اتخاذ القرارات وتقديم المشورة لها، بما في ذلك الاستثمار الاستراتيجي في مجال الاستدامة (Lu, 2021).

لذلك؛ حولت الشركات الحديثة تركيزها من الربحية على المدى القصير إلى النمو والاستدامة على المدى الطويل لتلبية التوقعات والاحتياجات المتزايدة لمختلف الأطراف أصحاب المصلحة (Bogacki and Letmathe, 2021). وقد تناولت الأبحاث على نطاق واسع آثار آليات حوكمة الشركات المختلفة على مؤشرات أداء الاستدامة؛ وتحديداً، خللت الدراسات الحديثة دور مجالس الإدارة في تعزيز مبادرات الاستدامة التي تؤثر على قيمة الشركة (Haque and Ntim, 2018; Govindan, 2021; Orazalin and Mahmood, 2021; Lu, 2021; Almaqtari et al., 2022).

وفي الوقت الذي يتزايد فيه الاهتمام بحوكمة الشركات وأداء الاستدامة وتأثيرهما على قيمة الشركة، قدمت الأبحاث الحديثة نتائج غير واضحة ومختلطة حول العلاقات بين هذه المتغيرات الثلاثة، والتي يتم فحصها وفقاً لنظريتي الوكالة وأصحاب المصلحة. لذلك؛ من الأهمية التحقيق في تأثير خصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء الاستدامة وكذلك التحقيق في تأثير الإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركة، والدور الوسيط الذي يمكن أن يؤديه الإفصاح عن أداء الاستدامة في العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وقيمة الشركة، وهي بذلك أصبحت محل اهتمام من قبل الباحث للتعرف على تأثيرها في بيئة الأعمال المصرية كنموذج لاقتصاديات الدول الناشئة. وبناءً على ذلك، تبحث هذه الدراسة فيما إذا كان لخصائص مجلس الإدارة تأثير على الإفصاح عن أداء الاستدامة، وانعكاس ذلك على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة EGG S&P/EGX. وبالتالي يسعى البحث للإجابة على الأسئلة الثلاثة الآتية:

السؤال الأول: هل تؤثر خصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء الاستدامة للشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة؟ وما هي الخصائص المحركة للإفصاح عن الأداء المستدام؟

السؤال الثاني: هل يؤثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة؟

السؤال الثالث: هل يتوسط الإفصاح عن أداء الاستدامة العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وقيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة؟

3- أهداف البحث

يهدف البحث إلى:

- تحليل تأثير هيكل مجلس الإدارة (حجم مجلس الإدارة، تنوع الجنسين في مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، ونشاط مجلس الإدارة) على الإفصاح عن أداء استدامة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة باستخدام درجة مركبة للإفصاح عن أداء الاستدامة بأبعادها البيئية والاجتماعية والحوكمة.
- ودراسة وتحديد مدى تأثير الإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة؟
- وتحديد مدى تأثير خصائص مجلس الإدارة على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة في ظل الإفصاح عن أداء استدامة تلك الشركات.

4- أهمية ودوافع البحث

يستمد البحث أهميته ودوافعه العلمية من خلال:

- مسابرة للبحوث التي اتجهت لفحص واختبار العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة والإفصاح عن أداء الاستدامة وتأثير ذلك على قيمة الشركة؛ ولذلك فهي تساهم في تضيق الفجوة البحثية في الأدبيات المحاسبية ذات الصلة، إذ يوجد ندرة في الدراسات السابقة التي تناولت تلك العلاقة خاصة في اقتصاديات الدول الناشئة، حيث تعد - في حدود علم الباحث واطلاعه- أول دراسة تقوم بفحص العلاقة بشكل متكامل في بيئة الأعمال المصرية. فمعظم الدراسات السابقة التي فحصت تلك العلاقة تمت في اقتصاديات الدول الأوروبية مثل ألمانيا وتركيا والمملكة المتحدة وغيرها من الدول الأوروبية (Velte, 2020; Albitar et al., 2020; Qureshi et al., 2020; Rossi et al., 2021; Govindan et al., 2021; Almaqtari et al., 2022).

- نتائج هذا البحث قد تكون محل اهتمام مديري الشركات والهيئات التنظيمية والمستثمرين وأصحاب المصلحة، حيث يمكن أن تدمهم برؤى إضافية حول تأثير ممارسات حوكمة الشركات الداخلية ممثلة في هيكل مجلس الإدارة، والإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركة في ضوء نظريتي الوكالة وأصحاب المصلحة باعتبارهما من أكثر النظريات المفسرة للعلاقة بين حوكمة الشركات والاستدامة وقيمة الشركة؛ وهذا سيؤدي في النهاية إلى تحسين ممارسات الاستدامة والحوكمة في بيئة الأعمال المصرية.

ويستمد البحث أهميته ودوافعه التطبيقية من خلال:

- تقديمه دليلاً تطبيقياً من بيئة الأعمال المصرية كأحد الاقتصاديات الناشئة للشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة S&P/EGX ESG.
- تدعيم جهود الحكومة المصرية للترويج للمعايير البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات لتحقيق مبادئ وأهداف التنمية المستدامة في كافة المجالات وفقاً لرؤية مصر 2030م، وذلك من خلال تحليل تأثير هيكل مجلس الإدارة كآلية لحوكمة الشركات الداخلية على أداء استدامة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة S&P/EGX ESG، باستخدام درجة مركبة للإفصاح عن أداء الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG). وكذلك، لمدى تأثير الإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركة، بالإضافة إلى مدى تأثير الإفصاح عن أداء الاستدامة كمتغير وسيط بين خصائص مجلس الإدارة وقيمة الشركة.

5- حدود البحث

وفقاً لأهداف البحث ومشكلته سيقصر البحث على فحص مجموعة من خصائص مجلس الإدارة والتي تتمثل في حجم مجلس الإدارة، تنوع الجنسين في مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، ونشاط مجلس الإدارة دون غيرها من الخصائص، وعلى الإفصاح عن أداء الاستدامة باستخدام درجات الاستدامة المركبة، وانعكاس ذلك على قيمة عينة من الشركات غير المالية فقط والمسجلة في سوق الأوراق المالية والمدرجة في المؤشر المصري للاستدامة S&P/EGX ESG. وبالتالي، يخرج عن نطاق البحث الشركات المالية المقيدة وكافة الشركات غير المقيدة بالبورصة المصرية، وكذلك الشركات غير المدرجة على مؤشر EGX100 EWI متساوي الأوزان حيث يتم اختيار شركات المؤشر المصري للاستدامة S&P/EGX ESG لأفضل (30) شركة من بينها. كما تقتصر فترة البحث على السنوات من عام 2015 إلى عام 2021م.

6- خطة البحث

لتحقيق أهداف البحث، وفي إطار مشكلته وتساؤلاته البحثية وحدوده، وانطلاقاً من أهميته، يتم تنظيم خطة البحث في الجزء المتبقي على النحو التالي:

6-1 الإطار النظري للبحث.

6-1-1 خصائص مجلس الإدارة.

6-1-2 الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة.

6-2 تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث.

6-3 الدراسة التطبيقية.

6-4 الخلاصة والنتائج والتوصيات.

6-5 مجالات البحث المستقبلية.

6-1 الإطار النظري للبحث

6-1-1 خصائص مجلس الإدارة

مجلس الإدارة هو الكيان الذي يدعم بشكل كبير مصالح جميع أصحاب المصلحة المعنيين، ويتمتع بالسلطة في اتخاذ القرارات، ويمكن أن يكون لتشكيل وهيكل المجلس أثراً هاماً على حوكمة الشركة وعلى استدامة الشركة وقيمتها (Farag et al., 2014; Li et al., 2021; Rossi et al., 2021). وتعرف حوكمة الشركات بأنها مجموعة من الأسس والمبادئ والنظم التي تحكم العلاقة بين مجلس الإدارة من ناحية وبين ملاك الشركة والأطراف الأخرى المتعاملة معها من ناحية أخرى، بهدف تحقيق أفضل حماية وتوازن بين مصالح كل تلك الأطراف (الهيئة العامة للرقابة المالية، الدليل المصري لحوكمة الشركة، 2016).

ويمكن لمجلس الإدارة كأحد آليات حوكمة الشركات الداخلية أن يلعب دوراً هاماً في قيادة مبادرات الاستدامة، وتحقيق التوازن بين الأهداف المالية وغير المالية تأسيساً على القرارات المتعلقة بالقضايا البيئية والاجتماعية بما ينعكس على صورة الشركة وقيمتها، كما أن لمجلس الإدارة دوراً رقابياً وعليه أن يمارس هذا الدور بفاعلية لتعزيز قيمة المساهمين (Post et al., 2011; Frias-Aceituno et al., 2013; Liao et al., 2015; Aguilera et al., 2015; Burke et al., 2019; Brennan, 2020).

ووفقاً للدليل المصري لحوكمة الشركات فإن مجلس إدارة الشركة يلعب دوراً هاماً وحاسماً في وضع الأهداف الإستراتيجية لها، وقرار الخطط والسياسات العامة التي تهيم على سير العمل بالشركة، وكذلك مراقبة أداء الإدارة التنفيذية، والتأكد من فعالية نظام الرقابة الداخلية وإدارة مخاطر الشركة، وتحديد الأسلوب الأمثل لتطبيق الحوكمة، واعتماد السياسات والمعايير المهنية الواجب إتباعها من قبل العاملين بما ينعكس على أدائهم وتصرفاتهم. ولذلك فإن لقرارات مجلس الإدارة تأثيراً كبيراً على أداء الشركة بما يضمن الحفاظ على أصولها وتعظيم ثروة مساهميها (الهيئة العامة للرقابة المالية، الدليل المصري لحوكمة الشركة، 2016).

ونستعرض فيما يلي لخصائص مجلس الإدارة وعلاقتها بالإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة، وتتمثل تلك الخصائص في: حجم مجلس الإدارة، تنوع الجنس في مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، ونشاط مجلس الإدارة.

6-1-1-1 حجم مجلس الإدارة

يمثل حجم مجلس الإدارة أحد الآليات الداخلية لحوكمة الشركات، والذي يلعب دوراً هاماً في إدارة الشركات وعملياتها والرقابة عليها وتحقيق الأهداف الاستراتيجية التي تؤدي إلى التنمية المستدامة، ويطلب المزيد من الخبرات والتجارب المتنوعة (Haris et al., 2019; Jaswal, 2021). كما يُفترض أن حجم المجلس هو أحد الدوافع الرئيسية لفعاليتها (Amran et al., 2014).

ويوجد وجهتي نظر حول أفضلية حجم مجلس الإدارة من حيث العدد الأكبر أو الأصغر لعدد أعضائه، فوجهة النظر الأولى ترى أن مجالس الإدارة الأكبر عدداً تساعد في تعظيم موارد الشركة، وجلب الخبرات إلى مجلس الإدارة، وإعطاء المزيد من الوقت والجهد للتحقق من إجراءات الإدارة، وإنشاء صورة مؤسسية أكثر ملاءمة (Li et al., 2021). كما أن المجالس الكبيرة أكثر كفاءة ولديها تنوع أكبر في الخبرات والتجارب والتي بدورها لها تأثير إيجابي على سمعة الشركات وصورتها، حيث يمكن تقسيم عبء العمل على عدد أكبر من الأشخاص، ومن المرجح أن تعزز المجالس الأكبر حجماً تأثير المسؤولية الاجتماعية للشركات على النتائج المالية وإدارتها بشكل أفضل (Ntim and Soobaroyen, 2013; Rossi et al., 2021).

وعلى النقيض من ذلك، ترى وجهة النظر الأخرى أن النزاعات داخل أعضاء مجلس الإدارة يمكن أن تنشأ عندما يكون حجم المجلس كبيراً أكثر من سبعة أو ثمانية أعضاء، الأمر الذي قد يؤدي إلى صعوبة التنسيق وعدم القدرة على ممارسة الاشراف الفعال على الإدارة (Jensen; 1993). كما أن مجالس الإدارة الصغيرة أكثر فعالية في مراقبة الرئيس التنفيذي وتكون أقل عرضه للتلاعب من قبل الرئيس التنفيذي أو رئيس مجلس الإدارة (Jensen; 1993; John and Senbet, 1998). كما أن مشاكل الوكالة تكون أكثر حدة مع وجود مجالس إدارة أكبر؛ لذلك يصبح من السهل على الرئيس التنفيذي التلاعب بمجلس إدارته (Jilani and Chouaibi, 2021).

وفي مصر؛ ووفقاً لما ورد بالدليل المصري لحوكمة الشركات فإنه لا يوجد عدد أمثل محدد لتشكيل مجلس الإدارة، حيث يُشكل مجلس الإدارة في ضوء الالتزام بالقانون والنظام الأساسي لكل شركة من عدد مناسب من الأعضاء على نحو يمكنه من الاضطلاع بوظائفه وواجباته، بما في ذلك تشكيل لجانته. كما يجب أن تكون أغلبية أعضاء المجلس من غير التنفيذيين بينهم عضوين مستقلين على الأقل يتمتعون

بمهارات فنية وتحليلية مما يجلب نفعاً للمجلس وللشركة (الهيئة العامة للرقابة المالية، الدليل المصري لحوكمة الشركة، 2016).

6-1-1-2 تنوع الجنسين في مجلس الإدارة

يعد تنوع الجنسين وتأثير مشاركة النساء في مجالس الإدارة من الموضوعات التي زاد الاهتمام بها مؤخراً من قبل الباحثين والممارسين (Fan et al., 2019; Githaiga and Kosgei, 2023; Pareek et al., 2023). ويُظهر الأدب المحاسبي أن مجالس الإدارة المتنوعة أكثر فاعلية ولديها فهم أوسع لتعقيدات الشركات الحديثة (Hillman et al., 2000). وفي مصر، فإنه لا يوجد إلزام بضرورة تواجد النساء في تشكيل مجلس الإدارة، حيث ورد في الدليل المصري لحوكمة الشركة أنه طبقاً لأفضل الممارسات الدولية يتم مراعاة مزيج أعضاء المجلس دون التحيز لجنس أو عقيدة (الهيئة العامة للرقابة المالية، الدليل المصري لحوكمة الشركة، 2016).

ويعتبر تكوين مجالس إدارة الشركات وتنوع الجنسين عاملاً رئيسياً يتعلق بحوكمة الشركات ويؤثر على أداء الاستدامة (Velte, 2016). ونظراً لأن المديرات يكون لديهن خلفيات مختلفة مثل التعليم والكفاءة والخبرة عن تلك الخاصة بالمديرين الذكور، فقد يقدمون وجهات نظر مختلفة لمناقشات مجلس الإدارة، وربما يقود ذلك إلى اتخاذ قرارات أفضل وتعزيز قدرة المجلس على معالجة قضايا الاستدامة بفعالية (Bear et al., 2010). وأن الشركات التي لديها عدد أكبر من المديرات من المرجح أن تضع استراتيجية شاملة واستباقية للمسؤولية الاجتماعية، وبالتالي تحقيق أداء بيئي واجتماعي أفضل (Shaukat et al., 2016).

ومن منظور نظرية أصحاب المصلحة يعمل تنوع الجنسين على تعزيز فعالية مجلس الإدارة في إدارة مصالح أصحاب المصلحة ويعزز تنفيذ مبادرات الاستدامة (Ben-Amar et al., 2017). ويمكن لمجلس إدارة متنوع تعزيز الشرعية، حيث يمكنه الاقتراب من مجموعة أكبر من أصحاب المصلحة، وتعزيز العلاقات بين الشركة وأصحاب المصلحة (Ntim and Soobaroyen, 2013). ومن منظور نظرية الوكالة يعد تنوع الجنسين في مجلس الإدارة أحد أهم الآليات التي تحكم الشركة، فنظرية الوكالة تقترح أن مجلساً أكثر تنوعاً قد يوفر رقابة أفضل للإدارة ويحد من ممارسات إدارة الأرباح، وبالتالي يوفر للمساهمين تقارير مالية أكثر موثوقية (Riyadh et al., 2019). كما تدعم نظرية الوكالة فكرة أن مجالس إدارة الشركات التي يتنوع فيها الجنسين تزيد من قدرتها على تقديم المشورة الفعالة للإدارة والرقابة والانضباط وبالتالي تعزيز أداء الشركة (Ntim and Soobaroyen, 2013).

6-1-1-3 استقلالية مجلس الإدارة

يتكون هيكل مجلس الإدارة من أعضاء تنفيذيين وأعضاء غير تنفيذيين للتوفيق بين أهداف الشركة قصيرة وطويلة الأجل، وعلى الرغم من معاملتهم على قدم المساواة، إلا أن دور المديرين التنفيذيين هام جداً لضمان حماية مصالح المساهمين إلى أقصى حد ممكن من خلال فعالية دورهم الرقابي والحد من الانتهازية الإدارية (Brennan, 2020). ويتمتع المديرين المستقلين بمحفزات وقيم مميزة مقارنة بالمديرين التنفيذيين الذين يهتمون عادة بالأهداف قصيرة الأجل، فالمديرين التنفيذيين يشاركون بشكل مباشر في أنشطة الإنتاج والتشغيل للشركة، وغالباً ما تتأثر قراراتهم بمناصبهم الإدارية داخل الشركة، بينما لا يشارك المديرين المستقلين في تلك الأنشطة ويعملون على تحسين عملية اتخاذ القرار في مجلس الإدارة بما يتمتعون به من استقلالية (Fuzi et al., 2016; Liao et al., 2019; Pasko et al., 2021).

وعضو مجلس الإدارة المستقل هو عضو غير تنفيذي بمجلس الإدارة وغير مساهم بالشركة ويتم تعيينه كعضو من ذوي الخبرة، وتتنحصر علاقته بالشركة في عضويته بمجلس إدارتها (الهيئة العامة للرقابة المالية، الدليل المصري لحوكمة الشركة، 2016).

ووفقاً لنظرية الوكالة فإن أعضاء مجلس الإدارة المستقلين يمكنهم التحكم بشكل فعال في تصرفات المديرين ومراقبتها؛ وبالتالي يمكنهم تحسين فعالية مراقبة مجلس الإدارة، ويجب على مجالس الإدارة تعيين عدد أكبر من المديرين المستقلين الخارجيين لتقليل تكاليف الوكالة الناشئة عن السلوك الانتهازي للإدارة (Shaukat et al., 2016; Hussain et al., 2018). ومن وجهة نظر نظرية أصحاب المصلحة، من المتوقع أن يكون لاستقلال مجلس الإدارة علاقة إيجابية بمستوى أعلى من أداء الاستدامة لأن المديرين المستقلين يتعرضون لضغوط أقل من قبل المديرين والمساهمين مقارنة بالمديرين التنفيذيين (Hussain et al., 2018).

6-1-1-4 الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي

رئيس مجلس الإدارة هو عضو مجلس الإدارة الذي يختاره أعضاء المجلس من بينهم ليرأس اجتماعات المجلس، ويكون الممثل القانوني للشركة. أما الرئيس التنفيذي هو الشخص الذي يتم تعيينه من قبل مجلس الإدارة ليقوم بتنفيذ كافة الأعمال اليومية للشركة، ويحدد مجلس الإدارة اختصاصاته وصلاحياته ومخصصاته وتفويضاته في التوقيع عن الشركة، كما يحدد المجلس راتبه الشهري أو السنوي الذي يتقاضاه (الهيئة العامة للرقابة المالية، الدليل المصري لحوكمة الشركة، 2016).

وعندما يشغل نفس الشخص مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي في شركة واحدة في نفس الوقت، فإن ذلك يسمى ازدواجية الرئيس التنفيذي (Naushad and Malik, 2015). فهناك من يرى أن

الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي يقوض كفاءة مجلس الإدارة في أداء دور الحوكمة نتيجة تركيز سلطات اتخاذ القرار والرقابة في أيدي نفس الشخص، كما أن الجمع بين المنصبين سيؤدي إلى انخفاض الاشراف على الإدارة ومراقبتها من قبل المساهمين وإلحاق الضرر بمصالحهم (Haniffa and Cooke, 2002; Graham et al., 2020; Pasko et al., 2021). ولذلك اقترح (Tuggle et al. (2010)، ضرورة الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي لأغراض الاستقلالية، ولكن على الرغم من هذا المقترح إلا أن بعض الشركات غير مستعدة للفصل التام للأدوار بشكل قاطع (Bukair and Rahman, 2015).

ومن ناحية أخرى هناك من يرى أن الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي يولد قوة فردية للرئيس التنفيذي من شأنها أن تمنع التحكم في مجلس الإدارة (Bukair and Rahman, 2015). وفي نفس الاتجاه يرى (Peng et al. (2009، أن الجمع بين المنصبين يمهّد الطريق لاتخاذ القرار في الوقت المناسب، ويرى (Yang and Zhao (2014، أن ازدواجية الرئيس التنفيذي تؤدي إلى توفير التكاليف من خلال إلغاء تكاليف نقل المعلومات ومعالجتها جزئياً.

وفي مصر لا يوجد ما يمنع من الجمع بين المنصبين حيث ورد في الدليل المصري لحوكمة الشركات بأنه لا يفضل الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب، وفي حال عدم إمكان ذلك يجب الإفصاح عن أسباب ذلك في التقرير السنوي والموقع الإلكتروني للشركة. وفي هذه الحالة وطبقاً لأفضل الممارسات الدولية يتم تعيين نائب رئيس مجلس إدارة مستقل يرأس الاجتماعات التي تناقش أداء الإدارة التنفيذية (الهيئة العامة للرقابة المالية، الدليل المصري لحوكمة الشركة، 2016).

6-1-1-5 نشاط مجلس الإدارة

تعد اجتماعات مجلس الإدارة مؤشراً هاماً يستخدمه الباحثون كمقياس للخصائص السلوكية لمجلس الإدارة ودليلاً على كثافة أنشطة مجلس الإدارة (Field et al., 2013; Mayur and Saravanan, 2017). وغالباً ما تستخدم اجتماعات مجلس الإدارة كبديل لنشاط مجلس الإدارة وجهوده (Laksmana, 2008).

ومن منظور نظرية الوكالة فإن اجتماعات مجلس الإدارة يمكن أن يكون لها تأثير هام على الأداء المالي، وتعزيز استقرار الأعمال عن طريق تقليل تكلفة الوكالة وزيادة أنشطة المراقبة الإدارية. ويشير مجلس الإدارة الأكثر نشاطاً من خلال تكرار اجتماعاته إلى درجة أعلى من فعالية المجلس، مما يؤدي إلى إشراف أفضل على العمليات التجارية للشركة وتحسين الشفافية وتحسين عملية اتخاذ القرار والمساءلة وحل

المشكلات من خلال المناقشة وتبادل الأفكار، مما يشير إلى وجود علاقة إيجابية بين اجتماعات مجلس الإدارة والأداء المالي للشركة (Mayur and Saravanan, 2017; Eluyela et al., 2018).

ومن منظور نظرية أصحاب المصلحة فإن نشاط مجلس الإدارة يعمل على تحسين المساءلة والشفافية والتخطيط الاستراتيجي والتخصيص الفعال للموارد، لأنه من المرجح أن يناقش أعضاء مجلس الإدارة في اجتماعاتهم قضايا الاستدامة (Ricart et al., 2005).

وفي مصر لا يوجد عدد محدد لعدد اجتماعات مجلس الإدارة، فوفقاً للدليل المصري لحوكمة الشركات فإن المجلس ينعقد أربع مرات على الأقل سنوياً، حيث أوضح أن مجلس الإدارة ينعقد على الأقل مرة كل ثلاثة أشهر، مع إمكانية استعانة المجلس بمن يراه من داخل أو خارج الشركة لمناقشة بعض الموضوعات الخاصة بعمل الشركة (الهيئة العامة للرقابة المالية، الدليل المصري لحوكمة الشركة، 2016).

6-1-2 الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة

ورد مصطلح "التمية المستدامة" للمرة الأولى في عام 1987م في تقرير منشور من قبل اللجنة العالمية للتنمية والبيئة التابعة للأمم المتحدة والمعروفة أيضاً باسم لجنة برونتلاند (رئيسة وزراء النرويج سابقاً ورئيسة منظمة الصحة العالمية في ذلك الوقت). وفي عام 1992م في قمة الأرض، تبنت أكثر من (178) دولة خطة عمل شاملة لبناء شراكة عالمية من أجل التنمية المستدامة لتحسين حياة البشر وحماية البيئة. وفي عام 2015م، قدمت الأمم المتحدة أهداف الأمم المتحدة للتنمية المستدامة (UNSDG) والمتعلقة بالفقر وعدم المساواة والمناخ وتدهور البيئة والازدهار والسلام والعدالة؛ بهدف إنتاج مستقبل مستدام أفضل لجميع أصحاب المصلحة في المجتمع بحلول عام 2030م، وقدمت (UNSDG) إطاراً يساعد المستثمرين والشركات على إدارة استثماراتهم واستراتيجياتهم واتخاذ قراراتهم الاستثمارية (Qureshi et al., 2020).

ومع هذا التوجه العالمي للاستدامة، زاد اهتمام الباحثين في الآونة الأخيرة بموضوع الإفصاح عن أداء الاستدامة مع تزايد الطلب على معلومات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة لمنشآت الأعمال، حيث أصبح يُنظر إلى استدامة الشركات كإستراتيجية لإدارة العلاقات مع أصحاب المصلحة وآلية مراقبة فعالة لتحسين أداء الاستدامة للشركات بهدف خلق قيمة مستدامة للشركة (Govindan et al., 2021). ويشير مفهوم الاستدامة إلى قدرة الشركة على حماية الموارد المحدودة للأجيال القادمة، وتحقيق قيمة والحفاظ عليها للجيل الحالي، وتتكون الاستدامة من ثلاثة أبعاد مختلفة هي القضايا الاقتصادية والبيئية والاجتماعية. وبالتالي، يجب على أي منظمة تتبنى نهج الاستدامة أن تأخذ تلك الأبعاد الثلاثة في الاعتبار (Hamad et al., 2020).

ويشير مصطلح الإفصاح عن أداء الاستدامة إلى قدرة الشركة على توفير معلومات عن أدائها الاقتصادي والبيئي والاجتماعي وتوصيلها إلى مختلف الأطراف أصحاب المصلحة، ويتم الإفصاح عن تلك المعلومات في تقارير منفصلة أو في تقاريرها السنوية، وذلك للتعبير عن مسؤوليتها المجتمعية والبيئية لتحسين سمعتها تجاه كافة الأطراف أصحاب المصلحة (Gurvitch and Sidorova, 2012; Calabrese et al., 2016). وهناك العديد من الدراسات السابقة التي تضمنت ثلاثة أبعاد لأداء الاستدامة ليس من ضمنها الأداء الاقتصادي، بإضافة بعد حوكمة الشركات إلى البعدين البيئي والاجتماعي (Aboud and Diab, 2018; Velte, 2020; Govindan et al., 2021; Abdi et al., 2022; Almaqtari et al., 2022).

وفي مصر، ووفقاً للبورصة المصرية، تزداد أهمية إدماج مبادئ الحوكمة والأداء البيئي والمجمعي في سياسات الشركات وأنشطتها اليومية من أجل تحقيق أهداف التنمية المستدامة على المدى البعيد. فتقارير الإفصاح التي تقدمها الشركات من شأنها أن تمنح المستثمرين كيفية إدارة المخاطر والفرص المتاحة لتحقيق مبدأ الشفافية في أسواق المال (البورصة المصرية، منهجية مؤشر الاستدامة بالبورصة المصرية، 2021).

وتعتبر البورصة المصرية (EGX) واحدة من أربع بورصات رائدة انضمت في عام 2009م إلى "مبادرة البورصات ذات التنمية المستدامة والمسئولية المجتمعية (SSE)". وفي مارس 2010 قامت البورصة المصرية بالتعاون مع كل من مركز المديرين المصري (EIOD) ومؤسسة ستاندراند بورز ببناء مؤشر S&P/EGX ESG، والذي يعد الأول في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا والثاني على مستوى الأسواق الناشئة، بعد نجاح إطلاق المؤشر في الهند S&P/India ESG، وهو مصمم لتتبع أداء الشركات وفقاً للجوانب البيئية والمجتمعية وحوكمة الشركات (البورصة المصرية، الدليل الاسترشادي لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الاستدامة، 2019).

وقد ألفت أحداث الأزمة المالية العالمية في عام 2008م بظلالها على أصحاب الأعمال والمتعاملين في سوق المال، إذ أصبح هناك حاجة ملحة لإعادة التفكير في آليات تسعير الأصول المالية ونماذج الأعمال. فقد كشفت الأزمة المالية عن ضعف أسواق المال العالمية وتعرض الاقتصاد القومي لصدمات كان لها الأثر السلبي على النمو الاقتصادي، والتي بدورها أظهرت أهمية قيام الشركات المقيدة والمؤسسات المالية بدمج المعايير البيئية والمجتمعية ومعايير الحوكمة في خطط أعمالها ودراسات التحليل المالي (البورصة المصرية، الدليل الاسترشادي لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الاستدامة، 2019).

لذلك، تناولت العديد من الدراسات السابقة العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة، وتعتمد قيمة الشركة على وجهة نظر المستثمر في أداء الشركة سواء كان ايجابياً أو سلبياً، فالقيمة المرتفعة تجعل المستثمرين يؤمنون بالآفاق المستقبلية للشركة والتي تنعكس على زيادة أسعار الأسهم التي ستوفر لهم الرفاهية (Aboud and Diab, 2018; Kim et al., 2018; Sampong et al., 2018; Velte, 2020; Harun et al., 2020; Rossi et al., 2021; Govindan et al., 2021; Abdi et al., 2022; Friske et al., 2022; Huang, 2022)

6-2 تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث

نستعرض لأهم الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة والإفصاح عن أداء استدامة الشركات، وتلك التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة، وأيضاً التي تناولت العلاقة بشكل متكامل بين خصائص مجلس الإدارة والإفصاح عن أداء الاستدامة وتأثيرها على قيمة الشركة، وتم تقسيم الدراسات السابقة إلى ثلاث مجموعات على النحو التالي:

6-2-1 المجموعة الأولى: تحليل الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة والاستدامة واشتقاق الفرض الأول للبحث

استهدفت دراسة (Shamil et al. (2014)، التحقيق في تأثير خصائص مجلس الإدارة على تقارير الاستدامة للشركات المدرجة في بورصة كولومبو للأوراق المالية (CSE) في سريلانكا. ولتحقيق هدف الدراسة تم تجميع بيانات (148) شركة من التقارير السنوية خلال عام 2012م. وتوصلت الدراسة إلى أن حجم مجلس الإدارة وازدواجية الرئيس التنفيذي تربطها علاقة إيجابية بتقارير الاستدامة، بينما ترتبط المجالس التي تضم مديرات من الإناث ارتباطاً سلبياً بتقارير الاستدامة. كما توصلت الدراسة إلى أن تقارير الاستدامة تتأثر بحجم الشركة ونموها، وأن الشركات الأصغر سناً تتبنى تقارير الاستدامة.

كما استهدفت دراسة (Giannarakis (2014)، فحص العلاقة بين حوكمة الشركات والخصائص المالية والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) في الولايات المتحدة الأمريكية. ولتحقيق هدف الدراسة تم تجميع بيانات (100) شركة من التقارير السنوية خلال عام 2011م. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين كل من حجم الشركة والتزام مجلس الإدارة بالمسؤولية الاجتماعية للشركات وبين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، بينما توصلت إلى وجود علاقة سلبية بين الرفع المالي والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات.

واستهدفت دراسة (Shaukat et al. (2016)، البحث في أدبيات حوكمة الشركات واستراتيجية مجلس الإدارة للمسئولية الاجتماعية والأداء البيئي والاجتماعي لتطوير نموذج يوضح العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة والمسئولية الاجتماعية للشركات (CSR) واختبار ذلك النموذج. ولتحقيق هدف الدراسة تم ملاحظة (2028) مشاهدة في السنة لعينة من الشركات الصناعية موزعة على عشرة قطاعات خلال الفترة من عام 2002 إلى عام 2010م. وتوصلت الدراسة إلى أنه كلما زاد توجه مجلس الإدارة مقاساً باستقلالية أعضائه، وتنوع الجنسين، وخبرة لجنة المراجعة نحو المسئولية الاجتماعية للشركات كلما كانت استراتيجية المسئولية الاجتماعية للشركات أكثر استباقية وشمولية، وكلما ارتفع أدائها البيئي والاجتماعي.

كما استهدفت دراسة (Velte (2016)، تحليل تواجد النساء في مجلس الإدارة وتأثيرهن على أداء الاستدامة بأبعادها البيئية والاجتماعية والحوكمة في بلدين أوروبيين هما ألمانيا والنمسا. ولتحقيق هدف الدراسة تم ملاحظة (1019) مشاهدة في السنة لعينة من الشركات الألمانية والنمساوية المدرجة في بورصتي فرانكفورت وفيينا للأوراق المالية خلال الفترة من عام 2010 إلى عام 2014م. وتوصلت الدراسة إلى أن العضوات النساء في مجلس الإدارة لهن تأثيراً إيجابياً على أداء الاستدامة، كما أن خبرة الشركات في المسئولية الاجتماعية ليس لها تأثير معنوي على أداء الاستدامة، حتى لو كان الأداء التنفيذي للجنة المسئولية الاجتماعية للشركات له علاقة إيجابية ومعنوية بأداء الاستدامة.

واستهدفت دراسة أحمد والحسين (2017)، التعرف على مدى قيام الشركات المقيدة في البورصة المصرية بالإفصاح عن التنمية المستدامة اعتماداً على عناصر الإفصاح والشفافية لتقييم الحوكمة والمسئولية البيئية والاجتماعية للشركات وفقاً للمؤشر المصري للاستدامة S&P/ EGX ESG، وكذلك التعرف على مجموعة الخصائص التي تؤثر على مستوى الإفصاح عن التنمية المستدامة. ولتحقيق هدف الدراسة تم تجميع بيانات (143) شركة لعام 2015م، واعتمدت الدراسة على تحليل محتوى التقارير المالية السنوية المنشورة للشركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية لقياس الإفصاح عن التنمية المستدامة. وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لكل من تركيز ملكية الشركات وحجم لجنة المراجعة وحجم الشركة على مستوى الإفصاح عن التنمية المستدامة، بينما يوجد تأثير سلبي لدرجة الرفع المالي على مستوى الإفصاح عن التنمية المستدامة. كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير معنوي لكل من حجم مجلس الإدارة واستقلال مجلس الإدارة والجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي وعدد اجتماعات مجلس الإدارة وعدد اجتماعات لجنة المراجعة وربحية الشركة على الإفصاح عن التنمية المستدامة.

كما استهدفت دراسة (Hussain et al. (2018)، البحث في العلاقة بين حوكمة الشركات وأداء الاستدامة الثلاثي من خلال نظرتي الوكالة وأصحاب المصلحة. ولتحقيق هدف الدراسة تم تجميع بيانات

(100) شركة أمريكية تضمنت (152) تقريراً للاستدامة خلال الفترة من عام 2007 إلى عام 2011م، وتم قياس أداء الاستدامة من خلال تحليل المحتوى لتقارير الاستدامة للشركات التي تتخذ من الولايات المتحدة مقراً لها، وتم التعبير عن حوكمة الشركات بمتغيرات حجم مجلس الإدارة، استقلاليته، تنوعه، ازدواجية الرئيس التنفيذي، عدد اجتماعات مجلس الإدارة، ووجود لجنة للاستدامة في الشركة. وتوصلت الدراسة إلى أن آليات حوكمة الشركات تعزز أداء المحصلة الثلاثية للاستدامة، كما كشفت عن أن بعض آليات الحوكمة لا تتناسب مع كل أبعاد الاستدامة، حيث توصلت الدراسة إلى أن معظم خصائص حوكمة الشركات التي تم ذكرها تلعب دوراً هاماً في تعزيز الحماية الاجتماعية والبيئية للشركات في جميع الصناعات.

واستهدفت دراسة (Sanan (2018)، البحث في العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) وخصائص مجلس الإدارة بالتطبيق على الشركات الهندية كبيرة الحجم. ولتحقيق هدف الدراسة تم ملاحظة (513) مشاهدة في السنة لعدد (171) شركة صناعية هندية خلال الفترة من عام 2014 إلى عام 2016م. وتضمنت الدراسة خصائص مجلس الإدارة معبراً عنها بنسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين والمديرات النساء في المجلس كمتغيرات مستقلة، والإنفاق على المسؤولية الاجتماعية للشركات كمتغير تابع، وحجم مجلس الإدارة وعمر وحجم الشركة ونوع الصناعة والربحية كمتغيرات رقابية. وقد أظهرت الأدلة التجريبية المتاحة بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطي وفقاً لطريقة المربعات الصغرى العادية ونموذج التأثيرات العشوائية أنه بينما أثرت المديرات النساء إيجابياً على المسؤولية الاجتماعية للشركات، لم يكن للمديرين المستقلين أي تأثير وظلت النتائج قوية باستخدام مقاييس بديلة للمسؤولية الاجتماعية للشركات وطرق تقدير مختلفة.

كما استهدفت دراسة (El Gammal et al. (2020)، فحص العلاقات بين حوكمة الشركات والممارسات الأخلاقية والمسؤولية الاجتماعية للشركات. وتحديداً، فحص التأثير الوسيط للممارسات الأخلاقية على العلاقة بين حوكمة الشركات والمسؤولية الاجتماعية للشركات، بالإضافة إلى الآثار المعدلة للأداء، وخصائص مجلس الإدارة على كل من العلاقة المباشرة بين حوكمة الشركات والمسؤولية الاجتماعية للشركات والعلاقة التي تتوسطها الممارسات الأخلاقية. ولتحقيق هدف الدراسة تم جمع البيانات بالاعتماد على المصادر الأولية من خلال استبيان وزع على الموظفين العاملين في الشركات الخاصة العاملة في لبنان وفي مختلف البلدان في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وتم الاعتماد على (135) استبيان مكتمل. وتوصلت الدراسة إلى أن الممارسات الأخلاقية تتوسط بشكل كامل العلاقة بين هيكل لجنة المراجعة لحوكمة الشركات ومبادرات المسؤولية الاجتماعية تجاه أصحاب المصلحة والعملاء والموظفين. بينما لا يوجد أي علاقة بين خصائص مجلس الإدارة وحوكمة الشركات. علاوة على ذلك، لتحديد الآثار

المعدلة للأداء وخصائص مجلس الإدارة على هذه العلاقات وجدت اختلافات في العلاقات بسبب خصائص مجلس الإدارة وأداء الشركة.

واستهدفت دراسة (Harjoto and Wang (2020) فحص العلاقة بين مركزية شبكة مجلس الإدارة وأداء استدامة الشركات البيئي والاجتماعي والحوكمة بالاعتماد على رأس المال الاجتماعي وشبكة التواصل الاجتماعي لتأثير أصحاب المصلحة. ولتحقيق هدف الدراسة تم ملاحظة (1724) مشاهدة في السنة لعدد (199) شركة بريطانية غير مالية مدرجة في مؤشر FTSE 350 خلال الفترة من عام 2007 إلى عام 2018م. ولتحقيق هدف الدراسة وباستخدام تحليل شبكة التواصل الاجتماعي، تم بناء خمسة مقاييس مركزية لشبكة مجلس الإدارة هي عدد الاتصالات، المسافة بين الشركات، مركزية وجود الاتصالات، عدد المرات التي تجلس فيها الشركة بين شركتين آخريتين، وسرعة وموثوقية المعلومات، كمقاييس لوصول مجلس الإدارة إلى رأس المال الاجتماعي والمعلومات في الوقت المناسب. وتوصلت الدراسة إلى أن شبكات مجالس الإدارة لها تأثير إيجابي على أداء استدامة الشركات. بالإضافة إلى ذلك، تظهر النتائج أن هناك علاقة غير خطية بين شبكات مجالس الإدارة وأداء الاستدامة، وهذه العلاقة أقوى في القطاعات التي لديها تركيز عالٍ في سوق المنتجات ونسبة عالية من العضوات النساء في مجلس الإدارة.

كما استهدفت دراسة (Aksoy et al. (2020) البحث في العوامل المؤدية إلى مستوى عالٍ من الأداء المستدام داخل الشركات التركية غير المالية المدرجة في مؤشر الاستدامة ببورصة إسطنبول. ولتحقيق هدف الدراسة تم تجميع البيانات لعدد (63) شركة غير مالية مدرجة في مؤشر BIST100 خلال الفترة من عام 2014 إلى عام 2018م. وتم صياغة فروض الدراسة بالاعتماد على نظريتي أصحاب المصلحة والوكالة، للربط بين أداء الشركة المستدام وهيكل الملكية، تنوع مجلس الإدارة، وخصائص الشركة. وتوصلت الدراسة إلى التأثير الإيجابي للملكية الأجنبية والمؤسسية على الأداء المستدام، بالإضافة إلى الارتباط الإيجابي بين الأداء المستدام وبين حجم مجلس الإدارة ونسبة الأعضاء المستقلين. علاوة على ذلك، أظهرت النتائج عن وجود علاقة عكسية بين أداء الاستدامة وأداء الشركة المستند إلى السوق، حيث توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تتمتع بمستوى رائد في مجال الأداء المستدام لديها عائد أقل من الشركات ذات المستوى المتوسط لأداء الاستدامة استناداً إلى مقياس Tobin's Q.

واستهدفت دراسة (Orazalin and Mahmood (2021) فحص آثار خصائص مجلس الإدارة وجود حوكمة الدولة على كل من الجوانب الفردية والمستوى العام للأداء البيئي من منظور الوكالة والاعتماد على الموارد والنظريات المؤسسية. ولتحقيق هدف الدراسة تم ملاحظة (3023) مشاهدة في السنة تم تجميع بياناتها من الشركات الأوروبية في (22) دولة خلال الفترة من عام 2009 إلى عام 2016م. وتوصلت الدراسة إلى أن تنوع الجنسين في مجلس الإدارة ووجود لجنة للمسئولية الاجتماعية

والاستدامة بالشركة لهما تأثيراً إيجابياً على الأداء البيئي، كما أظهرت النتائج أن جودة حوكمة الدولة ترتبط إيجابياً بالأداء البيئي.

كما استهدفت دراسة (Alia and Mardawi (2021)، استكشاف مدى وطبيعة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين وكيفية تأثر مستوى هذا الإفصاح بكل من هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة. ولتحقيق هدف الدراسة تم ملاحظة (220) مشاهدة في السنة لعدد (44) شركة تم الحصول على البيانات اللازمة لها من التقارير المالية خلال الفترة من عام 2013 إلى عام 2017م. وتم قياس الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات من خلال إنشاء وتطبيق مؤشر إفصاح مكون من 30 بنداً من بنود المسؤولية الاجتماعية. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات تقصح في المتوسط عن (43.7%) من المعلومات المدرجة في المؤشر، كما أسفرت النتائج عن وجود علاقة إيجابية معنوية بين كل من استقلالية مجلس الإدارة، تنوع الجنسين، لجنة التدقيق، حجم الشركة، ونوع مراقب الحسابات وبين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات. في المقابل، تم العثور على علاقة سلبية معنوية بين كل من حجم مجلس الإدارة وازدواجية الرئيس التنفيذي وبين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات.

واستهدفت دراسة (Githaiga and Kosgei (2023)، التحقيق في تأثير خصائص مجلس الإدارة من خلال حجم المجلس واستقلاليته وتنوع الجنسين والخبرة المالية لأعضاء المجلس على تقارير الاستدامة بين الشركات المدرجة في شرق إفريقيا. ولتحقيق هدف الدراسة تم ملاحظة (790) مشاهدة في السنة لعدد (79) شركة من الشركات المدرجة في بورصات شرق إفريقيا وتم جمع البيانات باستخدام طريقة تحليل المحتوى من تقارير الاستدامة للشركات في التقارير السنوية المدققة وتقارير الاستدامة المستقلة خلال الفترة من عام 2011 إلى عام 2020م. وتوصلت الدراسة إلى أن تنوع الجنسين في مجلس الإدارة والخبرة المالية لمجلس الإدارة واستقلالية المجلس يؤثران تأثيراً إيجابياً معنوياً على تقارير الاستدامة، بعكس حجم مجلس الإدارة الذي أثر تأثيراً سلبياً معنوياً على تقارير الاستدامة.

كما استهدفت دراسة (Pareek et al. (2023)، تقييم العلاقة بين تنوع جنس مجلس الإدارة وأداء استدامة الشركات في سوق رأس المال الهندي. ولتحقيق هدف الدراسة تم جمع البيانات لعدد (212) شركة غير مالية مدرجة في البورصة خلال الفترة من عام 2013-2014 إلى عام 2018-2019م. وتوصلت الدراسة إلى أن تنوع الجنسين في مجلس الإدارة أو نسبة المديرات في الشركة تلعب دوراً هاماً في القرارات المتعلقة بأداء استدامة الشركات. إلى جانب ذلك، فإن ربحية الشركة مقاسة بنسبة Tobin's Q، وحجم الشركة، يؤثران إيجابياً على أداء استدامة الشركات.

وفي ضوء ما تقدم؛ يلاحظ الباحث أن النتائج التي توصلت إليها معظم الدراسات السابقة حول العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة - حجم مجلس الإدارة وتنوع الجنسين واستقلالية وزدواجية المجلس ونشاطه- والإفصاح عن أداء الاستدامة، كانت مختلطة ومتعارضة. فقد أسفرت النتائج وفقاً لما سبق دراسته وعرضه في الإطار النظري والدراسات السابقة ذات الصلة عن نتائج مختلطة، والتي تراوحت بين التأثير الإيجابي والتأثير السلبي وكذلك عدم وجود تأثير لنفس الخصائص على الإفصاح عن أداء الاستدامة، سواء للأداء المركب للاستدامة أو الأداء المنفرد لكل بعد من أبعاد الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة. وهذا يشير إلى وجود فجوة بحثية تتمثل في عدم وجود اتفاق في نتائج الدراسات السابقة حول تأثير خصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء استدامة الشركات، والتي تمت في بيئات مختلفة منها المتقدم مثل ألمانيا والنمسا والولايات المتحدة والمملكة المتحدة، ومنها النامي مثل مصر وسريلانكا وتركيا والهند وفلسطين ودول شرق أفريقيا؛ لذلك فإنه من الصعوبة توقع العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة والإفصاح عن أداء الاستدامة، وعلى هذا سيقوم الباحث بصياغة الفرض الأول للبحث في صورة فرض العدم على النحو التالي:

الفرض الأول (H1): "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء استدامة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة".

6-2-2 المجموعة الثانية: تحليل الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الاستدامة وقيمة الشركة واشتقاق الفرض الثاني للبحث

استهدفت دراسة مليجي (2015)، فحص مستوى ومحتوى الإفصاح المحاسبي (حجم، وجودة الإفصاح) عن ممارسات التنمية المستدامة (الاقتصادية والاجتماعية والحوكومية) والعوامل المؤثرة فيه من ناحية، وأثره على جودة الأرباح المحاسبية للشركات المسجلة في البورصة السعودية من ناحية أخرى. ولتحقيق هدف الدراسة تم فحص وتحليل التقارير المالية لعينة مكونة من (143) شركة من الشركات المسجلة في البورصة السعودية خلال الفترة من عام 2012 إلى عام 2014م باستخدام مدخل تحليل المحتوى. وتوصلت الدراسة إلى انخفاض مستوى الإفصاح المحاسبي عن ممارسات التنمية المستدامة للشركات السعودية محل الدراسة؛ بالإضافة إلى وجود علاقة موجبة وجوهية بين مستوى الإفصاح وكل من حجم الشركة، وربحيتها، مصروفات البحوث والتطوير، وحجم مجلس الإدارة، واستقلال أعضائه، وجودة لجان المراجعة، وكذلك ارتباطه بعلاقة سالبة جوهية مع الملكية العائلية، بينما لا يتأثر بازدياد دور المدير التنفيذي الأول، كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي للإفصاح المحاسبي عن ممارسات التنمية المستدامة على جودة الأرباح المحاسبية.

كما استهدفت دراسة عبدالناصر (2017)، دراسة واختبار أثر استيفاء الشركات المقيدة في البورصة المصرية لمتطلبات الإدراج بمؤشر مسؤولية الشركات (ESG) على قيمة وأداء الشركة. ولتحقيق هذا الهدف تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من (27) شركة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية ومدرجة بمؤشر EGX خلال الفترة من عام 2012 إلى عام 2015م. وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر لاستيفاء الشركات المقيدة بالبورصة لمتطلبات الإدراج بمؤشر ESG على قيمة الشركة بمقياس Tobin's Q، وعدم وجود أثر على أداء الشركة بمقياس العائد على الأصول. وتوصلت النتائج أيضاً إلى أن تأثير الرافعة كان إيجابياً على قيمة الشركة، بينما يؤثر حجم الشركة تأثيراً سلبياً، وعن وجود أثر إيجابي لحجم الشركة على أدائها المالي، في حين كان الأثر سلبياً للرفع المالي.

واستهدفت دراسة (Aboud and Diab 2018)، دراسة تأثير الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) وقيمة الشركة في السياق المصري. ولتحقيق هدف الدراسة تم تجميع بيانات ثلاث عينات، تتكون العينة الأولى من (30) شركة مدرجة في مؤشر ESG وهي العينة الرئيسية، وتتكون العينة الثانية من جميع الشركات المدرجة في البورصة المصرية وتضم (227) شركة، وتتكون العينة الثالثة من (100) شركة مدرجة في EGX100، للتحقق من تأثير الإدراج والتصنيف في مؤشر مسؤولية الشركات المصرية على قيمة الشركة خلال الفترة من عام 2007 إلى عام 2016م، والمتغيرين الهامين في الدراسة هما ESG LISTING، ESG RANKING، بينما يتم استخدام ESG LISTING لفحص تأثير إدراج ESG على قيمة الشركة والتعبير عنه بمتغير ثنائي (0، 1)، وأن ESG RANKING يعالج تأثير الترتيب النسبي في مؤشر ESG على قيمة الشركة. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات المدرجة في مؤشر ESG لها قيمة أعلى، وأن هناك ارتباطاً إيجابياً بين تصنيفات الشركات الأعلى في المؤشر وقيمة الشركة، كما تم قياسها بواسطة Tobin's Q. وأنه من خلال ربط الاستدامة بقيمة الشركة، سوف يمكن مؤشر الاستدامة المستثمرين من القيام بدور رائد في حث الشركات على تعزيز الشفافية والإفصاح؛ وبالتالي تحسين معايير إعداد التقارير الخاصة بهم، وهذا بدوره سيؤدي في النهاية إلى تحسين ممارسات الاستدامة والحوكمة في مصر.

كما استهدفت دراسة (Bajic and Yurtoglu 2018)، البحث في الجوانب المحددة للمسئولية الاجتماعية للشركات التي تحرك العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات والتنبؤ بالقيمة السوقية للشركة مقاسه بنسبة Tobin's Q. ولتحقيق هدف الدراسة تم تجميع بيانات عينة مأخوذة من (35) دولة خلال الفترة من عام 2033 إلى عام 2016م، تضمنت (3844) شركة بإجمالي مشاهدات (23352)، وتم قياس المسؤولية الاجتماعية للشركات بالاعتماد على درجات الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة، وتم تصميم البحث وتحليل بياناته باستخدام طرق Panel Data بما في ذلك المربعات الصغرى العادية،

والتأثيرات العشوائية، والتأثيرات الثابتة للشركة. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة جوهرية بين المقياس الشامل للمسئولية الاجتماعية للشركات ومؤشراتها الفرعية الثلاثة البيئية والاجتماعية والحوكمة وقيمة الشركة، كما توصلت إلى أن المؤشر الاجتماعي يتنبأ باستمرار بقيمة سوقية أعلى، كما أن استخدام عناصر معينة من المسئولية الاجتماعية للشركات واغفال العناصر الأخرى يمكن أن يؤدي إلى تحيز كبير في المتغيرات المحذوفة عند التنبؤ بقيمة الشركة.

واستهدفت دراسة (Hu et al. (2018)، التحقيق في تأثير المسئولية الاجتماعية للشركات (CSR) على قيمة الشركة، بالاعتماد على نظرية أصحاب المصلحة. ولتحقيق هدف الدراسة تم تجميع بيانات (1720) شركة صناعية صينية مدرجة في بورصة Shanghai للأوراق المالية خلال الفترة من عام 2010 إلى عام 2015م، باستخدام الانحدار الخطي المتعدد. وتوصلت الدراسة إلى أن المسئولية الاجتماعية للشركات لها علاقة إيجابية بقيمة الشركة، وأن العلاقة بين المسئولية الاجتماعية للشركات وقيمة الشركة تضعف في الشركات ذات الكثافة الإعلانية المرتفعة؛ لأنها تكتسب ردود فعل سلبية من قبل أصحاب المصلحة. كما توصلت الدراسة إلى أن الشركات المملوكة للدولة تستفيد أكثر من المسئولية الاجتماعية للشركات، حيث تكتسب تلك الشركات ردود فعل إيجابية من قبل أصحاب المصلحة لهذه الشركات.

كما استهدفت دراسة (Yuet al. (2018)، التحقيق فيما إذا كان الإفصاح والشفافية البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) لها تأثير على قيمة الشركة مقاسة بنسبة Tobin's Q. ولتحقيق هدف الدراسة تم تجميع بيانات الشركات الكبيرة عبر (47) دولة متقدمة وناشئة في عام 1996م، وخلال الفترة من عام 2012 إلى عام 2016م بمشاهدات تراوحت بين حد أدنى (1870) مشاهدة وحد أعلى (9834) مشاهدة. وتوصلت الدراسة إلى أن زيادة الإفصاح عن القضايا البيئية والاجتماعية والحوكمة يعزز إجراءات تقييم الشركات، وأن الشركات ذات حجم الأصول الأكبر والسيولة الأفضل وكثافة البحث والتطوير الأعلى والملكية الداخلية الأقل والأداء المالي السابق الجيد ستكون أكثر شفافية في القضايا البيئية والاجتماعية والحوكمة.

واستهدفت دراسة شعبان (2019)، تحديد إذا ما كان الإفصاح المحاسبي عن الاستدامة قد يعزز قيمة الشركة، وذلك من خلال تحديد مستوى الإفصاح عن استدامة الشركات، واختبار أثر اختلاف مستويات الإفصاح عن الاستدامة على قيمة الشركة. ولتحقيق ذلك الهدف تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من (45) شركة من الشركات المساهمة المدرجة في مؤشر S&P-EGX-ESG خلال الفترة من عام 2010 إلى عام 2017م، واستخدمت الدراسة منهج السلاسل الزمنية للوحدات المقطعية Panel Data، وتم قياس قيمة المنشأة باستخدام نموذج (Ohlson (1995)، والإفصاح عن الاستدامة بنقاط من 1 إلى

30 حيث تأخذ الشركة رقم (1) في الترتيب (30) نقطة والشركة الأخيرة في الترتيب نقطة واحدة ثم قسمة نقاط كل شركة على (30) نقطة. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح المحاسبي عن الاستدامة وبين القيمة السوقية للشركة، إلا أن القدرة التفسيرية لمتغير الإفصاح المحاسبي عن الاستدامة جاءت ضعيفة في تفسير التغيرات في قيمة الشركة.

كما استهدفت دراسة (Abdi et al. (2020)، البحث في مدى تأثير تنفيذ الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) على قيمة الشركة والأداء المالي لشركات الطيران. ولتحقيق هدف الدراسة تم تجميع بيانات (27) شركة طيران في جميع أنحاء العالم خلال الفترة من عام 2013 إلى عام 2019 م. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين درجة الركيزة البيئية (Env) ودرجة ركيزة الحوكمة (Gov)، مع نسبة القيمة السوقية للشركة إلى القيمة الدفترية ونسبة Tobin Q كوكلاء لقيمة الشركة والأداء المالي على التوالي؛ لذلك، فإن جهود شركة الطيران لتحسين البعد البيئي وبعد الحوكمة سوف تؤدي إلى زيادة القيمة السوقية والعائد على الأموال المستثمرة. وفي المقابل، توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن الركيزة الاجتماعية في كلا النموذجين له تأثير سلبي معنوي على المتغيرات التابعة، مما يدل على أن الأنشطة الاجتماعية لشركات الطيران تؤدي إلى انخفاض القيمة ومستوى الأداء.

واستهدفت دراسة (Noor et al. (2020)، البحث في تأثير واستمرارية أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة مقاسة بنسبة Tobin's Q. ولتحقيق هدف الدراسة تم ملاحظة (4800) مشاهدة لبيانات (600) شركة مدرجة في أربع اقتصاديات ناشئة هي: البرازيل وروسيا والهند والصين تم تجميع بياناتها خلال الفترة من عام 2010 إلى عام 2018 م. وتوصلت الدراسة إلى أن استمرارية المسؤولية الاجتماعية للشركات تؤثر بشكل إيجابي على قيمة الشركة بعد التحكم في العديد من خصائص الشركة والدولة، كما لوحظ أن هذا التأثير أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات العائلية. كما توصلت نتائج التحليل الإضافي إلى أن أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات المستمرة في البعدين الاجتماعي والبيئي تؤثر بشكل إيجابي على قيمة الشركة، ومع ذلك، فإن أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات المستمرة في البعد الاجتماعي لها تأثير أكبر على قيمة الشركة.

كما استهدفت دراسة (Seok et al. (2020)، البحث في العلاقة بين التقارير الاخبارية للمسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) وقيمة الشركة. ولتحقيق هدف الدراسة تم تجميع بيانات (77) شركة كورية خلال الفترة من عام 2012 إلى عام 2015م، وذلك باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية لتأثير دور الكلام الشفوي والإنفاق الإعلاني كمتغيرات وسيطة في العلاقة بين التقارير الاخبارية للمسؤولية الاجتماعية للشركات وقيمة الشركة. وتوصلت الدراسة إلى أن التقارير الإخبارية الخاصة بالمسؤولية الاجتماعية للشركات تؤثر تأثيراً إيجابياً على قيمة الشركة، ويتوسط هذه العلاقة الكلام الشفوي ويديرها الإنفاق

الإعلاني. وأن التأثير الإيجابي للكلام الشفوي على قيمة الشركة يكون أقوى بالنسبة للشركات التي يكون انفاقها الإعلاني أقل، وأن مديري التسويق يمكن أن يستفيدوا ليس فقط من أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات، ولكن أيضاً من نشرها على نطاق واسع، ويمكن للتقارير الإخبارية حول المسؤولية الاجتماعية أن تساعد الشركات على تعزيز الوعي العام والاهتمام بها.

واستهدفت دراسة (Alareeni and Hamdan (2020)، التحقق مما إذا كانت هناك علاقات بين الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) وأداء الشركات التشغيلي (ROA) والمالي (ROE) وأداء السوق (Tobin's Q). ولتحقيق هدف الدراسة تم تجميع بيانات (505) شركة من الشركات الأمريكية المدرجة في مؤشر S&P 500 بإجمالي مشاهدات (4869) خلال الفترة من عام 2009 إلى عام 2018م. وتوصلت الدراسة إلى أن الإفصاح الشامل عن الاستدامة (ESG) يؤثر إيجابياً على مقاييس أداء الشركات. ومع ذلك، أظهر قياس المكونات الفرعية للإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة بشكل منفصل، أن الإفصاح عن المسؤولية البيئية (EVN) والمسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) يرتبط سلباً بالعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية، بينما يرتبط (CSR) ارتباطاً إيجابياً بأداء السوق مقاساً بنسبة Tobin's Q. علاوة على ذلك، يرتبط الإفصاح عن حوكمة الشركات (CG) إيجابياً بأداء الشركة التشغيلي (ROA) وأداء السوق (Tobin's Q)، ويرتبط سلباً بالأداء المالي (ROE). والأهم من ذلك، أن الإفصاح عن المسؤولية البيئية والاجتماعية والحوكمة منفردة ومجموعة (ESG) تميل إلى الارتفاع في الشركات التي لديها أصول ورافعة مالية عالية.

كما استهدفت دراسة بخيت وآخرون (2021)، بحث أثر مكونات المؤشر المصري لمسؤولية الشركات ممثلاً في حوكمة الشركات والمسؤولية المجتمعية والممارسات البيئية على الأداء المالي مقاساً بمعدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية، كما تم قياس مكونات المؤشر المصري لمسؤولية الشركات بأبعاده بمؤشر وهمي (صفر، 1). ولتحقيق هدف الدراسة تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من (30) شركة بأسلوب الحصر الشامل لمجتمع الدراسة للشركات المدرجة في المؤشر المصري لمسؤولية الشركات S&P EGX ESG خلال الفترة من عام 2017 إلى 2019م. وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي لكلاً من حوكمة الشركات والممارسات البيئية على معدل العائد على حقوق الملكية ومعدل العائد على الأصول، بينما لا يوجد تأثير معنوي لممارسات المسؤولية المجتمعية للشركات على الأداء المالي بمعدلي العائد على حقوق الملكية والعائد على الأصول.

واستهدفت دراسة يونس (2021)، توضيح أهمية تقارير الاستدامة واختبار أثر مستوي وجودة الإفصاح عن تقارير الاستدامة على الأداء المالي للشركات في سوق المال السعودي. ولتحقيق ذلك الهدف تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من (60) شركة من الشركات المساهمة الصناعية المدرجة في

سوق المال السعودي خلال الفترة من عام 2015 إلى عام 2019م، واستخدمت الدراسة أسلوب تحليل الانحدار الخطي المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغيرات التابعة والمستقلة والرقابية التي اقترحتها الباحثة وتم قياس الأداء المالي للشركات بكاملاً من معدل العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، القيمة السوقية للأسهم، العائد على السهم، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم. وتوصلت الدراسة إلى أهمية الإفصاح عن تقارير الاستدامة ضمن التقارير المالية السنوية للشركات ووجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح عن تقارير الاستدامة على الأداء المالي للشركات كما توصلت إلى عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لجودة الإفصاح عن تقارير الاستدامة على الأداء المالي للشركات.

كما استهدفت دراسة (Abdi et al. (2022)، استكشاف تأثير درجات الاستدامة (ESG) على الأداء المالي للشركات وقيمتها في صناعة الطيران، ودراسة الدور المعدل المحتمل لحجم وعمر الشركة في محاولة لفك تشابك العلاقة في هذا السياق. ولتحقيق هدف الدراسة تم تجميع بيانات (38) شركة طيران في جميع أنحاء العالم خلال الفترة من عام 2009 إلى عام 2019 م. وتوصلت الدراسة إلى أن المساهمات في مبادرات الحوكمة تعمل على تحسين قيمة الشركة مقاسة بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وTobin's Q، كما توصلت إلى أن مشاركة الشركة في الأنشطة الاجتماعية والبيئية تجد صدًى إيجابياً هاماً من خلال مستوى أعلى من الكفاءة المالية. بالإضافة إلى ذلك، فإن حجم الشركة هو الوسيط المناسب للارتباط بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة الشركة والأداء المالي في صناعة النقل الجوي. لذلك نقتراح أن الاستراتيجية الإدارية للمشاركة في هذه المبادرات قد تتكيف معها بناءً على إجمالي أصولها كوكيل لحجم الشركة، بينما لم يكن عمر الشركة وسيطاً هاماً.

واستهدفت دراسة (Chang and Lee (2022)، التعرف على كيفية تأثير أنشطة الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة على قيمة الشركة الصناعية في كوريا الجنوبية، مع الأخذ في الاعتبار العوامل الصناعية المميزة التي قد تؤثر على أنشطة وأداء الشركة من منظور استراتيجي. ولتحقيق هدف الدراسة تم تجميع بيانات تقارير الاستدامة لعدد (87) شركة كورية خلال الفترة من عام 2002 إلى عام 2020 م، وتم فحص تأثير الاستدامة وفقاً للخصائص الصناعية على قيمة الشركة. وتوصلت الدراسة إلى أن الاستدامة لها تأثير إيجابي على قيمة الشركة، وأن التركيز الصناعي ومعدل النمو الصناعي يعملان على تعديل العلاقة بين الاستدامة وقيمة الشركة، كما أكدت على أهمية وتأثير البيئة الصناعية المحيطة بالشركة في تعزيز قيمة الشركة من خلال أنشطة الاستدامة (ESG).

كما استهدفت دراسة (Chouaibi and Chouaibi (2022)، ما إذا كان الإفصاح البيئي (ED) الذي تمارسه الشركات المدرجة في مؤشر ESG يؤثر على أدائها المالي (FP) مقاساً بنسبة Tobin's Q باستخدام التأثير المعدل للممارسات الاجتماعية والأخلاقية. ولتحقيق هدف الدراسة تم ملاحظة (7845)

مشاهدة لعدد (523) شركة مدرجة في بورصات أمريكا الشمالية وأوروبا الغربية خلال الفترة من عام 2005 إلى عام 2019م، وتم تحليل البيانات لنماذج الانحدار باستخدام طرق Panel Data. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة ومعنوية بين الإفصاح البيئي (ED) والأداء المالي (FP)، وهذا يعني أن الإفصاح البيئي القوي يزيد من الأداء المالي في حين أن الإفصاح الضعيف يقلل منه. علاوة على ذلك، تشير النتائج إلى التأثير المعدل للممارسات الاجتماعية والأخلاقية في العلاقة بين الإفصاح البيئي والأداء المالي للشركة. وتوفر هذه النتائج رؤى مثيرة للاهتمام للممارسين الأكاديميين والمنظمين المهتمين باكتشاف الإفصاح البيئي، وأداء الشركة، والممارسات الاجتماعية والأخلاقية.

واستهدفت دراسة (Friske et al. (2022) فحص العلاقة بين تقارير الاستدامة الاختيارية وقيمة الشركة كما تم قياسها بواسطة Tobin's Q. ولتحقيق هدف الدراسة واختبار فروضها الثلاثة التي تم تطويرها من نظرية الإشارة وأدبيات تقارير الاستدامة، تم ملاحظة (9077) مشاهدة لاختبار الفرضين الأول والثاني، وملاحظة (1232) مشاهدة لاختبار الفرض الثالث خلال الفترة من عام 2011 إلى عام 2020م، وتم تحليل البيانات لنماذج الانحدار باستخدام طرق Panel Data. وتوصلت الدراسة إلى أن تقارير الاستدامة ترتبط سلباً بقيمة الشركة مقاسة بنسبة Tobin's Q. ومع ذلك، تشير النتائج أيضاً إلى أن العلاقة بين تقارير الاستدامة وقيمة الشركة أصبحت إيجابية بشكل متزايد بمرور الوقت، وهذا يعني أن تقارير الاستدامة تكون مكلفة في البداية، لكنها تعزز قيمة الشركة في النهاية، حيث تتعلم الشركات كيفية توصيل مبادرات الاستدامة بشكل أفضل لأصحاب المصلحة ويتعلم المستثمرون كيفية تقييم التقارير بشكل صحيح. كما أن المراجعة الخارجية تزيد من مصداقية تقارير الاستدامة وترتبط إيجابياً بقيمة الشركة.

كما استهدفت دراسة (AYDOĞMUŞ et al. (2022) دراسة تأثير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) على قيمة الشركة وربحيتها. ولتحقيق هدف الدراسة تم تجميع بيانات (1720) شركة مدرجة من قاعدة بيانات بلومبيرج بإجمالي مشاهدات (14043) خلال الفترة من عام 2013 إلى عام 2021م. وتوصلت الدراسة إلى أن النتيجة الإجمالية للمجموعة للاستدامة ESG ترتبط بعلاقة إيجابية معنوية بقيمة الشركة مقاسة بواسطة Tobin's Q، كما توصلت إلى أن درجات الاستدامة الاجتماعية والحوكمة الفردية لها علاقة إيجابية معنوية مع قيمة الشركة، بينما درجة الاستدامة البيئية ليس لها علاقة معنوية مع قيمة الشركة هذا من ناحية. ومن ناحية أخرى، فإن درجات الاستدامة (ESG) مجتمعة ودرجات الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة لها علاقات إيجابية وهامة مع ربحية الشركة مقاسة بالعائد على الأصول (ROA)، كما تشير النتائج إلى أن الاستثمار المرتفع في الاستدامة يولد عائد مالي مرتفع للشركة سواء من حيث القيمة أو الربحية.

واستهدفت دراسة (Srouer 2022)، دراسة تأثير الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) على قيمة الشركة وأدائها المالي خلال فترة Covid 19، وتم قياس الإفصاح عن أداء الاستدامة بمؤشر وهمي يأخذ القيمة (0، 1)، وقيمة الشركة مقاسة بواسطة نسبة Tobin's Q، والأداء المالي بالعائد على الأصول (ROA). ولتحقيق هدف الدراسة تم تجميع بيانات (61) شركة مقيدة بالبورصة المصرية (EGX 100) خلال الفترة من عام 2018 إلى عام 2021م. وتوصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن الاستدامة (ESG) له تأثير إيجابي ضئيل على العائد على الأصول (ROA) وأن كوفيد-19 (Covid-19) له تأثير سلبي ضئيل على العائد على الأصول. علاوة على ذلك، فإن الإفصاح عن الاستدامة له تأثير إيجابي كبير على قيمة الشركة، بينما كوفيد-19 (Covid-19) له تأثير سلبي ضئيل على قيمة الشركة.

كما استهدفت دراسة (Yu and Xiao 2022)، البحث في تأثير الأداء البيئي والاجتماعي وحوكمة الشركات (ESG) على قيمة الشركة، والتي تم قياسها بنسبة Tobin's Q والعائد على الأصول (ROA) ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MB) كمتغيرات بديلة لقيمة الشركة. ولتحقيق هدف الدراسة تم ملاحظة (3612) مشاهداً للشركات الصينية المدرجة مؤشر Shenzhen 100 خلال الفترة من عام 2010 إلى عام 2019م. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين الأداء المركب للاستدامة (ESG) وقيمة الشركة، مما يدعم نظرية أصحاب المصلحة. كما توصلت الدراسة بالنسبة للأبعاد الفرعية الثلاثة لأداء الاستدامة البيئي والاجتماعي والحوكمة، إلى أنه يمكن أن يستمر التأثير الإيجابي للأداء البيئي (E) والاجتماعي (S) على قيمة الشركة، في حين أن تأثير حوكمة الشركات (G) لا يحقق ذلك. كما توصلت الدراسة إلى أن تأثير الاستدامة (ESG) على قيمة الشركات المملوكة للدولة أقوى من تأثيرها على الشركات غير المملوكة للدولة.

وفي ضوء ما تقدم؛ يُلاحظ الباحث كثافة الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة، والتي تمت في بيئات مختلفة سواء المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية، أو النامية مثل مصر والصين وكوريا الجنوبية والمملكة العربية السعودية والبرازيل والهند. إلا أن نتائج الأبحاث التجريبية حول تلك العلاقة تشير إلى نتائج غير واضحة، فقد أسفرت النتائج وفقاً لما سبق دراسته وعرضه في الإطار النظري والدراسات السابقة ذات الصلة عن نتائج مختلطة. فنتائج معظم الدراسات السابقة أسفرت عن تأثير إيجابي للإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركة السوقية بما يدعم نظرية أصحاب المصلحة مثل دراسات (Aboud and Diab, 2018; Hu et al., 2018; Yu et al., 2018; Alareeni and Hamdan, 2020; Srouer, 2022; Yu and Xiao, 2022; Chang and Lee, 2022). وعلى الرغم من ذلك، توصلت دراسات أخرى إلى وجود تأثير إيجابي للبعدين البيئي والحوكمي للاستدامة على قيمة الشركة السوقية، وإلى وجود تأثير سلبي للبعد الاجتماعي

مثل دراسة (Abdi et al., 2020). بينما توصلت دراسات أخرى إلى التأثير الإيجابي للاستدامة الشاملة على قيمة الشركة، كما أن البعد الاجتماعي هو الأكثر تأثيراً على قيمة الشركة مثل دراسة (Noor et al., 2020).

كما أشارت دراسة (Friske et al. (2022)، إلى أن تقارير الاستدامة ترتبط سلبياً بقيمة الشركة مقاسة بنسبة Tobin's Q. ومع ذلك، تشير النتائج أيضاً إلى أن العلاقة بين تقارير الاستدامة وقيمة الشركة أصبحت إيجابية بشكل متزايد بمرور الوقت، وهذا يعني أن تقارير الاستدامة تكون مكلفة في البداية، لكنها تعزز قيمة الشركة في النهاية. كما وجدت (Fatemi et al. (2018)، أن الإفصاح عن أداء الاستدامة يقلل من قيمة الشركة. وذكر (Qureshi et al. (2020)، أن إنفاق الشركات على الاستدامة قد يقلل من الربحية، وبالتالي من قيمة الشركة. وجادل (Behl et al. (2022)، بأنه من غير الواضح ما إذا كان الإفصاح عن أداء الاستدامة يعتبر تكلفة ستؤدي إلى تدمير قيمة الشركة، أو كاستثمار طويل الأجل يعود عليها بالمنافع على المدى الطويل.

وعلى الرغم من استجابة الشركات لبيئتها التشغيلية لتحقيق هدفها الأساسي والمتمثل في تحسين وتعظيم قيمتها، فإن الاتفاق على أنشطة الاستدامة قد يؤدي إلى تقليل أرباحها، وبالتالي قد يقلل من قيمة الشركة. وفقاً لذلك، من المهم التحقيق في آثار الإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركة، وعلى هذا سيقوم الباحث بصياغة الفرض الثاني للبحث في صورة فرض العدم على النحو التالي:

الفرض الثاني (H2): "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة".

6-2-3 المجموعة الثالثة: تحليل الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة والاستدامة وقيمة الشركة واشتقاق الفرض الثالث للبحث

استهدفت دراسة (Borghesi et al. (2019)، فحص تأثير آليات حوكمة الشركات والاستثمار في المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة مقاسة بنسبة Tobin's Q. ولتحقيق هدف الدراسة تم ملاحظة (22491) مشاهدة لجميع الشركات غير المالية في أربعين دولة خلال الفترة من عام 2002 إلى عام 2014م. وتوصلت الدراسة إلى أن سياسات حوكمة الشركات التي تركز على المساهمين تقيد مرونة مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين في أوقات عدم الاستقرار، وبالتالي تقيد قدرتهم على الاستجابة بفعالية للتغيرات الاقتصادية الكلية السلبية، كما أن مبادرات المسؤولية الاجتماعية للشركات تعد بمثابة مخزن لتأمين قيمة الشركة في ظل ظروف عدم التأكد من خلال الاستثمار في رأس المال الاجتماعي. بالإضافة

إلى ذلك؛ فإن الشركات ذات الملكية المؤسسية الأعلى، وتلك التي لديها نسبة أعلى من المديرين المستقلين تكون قيمتها أقل (أعلى) عندما يرتفع (ينخفض) عدم التأكد في السياسة الاقتصادية العالمية.

كما استهدفت دراسة (Velte 2020)، تحليل العلاقة بين أداء الاستدامة بأبعادها البيئية والاجتماعية والحوكمة وبين والأداء المالي مقاساً بالعائد على الأصول (ROA) في التحليل الأساسي، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) ونسبة (Tobin's Q) في التحليل الإضافي وخضوع تلك العلاقة لإشراف سلطة الرئيس التنفيذي. ولتحقيق هدف الدراسة تم ملاحظة (775) مشاهدة في السنة للشركات الألمانية خلال الفترة من عام 2010 إلى عام 2018م. وتوصلت الدراسة إلى أن أداء الاستدامة يؤثر إيجابياً على الأداء المالي، ويكون هذا التأثير أكثر وضوحاً من خلال قوة الرئيس التنفيذي، حيث تساهم حوافز الرؤساء التنفيذيين بشكل إيجابي في أعمال المسؤولية الاجتماعية للشركات في النظام الألماني ذي المستويين (SDAX، HDAX).

واستهدفت دراسة (Ammer et al. 2020)، البحث في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة البيئية وقيمة الشركة مقاسة بنسبة Tobin's Q، بالإضافة إلى التأثير المعدل لأعضاء مجلس الإدارة المستقلين على هذه العلاقة. ولتحقيق هدف الدراسة تم ملاحظة (170) مشاهدة لعدد (34) شركة من الشركات المدرجة في مؤشر TASI للسوق المالية السعودية خلال الفترة من عام 2015 إلى عام 2019م. وتوصلت الدراسة إلى أن ممارسات الاستدامة البيئية لها تأثير إيجابي ومعنوي على قيمة الشركة، مما يشير إلى أن المسؤولية والشفافية هامين في تعزيز قيمة الشركة وفي تحسين ثقة أصحاب المصلحة. بالإضافة إلى ذلك، تؤثر ممارسات الاستدامة البيئية المفصح عنها على قيمة الشركة وهذه العلاقة يتم تعديلها بقوة وإيجابية من خلال وجود أعضاء مجلس إدارة مستقلين في مجالس إدارة الشركات، مما يدل على أن أصحاب المصلحة يربطون التقارير البيئية من قبل الشركات بمديرين أكثر استقلالية.

كما استهدفت دراسة (Albitar et al. 2020)، التحقيق في تأثير الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESGD) على أداء الشركات (FP) مقاساً بنسبة Tobin's Q قبل وبعد إدخال التقارير المتكاملة (IR)، واستكشاف التأثير المعدل المحتمل لآليات حوكمة الشركات (CG) على هذه العلاقة ممثلة في تركيز الملكية وتنوع الجنسين وحجم مجلس الإدارة. ولتحقيق هدف الدراسة تم ملاحظة (1032) مشاهدة للشركات البريطانية المدرجة في مؤشر FTSE 350 خلال الفترة من عام 2009 إلى عام 2018م. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين درجة الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة وأداء الشركة قبل وبعد عام 2013م، وإلى التأثير المعدل لآليات الحوكمة على العلاقة بين الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESGD) على أداء الشركات (FP). بالإضافة إلى ذلك، فإن

الشركات التي تفصح اختياريًا عن التقارير المتكاملة لديها ميل لتحقيق أداء مالي أفضل مقارنة بغيرها من الشركات.

واستهدفت دراسة (Harun et al. (2020، استكشاف ممارسات الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للبنوك الإسلامية في دول مجلس التعاون الخليجي، ودراسة محددات المسؤولية الاجتماعية للشركات وتأثيراتها على قيمة الشركة مفاصة بنسبة Tobin's Q، والقيمة السوقية للقيمة الدفترية للأسهم ولوغاريتم القيمة السوقية للقيمة الدفترية. ولتحقيق هدف الدراسة تم ملاحظة (195) مشاهدة لعدد (39) بنكاً إسلامياً خلال الفترة من عام 2010 إلى عام 2014م. وتوصلت الدراسة إلى الانخفاض الكبير لمستوى المسؤولية الاجتماعية للشركات بين عينة البنوك الإسلامية، وإلى وجود علاقة ارتباط إيجابية معنوية بين حجم مجلس الإدارة وممارسات البنوك الإسلامية للمسؤولية الاجتماعية، وإلى وجود علاقة سلبية معنوية بين ازدواجية الرئيس التنفيذي والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، وأن حجم وتكوين مجلس الإدارة وازدواجية الرئيس التنفيذي يؤثران تأثيراً إيجابياً معنوياً على قيمة الشركة، بينما يوجد تأثير سلبي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة.

كما استهدفت دراسة (Qureshi et al. (2020، البحث فيما إذا كان الإفصاح عن الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة وتمثيل الإناث في مجالس الإدارة يؤثران على قيمة الشركة. ولتحقيق هدف الدراسة تم ملاحظة (5684) مشاهدة لعينة مجمعة من (22) دولة أوروبية تضم (812) شركة مدرجة خلال الفترة من عام 2011 إلى عام 2017م. وتوصلت الدراسة إلى التأثير الإيجابي للإفصاح عن الاستدامة وتنوع الجنسين في مجلس الإدارة على قيمة الشركة، مما يشير إلى أن ممارسات الإدارة الأفضل وتعزيز ثقة أصحاب المصلحة وتمثيل الإناث في مجالس الإدارة تعمل على تحسين قيمة الشركة. كما توصلت الدراسة إلى أن الشركات في الصناعات الحساسة تحقق أداء اجتماعي وحوكمة متفوقاً، كما أن الشركات ذات التمثيل النسائي الأعلى في مجالس إدارتها تقدم أداءً بيئياً واجتماعياً وحوكمة متفوقاً بشكل ملحوظ.

واستهدفت دراسة (Rossi et al. (2021، دراسة التأثير المحتمل لممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات على الأداء المالي في شركات الاستدامة الأوروبية، باستخدام الدور الوسيط لخصائص مجلس الإدارة ممثلة في حجم مجلس الإدارة واستقلالية وازدواجية الرئيس التنفيذي. ولتحقيق هدف الدراسة تم ملاحظة (1125) مشاهدة لعدد (225) شركة أوروبية تم تجميع بياناتها خلال الفترة من عام 2015 إلى عام 2019م. وتوصلت الدراسة إلى أن ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات تؤثر بشكل إيجابي على الأداء المالي للشركات، وأن خصائص مجلس الإدارة تعدل جزئياً العلاقة بين ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات والأداء المالي في شركات الاستدامة الأوروبية.

كما استهدفت دراسة (Govindan et al. (2021)، استكشاف الدوافع وأهمية أداء المسؤولية الاجتماعية للشركات في قطاع الخدمات اللوجستية من خلال التركيز على خصائص مجلس الإدارة وهيكل الملكية. وتم قياس أداء المسؤولية الاجتماعية للشركات من خلال درجة الاستدامة المركبة (ESG) وأيضاً بأبعادها الفرعية الثلاثة البيئية والاجتماعية والحوكمة؛ ولتحقيق هدف الدراسة تم ملاحظة (504) مشاهدة في السنة لعدد (100) شركة لوجستية من الدول المتقدمة والنامية على السواء خلال الفترة من عام 2011 إلى عام 2018م. وتوصلت الدراسة إلى أن تنوع الجنسين في مجلس الإدارة يرتبط إيجابياً بأداء المسؤولية الاجتماعية للشركات وفقاً لدرجة الاستدامة المركبة وأيضاً بأداء الحوكمة. علاوة على ذلك، فإن الشركات التي لديها لجنة للاستدامة يكون أداء الاستدامة المركب وكذلك البعد الاجتماعي فيها أكبر مقارنة بالشركات التي لا تمتلكها، كما أن الشركات ذات هياكل الملكية المنتشرة أفضل في الأداء الاجتماعي للاستدامة، وأن استقلالية مجلس الإدارة لها ارتباط ضعيف مع أداء الحوكمة فقط. كما لم تسفر النتائج المتعلقة بقيمة الشركة مقاسه بنسبة Tobin's Q وأداء المسؤولية الاجتماعية للشركات عن نتائج إيجابية كبيرة. تؤكد هذه النتائج أن النساء في مجالس الإدارة ولجان الاستدامة عامل أساسي لتحقيق أهداف المسؤولية الاجتماعية للشركات. بالإضافة إلى ذلك، فإن شركات الخدمات اللوجستية تحتاج إلى إعادة النظر في دور المديرين المستقلين في قضايا المسؤولية الاجتماعية للشركات نظراً لضعف تأثيرهم.

واستهدفت دراسة (Almaqtari et al. (2022)، معرفة تأثير مؤشرات الاستدامة على قيمة الشركات مقاسة بأسعار الأسهم، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، ونسبة Tobin's Q مع أخذ خصائص مجلس الإدارة في الاعتبار ممثلة في حجم المجلس واستقلالته وخبرته والتنوع بين الجنسين. ولتحقيق هدف الدراسة تم ملاحظة (1914) مشاهدة لعدد (319) شركة موزعة على (81) شركة من تركيا، (238) شركة من المملكة المتحدة خلال الفترة من عام 2016 إلى عام 2021م. وتوصلت الدراسة إلى مؤشرات الاستدامة ترتبط بشكل كبير بقيمة الشركات وخاصة البعد البيئي والبعد الاجتماعي مقارنة ببعد الحوكمة. ومع ذلك، تُظهر مؤشرات الاستدامة ارتباطاً معنوياً أقوى مع نسبة Tobin's Q مقارنة بأسعار الأسهم والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية؛ ويشير هذا إلى أن مؤشرات الاستدامة ترتبط بالقيمة السوقية الإجمالية للشركة وتقييم السوق على المدى الطويل. كما أظهرت النتائج أن استقلالية وخبرة مجلس الإدارة وتنوع الجنسين تؤثر تأثيراً إيجابياً معنوياً على قيمة الشركات، بينما حجم مجلس الإدارة يؤثر سلباً على قيمة الشركات.

وفي ضوء ما تقدم؛ يلاحظ الباحث قلة الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بشكل متكامل بين خصائص مجلس الإدارة والإفصاح عن أداء الاستدامة وتأثير ذلك على قيمة الشركة، والتي تمت معظمها في دول أوروبا مثل ألمانيا والمملكة المتحدة وتركيا. بينما لا يوجد دراسة واحدة تناولت تلك العلاقة في

البيئة المصرية، كذلك لا يوجد دراسة واحدة تناولت العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وقيمة الشركة في ظل الدور الوسيط للإفصاح عن الاستدامة، وذلك وفقاً لما أتيح للباحث من دراسات سابقة. كما أن نتائج الأبحاث التجريبية التي تناولت تلك العلاقة تشير إلى نتائج غير واضحة، حيث أسفرت النتائج وفقاً لما سبق دراسته وعرضه في الإطار النظري والدراسات السابقة ذات الصلة عن نتائج مختلطة. فنتائج بعض الدراسات السابقة أسفرت عن تأثير إيجابي للإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركة في ظل خصائص مجلس الإدارة مثل قوة المدير التنفيذي واستقلالية مجلس الإدارة وتواجد النساء في مجلس الإدارة، مثل دراسات (Borghesi et al., 2019; Velte, 2020; Ammer et al., 2020; Albitar et al., 2021; Rossi et al., 2021; Qureshi et al., 2020; et al., 2020). كما توصلت دراسة (Almaqtari et al., 2022)، والتي طبقت في المملكة المتحدة وتركيا إلى نتائج مختلطة بين البلدين لتأثير خصائص مجلس الإدارة على قيمة الشركة في ظل الإفصاح عن أداء الاستدامة. وعلى الرغم من ذلك، توصلت دراسات أخرى إلى وجود تأثير سلبي للاستدامة على قيمة الشركة في ظل خصائص مجلس الإدارة مثل دراسة (Harun et al., 2020).

لذلك فإنه من الصعوبة توقع العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وقيمة الشركة في ظل الإفصاح عن أداء الاستدامة كمتغير وسيط، وعلى هذا سيقوم الباحث بصياغة الفرض الثالث للبحث في صورة فرض العدم على النحو التالي:

الفرض الثالث (H3): "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة في ظل الإفصاح عن أداء الاستدامة كمتغير وسيط".

3-6 الدراسة التطبيقية

1-3-6 مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية، ويمكن توضيح عددها خلال فترة الدراسة من عام 2015 إلى عام 2021م من خلال الجدول رقم (1) التالي:

جدول 1: عدد الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية المصري خلال سنوات الدراسة

السنة	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
الشركات المسجلة	221	222	222	220	218	215	218

المصدر: <https://egx.com.eg/ar/Marketindicator.aspx>

ولاختبار فروض البحث اعتمد الباحث على عينة من الشركات المساهمة المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية والمدرجة على مؤشر S&P/EGX ESG والتي يتم اختيارها من أنشط مئة شركة مدرجة على مؤشر EWI EGX100 متساوي الأوزان (مؤشر EGX100 سابقاً مايو 2020م) خلال الفترة من عام 2015 إلى عام 2021م، وقد تم اختيار حجم العينة وفقاً لمجموعة المعايير الآتية:

1- توافر التقارير المالية وتقارير مجلس الإدارة وأسعار الاغلاق عن الشركة بانتظام لقياس المتغيرات خلال فترة الدراسة من عام 2015 إلى عام 2021م.

2- استبعاد شركات قطاعي البنوك والخدمات المالية غير المصرفية نظراً للطبيعة الخاصة لشركات هذين القطاعين، وخضوعها لقواعد وإجراءات قانونية ونظامية مختلفة، والتي يمكن أن تؤثر على دقة النتائج.

3- ادراج الشركة على مؤشر S&P/EGX ESG لاستدامة الشركات والذي يقيس أداء أفضل (30) شركة مدرجة في البورصة المصرية والتي تعد من بين أعلى درجات الاستدامة (ESG)، والتي يتم اختيارها من أفضل مئة شركة مدرجة على مؤشر EWI EGX100 متساوي الأوزان مرتبة حسب إجمالي قيمة التداول، بما لا يقل عن أربعة سنوات خلال الفترة من عام 2015 إلى عام 2021م، لضمان دقة النتائج.

وبتطبيق المعايير السابقة فقد تم استبعاد عدد (52) شركة ليبلغ عدد شركات العينة (48) شركة، بواقع (336) مشاهدة خلال فترة الدراسة، ويمكن حصر عينة الدراسة وتبويبها إلى قطاعات في الجدول رقم (2) التالي⁽¹⁾:

جدول 2: تبويب عينة الدراسة حسب القطاعات

رقم	اسم القطاع	عدد الشركات	عدد المشاهدات	النسبة (%)
1	موارد أساسية	6	42	12.50%
2	عقارات	13	91	27.08%
3	اتصالات واعلام وتكنولوجيا المعلومات	3	21	6.25%
4	أغذية ومشروبات وتبغ	5	35	10.42%
5	رعاية صحية وأدوية	1	7	2.08%
6	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	3	21	6.25%
7	خدمات النقل والشحن	3	21	6.25%
8	مقاولات وانشاءات هندسية	2	14	4.17%
9	مواد البناء	3	21	6.25%
10	منسوجات وسلع معمرة	3	21	6.25%
11	طاقة وخدمات مساندة	2	14	4.17%
12	سباحة وترفيه	4	28	8.33%
	الإجمالي	48	336	100%

المصدر: إعداد الباحث

⁽¹⁾ يمكن الرجوع للملحق رقم (1) الخاص بشركات عينة الدراسة موزعة حسب القطاعات.

6-3-2 مصادر الحصول على البيانات

تضمنت بيانات الدراسة ثلاث فئات للبيانات؛ تشتمل الفئة الأولى على البيانات المالية للشركات، وتشتمل الفئة الثانية على بيانات لمجالس إدارة الشركات، وتتضمن الفئة الثالثة بيانات الإفصاح عن أداء الاستدامة للشركات المدرجة على مؤشر الاستدامة المصري S&P/ EGX ESG. واعتمد الباحث في تجميع البيانات على المصادر الثانوية من التقارير والقوائم المالية المنشورة وتقارير مجلس الإدارة وتقارير الحوكمة لشركات عينة الدراسة على مواقعها الإلكترونية على شبكة الانترنت خلال الفترة من عام 2015 إلى عام 2021م، وموقع البورصة المصرية (www.egx.com.eg)، وموقع معلومات مباشر مصر (www.mubasher.info)، وتم الحصول على أسعار الإغلاق لأسهم الشركات من موقع (<https://sa.investing.com/equities>)، كما تم الحصول على درجات الإفصاح عن أداء الاستدامة بأبعادها البيئية والاجتماعية والحوكمة بناء على طلب من إدارة الإفصاح بالبورصة المصرية.

6-3-3 متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

6-3-3-1 المتغير التابع (قيمة الشركة)

تمشياً مع الدراسات السابقة ذات الصلة، استخدمت الدراسة نسبة Tobin's Q لقياس قيمة الشركة (Bajic and Yortoglu, 2018; Hu et al., 2018; WAHYUDI, 2018; Borghesi et al., 2019; Harun et al., 2020; Noor et al., 2020; Seok et al., 2020; Govindan et al., 2022; Almaqtari et al., 2021)، وهذا المقياس يتم حسابه من خلال مجموع القيمة السوقية للأسهم (تحسب بضرب عدد الأسهم المتداولة في سعر إغلاق السهم في نهاية الفترة المحاسبية) والقيمة الدفترية لإجمالي الديون طويلة وقصيرة الأجل مقسوماً على القيمة الدفترية لإجمالي الأصول (Eluyela et al., 2018; WAHYUDI, 2018; Seok et al., 2020; Almaqtari et al., 2022; Chang and Lee, 2022). وكلما زادت نسبة Tobin's Q عن الواحد الصحيح فإن ذلك يشير إلى أن القيمة السوقية للشركة مقيمة بأعلى من قيمة أصولها، وهذا يعد مؤشراً على الأداء الإيجابي للشركة ومحفزاً لجذب استثمارات جديدة؛ والعكس صحيح كلما انخفضت نسبة Tobin's Q عن الواحد الصحيح فإن ذلك يشير إلى أن القيمة السوقية للشركة مقيمة بأقل من قيمة أصولها، وهذا يعد مؤشراً على الأداء السلبي للشركة مما يدفع لهروب الاستثمارات منها (Tandry et al., 2014; Kim et al., 2018; Qureshi et al., 2020; Chang and Lee, 2022).

6-3-3-2 المتغير الوسيط (الإفصاح عن أداء الاستدامة)

تمشياً مع الدراسات السابقة ذات الصلة، تم استخدام درجة الاستدامة المركبة من خلال تجميع درجات الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة كمقاييس للإفصاح عن أداء استدامة الشركات المدرجة على مؤشر الاستدامة المصري (S&P/EGX ESG) (Aboud and Diab, 2018; Harun et al., 2020; S&P/EGX ESG) (Abdi et al., 2020; Velte et al., 2020; Rossi et al., 2021; Govindan et al., 2021; Almaqtari et al., 2022; Abdi et al., 2022)، واعتمدت الدراسة على درجات الإفصاح عن أداء الاستدامة للتغلب على مشكلة عدم تعاون بعض الشركات في توفير المعلومات اللازمة لتقييم أبعاد الاستدامة (ESG)، أو التحيز وعدم الموضوعية للمعلومات المقدمة. وللتأكيد على دقة النتائج اعتمدت الدراسة على منهج أكثر شمولية في القياس للإفصاح عن أداء الاستدامة باستخدام الدرجات المجمعة لأبعاد الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة (Abdi et al., 2020; Qureshi et al., 2020; Govindan et al., 2021; Almaqtari et al., 2022).

ونقيس درجات الإفصاح عن أداء الاستدامة المركب (ESG Score) بمجموع الدرجات المعيارية للشركة والتي تتراوح بين صفر و 100 درجة وفقاً لمؤشر S&P/EGX ESG ، وذلك من خلال تجميع درجات أبعاد الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة وترتيب الشركات تنازلياً وفقاً للدرجات المعيارية المجمعة التي حصلت عليها، والمستمدة من المعلومات التي تم الإفصاح عنها مثل التقرير السنوي للشركة ونشراتها وقوائمها المالية وموقع الشركة على شبكة المعلومات الدولية، وكذلك الإفصاحات التي تتطلبها البورصة المصرية (البورصة المصرية، منهجية مؤشر الاستدامة بالبورصة المصرية، 2021) (2).

وتعتمد درجات الإفصاح عن الاستدامة المركبة على أبعاد الاستدامة الثلاثة والتي يتم قياسها على النحو التالي: (Reuters, 2020; Abdi et al., 2020; Govindan et al., 2021; Almaqtari et al., 2022).

- درجة البعد البيئي Environmental Pillar Score، تقيس تأثير الشركة على الأنظمة الطبيعية الحية وغير الحية، بما في ذلك الهواء والأرض والمياه والهواء، فضلاً عن النظم البيئية الكاملة. وتعكس مدى جودة استخدام الشركة لأفضل الممارسات الإدارية لتجنب المخاطر البيئية والاستفادة من الفرص البيئية لضمان توليد قيمة طويلة الأجل للمساهمين.

(2) يمكن الرجوع للملحق رقم (2) قياس درجات الاستدامة المركبة لشركات المؤشر المصري للاستدامة S & P/ EGX ESG.

- درجة البعد الاجتماعي Social Pillar Score، تقيس قدرة الشركة على توليد الثقة والولاء مع العاملين والعملاء والمجتمع، من خلال استخدامها لأفضل الممارسات الإدارية مثل التزامها بتطوير أفضل ظروف العمل، والتي تعد من العوامل الرئيسية لضمان توليد قيمة طويلة الأجل للمساهمين.

- درجة بعد الحوكمة Governance Pillar Score، تقيس أنظمة وعمليات الشركة والتي تضمن أن أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين يعملون لتحقيق مصالح مساهميها على المدى الطويل. فبعد الحوكمة يعكس قدرة الشركة من خلال استخدامها لأفضل الممارسات الإدارية مثل انشاء الحوافز والضوابط والتوازنات على توجيهه والتحكم في حقوقها ومسئولياتها لضمان توليد قيمة طويلة الأجل للمساهمين.

6-3-3-3 المتغيرات المستقلة (خصائص مجلس الإدارة)

اتفاقاً مع العديد من الدراسات السابقة (Shamil et al., 2014; Velte, 2020; Harjoto and Wang, 2020; Harun et al., 2020; Aksoy et al., 2020, Alia and Mardai, 2021; Govindan et al., 2021; Jaswal, 2021; Almaqtari et al., 2022; Githaiga and Kosgei, 2023)، سوف يعبر عن خصائص مجلس الإدارة بخمسة خصائص هي حجم مجلس الإدارة، تنوع الجنسين في مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، ونشاط مجلس الإدارة. ونتناول طريقة قياسها على النحو التالي:

6-3-3-3-1 حجم مجلس الإدارة

يُقاس حجم مجلس الإدارة بإجمالي عدد أعضاء مجلس إدارة الشركة (Jaswal, 2021; Govindan et al., 2012; Almaqtari et al., 2022)، أو باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي عدد الأعضاء (Shamil et al., 2014; Yu et al., 2018; Githaiga and Kosgei, 2023). وسوف تعتمد الدراسة الحالية على اللوغاريتم الطبيعي لعدد أعضاء مجلس الإدارة كمؤشر لحجم مجلس الإدارة.

6-3-3-3-2 تنوع الجنسين في مجلس الإدارة

يُقاس تنوع الجنسين في مجلس الإدارة بالنسبة المئوية للمديرات إلى إجمالي أعضاء مجلس الإدارة (Jaswal et al., 2021; Orazalin and Mahmood, 2021; Almaqtari et al., 2022; Githaiga and Kosgei, 2023)، كما يقاس بمتغير ثنائي يساوي القيمة (1) إذا كان أحد أعضاء مجلس الإدارة على الأقل من النساء، والقيمة (صفر) إذا كان كامل أعضاء مجلس الإدارة من الذكور (Shamil. et al., 2014; Harun et al., 2020; Friske et al., 2022)، وسوف تعتمد الدراسة الحالية على قياس تنوع الجنسين في مجلس الإدارة بالمتغير الثنائي (صفر، واحد).

6-3-3-3-3-3-3 استقلالية مجلس الإدارة

تُقاس استقلالية مجلس الإدارة من خلال نسبة أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين أو المستقلين مقارنة بإجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة (Borghesi et al., 2019; Aksoy et al., 2020; Harjoto and Wang, 2020; Orazalin and Mahmoodm 2021; Govindan et al., 2021; Jaswal, 2021). وسوف تعتمد الدراسة الحالية على قياس استقلالية مجلس الإدارة بنسبة عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين إلى إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة (Harun et al., 2020; Alia and Mardawi, 2021).

6-3-3-3-3-4 الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي

يطلق على الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي ثنائية أو ازدواجية الرئيس التنفيذي، ويتم التعبير عنها بمتغير ثنائي يساوي القيمة (1) إذا تم الجمع بين وظيفتي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، والقيمة (صفر) إذا لم يتم الجمع بينهما (Rossi et al., 2021). وهذا المقياس تم استخدامه في العديد من الدراسات السابقة (Sanan, 2018; Borghesi et al., 2019; Aksoy et al., 2020; Harun et al., 2020; Govindan et al., 2021). وسوف تعتمد الدراسة الحالية على المتغير الثنائي (1، صفر) في قياس ازدواجية الرئيس التنفيذي أو الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي.

6-3-3-3-5 نشاط مجلس الإدارة

يُقاس نشاط مجلس الإدارة بعدد الاجتماعات السنوية لمجلس الإدارة (Mishra and Kapil., 2018; Harjoto and Wang, 2020; Jaswal et al., 2021; Orazalin and Mahmood, 2021). كما يقاس باللوغاريتم الطبيعي لعدد اجتماعات مجلس الإدارة السنوية (Eluyela et al., 2018)، وسوف تعتمد الدراسة الحالية على قياس نشاط مجلس الإدارة باللوغاريتم الطبيعي لعدد الاجتماعات السنوية لمجلس الإدارة.

6-3-3-4 المتغيرات الرقابية

بالاعتماد على العديد من الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة والإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة سواء بشكل جزئي أو متكامل (Shamil et al., 2014; Yang and Baasandorj, 2017; Hu et al., 2018; Albitar et al., 2020; Harjoto and Wang, 2020; Seko et al., 2020; Noor et al., 2020; Qureshi et al., 2020; Githaiga and

(Kosgei, 2023)، نقوم بتضمين مجموعة من المتغيرات الرقابية في تحليلنا والتي يمكن أن تؤثر على تلك العلاقة وهي:

6-3-3-4-1 حجم الشركة

يعبر عن حجم الشركة من خلال رأس مالها أو إجمالي أصولها المملوكة أو إجمالي مبيعاتها (Tandry et al., 2014). ويرى (WAHYUDI (2018)، أنه كلما كان حجم الشركة أكبر كلما كان تنظيم إدارتها أكبر وأكثر تعقيداً، مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الإدارة مثل تكاليف الوكالة والإشراف، واحتمال أكبر لظهور العديد من النزاعات والتناقضات. بينما توجد وجهة نظر أخرى ترى أن الشركات كبيرة الحجم يكون لديها دافع استراتيجي لزيادة مشاركتها في المسؤولية الاجتماعية لتعزيز سمعتها، كما أن الشركات الكبيرة تتمتع بشفافية أكبر من الشركات الصغيرة، بالإضافة إلى وفورات الحجم وقدرتها على اقتناص فرص السوق (Kabongo et al., 2013; WAHYUDI, 2018; Govindan et al., 2021). وتمشياً مع العديد من الدراسات السابقة (Aboud and Diab, 2018; WAHYUDI, 2018; Harun et al. 2020; Rossi et al., 2021; Pasko et al., 2021; Govindan et al., 2021; Abdi et al. 2022)، سوف تعتمد الدراسة الحالية على قياس حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

6-3-3-4-2 الرفع المالي

يعكس الرفع المالي اعتماد الشركة على الديون، ويقاس بإجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، وهي استخدام الأصول أو الأموال التي لها تكاليف ثابتة لزيادة عوائد الملاك، ويمكن أن يؤثر الرفع المالي في هيكل رأس المال بشكل جوهري على قيمة الشركة من خلال العائد والمخاطرة. إذ أن الانخفاض في استخدام الديون يؤدي إلى انخفاض الربحية والمخاطرة، كما يمكنها أن تساعد في تعزيز أداء الشركات من خلال تحسين حوكمة الشركات، وتحقيق مزايا ضريبية يمكن أن تؤثر على مخاطر الإفلاس وتقلل من مشاكل التدفق النقدي الحر (Bajic and Yurtoqlu, 2018; Li et al., 2021). وتقدم الدراسات السابقة بعض الأدلة على أن الشركات المثقلة بالديون من المرجح أن يكون لديها ممارسات استدامة أفضل (Orazalinand Mahmood, 2021)، كما يرى (Rossi et al. (2021)، أن الشركات التي لديها نسب عالية للديون ليست فعالة في تطوير القيمة، وستعرض لمزيد من الضغوط من قبل المؤسسات ذات النفوذ المالي القوي لاتخاذ تدابير تشمل الابتكار الأخضر لتلبية احتياجات أصحاب المصلحة للتحسين المستدام، كما يكون للرفع المالي تأثير إيجابي هام على قيمة الشركة. كما وجد (Almaqtari et al. (2022)، تأثيراً إيجابياً معنوياً للرفع المالي على قيمة الشركة وعلى أداء الاستدامة في المملكة المتحدة، بينما كان هذا التأثير سلبياً معنوياً في تركيا. ووفقاً للعديد من الدراسات السابقة يقاس الرفع المالي بنسبة إجمالي الالتزامات قصيرة وطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول (Aboud and Diab, 2018; WAHYUDI,

(Yang and Rossi et al., 2021; Abdi et al. 2022; 2018)، وهو ما سوف تستند إليه الدراسة الحالية في القياس.

6-3-3-4-3 العائد على الأصول

يستخدم العائد على الأصول للتعبير عن ربحية الشركة بالنسبة إلى إجمالي أصولها (Yang and Baasandorj, 2017)، ويشير ارتفاع العائد على الأصول إلى توافر المزيد من الموارد للإنفاق على أنشطة الاستدامة (Harjoto et al., 2015). ويقاس العائد على الأصول بنسبة صافي الدخل قبل أو بعد الضرائب منسوباً إلى إجمالي الأصول (Ding et al., 2016; WAHYUDI, 2018; Abdi et al., 2022). وتمشياً مع العديد من الدراسات السابقة (Ding et al., 2016; Aboud and Diab, 2018; WAHYUDI, 2018; Hu et al., 2018; Harun et al., 2020; Govindan et al., 2021)، سوف تعتمد الدراسة الحالية في قياس العائد على الأصول بنسبة صافي الدخل قبل الضرائب إلى إجمالي الأصول.

6-3-3-4-4 عمر الشركة

يقاس عمر الشركة منذ تاريخ تأسيسها أو إدراجها في البورصة، ويحسب بعدد السنوات أو باللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات (Harun et al., 2020). وتميل الشركات إلى الأداء بشكل أفضل في العام الأول أو السنوات القليلة التي تسبق الإدراج في البورصة، ويرجع ذلك إلى الحوافز القوية للشركات الناشئة لتحقيق أهداف الإدراج. علاوة على ذلك، تواجه الشركات الشابة مشهد أعمال سريع التغير ومن المحتمل أن تتبنى استراتيجيات أعمال مختلفة عن تلك الخاصة بالشركات الأكثر رسوخاً ونضجاً (Li et al., 2021).

وتصبح الشركات أكثر مسئولية مع نضوجها من حيث درجة الوعي (Jo and Harjoto, 2011; Sanan et al., 2018)، وبالتالي تقل احتمالية مشاركة الشركات في إجراءات المسئولية الاجتماعية (Seok et al., 2020). بينما توجد وجهة نظر أخرى ترى بأن الشركات الأصغر سناً تهتم أكثر بالأداء المالي مقارنة بأنشطة المسئولية الاجتماعية (Yang and Baasandorj, 2017). وسوف تعتمد الدراسة الحالية على قياس عمر الشركة بداية من السنة التي تم قيد الشركة فيها بالسجل التجاري وممارسة أعمالها التجارية وسنة التطبيق (Noor et al., 2020).

6-3-3-5-4 حجم مكتب المراجعة

يتم قياس جودة المراجعة بواسطة ما إذا كانت عملية المراجعة تتم بواسطة أحد مكاتب المراجعة الأربعة الكبار Big4، وتعمل جودة المراجعة على تحسين جودة التقارير المالية كوسيلة لتعزيز صورة الشركات

بشكل كبير، وهذا من شأنه أن يخلق وعياً لأصحاب المصلحة والمستثمرين (Khudhair, 2019). وشركات المراجعة الأربعة الكبرى هي: ديلويت (Deloitte) وشريكه في مصر مكتب صالح وبرسوم وعبدالعزیز، برايس واتر هاوس كوبرز (Price Water House Coopers) وشريكه في مصر مكتب عز الدين ودياب وشركاؤهم، ارنست اند يونج للمحاسبة (Ernst & Young) وشريكه في مصر مكتب المتضامنون للمحاسبة والمراجعة، مكتب كي بي ام جي (KPMG) وشريكه في مصر مكتب حازم حسن. ويقاس حجم مكتب المراجعة بمتغير ثنائي يساوي القيمة (1) إذا تم مراجعة الشركة بواسطة أحد مكاتب المراجعة الأربعة الكبار (Big4، والقيمة (صفر) بخلاف ذلك (Friske et al., 2020; Alia and Mardawi, 2021)، وسوف تعتمد الدراسة الحالية على المتغير الثنائي (1، صفر) في قياس حجم مكتب المراجعة.

ويوضح الجدول رقم (3) التالي متغيرات الدراسة التي سيعتمد عليها الباحث وترميزها وطريقة قياسها:

جدول 3: متغيرات الدراسة وترميزها وطريقة قياسها

المتغير	رمز المتغير	طريقة القياس	المصدر
قيمة الشركة	Tobin'sQ	(القيمة السوقية للأسهم + القيمة الدفترية لإجمالي الالتزامات) / إجمالي الأصول	Tandry et al., 2014; Kim et al., 2018; Qureshi et al., 2020; Chang and Lee, 2022
الإفصاح عن أداء الاستدامة	ESGScore	الإفصاح عن أداء الاستدامة، ويحسب بمجموع النقاط المجمع لأداء الاستدامة للركائز البيئية والاجتماعية والحوكمة.	Abdi et al., 2020; Qureshi et al., 2020 Govindan et al., 2021; Almaqtari et al., 2022
حجم مجلس الإدارة	LNBSIZE	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة.	Shamil et al., 2014; Yu et al., 2018; Githaiga and Kosgei, 2023
تنوع الجنسين في مجلس الإدارة	BGDIV	متغير وهمي يعادل (1) إذا كان أحد أعضاء مجلس الإدارة على الأقل من النساء أو (صفر) إذا كان تكوين المجلس بالكامل من الأعضاء الذكور.	Shamil. et al., 2014; Harun et al., 2020; Friske et al., 2022
استقلالية مجلس الإدارة	BIND	عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين / إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة	Harun et al., 2020; Alia and Mardawi, 2021
الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي (ازدواجية الرئيس التنفيذي)	CEOD	متغير وهمي يعادل (1) إذا تم الجمع بين وظيفتي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، أو (صفر) إذا تم الفصل بينهما.	Sanan, 2018; Borghesi et al., 2019; Aksoy et al., 2020; Harun et al., 2020; Govindan et al., 2021

Eluyela et al., 2018	اللوغار يتم الطبيعي لعدد اجتماعات مجلس الإدارة السنوية.	LNBMEET	نشاط مجلس الإدارة
Aboud and Diab, 2018; WAHYUDI, 2018; Harun et al. 2020; Rossi et al., 2021; Pasko et al., 2021; Govindan et al., 2021; Abdi et al. 2022	اللوغار يتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية السنة.	FSIZE	حجم الشركة
Aboud and Diab, 2018; WAHYUDI, 2018; Rossi et al., 2021; Abdi et al. 2022	إجمالي الالتزامات قصيرة وطويلة الأجل / إجمالي الأصول في نهاية السنة.	LEV	الرفع المالي
Ding et al., 2016; Aboud and Diab, 2018; WAHYUDI, 2018; Hu et al., 2018; Harun et al., 2020; Govindan et al., 2021	صافي الدخل قبل الضرائب / إجمالي الأصول في نهاية السنة.	ROA	العائد على الأصول
Noor et al., 2020	الفرق بين السنة التي تم فيها قيد الشركة بالسجل التجاري ونهاية السنة موضع التطبيق.	AGE	عمر الشركة
Friske et al., 2020; Alia and Mardawi, 2021	متغير وهمي يعادل القيمة (واحد) إذا كانت الشركة تراجع بواسطة أحد مكاتب المراجعة الكبرى Big4 أو (صفر) بخلاف ذلك.	AUDSIZE	حجم مكتب المراجعة

المصدر: إعداد الباحث

6-3-4 صياغة النماذج البحثية لاختبار فروض الدراسة

6-3-4-1 صياغة النموذج البحثي لاختبار الفرض الأول

يتم اختبار الفرض الأول والخاص بتأثير خصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء استدامة الشركات، من خلال نموذج الانحدار رقم (1) التالي:

$$ESGScore_{it} = \alpha + \beta_1 (LNBSIZE_{it}) + \beta_2 (BGDIV_{it}) + \beta_3 (BIND_{it}) + \beta_4 (CEOD_{it}) + \beta_5 (LNBMEET_{it}) + \beta_6 (FSIZE_{it}) + \beta_7 (LEV_{it}) + \beta_8 (ROA_{it}) + \beta_9 (AGE_{it}) + \beta_{10} (AUDSIZE_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Model (1)

حيث إن:

- $ESGScore_{it}$: الإفصاح عن أداء الاستدامة، ويحسب بالنقاط المجمعة والتي تتراوح بين (صفر، 100) درجة معيارية لأداء الاستدامة للشركة (i) خلال السنة (t)، استناداً إلى المعلومات المقررة للركائز البيئية والاجتماعية والحوكمة.
- α : قيمة الثابت في معادلة الانحدار.

- LNBSIZE_{it}: حجم مجلس الإدارة، ويقاس في ضوء اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة للشركة (i) في نهاية السنة (t).
- BGDIV_{it}: تنوع الجنسين في مجلس الإدارة، ويقاس بمتغير وهمي يساوي القيمة (1) إذا كان أحد أعضاء مجلس الإدارة على الأقل من النساء للشركة (i) في نهاية السنة (t)، أو القيمة (صفر) إذا كان تكوين المجلس بالكامل من الأعضاء الذكور.
- BIND_{it}: استقلالية مجلس الإدارة، وتقاس بنسبة عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين إلى إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة للشركة (i) في نهاية السنة (t).
- CEO_{it}: الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي (ازدواجية الرئيس التنفيذي)، ويقاس بمتغير وهمي يساوي القيمة (1) إذا تم الجمع بين وظيفتي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي للشركة (i) في نهاية السنة (t)، أو القيمة (صفر) إذا تم الفصل بينهما.
- LNBMEET_{it}: نشاط مجلس الإدارة للشركة، ويقاس في ضوء اللوغاريتم الطبيعي لعدد اجتماعات مجلس الإدارة السنوية (i) خلال السنة (t).
- FSIZE_{it}: حجم الشركة، ويقاس في ضوء اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية السنة (t).
- LEV_{it}: الرفع المالي، ويحسب من خلال قسمة إجمالي الالتزامات قصيرة وطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية السنة (t).
- ROA_{it}: معدل العائد على الأصول، ويحسب من خلال قسمة صافي الدخل قبل الضرائب إلى إجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية السنة (t).
- AGE_{it}: عمر الشركة، ويحسب بالفرق بين السنة التي تم فيها قيد الشركة (i) بالسجل التجاري وممارسة أعمالها التجارية ونهاية السنة موضع التطبيق (t).
- AUDSIZE_{it}: حجم مكتب المراجعة، وهو متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كانت الشركة (i) تراجع قوائمها المالية في نهاية السنة (t) بواسطة أحد مكاتب المراجعة الكبرى Big4، أو القيمة (صفر) في غير ذلك.
- $\beta_1 - \beta_{10}$: معاملات الانحدار لمتغيرات النموذج.
- ε_{it} : بند الخطأ العشوائي.

6-3-4-2 صياغة النموذج البحثي لاختبار الفرض الثاني

يتم اختبار الفرض الثاني والخاص بتأثير الإفصاح عن أداء استدامة على قيمة الشركة، من خلال نموذج الانحدار رقم (2) التالي:

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \alpha + \beta_1 (\text{ESGScore}_{it}) + \beta_2 (\text{FSIZE}_{it}) + \beta_3 (\text{LEV}_{it}) + \beta_4 (\text{ROA}_{it}) + \beta_5 (\text{AGE}_{it}) + \beta_6 (\text{AUDSIZE}_{it}) + \varepsilon_{it}$$

Model (2)

حيث إن:

- Tobin's Q: قيمة الشركة مقاسة بنسبة Tobin's Q، وتحسب من خلال حاصل جمع القيمة السوقية للأسهم والقيمة الدفترية لإجمالي الالتزامات مقسوماً على إجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية السنة (t).
- α : قيمة الثابت في معادلة الانحدار.
- المتغيرات الرقابية (AUDSIZE_{it} , AGE_{it} , ROA_{it} , LEV_{it} , FSIZE_{it})، وقد تم تعريفها في نموذج الانحدار رقم (1) السابق.
- $\beta_1 - \beta_6$: معاملات الانحدار لمتغيرات النموذج.
- ε_{it} : بند الخطأ العشوائي.

6-3-5 الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم (4) التالي الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المتصلة والمنقطعة والتي وردت في النماذج البحثية للدراسة:

جدول 4: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

Max أعلى قيمة	Min أقل قيمة	Std. Dev. الانحراف المعياري	Mean المتوسط	Obs. المشاهدات	المتغيرات	
					رمز المتغير	اسم المتغير
20.349	.094	2.083	1.419	336	Tobin'sQ	قيمة الشركة
81	6.47	9.674	23.921	336	ESGScore	الإفصاح عن أداء الاستدامة ⁽³⁾
2.639	1.099	0.363	2.059	336	LNBSIZE	حجم مجلس الإدارة

⁽³⁾ بتطبيق معايير اختيار العينة فقد بلغ عدد المشاهدات (317) مشاهدة بقيم مفقودة (19) مشاهدة لمتغيرات الإفصاح عن أداء الاستدامة، وتم تقدير القيم المفقودة بالاعتماد على طريقة القيم التعويضية المتعددة (Multiple-Imputation (MI)، والتي تعتمد على ثلاثة خطوات في التقدير تبدأ بالتعويض وفيه يتم تقدير القيم المفقودة في البيانات غير التامة، تليها خطوة التحليل بالاعتماد على أسلوب الانحدار لتحديد القيمة الأولية لكل قيمة مفقودة، وتنتهي بإيجاد الوسط الحسابي لجميع التقديرات الأولية لكل قيمة مفقودة (Royston, 2005; Ginkel et al., 2010; Litte and Rubin, 2019).

0.8	0	0.177	0.122	336	BIND	استقلالية مجلس الإدارة
3.135	1.099	0.459	2.177	336	LNBMEET	نشاط مجلس الإدارة
25.499	16.821	1.731	21.286	336	FSIZE	حجم الشركة
9.391	0.001	0.875	0.493	336	LEV	الرفع المالي
1.002	-1.439	0.176	0.047	336	ROA	العائد على الأصول
101	4	20.863	34.229	336	AGE	عمر الشركة
التوزيع التكراري للمتغيرات الوهمية (الثنائية) Dummy Variables						
الإجمالي	لا يوجد نساء أعضاء	يوجد نساء أعضاء	BGDIV	تنوع الجنسين في مجلس الإدارة		
336	170	166		التكرارات		
100%	50.6%	49.4%		النسبة (%)		
الإجمالي	لا يجمع	يجمع	CEOD	الجمع بين مناصبي الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة		
336	150	186		التكرارات		
100%	44.6%	55.4%		النسبة (%)		
الإجمالي	Non-Big4	Big4	AUDSIZE	حجم مكتب المراجعة		
336	194	142		التكرارات		
100%	57.7%	42.3%		النسبة (%)		

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

تعرض نتائج الإحصاء الوصفي الواردة في الجدول رقم (4) السابق أعلى وأدنى قيمة، والمتوسط، والانحراف المعياري الذي يظهر تباين قيم كل متغير عن قيمته المتوسطة للمتغيرات البحثية للشركات التي شملتها عينة الدراسة خلال الفترة من عام 2015 إلى عام 2021م، وأيضاً التوزيع التكراري للمتغيرات الوهمية؛ ويلاحظ الباحث تعليقاً على نتائج الإحصاء الوصفي ما يلي:

- بلغ متوسط نسبة Tobin'sQ (1.419) بمدى يتراوح بين (0.094) و (20.349) خلال فترة الدراسة، وهو ما يعني ارتفاع القيمة السوقية لشركات عينة الدراسة، بانحراف معياري (2.083) مما يدل على أن هناك تباين كبير في القيمة السوقية لشركات عينة الدراسة.
- بلغ متوسط درجة الإفصاح عن أداء الاستدامة ESG (23.921) بمدى يتراوح بين (6.47) و (81) خلال فترة الدراسة، وهو ما يشير إلى الانخفاض في الإفصاح عن أداء الاستدامة بأبعادها الثلاثة البيئية والاجتماعية والحوكمة لشركات عينة الدراسة، بانحراف معياري (9.674) مما يدل على تباين كبير في الإفصاح عن أداء الاستدامة لشركات عينة الدراسة.
- بلغ متوسط حجم مجلس الإدارة في نهاية السنة معبراً عنه باللوغاريتم الطبيعي لعدد الأعضاء (2.059) بمدى يتراوح بين (1.099) و (2.639)، وهذا يعني أن متوسط عدد أعضاء مجلس الإدارة لشركات عينة الدراسة يبلغ (9) أعضاء تقريباً، وأن أصغر وأكبر عدد للأعضاء مجلس إدارة يضم (3) أعضاء،

- و(14) عضواً على الترتيب، بانحراف معياري (0.363) وهو ما يدل على وجود تباين في عدد أعضاء مجالس إدارة شركات عينة الدراسة.
- بلغ متوسط نسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين (0.122) وبمدى يتراوح بين (0) و (0.8)، بانحراف معياري (0.177)، وهذا يدل على انخفاض عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين وعن وجود تباين كبير بين مشاهدات شركات عينة الدراسة.
- بلغ متوسط نشاط مجلس الإدارة معبراً عنه باللوغاريتم الطبيعي لعدد اجتماعات المجلس السنوية (2.177) بمدى يتراوح بين (1.099) و (3.135)، وهذا يعني أن متوسط عدد اجتماعات مجلس الإدارة لشركات عينة الدراسة يبلغ سنوياً عشرة اجتماعات تقريباً، وأن أقل عدد اجتماعات لمجلس إدارة هو ثلاث مرات سنوياً، وأكبر عدد هو ثلاثة وعشرين مرة سنوياً، بانحراف معياري (0.459) وهو ما يدل على التباين الكبير في عدد مرات اجتماعات مجالس إدارة شركات عينة الدراسة.
- وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية، فقد بلغ متوسط حجم الشركة معبراً عنه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول (21.286) بانحراف معياري (1.731) وهو يدل على التباين الكبير في حجم شركات عينة الدراسة، وبلغ متوسط نسبة الرفع المالي (0.493) بانحراف معياري (0.875) وهو يعبر عن التباين الكبير لمشاهدات شركات عينة الدراسة واعتماد تلك الشركات بنسبة كبيرة على الديون كمصدر للتمويل، بالإضافة إلى أن بعض شركات عينة الدراسة لديها حقوق ملكية بالسالب، وبلغ متوسط نسبة العائد على الأصول (0.047) بانحراف معياري (0.176) وهذا يدل على التباين الكبير بين شركات عينة الدراسة وانخفاض الأداء المالي بها، كما بلغ متوسط عمر الشركة بالسنوات (34.229) بانحراف معياري (20.863) وهذا يدل على التباين الكبير بين شركات عينة الدراسة في عمرها منذ تأسيسها.
- فيما يتعلق بالمتغيرات المنفصلة ممثلة في المتغيرات الوهمية والتي يتم التعبير عنها بالقيمتين (صفر) و(1)، فيلاحظ تقارب عدد المشاهدات في الشركات التي يتواجد فيها عنصر نسائي على الأقل في هيكل مجلس الإدارة بنسبة (49.4%) مع الشركات التي لا يتواجد ضمن هيكل مجلس إدارتها عنصر نسائي واحد على الأقل بنسبة (50.6%)، كما يلاحظ أن نسبة مجالس إدارة شركات عينة الدراسة التي يتم الجمع فيها بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي (55.4%) مقارنة بالشركات التي تفصل بين المنصبين أو لا يوجد فيها ازدواجية الرئيس التنفيذي بنسبة (44.6%). كذلك يلاحظ تراجع نسبة الشركات التي تراجع بواسطة أحد مكاتب المراجعة الكبرى (42.3%) مقارنة بنسبة الشركات التي تراجع بواسطة مكاتب مراجعة بخلاف الأربعة الكبار (57.7%).

6-3-6 مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم (5) التالي مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة ومستوى المعنوية وذلك باستخدام معامل ارتباط بيرسون Pearson Correlation، لتحديد قوة العلاقة حيث تنحصر قيمة معامل الارتباط (R) بين (-1) و (+1) وكلما اقتربت من الواحد بغض النظر عن الإشارة دل ذلك على قوة العلاقة، واتجاه تلك العلاقة يعبر عنه بالإشارة (+ أو -)، فإذا كانت الإشارة موجبة فالعلاقة بين المتغيرين تكون طردية وإذا كانت الإشارة سالبة فإن العلاقة تكون عكسية.

جدول 5: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

(12)	(11)	(10)	(9)	(8)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	
											1.000	(1) Tobin'sQ
										1.000	0.061 (0.264)	(2) ESGScore
									1.000	0.269*** (0.000)	0.011 (0.845)	(3) LNBSIZE
								1.000	0.269*** (0.000)	0.199*** (0.000)	0.033 (0.544)	(4) BGDIV
							1.000	0.029 (0.596)	-0.022 (0.690)	0.282*** (0.000)	0.186*** (0.001)	(5) BIND
						1.000	-0.166*** (0.002)	-0.071 (0.197)	0.008 (0.882)	-0.117** (0.033)	0.066 (0.231)	(6) CEOD
					1.000	0.123** (0.024)	-0.121** (0.027)	0.088 (0.109)	0.116** (0.034)	0.096* (0.080)	0.159*** (0.003)	(7) LNBMEET
				1.000	0.184*** (0.001)	-0.166*** (0.002)	0.050 (0.361)	0.065 (0.232)	0.366*** (0.000)	0.462*** (0.000)	-0.278*** (0.000)	(8) FSIZE
			1.000	-0.234*** (0.000)	0.187*** (0.001)	0.018 (0.742)	0.105 (0.055)	-0.077 (0.160)	-0.020 (0.718)	-0.007 (0.896)	0.844*** (0.000)	(9) LEV
		1.000	-0.512*** (0.000)	0.277*** (0.000)	0.083 (0.130)	-0.001 (0.980)	-0.214*** (0.000)	0.165*** (0.002)	0.099* (0.071)	0.114** (0.037)	-0.465*** (0.000)	(10) ROA
	1.000	0.141*** (0.010)	-0.025 (0.651)	-0.099* (0.071)	0.124** (0.023)	0.030 (0.584)	-0.268*** (0.000)	0.100* (0.066)	0.061* (0.265)	-0.254*** (0.000)	-0.014 (0.796)	(11) AGE
1.000	-0.268*** (0.000)	0.045 (0.415)	-0.095* (0.082)	0.333*** (0.000)	-0.082 (0.135)	-0.116** (0.033)	0.153*** (0.005)	-0.038 (0.487)	0.103* (0.060)	0.427*** (0.000)	-0.093* (0.090)	(12) AUDSIZE

حيث إن: * دالة عند مستوى معنوية > 10%، ** دالة عند مستوى معنوية > 5%، *** دالة عند مستوى معنوية > 1% (Sign. 2-Tailed).

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

ويلاحظ الباحث من الجدول رقم (5) السابق ما يلي:

- عدم وجود مشكلة تتعلق بالعلاقات الخطية المتعددة بين المتغيرات المستقلة للدراسة، والتي توضحها القيم المطلقة لمعاملات الارتباط (معامل بيرسون) والتي أظهرت قيم (R) أقل من 80%.
- وجود علاقة طردية معنوية بين قيمة الشركة (Tobin'sQ) وكل من استقلالية مجلس الإدارة (BIND) ونشاط مجلس الإدارة (LNBMEET) والرفع المالي (LEV)، حيث بلغت قيمة معاملات الارتباط (0.186، 0.159، 0.844) على الترتيب، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من 5% ($P-Value < 0.05$).
- وجود علاقة عكسية معنوية بين قيمة الشركة (Tobin'sQ) وكل من حجم الشركة (FSIZE) والعائد على الأصول (ROA)، حيث بلغت قيم معاملات الارتباط (-0.278، -0.465)، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من 5% ($P-Value < 0.05$).
- عدم وجود علاقة معنوية ($P-Value > 0.05$) بين قيمة الشركة (Tobin'sQ) وكل من الإفصاح عن أداء الاستدامة (ESGScore)، وكذلك حجم مجلس الإدارة (LNBSIZE)، وتنوع الجنسين في مجلس الإدارة (BGDIV)، والجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي (CEOD) وعمر الشركة (AGE)، وحجم مكتب المراجعة (AUDSIZE).
- وجود علاقة طردية معنوية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة (ESGScore) وكل من حجم مجلس الإدارة (LNBSIZE) وتنوع الجنسين في مجلس الإدارة (BGDIV) واستقلالية مجلس الإدارة (BIND) وحجم الشركة (FSIZE) والعائد على الأصول (ROA) وحجم مكتب المراجعة (AUDSIZE)، حيث بلغت قيم معاملات الارتباط (0.269، 0.199، 0.282، 0.462، 0.114، 0.427) على الترتيب، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من 5%.
- وجود علاقة عكسية معنوية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة (ESGScore) وكل من الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي (CEOD) وعمر الشركة (AGE)، حيث بلغت قيم معاملات الارتباط (-0.117، -0.254) على الترتيب، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من 5% ($P-Value < 0.05$).
- عدم وجود علاقة معنوية ($P-Value > 0.5$) بين الإفصاح عن أداء الاستدامة (ESGScore) وكل من نشاط مجلس الإدارة (LNBMEET)، والرفع المالي (LEV).

6-3-7 نتائج اختبار فروض الدراسة

لاختبار فرضي البحث الأول والثاني سيتم الاعتماد على النماذج الإحصائية الملائمة التي تتناسب وطبيعة البيانات لعينة الدراسة، وتمثل هذه البيانات مزيجاً من البيانات القطاعية Cross Sectional Data (48 شركة موزعة على 12 قطاعاً)، وبيانات السلاسل الزمنية Time Series Data (7 سنوات خلال الفترة من 2015 إلى 2021م)، وينتج عن الجمع بين هذين النوعين من البيانات ما يسمى البيانات الزمنية المقطعية أو البيانات اللوحية Panel Data. وقد اعتمدت الدراسة على نماذج Panel Data لتجنب العيوب في نماذج البيانات القطاعية فقط أو نماذج السلاسل الزمنية فقط (McManus, 2015). ويتم ذلك من خلال الخطوات التالية:

(أ) تطبيق نماذج البيانات الزمنية المقطعية الثلاثة لتحديد التأثير المقدر

تتمثل نماذج Panel Data المستخدمة في تحليل البيانات الزمنية المقطعية في ثلاثة نماذج هي: نموذج الانحدار التجميعي (PRM) Pooled Regression Model، والذي يعتبر جميع مشاهدات الدراسة (336 مشاهدة) وحدة واحدة دون الأخذ في الاعتبار الاختلافات بين الشركات (48 شركة) والاختلافات عبر الفترة الزمنية للدراسة (7 سنوات)، ويتم تحديد التأثير المقدر باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) Ordinary Least Squares. نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effect Model (FEM)، والذي يأخذ في اعتباره الفروق بين شركات عينة الدراسة لاختلاف خصائص كل منها إلا أنه لا يأخذ في الاعتبار الاختلافات عبر الفترة الزمنية للدراسة ففي نموذج التأثيرات الثابتة يتم السيطرة على الاختلافات بين الشركات وتكون ثابتة عبر الزمن ويتم تحديد التأثير المقدر باستخدام طريقة المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (LSDV) Least Squares Dummy Variable. نموذج التأثيرات العشوائية (REM) Random Effect Model، والذي يأخذ في اعتباره الاختلافات بين شركات عينة الدراسة وعبر الفترة الزمنية للدراسة ويتم تحديد التأثير المقدر باستخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) Generalized Least Squares.

(ب) أساليب اختيار النموذج الأفضل لتمثيل البيانات

للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي (PRM) ونموذج التأثيرات الثابتة (FEM) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM)، فإنه يتم استخدام مجموعة من الاختبارات الإحصائية لاختيار النموذج الملائم لبيانات الدراسة، وذلك على النحو التالي: اختبار Wald Test للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، ويكون نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل لتمثيل البيانات إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أقل من مستوى المعنوية 5% ($P-Value < 0.05$) والعكس صحيح. اختبار Breusch-

Pagan Lagrange Multiplier Test للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية، ويكون نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل لتمثيل البيانات إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أقل من مستوى المعنوية 5% ($P-Value < 0.05$) والعكس صحيح. اختبار **Hausman Test** للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، وذلك إذا أسفرت نتائج الاختبارين السابقين عن أفضلية نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، ويكون نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل لتمثيل البيانات إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أقل من مستوى المعنوية 5% ($P-Value < 0.05$) والعكس صحيح.

(ج) أساليب اختبار جودة وصلاحيّة النموذج المقدر

لتحديد مدى جودة وصلاحيّة نموذج الانحدار المقدر، يتم إجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية للتأكد من دقة وموثوقية النتائج والتي تتمثل في: اختبار معامل تضخم التباين **Variance Inflation Factor (VIF)**، للتحقق من أن نماذج الانحدار خالية من مشكلة الأزواج الخطي المتعدد **Multicollinearity**، والتي تعني وجود علاقة ارتباط مؤثرة بين المتغيرات المستقلة للدراسة، فإذا كانت قيمة معامل تضخم التباين لمتغيرات الدراسة (**VIF**) أقل من القيمة (10)، فإن هذا يعني أن نموذج الانحدار لا يعاني من مشكلة الأزواج الخطي، ويدل على قوته التفسيرية لتأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع (Sekaran and Bougie, 2016, p.316). اختبار **Wooldridge Test**، للتحقق من أن نماذج الانحدار خالية من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء **Autocorrelation**، وتكون نماذج الانحدار خالية من مشكلة الارتباط الذاتي إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أكبر من مستوى المعنوية 5% ($P-Value > 0.05$) والعكس صحيح. اختبار **White's Test**، للتحقق من أن نماذج الانحدار خالية من مشكلة اختلاف التباينات **Heteroscedasticity**، وتكون نماذج الانحدار خالية من مشكلة اختلاف التباينات إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أكبر من مستوى المعنوية 5% ($P-Value > 0.05$) والعكس صحيح.

ولاختبار الفرض الثالث من فروض البحث سوف يعتمد الباحث على أحد الأساليب الإحصائية المتقدمة التي تتدرج تحت ما يسمى أسلوب نمذجة المعادلات الهيكلية (**Structural Equation Modeling**) باستخدام نموذج تحليل المسار **Path Analysis Model** لدراسة التأثيرات المباشرة وغير المباشرة والتأثيرات الكلية بين متغيرات النموذج المفترض، ويمتاز هذا الأسلوب بأنه يعتمد على متغيرات كلها مقيسة وليست متغيرات كامنة، ويوضح تحليل المسار دور المتغير الوسيط الذي يربط بين المتغير المستقل والمتغير التابع. وتم استخدام هذا الأسلوب في البحث للتحقق من نوع العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة والإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة، وتحديد درجة تأثير الإفصاح عن أداء

الاستدامة كمتغير وسيط على العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وقيمة الشركة. وللحكم على صلاحية النموذج المفترض ينبغي الرجوع إلى عدد من المؤشرات تدل على جودة مطابقة النموذج المفترض لبيانات عينة الدراسة، ومن هذه المؤشرات مؤشر جودة التوافق (Goodness Of Fit Index (GFI)، ومؤشر المطابقة المقارن (Comparative Fit Index (CFI)، وكلما زادت قيمة هذان المؤشران واقتربت من الواحد الصحيح دل ذلك على توافق أفضل وارتفاع جودة النموذج المقدر بشركات عينة الدراسة، وتتراوح قيمة هذان المؤشران بين (صفر، واحد).

وسوف يعتمد الباحث لاختبار مدى صحة الفرضين الأول والثاني على تشغيل وتحليل البيانات باستخدام برنامج (Stata (Ver.15. بينما سيعتمد لاختبار مدى صحة الفرض الثالث على تشغيل وتحليل البيانات باستخدام برنامج (AMOS (Ver.22).

ونتناول فيما يلي التحليلات الإحصائية لاختبار فروض البحث ومناقشة النتائج وذلك على النحو التالي:

6-3-7-1 اختبار الفرض الأول (H1): أثر خصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء الاستدامة

يتناول الباحث في هذا الجزء نتائج التحليل الإحصائي الخاص بدراسة تأثير خصائص مجلس الإدارة (حجم مجلس الإدارة، تنوع الجنسين في مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، والجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، ونشاط مجلس الإدارة) على الإفصاح عن أداء الاستدامة (ESGScore)، والذي يحاول الإجابة على التساؤل الأول بالدراسة، والذي ينص على: هل تؤثر خصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء الاستدامة للشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة؟ وما هي الخصائص المحركة للإفصاح عن الأداء المستدام؟، والذي استند في التحليل إلى الفرض الأول القائل بأنه: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء استدامة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة"، واختبار مدى صحة الفرض الأول تم تشغيل نموذج الانحدار رقم (1)، ويوضح الجدول رقم (6) التالي نتائج تشغيل نماذج الانحدار وفقاً للبيانات الزمنية المقطعية Panel Data والتي تتضمن نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model (PRM)، نموذج التأثيرات الثابتة Model (FEM) Fixed Effect، ونموذج التأثيرات العشوائية Model (REM) Random Effect Model.

جدول 6: نتائج تشغيل نموذج الانحدار رقم (1) - المتغير التابع أداء الاستدامة (ESGScore)

النموذج	اختبار T-Test		معاملات الانحدار		المتغيرات التفسيرية	Model Summary	
	المعنوية p-value	قيمة T t-value	الخطأ المعياري St. Err.	قيمة المعامل Coef.			
نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model (PRM)	0.068	1.830	1.008	1.845*	LNBSIZE	0.416	معامل التحديد R ²
	0.000	3.580	0.874	3.133***	BGDIV		
	0.000	4.410	2.509	11.073***	BIND	23.134	اختبار F-Test
	0.919	0.100	0.863	0.088	CEOD		
	0.304	1.030	0.985	1.015	LNBMEET	0.000	المعنوية P-value
	0.000	5.620	0.296	1.664***	FSIZE		
	0.020	2.350	0.577	1.354***	LEV		
	0.045	2.010	2.894	5.813***	ROA		
	0.003	-2.980	0.021	-0.064***	AGE		
	0.000	5.720	0.919	5.256***	AUDSIZE		
	0.000	-3.700	5.793	-21.45***	الثابت		
نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effect Model (FEM)	0.068	1.830	1.012	1.853*	LNBSIZE	0.590	معامل التحديد R ²
	0.000	3.700	0.899	3.325***	BGDIV		
	0.000	4.240	2.572	10.894***	BIND	32.739	اختبار F-Test
	0.911	0.110	0.886	0.099	CEOD		
	0.201	1.280	0.991	1.269	LNBMEET	0.000	المعنوية P-value
	0.000	5.660	0.304	1.721***	FSIZE		
	0.025	2.260	0.577	1.301**	LEV		
	0.089	1.700	2.904	4.951*	ROA		
	0.002	-3.150	0.022	-0.068***	AGE		
	0.000	5.750	0.939	5.397***	AUDSIZE		
	0.000	-3.800	6.072	-23.044***	الثابت		
نموذج التأثيرات العشوائية Random Effect Model (REM)	0.353	0.930	1.115	1.035	LNBSIZE	0.389	معامل التحديد Overall R ²
	0.143	1.460	0.888	1.300	BGDIV		
	0.003	2.980	2.899	8.654***	BIND	78.981	اختبار Wald Test
	0.498	-0.680	0.979	-0.663	CEOD		
	0.938	0.080	1.183	0.092	LNBMEET	0.000	المعنوية P-value
	0.000	5.040	0.422	2.129***	FSIZE		
	0.135	1.500	0.659	0.985	LEV		
	0.248	1.150	2.678	3.092	ROA		
	0.088	-1.710	0.035	-0.059*	AGE		
	0.005	2.820	1.112	3.133***	AUDSIZE		
	0.005	-2.820	8.858	-25.012***	الثابت		

حيث إن: * دالة عند مستوى معنوية > 10%، ** دالة عند مستوى معنوية > 5%، *** دالة عند مستوى معنوية > 1%

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

ولتحديد نموذج الانحدار الأفضل لتمثيل البيانات تم إجراء اختبارات Wald Test، Breusch-Pagan Lagrange Multiplier Test، Hausman Test للمفاضلة بين النماذج الثلاثة التجميعية والتأثيرات الثابتة والعشوائية، والتي تم توضيحها في الجدول رقم (6) السابق، ويوضح الجدول رقم (7) التالي نتائج التحليل الإحصائي للاختبارات الثلاثة لتحديد نموذج الانحدار الأفضل.

جدول 7: نتائج اختبارات Wald Test، Breusch-Pagan Lagrange Multiplier Test، Hausman Test لتحديد نموذج الانحدار الأفضل

Hausman Test	Breusch-Pagan Lagrange Multiplier Test	Wald Test	الاختبار
65.82	34.43	33.32	القيمة المحسوبة
0.000	0.000	0.000	مستوى المعنوية P-value
نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج التأثيرات العشوائية	نموذج التأثيرات الثابتة	النموذج الأفضل
نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل Fixed Effect Model (FEM)			القرار النهائي

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

ويتضح من الجدول رقم (7) السابق ما يلي:

- وفقاً لنتائج اختبار **Wald Test** للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، يكون نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل لتمثيل البيانات، حيث إن القيمة الاحتمالية للاختبار أقل من مستوى المعنوية 5% ($P-Value = 0.000 < 0.05$).
- وفقاً لنتائج اختبار **Breusch-Pagan Lagrange Multiplier Test** للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية، يكون نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل لتمثيل البيانات، حيث إن القيمة الاحتمالية للاختبار أقل من مستوى المعنوية 5% ($P-Value = 0.000 < 0.05$).
- اختبار **Hausman Test** للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، حيث أسفرت نتائج الاختبارين السابقين عن أفضلية نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية؛ ولذلك تم إجراء اختبار Hausman Test للمفاضلة بينهم، وحيث أن القيمة الاحتمالية للاختبار أقل من مستوى المعنوية 5% ($P-Value = 0.000 < 0.05$)؛ لذلك يكون نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل لتمثيل البيانات.

وفي ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج اختبارات **Wald Test، Breusch-Pagan Lagrange Multiplier Test، Hausman Test** لتحديد نموذج الانحدار الأفضل والتي تم عرضها في الجدول

رقم (7) السابق، بأن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل لتمثيل البيانات لاختبار الفرض الأول للدراسة، وفي ضوء نتائج تشغيل نموذج الانحدار رقم (1) لتأثير خصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء الاستدامة (ESGScore) للشركات محل الدراسة والمدرجة في المؤشر المصري للاستدامة والتي تم عرضها بالجدول رقم (6) السابق، يلاحظ الباحث ما يلي:

- معنوية نموذج الانحدار ككل بمستوى معنوية 5% في اختبار العلاقة التأثيرية لخصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء استدامة الشركات، حيث إن القيمة الاحتمالية لاختبار (F) تقل عن قيمة مستوى المعنوية المعياري ($F=32.739, P\text{-value}= 0.000 < 0.05$)، وهذا يدل على جودة توفيق النموذج.

- بلغت قيمة معامل التحديد (R^2) لتأثير خصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء استدامة الشركات (0.59)، وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة مجتمعة تستطيع أن تفسر (59%) من التغيرات في الإفصاح عن أداء استدامة الشركات بأبعادها البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESGScore).

- بالنسبة لأثر المتغيرات المستقلة التي تعبر عنها خصائص مجلس الإدارة - حجم مجلس الإدارة، تنوع الجنسين في مجلس الإدارة، واستقلاليه مجلس الإدارة، والجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، ونشاط مجلس الإدارة- على الإفصاح عن أداء استدامة الشركات كمتغير تابع في نموذج الانحدار، فإنه يُلاحظ أن خصائص مجلس الإدارة معبراً عنها بمتغيرات تنوع الجنسين في مجلس الإدارة (BGDIV)، واستقلالية مجلس الإدارة (BIND) يؤثران تأثيراً إيجابياً معنوياً على الإفصاح عن أداء الاستدامة بأبعادها البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESGScore)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (5%) حيث أن القيمة الاحتمالية لاختبار (T) لتلك المتغيرات تقل عن مستوى المعنوية المعياري ($P\text{-value}= 0.000 < 0.05$)، الأمر الذي يعني أن هاتان الخاصيتان لهما تأثير إيجابي في تفسير أو التنبؤ بالإفصاح عن أداء استدامة الشركات، حيث بلغت قيم معاملات الانحدار (3.325، 10.894) على التوالي. فوجود العنصر النسائي في هيكل مجلس الإدارة يعد عاملاً هاماً له تأثيراً إيجابياً على أداء الاستدامة فالنساء المديرات يكون لديهن خلفيات مختلفة مقارنة بالمديرين الذكور؛ مما قد يؤدي إلى تقديم وجهات نظر مختلفة لمناقشات مجلس الإدارة تنعكس على اتخاذ قرارات تعزز من قدرته على معالجة قضايا الاستدامة بفاعلية، وهذه النتيجة تتفق مع النتائج التي توصلت إليها العديد من الدراسات السابقة (Velte, 2016; Ben-Amar et al., 2017; Govindan et al., 2021; Alia and Mardawi, 2021; Almaqtari et al., 2022; Githaiga and Kosgei, 2023).

كذلك فإن تواجد عدد أكبر من الأعضاء الخارجيين المستقلين يؤثر إيجابياً على أداء الاستدامة كونهم يتعرضون لضغوط أقل مما يتعرض له المديرين الداخليين، الأمر الذي يزيد من موضوعية مجلس الإدارة ويعزز من قدرته على تمثيل وجهات نظر متعددة حول قضايا الاستدامة وتحقيق التوازن بين مختلف أصحاب المصلحة بما يتفق مع منظور نظرية أصحاب المصلحة، كما يساعد على مراقبة تصرفات المديرين بفاعلية وتقليل تكاليف الوكالة بما يتفق مع منظور نظرية الوكالة، وهذه النتيجة تتفق مع النتائج التي توصلت إليها العديد من الدراسات السابقة (Shaukat et al., 2016; Aksoy et al., 2020; Harjoto and Wang, 2020; Govindan et al., 2021; Almaqtari et al., 2022; Githaiga and Kosgei, 2023).

كما أن حجم مجلس الإدارة مقاس باللوغاريتم الطبيعي لعدد أعضائه (LNBSIZE)، والجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي (CEO)، ونشاط مجلس الإدارة (LNBMEET) لم يكن لهم تأثيراً معنوياً على الإفصاح عن أداء استدامة الشركات (ESGScore)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (5%) حيث أن القيمة الاحتمالية لاختبار (T) تزيد عن مستوى المعنوية المعياري، الأمر الذي يعني أن تلك الخصائص الثلاثة ليس لها تأثير في تفسير أو التنبؤ بأداء استدامة الشركات. فكل ما صغر حجم مجلس الإدارة ليس له تأثير في تفسير أو التنبؤ بالإفصاح عن أداء استدامة الشركات، وهو ما يتفق مع النتائج التي توصلت إليها دراسات سابقة مثل (Giannarakis, 2014; Velte, 2016; Almaqtari et al., 2022; أحمد والحسينين، 2017)، كذلك فإن الجمع أو الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي ليس له تأثير معنوي على الإفصاح عن أداء الاستدامة، وهذا يتفق مع النتائج التي توصلت إليها دراسات أحمد والحسينين، (2017; Aksoy et al., 2017; Giannarakis, 2014; Pareek et al., 2020; 2020)، كما أن زيادة أو انخفاض نشاط مجلس الإدارة مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لعدد الاجتماعات السنوية ليس له تأثير معنوي على الإفصاح عن أداء الاستدامة وهذا يتفق مع ما توصلت إليه دراسات (Giannarakis, 2014; Harjoto and Wang, 2020).

- وفيما يتعلق بأثر المتغيرات الرقابية على المتغير التابع في نموذج الانحدار، فيلاحظ وجود تأثير إيجابي معنوي لكل من حجم الشركة (FSIZE)، والرفع المالي (LEV)، وحجم مكتب المراجعة (AUDSIZE) على الإفصاح عن أداء استدامة الشركات بأبعادها البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESGScore)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (5%)، حيث أن القيمة الاحتمالية لاختبار (T) لتلك المتغيرات تقل عن مستوى المعنوية المعياري ($P\text{-value} < 0.05$)، مما يشير إلى وجود تأثير إيجابي في تفسير أو التنبؤ بالإفصاح عن أداء استدامة الشركات، حيث بلغت قيم معاملات الانحدار (1.721، 1.301، 5.397) على التوالي؛ وهذا يعني ارتفاع درجات الإفصاح عن أداء استدامة

الشركات بأبعادها الثلاثة في الشركات كبيرة الحجم ذات الرفع المالي الزائد والتي تراجع بواسطة أحد مكاتب المراجعة الكبرى Big4 حيث يكون لديها دافع استراتيجي للمشاركة في أنشطة الاستدامة؛ والنتائج التي تم التوصل إليها تتفق مع النتائج التي توصلت إليها العديد من الدراسات السابقة، وذلك فيما يتعلق بأثر حجم الشركة (Shamil et al., 2014; Govindan et al., 2021; Almaqtari et al., 2022; Githaiga and Kosgei, 2023) ، وفيما يتعلق بأثر الرفع المالي تتفق مع ما توصلت إليه دراسات (Aksoy et al., 2020; Govindan et al., 2021; Almaqtari et al., 2022). وفيما يتعلق بأثر حجم مكتب المراجعة تتفق مع النتائج توصلت إليها دراسة (Alia and Mardawi, 2021). وفي المقابل يؤثر عمر الشركة (AGE) تأثيراً سلبياً معنوياً على الإفصاح عن أداء استدامة الشركات، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (5%) حيث أن القيمة الاحتمالية لاختبار (T) تقل عن مستوى المعنوية المعياري ($P\text{-value} < 0.05$)، مما يشير إلى وجود تأثير سلبي في تفسير أو التنبؤ بالإفصاح عن أداء الاستدامة، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (-0.068)، فالشركات القديمة الراسخة في السوق تميل إلى عدم الانفاق على أنشطة الاستدامة بعكس الشركات صغيرة الحجم التي تهتم بالأداء المستدام وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Shamil et al., 2014). كما أن معدل العائد على الأصول (ROA) لم يكن له تأثيراً معنوياً على أداء استدامة الشركات، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (5%)، فزيادة أو انخفاض ربحية الشركة لا يؤثر على أدائها المستدام، وهذا يتفق مع النتائج التي توصلت إليها دراسات (Shamil et al., 2014; Velte, 2016; Sanan, 2018).

- وفي ضوء ما تقدم يتم رفض فرض العدم الأول القائل بأنه: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء استدامة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة"، وبالتالي قبول الفرض البديل القائل بأنه: "يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء استدامة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة"، حيث أثبتت النتائج التي تم التوصل إليها إلى وجود تأثير معنوي عند مستوى معنوية (5%) لخاصيتي تنوع الجنسين في مجلس الإدارة بتواجد النساء، واستقلالية مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء استدامة الشركات بأبعادها البيئية والاجتماعية والحوكمة، ويمكن التعبير عن معادلة خط الانحدار (Model 1) وفقاً لنموذج التأثيرات الثابتة على النحو التالي: (تظهر المتغيرات المؤثرة معنوياً **Bold**)

$$\begin{aligned} \text{ESGScore} = & -23.044 + 1.853 \text{LNBSIZE} + 3.325 \text{BGDIV} + 10.894 \text{BIND} \\ & + 0.099 \text{CEOD} + 1.269 \text{LNBMEET} + 1.721 \text{FSIZE} + 1.301 \text{LEV} \\ & + 4.951 \text{ROA} - 0.068 \text{AGE} + 5.397 \text{AUDSIZE} \end{aligned}$$

ولتحديد جودة وصلاحيّة نموذج الانحدار المقدر تم إجراء ثلاث اختبارات إحصائية هي اختبار معامل تضخم التباين (VIF)، للتحقق من مشكلة الأزواج الخطي المتعدد Multicollinearity، واختبار Wooldridge Test، للتحقق من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء Autocorrelation، واختبار White's Test، للتحقق من مشكلة اختلاف التباينات Heteroscedasticity، ويوضح الجدول رقم (8) التالي نتائج التحليل الإحصائي لاختبارات (VIF, Wooldridge and White's) لاختبار جودة وصلاحيّة نموذج الانحدار المقدر؛ وذلك على النحو التالي:

جدول 8: نتائج اختبارات (VIF, Wooldridge and White's) لاختبار جودة وصلاحيّة نموذج الانحدار المقدر (Model 1)

نتائج اختبار معامل تضخم التباين (VIF) للتحقق من مشكلة الأزواج الخطي المتعدد Multicollinearity لمتغيرات الدراسة للفرض الأول											
المتغير	LNBSIZE	BGDIV	BIND	CEOD	LNBMEEET	FSIZE	LEV	ROA	AGE	AUDSIZE	Mean VIF
VIF	1.275	1.139	1.176	1.097	1.215	1.559	1.517	1.543	1.187	1.230	1.294
1/VIF	0.784	0.878	0.850	0.911	0.823	0.641	0.659	0.648	0.843	0.813	
No						Multicollinearity					
نتائج اختبار Wooldridge Test للتحقق من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء Autocorrelation											
اختبار F-Test				المعنوية P-value				Autocorrelation			
1.758				0.872				No			
نتائج اختبار White's Test للتحقق من مشكلة اختلاف التباينات Heteroscedasticity											
اختبار White-Test				المعنوية P-value				Heteroscedasticity			
3.480				0.715				No			

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

وفي ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج التحليل الإحصائي الموضحة في الجدول رقم (8) السابق، يلاحظ الباحث ما يلي:

- أوضحت نتائج معامل تضخم التباين (VIF) Variance Inflation Factor أن قيمة (VIF) للمتغيرات المستقلة كانت أقل من (10) لكل متغير من متغيرات الدراسة، حيث بلغت أعلى قيمة (1.559) لمتغير حجم الشركة (FSIZE) كما بلغ متوسط قيمة معامل تضخم التباين للمتغيرات المفسرة (1.294)، وهذا يعني أن نموذج الانحدار السابق لا يعاني من مشكلة الأزواج الخطي المتعدد، ويدل على قوته التفسيرية لتأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

- أوضحت نتائج اختبار Wooldridge Test أن نموذج الانحدار السابق لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء، حيث إن القيمة الاحتمالية للاختبار أكبر من مستوى المعنوية 5% ($P\text{-Value} = 0.872 > 0.05$).
- أوضحت نتائج اختبار White's Test للتحقق من أن نموذج الانحدار السابق لا يعاني من مشكلة اختلاف التباينات، حيث أن القيمة الاحتمالية للاختبار أكبر من مستوى المعنوية 5% ($P\text{-Value} = 0.715 > 0.05$).
- في ضوء ما سبق يمكن الحكم على جودة وصلاحيّة نموذج الانحدار المقدر (Model 1).

6-3-7-2 اختبار الفرض الثاني (H2): أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركة

يتناول الباحث في هذا الجزء نتائج التحليل الإحصائي الخاص بدراسة تأثير الإفصاح عن أداء الاستدامة (ESG Score) على قيمة الشركة (Tobin'sQ)، والذي يحاول الإجابة على التساؤل الثاني بالدراسة، والذي ينص على: هل يؤثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة؟، والذي استند في التحليل إلى الفرض الثاني القائل بأنه: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة"، واختبار مدى صحة الفرض الثاني تم تشغيل نموذج الانحدار رقم (2)، ويوضح الجدول رقم (9) التالي نتائج تشغيل نماذج الانحدار وفقاً للبيانات الزمنية المقطعية Panel Data والتي تتضمن نموذج الانحدار التجميعي (PRM) Pooled Regression Model، نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effect Model (FEM)، ونموذج التأثيرات العشوائية Random Effect Model (REM).

جدول 9: نتائج تشغيل نموذج الانحدار رقم (2) - المتغير التابع قيمة الشركة (Tobin'sQ)

النموذج	اختبار T-Test		معاملات الانحدار		المتغيرات التفسيرية	Model Summary	
	المعنوية p-value	قيمة T t-value	الخطأ المعياري St. Err.	قيمة المعامل Coef.			
نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model (PRM)	0.000	4.500	0.007	0.034***	ESGScore	0.736	معامل التحديد R ²
	0.000	-4.190	0.041	-0.171***	FSIZE		
	0.000	23.390	0.080	1.874***	LEV	152.606	اختبار F-Test
	0.208	-1.260	0.406	-0.512	ROA		
	0.326	0.980	0.003	0.003	AGE	0.000	المعنوية P-value
	0.403	-0.840	0.137	-0.115	AUDSIZE		
	0.000	4.010	0.822	3.299***	الثابت		

نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effect Model (FEM)	0.690	0.690	0.008	0.005	ESGScore	0.497	معامل التحديد R ²
	0.001	-3.430	0.135	-0.462***	FSIZE		
	0.000	14.040	0.110	1.550***	LEV	46.347	اختبار F-Test
	0.003	-2.990	0.351	-1.050***	ROA		
	0.003	3.000	0.026	0.078***	AGE	0.000	المعنوية P-value
	0.759	0.310	0.185	0.057	AUDSIZE		
	0.004	2.930	2.637	7.714***	الثابت		
نموذج التأثيرات العشوائية Random Effect Model (REM)	0.030	2.170	0.007	0.016**	ESGScore	0.727	معامل التحديد Overall R ²
	0.008	-2.660	0.064	-0.169***	FSIZE		
	0.000	18.950	0.091	1.722***	LEV	458.944	اختبار Wald Test
	0.002	-3.070	0.344	-1.057***	ROA		
	0.500	0.670	0.005	0.004	AGE	0.000	المعنوية P-value
	0.756	-0.310	0.155	-0.048	AUDSIZE		
	0.005	2.800	1.333	3.732***	الثابت		
حيث إن: * دالة عند مستوى معنوية > 10%، ** دالة عند مستوى معنوية > 5%، *** دالة عند مستوى معنوية > 1% المصدر: نتائج التحليل الإحصائي							

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

ولتحديد نموذج الانحدار الأفضل لتمثيل البيانات تم إجراء اختبارات Wald Test، Breusch-Pagan Lagrange Multiplier Test، Hausman Test للمفاضلة بين النماذج الثلاثة التجميعية والتأثيرات الثابتة والعشوائية والتي تم توضيحها في الجدول رقم (9) السابق، ويوضح الجدول رقم (10) التالي نتائج التحليل الإحصائي للاختبارات الثلاثة لتحديد نموذج الانحدار الأفضل.

جدول 10: نتائج اختبارات Wald Test، Breusch-Pagan Lagrange Multiplier Test، Hausman Test لتحديد نموذج الانحدار الأفضل

Hausman Test	Breusch-Pagan Lagrange Multiplier Test	Wald Test	الاختبار
4.82	28.43	62.11	القيمة المحسوبة
0.629	0.000	0.000	مستوى المعنوية P-value
نموذج التأثيرات العشوائية	نموذج التأثيرات العشوائية	نموذج التأثيرات الثابتة	النموذج الأفضل
نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل Random Effect Model (REM)			القرار النهائي

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

ويتضح من الجدول رقم (10) السابق ما يلي:

- وفقاً لنتائج اختبار **Wald Test** للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، يكون نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل لتمثيل البيانات، حيث أن القيمة الاحتمالية للاختبار أقل من مستوى المعنوية 5% ($P\text{-Value} = 0.000 < 0.05$).
- وفقاً لنتائج اختبار **Breusch-Pagan Lagrange Multiplier Test** للمفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي ونموذج التأثيرات العشوائية، يكون نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل لتمثيل البيانات، حيث إن القيمة الاحتمالية للاختبار أقل من مستوى المعنوية 5% ($P\text{-Value} = 0.000 < 0.05$).
- اختبار **Hausman Test** للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، حيث أسفرت نتائج الاختبارين السابقين عن أفضلية نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية؛ ولذلك تم إجراء اختبار **Hausman Test** للمفاضلة بينهم، وحيث أن القيمة الاحتمالية للاختبار أكبر من مستوى المعنوية 5% ($P\text{-Value} = 0.629 > 0.05$)، لذلك يكون نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل لتمثيل البيانات.

وفي ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج اختبارات **Wald Test**، **Breusch-Pagan Lagrange Multiplier Test**، **Hausman Test** لتحديد نموذج الانحدار الأفضل والتي تم عرضها في الجدول رقم (10) السابق، بأن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل لتمثيل البيانات لاختبار الفرض الثاني للدراسة، وفي ضوء نتائج تشغيل نموذج الانحدار رقم (2) لتأثير الإفصاح عن أداء الاستدامة (ESGScore) على قيمة الشركات (Tobin'sQ) محل الدراسة والمدرجة في المؤشر المصري للاستدامة والتي تم عرضها بالجدول رقم (9) السابق، يلاحظ الباحث ما يلي:

- معنوية نموذج الانحدار ككل بمستوى معنوية 5% في اختبار العلاقة التآثرية للإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركة، حيث إن القيمة الاحتمالية لاختبار (F) تقل عن قيمة مستوى المعنوية المعياري ($F=458.944, P\text{-value} = 0.000 < 0.05$)، وهذا يدل على جودة توفيق النموذج.
- بلغت قيمة معامل التحديد (R^2) لتأثير الإفصاح عن أداء الاستدامة (0.727)، وهو ما يعني أن المتغيرات المستقلة مجتمعة تستطيع أن تفسر (72.7%) من التغيرات في قيمة الشركة (Tobin'sQ).
- بالنسبة لأثر المتغير المستقل الذي يعبر عن الإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركة كمتغير تابع في نموذج الانحدار، فإنه يُلاحظ أن الإفصاح عن أداء الاستدامة بأبعادها البيئية والاجتماعية

والحوكمة (ESGScore) يؤثر تأثيراً إيجابياً معنوياً على قيمة الشركة (Tobin'sQ)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (5%)، حيث إن القيمة الاحتمالية لاختبار (T) تقل عن مستوى المعنوية المعياري ($P\text{-value} = 0.03 < 0.05$)، الأمر الذي يعني أن الإفصاح عن أداء الاستدامة له تأثير إيجابي في تفسير أو التنبؤ بقيمة الشركة حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (0.016)، وهذا يعني أن الإفصاح عن أداء الاستدامة يعزز سمعة الشركة ويولد مزايا تنافسية للشركة عن منافسيها، ويكون لذلك تأثير إيجابي على أدائها الاقتصادي والذي يؤدي إلى ارتفاع قيمتها السوقية، وهذه النتيجة تتفق مع النتائج التي توصلت إليها العديد من الدراسات السابقة (Aboud and Diab, 2018; Yu et al., 2018; Bajic and Yurtoglu, 2018; Alareeni and Hamdan, 2020; Albitar et al., 2020; Noor et al., 2020; Qureshi et al., 2020; Seko et al., 2020; Chang and Lee, 2022).

- وفيما يتعلق بأثر المتغيرات الرقابية على المتغير التابع في نموذج الانحدار، فيلاحظ وجود تأثير سلبي معنوي لمتغيري حجم الشركة (FSIZE)، والعائد على الأصول (ROA) على قيمة الشركة (Tobin'sQ)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (5%)، حيث إن القيمة الاحتمالية لاختبار (T) تقل عن مستوى المعنوية المعياري ($P\text{-value} < 0.05$)، حيث بلغت قيم معاملات الانحدار (-0.169)، (-1.057) على الترتيب، مما يشير إلى انخفاض قيمة الشركة مع زيادة حجمها والعائد على الأصول، وهذا يعني أن قيمة الشركة تزداد في الشركات صغيرة الحجم والتي تسعى إلى تحسين قيمتها السوقية باستمرار مقارنة بالشركات كبيرة الحجم، كما أن الشركات موضع الدراسة ذات الربحية العالية تؤثر سلباً على قيمتها السوقية والتي يفسرها الباحث بأن ذلك ربما يرجع إلى إدارة الأرباح بشركات عينة الدراسة، ونتيجة حجم الشركة تتفق مع نتائج العديد من الدراسات السابقة (Bajic and Yurtoglu, 2018; Hu et al., 2018; Yu et al., 2018; Albitar et al., 2020; Qureshi et al., 2020) ووجود تأثير إيجابي معنوي للرافع المالي (LEV) على قيمة الشركة (Tobin'sQ)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (5%)، حيث إن القيمة الاحتمالية لاختبار (T) تقل عن مستوى المعنوية المعياري ($P\text{-value} = 0.000 < 0.05$)، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (1.722)، مما يشير إلى ارتفاع قيمة الشركات التي تعتمد على التمويل بالديون والاستفادة من انخفاض تكلفتها مقارنة بتكلفة حقوق الملكية وهو ما يتفق مع نتائج دراستي (Aboud and Diab, 2018; Bajic and Yurtoglu, 2018). بينما لا يوجد تأثيراً معنوياً على قيمة الشركة (Tobin'sQ) لعمر الشركة (AGE) وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Seko et al., 2020; Abdi et al., 2022)، وكذلك حجم مكتب المراجعة (AUDSIZE) وهو ما يتفق مع دراسة (Velte, 2020)؛ وذلك عند مستوى معنوية أقل من (5%)،

حيث أن القيمة الاحتمالية لاختبار (T) لتلك المتغيرات تزيد عن مستوى المعنوية المعياري ($P > 0.05$ value)، وهذا يشير إلى أن حادثة أو قدم عمر الشركة، ومراجعتها بواسطة أحد مكاتب المراجعة الكبرى أم لا، ليس له تأثير على قيمة الشركة.

- وفي ضوء ما تقدم يتم رفض فرض العدم الثاني القائل بأنه: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة"، وبالتالي قبول الفرض البديل القائل بأنه: "يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة"، حيث أثبتت النتائج التي تم التوصل إليها إلى وجود تأثير معنوي عند مستوى (5%) للإفصاح عن أداء الاستدامة بأبعادها البيئية والاجتماعية والحوكمة على قيمة الشركة، ويمكن التعبير عن معادلة خط الانحدار وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية على النحو التالي: (تظهر المتغيرات المؤثرة معنوياً **Bold**)

$$\text{Tobin's } Q = 3.732 + 0.016 \text{ ESGScore} - 0.169 \text{ FSIZ} + 1.722 \text{ LEV} - 1.057 \text{ ROA} + 0.004 \text{ AGE} - 0.048 \text{ AUDSIZE}$$

ولتحديد جودة وصلاحيّة نموذج الانحدار المقدر، تم إجراء ثلاث اختبارات إحصائية هي اختبار معامل تضخم التباين (VIF)، للتحقق من مشكلة الأزواج الخطي المتعدد Multicollinearity، واختبار Wooldridge Test، للتحقق من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء Autocorrelation، واختبار White's Test، للتحقق من مشكلة اختلاف التباينات Heteroscedasticity، ويوضح الجدول رقم (11) التالي نتائج التحليل الإحصائي لاختبارات (VIF, Wooldridge and White's) لاختبار جودة وصلاحيّة نموذج الانحدار المقدر (Model 2)؛ وذلك على النحو التالي:

جدول 11: نتائج اختبارات (VIF, Wooldridge and White's) لاختبار جودة وصلاحيّة

نموذج الانحدار المقدر (Model 2)

نتائج اختبار معامل تضخم التباين (VIF) للتحقق من مشكلة الأزواج الخطي المتعدد Multicollinearity لمتغيرات الدراسة للفرض الثاني							
المتغير	ESGScore	FSIZE	LEV	ROA	AGE	AUDSIZE	Mean VIF
VIF	1.504	1.431	1.411	1.465	1.146	1.316	1.379
1/VIF	0.665	0.699	0.709	0.683	0.873	0.760	
No				Multicollinearity			

نتائج اختبار Wooldridge Test للتحقق من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء Autocorrelation		
اختبار F-Test	المعنوية P-value	Autocorrelation
2.469	0.0598	No
نتائج اختبار White's Test للتحقق من مشكلة اختلاف التباينات Heteroscedasticity		
اختبار White-Test	المعنوية P-value	Heteroscedasticity
4.570	0.5220	No

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

في ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج التحليل الإحصائي الموضحة في الجدول رقم (11) السابق، يلاحظ الباحث ما يلي:

- أوضحت نتائج معامل تضخم التباين (VIF) Variance Inflation Factor (VIF) أن قيمة (VIF) للمتغيرات المستقلة كانت أقل من (10) لكل متغير من متغيرات الدراسة، حيث بلغت أعلى قيمة (1.504) لمتغير الإفصاح عن أداء الاستدامة (ESGScore)، كما بلغ متوسط قيمة معامل تضخم التباين للمتغيرات المفسرة (1.379)، وهذا يعني أن نموذج الانحدار السابق لا يعاني من مشكلة الأزواج الخطي المتعدد، ويدل على قوته التفسيرية لتأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

- أوضحت نتائج اختبار Wooldridge Test أن نموذج الانحدار السابق لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء، حيث إن القيمة الاحتمالية للاختبار أكبر من مستوى المعنوية 5% ($P-Value= 0.0598 > 0.05$).

- أوضحت نتائج اختبار White's Test للتحقق من أن نموذج الانحدار السابق لا يعاني من مشكلة اختلاف التباينات، حيث إن القيمة الاحتمالية للاختبار أكبر من مستوى المعنوية 5% ($P-Value= 0.5220 > 0.05$).

- في ضوء ما سبق يمكن الحكم على جودة وصلاحيّة نموذج الانحدار المقدر (Model 2).

3-7-3-6 اختبار الفرض الثالث (H3): أثر خصائص مجلس الإدارة على قيمة الشركة في ظل الإفصاح عن أداء الاستدامة

يتناول الباحث في هذا الجزء نتائج التحليل الإحصائي الخاص بدراسة العلاقة المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة (خصائص مجلس الإدارة وقيمة الشركة) في ظل تأثير المتغير الوسيط (الإفصاح عن أداء الاستدامة)، والذي يحاول الإجابة على التساؤل الثالث بالدراسة، والذي ينص على: هل يتوسط الإفصاح عن أداء الاستدامة العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وقيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة؟، والذي استند في التحليل إلى الفرض الثالث القائل بأنه: "لا يوجد تأثير ذو دلالة

إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة في ظل الإفصاح عن أداء الاستدامة كمتغير وسيط"، وذلك باستخدام برنامج (AMOS (Ver.22)، وقد استخدم الباحث أسلوب نمذجة المعادلات الهيكلية (SEM) Structural equation modeling باستخدام نموذج تحليل المسار (PA) Path Analysis وهو أحد برامج الانحدار، لتحديد مدى تأثير خصائص مجلس الإدارة على قيمة الشركة في ظل الإفصاح عن أداء استدامة الشركات كمتغير وسيط، ويوضح الجدول رقم (12) التالي نتائج تحليل المسار باستخدام نموذج AMOS بالشركات محل الدراسة.

جدول 12: نتائج نموذج تحليل المسار لتأثير خصائص مجلس الإدارة على قيمة الشركة في

ظل الإفصاح عن أداء الاستدامة

المتغير التابع	المتغير المستقل	معامل الانحدار	الخطأ المعياري	القيمة المحسوبة (ت)	مستوى المعنوية P-value	التأثير الإجمالي	التأثير المباشر	التأثير غير المباشر
الإفصاح عن أداء الاستدامة ESGScore	LNBSIZE	2.184	0.883	2.473	0.013	2.184	2.184	0
	BGDIV	11.76	3.491	3.368	0.000	11.76	11.76	0
	BIND	10.345	2.288	4.521	0.000	10.345	10.345	0
	CEOD	-0.350	0.815	-0.429	0.668	-0.350	-0.350	0
	LNBMEET	1.081	0.884	1.223	0.221	1.081	1.081	0
	FSIZE	1.666	0.234	7.106	0.000	1.666	1.666	0
	LEV	1.383	0.464	2.984	0.003	1.383	1.383	0
	ROA	6.133	2.305	2.661	0.008	6.133	6.133	0
	AGE	-0.060	0.019	-3.063	0.002	-0.060	-0.060	0
AUDSIZE	5.312	0.82	6.476	0.000	5.312	5.312	0	
قيمة الشركة Tobin'sQ	LNBSIZE	0.198	0.125	1.581	0.114	0.251	0.198	0.053
	BGDIV	0.701	0.499	1.404	0.160	0.988	0.701	0.286
	BIND	1.065	0.332	3.210	0.001	1.316	1.065	0.252
	CEOD	0.196	0.115	1.708	0.088	0.187	0.196	-0.009
	LNBMEET	0.111	0.125	0.887	0.375	0.137	0.111	0.026
	FSIZE	-0.177	0.035	-4.998	0.000	-0.136	-0.177	0.041
	LEV	1.860	0.066	28.145	0.000	1.894	1.860	0.034
	ROA	-0.389	0.328	-1.187	0.235	-0.24	-0.389	0.149
	AGE	0.004	0.003	1.311	0.190	0.002	0.004	-0.001
	AUDSIZE	-0.062	0.122	-0.510	0.610	0.067	-0.062	0.129
ESGScore	0.024	0.008	3.167	0.002	0.024	0.024	0	
مؤشر جودة التوافق (GFI) 0.929				مؤشر المطابقة المقارن (CFI) 0.872				

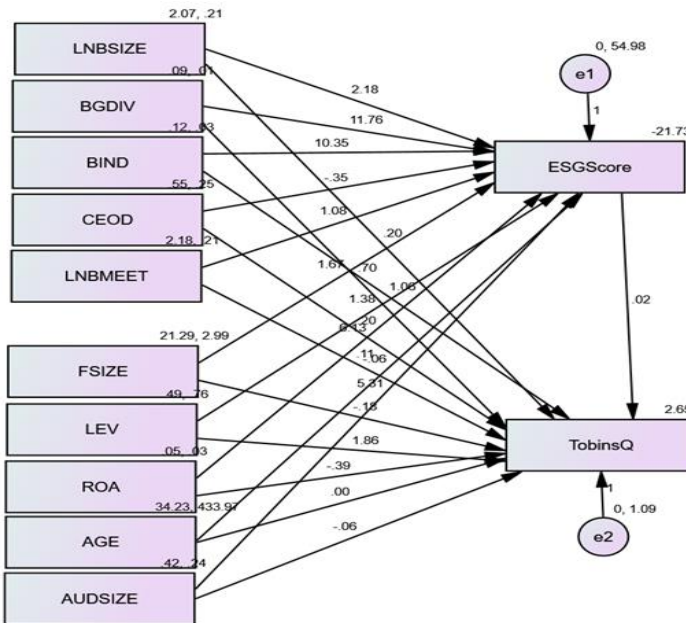
المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

في ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج التحليل الإحصائي الموضحة في الجدول رقم (12) السابق، يلاحظ الباحث ما يلي:

- وجود علاقة معنوية مباشرة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة، حيث بلغت قيمة معامل المسار لها (0.024) عند مستوى معنوية أقل من 5% ($P-Value = 0.002 < 0.05$). ويعنى ذلك أن الإفصاح عن أداء الاستدامة بدرجاته البيئية والاجتماعية والحوكمة يحسن من قيمة الشركة.
- يوجد علاقة معنوية مباشرة بين حجم مجلس الإدارة وتنوع الجنسين في مجلس الإدارة واستقلالية مجلس الإدارة كخصائص لمجلس الإدارة وبين الإفصاح عن أداء استدامة الشركات، حيث بلغت قيم معاملات المسار لهذه المتغيرات المستقلة (2.184، 11.76، 10.345) على الترتيب. كما توجد علاقة معنوية مباشرة بين كل من متغيرات حجم الشركة والرفع المالي والعائد على الأصول وعمر الشركة وحجم مكتب المراجعة وبين الإفصاح عن أداء استدامة الشركات، حيث بلغت قيم معاملات المسار لهذه المتغيرات (1.666، 1.383، 6.133، -0.060، 5.312) على الترتيب وكانت جميعها إيجابية باستثناء عمر الشركة كان سلبياً. بينما لا توجد علاقة معنوية بين متغيري الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي ونشاط مجلس الإدارة وبين الإفصاح عن أداء استدامة الشركات.
- فيما يتعلق بالتأثيرات غير المباشرة لخصائص مجلس الإدارة والعوامل الحاكمة على الإفصاح عن أداء الاستدامة كمتغير وسيط وانعكاسه على قيمة الشركة، يتضح وجود تأثير معنوي غير مباشر لكل من متغيرات استقلالية مجلس الإدارة (BIND) وحجم الشركة (FSIZE) والرفع المالي (LEV) على قيمة الشركة في ضوء الإفصاح عن أداء الاستدامة كمتغير وسيط وبمستوى معنوية أقل من 5% (0.001، 0.000، 0.000) على الترتيب. ولقد تغير التأثير المباشر لهذه المتغيرات وفقاً لقيم معاملات المسار التي بلغت (1.065، -0.177، 1.860) على الترتيب إلى التأثير الإجمالي (1.316، -0.136، 1.894) على الترتيب. ويرجع التغير في هذا التأثير إلى التغير بالزيادة لتلك المتغيرات (تأثير إيجابي). وأدت هذه المتغيرات إلى وجود التأثير غير المباشر للإفصاح عن أداء الاستدامة كمتغير وسيط في العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وقيمة الشركة والذي بلغ (0.252، 0.041، 0.034) على الترتيب. كما لوحظ عدم وجود تأثير معنوي لمتغيرات حجم مجلس الإدارة، وتنوع الجنسين في مجلس الإدارة، والجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، ونشاط مجلس الإدارة، والعائد على الأصول، وعمر الشركة، وحجم مكتب المراجعة على قيمة الشركة في ضوء الإفصاح عن أداء استدامة الشركات كمتغير وسيط.

- وجود درجة توافق بين استقلالية مجلس الإدارة كأحد خصائص مجلس الإدارة وقيمة الشركة، بمعامل انحدار عالي المعنوية أقل من 5% مما يؤكد أن الإفصاح عن أداء الاستدامة له تأثير وسيط على العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وقيمة الشركات محل الدراسة. كما أوضحت النتائج أن التأثير الوسيط يفسر العلاقة بشكل أكبر ويدعم تأثير الإفصاح عن أداء الاستدامة، حيث بلغت قيمة مؤشر جودة التوافق (GFI) Goodness Of Fit Index (GFI = 0.929) أي (92.9%)، كما بلغت قيمة مؤشر المطابقة المقارن (CFI) Comparative Fit Index (CFI = 0.872) أي (87.2%)، وكلما زادت قيمة هذان المؤشران واقتربت من الواحد دل ذلك على توافق أفضل وارتفاع جودة النموذج المقدر بالشركات محل الدراسة.

ووفقاً لما تقدم يوضح الشكل رقم (1) العلاقة المقترحة بين خصائص مجلس الإدارة وقيمة الشركة في ضوء الإفصاح عن أداء الاستدامة كمتغير وسيط بالشركات محل الدراسة والمدرجة في مؤشر الاستدامة المصري ESG S&P/ EGX، وذلك باستخدام برنامج AMOS باستخدام طريقة تقدير الاحتمال الأقصى (MLE) Maximum Likelihood Estimates.



شكل 1: النموذج المقترح للعلاقات بين خصائص مجلس الإدارة وقيمة الشركة في ضوء الإفصاح عن أداء الاستدامة باستخدام نموذج AMOS

وفي ضوء ما تقدم، يتم رفض فرض العدم الثالث القائل بأنه: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة في ظل الإفصاح عن أداء الاستدامة كمتغير وسيط"، وذلك بعد أن أظهر تحليل المسار (PA) أن هناك تأثير غير مباشر عند مستوى معنوية أقل من 5% للإفصاح أداء الاستدامة كمتغير وسيط على العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وقيمة الشركة، وبالتالي قبول الفرض البديل القائل بأنه: "يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة في ظل الإفصاح عن أداء الاستدامة كمتغير وسيط".

6-3-7-4 مناقشة النتائج

هدف البحث إلى فحص واختبار أثر خصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء الاستدامة وانعكاس ذلك على قيمة الشركة. ولتحقيق أهداف البحث واختبار فروضه، تم فحص وتقييم الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع البحث وإجراء دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة S&P/ EGX ESG. وسعيًا لذلك تم تحليل تأثير خصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء الاستدامة لتحقيق الهدف الأول للبحث، وكذلك دراسة وتحديد مدى تأثير الإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركة لتحقيق الهدف الثاني للبحث، وقام الباحث بتحليل البيانات الزمنية المقطعية بالاعتماد على نماذج Panel Data لتشغيل نماذج الانحدار رقمي (1)، (2) باستخدام برنامج (Stata (Ver.15). بالإضافة إلى ذلك، تم تحديد مدى تأثير خصائص مجلس الإدارة على قيمة الشركة في ظل الإفصاح عن أداء الاستدامة كمتغير وسيط لتحقيق الهدف الثالث للبحث، وتم دراسة التأثيرات المباشرة وغير المباشرة والكلية بين متغيرات النموذج المفترض اعتماداً على نموذج تحليل المسار Path Analysis Model باستخدام برنامج (AMOS (Ver.22). وقد توصلت الدراسة التطبيقية إلى النتائج الآتية:

- وجود تأثير ايجابي معنوي لخاصيتي تنوع الجنسين في مجلس الإدارة واستقلالية مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء الاستدامة بأبعادها البيئية والاجتماعية والحوكمة. فوجود العنصر النسائي في هيكل مجلس الإدارة يعد عاملاً هاماً له تأثيراً ايجابياً على أداء الاستدامة، فالنساء المديرات يكون لديهم خلفيات مختلفة مقارنة بالمديرين الذكور مما قد يؤدي إلى تقديم وجهات نظر مختلفة لمناقشات مجلس الإدارة تنعكس على اتخاذ قرارات تعزز من قدرته على معالجة قضايا الاستدامة بفاعلية، وهذه النتيجة تتفق مع النتائج التي توصلت إليها العديد من الدراسات السابقة (Velte, 2016; Ben-Amar et al., 2017; Govindan et al., 2021; Alia and Mardawi, 2021; Almaqtari et al., 2022; Githaiga and Kosgei, 2023). كذلك فإن تواجد عدد أكبر من الأعضاء الخارجيين المستقلين يؤثر ايجابياً على أداء الاستدامة كونهم يتعرضون لضغوط أقل مما يتعرض له المديرين

الداخليين، الأمر الذي يزيد من موضوعية مجلس الإدارة ويعزز من قدرته على تمثيل وجهات نظر متعددة حول قضايا الاستدامة وتحقيق التوازن بين مختلف أصحاب المصلحة بما يتفق مع منظور نظرية أصحاب المصلحة، كما يساعد على مراقبة تصرفات المديرين بفاعلية وتقليل تكاليف الوكالة بما يتفق مع منظور نظرية الوكالة، وهذه النتيجة تتفق مع النتائج التي توصلت إليها العديد من الدراسات السابقة (Shaukat et al., 2016; Aksoy et al., 2020; Harjoto and Wang, 2020; Govindan et al., 2021; Almaqtari et al., 2022; Githaiga and Kosgei, 2023). بينما لم يكن لخصائص حجم مجلس الإدارة، والجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، ونشاط مجلس الإدارة تأثيراً معنوياً على الإفصاح عن أداء استدامة الشركات، فكبر أو صغر حجم مجلس الإدارة ليس له تأثير في تفسير أو التنبؤ بأداء استدامة الشركات، كذلك فإن الجمع أو الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي ليس له تأثير معنوي على الإفصاح عن أداء الاستدامة، كما أن زيادة أو انخفاض نشاط مجلس الإدارة ليس له تأثير معنوي على الإفصاح عن أداء الاستدامة، وهذا يتفق مع ما توصلت إليه دراستي (أحمد والحسنين، 2017؛ Giannarakis, 2014). وبناءً على ذلك، تم رفض فرض العدم الأول للدراسة (H1) والقائل بأنه: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء استدامة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة"، وتم قبول الفرض البديل القائل بأنه: "يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء استدامة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة".

- وجود تأثير إيجابي معنوي للإفصاح عن أداء الاستدامة بأبعادها البيئية والاجتماعية والحوكمة على قيمة الشركة. وهذا يدعم الرأي القائل بأن منشآت الأعمال تعمل داخل المجتمع وتحتمل مسؤوليتها لضمان العدالة الاجتماعية والاقتصادية بما يعود بالنفع على مختلف الأطراف أصحاب المصلحة، وتلبية التوقعات التي تتجاوز مجرد الاهتمام بالمساهمين، وتحسين أدائها وإقامة علاقات قوية مع مختلف الأطراف أصحاب المصلحة. وبذلك فإن الإفصاح عن أداء الاستدامة يعزز سمعة الشركة ويولد لها مزايا تنافسية عن منافسيها، ويكون لذلك تأثير إيجابي يؤدي إلى ارتفاع قيمتها السوقية، وبذلك يعد انفاق الشركات على أنشطة الاستدامة استثمار طويل الأجل وعامل جذب هام للمستثمرين يعود على كافة الأطراف أصحاب المصلحة بالنفع على المدى الطويل بما يتفق مع منظور نظرية أصحاب المصلحة، وهذه النتيجة تتفق مع النتائج التي توصلت إليها العديد من الدراسات السابقة (Aboud and Diab, 2018; Yu et al., 2018; Bajic and Yurtoglu, 2018; Alareeni and Hamdan, 2020; Albitar et al., 2020; Noor et al., 2020; Qureshi et al.,

(Seko et al., 2020; Chang and Lee, 2022; 2020). وبناءً على ذلك، تم رفض فرض العدم الثاني للدراسة (H2) والقائل بأنه: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة"، وتم قبول الفرض البديل القائل بأنه: "يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة".

- وجود علاقة معنوية مباشرة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة، ويشير ذلك إلى أن الإفصاح عن أداء الاستدامة بدرجاته البيئية والاجتماعية والحوكمة يحسن من قيمة الشركة. كذلك يوجد علاقة معنوية مباشرة بين خصائص مجلس الإدارة ممثلة في حجم مجلس الإدارة، وتنوع الجنسين في مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة وبين الإفصاح عن أداء استدامة الشركات. وفيما يتعلق بالتأثيرات غير المباشرة لخصائص مجلس الإدارة والعوامل الحاكمة على الإفصاح عن أداء الاستدامة كمتغير وسيط وانعكاسه على قيمة الشركة، يتضح وجود تأثير معنوي غير مباشر لكل من متغيرات استقلالية مجلس الإدارة وحجم الشركة والرفع المالي على قيمة الشركة في ضوء الإفصاح عن أداء الاستدامة كمتغير وسيط، ولقد تغير التأثير المباشر لهذه المتغيرات إلى التأثير الإجمالي. وأدت هذه المتغيرات إلى وجود التأثير غير المباشر للإفصاح عن أداء الاستدامة كمتغير وسيط في العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وقيمة الشركة، كما لوحظ عدم وجود تأثير معنوي لمتغيرات حجم مجلس الإدارة، وتنوع الجنسين في مجلس الإدارة، والجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، ونشاط مجلس الإدارة، والعائد على الأصول، وعمر الشركة، وحجم مكتب المراجعة على قيمة الشركة في ضوء الإفصاح عن أداء استدامة الشركات كمتغير وسيط.

- وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على قيمة الشركة في ظل الإفصاح عن أداء الاستدامة كمتغير وسيط، حيث توصلت نتائج تحليل المسار إلى وجود درجة توافق بين استقلالية مجلس الإدارة كأحد خصائص مجلس الإدارة وقيمة الشركة، بمعامل انحدار عالي المعنوية أقل من (5%) مما يؤكد أن الإفصاح عن أداء الاستدامة له تأثير وسيط على العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وقيمة الشركات محل الدراسة. كما أوضحت النتائج أن التأثير الوسيط يفسر العلاقة بشكل أكبر ويدعم تأثير الإفصاح عن أداء الاستدامة وذلك من خلال ارتفاع قيمة مؤشر جودة التوافق Goodness Of Fit Index (GFI) وقيمة مؤشر المطابقة المقارن Comparative Fit Index (CFI). وبناءً على ذلك، تم رفض فرض العدم الثالث للدراسة (H3) والقائل بأنه: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة في ظل الإفصاح عن أداء الاستدامة كمتغير وسيط"، وتم قبول الفرض البديل القائل بأنه:

"يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على قيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للاستدامة في ظل الإفصاح عن أداء الاستدامة كمتغير وسيط".

6-4 الخلاصة والنتائج والتوصيات

كشفت الأزمة المالية عن ضعف أسواق المال العالمية وتعرض الاقتصاد القومي لصدمات كان لها الأثر السلبي على النمو الاقتصادي والتي بدورها أظهرت أهمية قيام الشركات المقيدة والمؤسسات المالية بدمج المعايير البيئية والاجتماعية ومعايير الحوكمة (ESG) في خطط أعمالها ودراسات التحليل المالي (البورصة المصرية، الدليل الاسترشادي لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الاستدامة، 2019). وتشكل استدامة الشركات (ESG) استراتيجية عمل ديناميكية طويلة الأجل تسعى لتحقيق أهداف المساهمين وتلبية توقعات مختلف أصحاب المصلحة، وهذا يستلزم تقديم نتائج تنافسية تعتمد على تبني معايير تتعلق بالأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) للتأثير بشكل إيجابي على قيمة الشركة وضمان سمعة جيدة لها (Aksoy et al., 2020).

ومن هذا المنظور، يكون لدى أصحاب المصلحة توقعات مختلفة لأداء الشركات، وتحتاج الشركات إلى إرضاء مجموعات أصحاب المصلحة لضمان البقاء والنجاح على المدى الطويل من خلال ممارسات الاستدامة بأبعادها البيئية والاجتماعية والحوكمة، واستجابة لممارسات وضغوط أصحاب المصلحة تقوم إدارات الشركات بترجمة تلك التوقعات إلى تقارير بيئية واجتماعية وتقارير للحوكمة والتي تعد عامل جذب هام للمستثمرين، ويعد إعداد تلك التقارير أمراً بالغ الأهمية لتحقيق توقعاتهم متعددة الأوجه جنباً إلى جنب مع التقارير المالية (Velte, 2016; Bodhanwala and Bodhanwala, 2018).

وعلى المستوى المحلي وإيماناً بأهمية ودور الاستدامة استضافت جمهورية مصر العربية مؤتمر الأمم المتحدة لتغير المناخ "COP27" خلال الفترة من 6 نوفمبر إلى 18 نوفمبر 2022م في مدينة شرم الشيخ، بهدف مناقشة التغير المناخي، ووضع سياسات واستراتيجيات مستدامة لمواجهة الأضرار الناجمة عن التغيرات المناخية ومواجهة الاحتباس الحراري.

ويلعب مجلس إدارة الشركة كأحد آليات حوكمة الشركات دوراً رئيسياً في وضع خارطة طريق توضح رؤية الشركة ودورها تجاه الاستدامة؛ فالتخطيط الجيد لإجراءات التنفيذ ووضع آليات حوكمة من شأنه أن يساهم في نجاح مجلس الإدارة في دمج الاستدامة في أنشطة الشركة اليومية (البورصة المصرية، الدليل الاسترشادي لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الاستدامة، 2019).

إذ يمكن لمجلس الإدارة كأحد الآليات الداخلية لحوكمة الشركات أن يلعب دوراً هاماً في قيادة مبادرات الاستدامة، مثل تقديم أفضل الممارسات، وتطوير السياسات والإجراءات التي تهدف إلى تعزيز مشاركة

أصحاب المصلحة وإدارة مصالحهم، وتحسين المساءلة والشفافية، فضلاً عن تحقيق التوازن بين الأهداف المالية وغير المالية تأسيساً على القرارات المتعلقة بالقضايا البيئية والاجتماعية بما ينعكس على صورة الشركة وقيمتها (Post et al., 2011; Frias-Aceituno et al., 2013; Liao et al., 2015; Burke et al., 2019).

لذلك؛ حولت الشركات الحديثة تركيزها من الربحية على المدى القصير إلى النمو والاستدامة على المدى الطويل لتلبية التوقعات والاحتياجات المتزايدة لجميع أصحاب المصلحة (Bogacki and Letmathe, 2021). وتناولت الأبحاث على نطاق واسع آثار آليات حوكمة الشركات المختلفة على مؤشرات أداء الاستدامة؛ وتحديداً، خللت الدراسات الحديثة دور مجالس الإدارة في تعزيز مبادرات الاستدامة التي تؤثر على قيمة الشركة (Haque and Ntim, 2018; Govindan, 2021; Orazalin and Mahmood, 2021; Lu, 2021; Almaqtari et al., 2022). وعلى الرغم من ذلك؛ فقد تباينت اتجاهات آراء الباحثين حول العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة والإفصاح عن أداء الاستدامة وانعكاس ذلك على قيمة الشركة، حيث يوجد أدلة مختلطة لم تتأكد بشكل كامل على المستوى العملي. ونظراً لأهمية حوكمة الشركات والإفصاح عن أداء الاستدامة وبزوغها بكثافة في البحوث المحاسبية وفي الممارسة العملية سواء على المستوى المحلي أو العالمي، فإن هذه الدراسة بحثت في أثر خصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء الاستدامة وانعكاسه على قيمة الشركة.

هذا؛ وقد اعتمد الباحث على خصائص حجم مجلس الإدارة، تنوع الجنسين في مجلس الإدارة، استقلالية مجلس الإدارة، الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، ونشاط مجلس الإدارة كخصائص لمجلس الإدارة، وكذلك اعتمد على الدرجات المجمعة للإفصاح عن الاستدامة بأبعادها البيئية والاجتماعية والحوكمة وفقاً لمؤشر الاستدامة المصري S&P/ EGX ESG، واستخدام نسبة Tobin'sQ لقياس قيمة الشركة؛ وذلك تمثيلاً مع العديد من الدراسات السابقة التي تناولت تلك العلاقة.

وتساهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة التطبيقية في تضيق الفجوة البحثية في الأدبيات المحاسبية لحوكمة الشركات وتحديداً آلية مجلس الإدارة والإفصاح عن أداء الاستدامة وانعكاس ذلك على قيمة الشركة. حيث تعد الدراسة الأولى في مصر التي تناولت تلك العلاقة بشكل متكامل وباستخدام درجات الإفصاح عن أداء الاستدامة بأبعادها البيئية والاجتماعية والحوكمة وهو ما تم تناوله في بيانات أخرى خاصة المتقدمة، فضلاً عن أنها تعد الأولى التي تناولت تأثير خصائص مجلس الإدارة على قيمة الشركة في ظل الدور الوسيط للإفصاح عن أداء الاستدامة. لذلك سوف تكون نتائج الدراسة نافعة للعديد من الأطراف أصحاب المصلحة مثل المستثمرين الأفراد والشركات والمنظمين والأكاديميين وغيرهم من أصحاب المصلحة.

وفي ضوء ما تقدم، يوصي الباحث بمزيد من الاهتمام والبحث حول موضوع خصائص مجلس الإدارة والإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة في بيئة الأعمال المصرية، ويمكن تحقيق ذلك من خلال ما يلي:

- ضرورة قيام الهيئة العامة للرقابة المالية بتعديل قانون سوق الأوراق المالية رقم (95) لسنة 1992م، بإلزام الشركات التي تتداول أوراقها المالية في البورصة المصرية بالإفصاح الإلزامي عن أداء الاستدامة بأبعادها البيئية والاجتماعية والحوكمة مع التقارير المالية أو بشكل منفصل، ومنح حوافز للشركات الرائدة في ممارسات الاستدامة.
- ضرورة قيام الهيئة العامة للرقابة المالية بتعديل بعض قواعد حوكمة الشركات المتعلقة بمجلس الإدارة في الدليل المصري لحوكمة الشركات، من خلال تحديد حد أدنى لعدد أعضاء مجلس الإدارة، وإلزام الشركات بضرورة تواجد النساء في مجالس إدارتها وتحديد حد أدنى لذلك في شكل عدد أو نسبة، واتخاذ السبل والإجراءات لزيادة عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين، وضرورة الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، وكذلك زيادة عدد اجتماعات مجلس الإدارة وتحديد حد أدنى لها سنوياً يزيد عن المنصوص عليه حالياً لمناقشة كافة القضايا المتعلقة باستدامة الشركة.
- يُنصح الشركات التي لا تمتلك مديرات نساء أو تظهر تمثيلاً نسائياً ضعيفاً في هياكل مجالس إدارتها بتتويج مجالسها، لتعزيز عملية صنع القرار الموجهة لسياسات وممارسات استدامة الشركات؛ وذلك لأهمية تأثير تواجد النساء في مجالس إدارات الشركات تجاه قضايا الاستدامة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات.
- يتعين على الشركات إضافة لجنة للاستدامة باسم لجنة الاستدامة أو لجنة المسؤولية الاجتماعية يتكون أعضائها من ذوي الكفاءة والخبرة، وتفعيل دورها في متابعة أنشطة الاستدامة كوسيلة لإدارة العلاقات مع أصحاب المصلحة وآلية مراقبة فعالة لتحسين أداء استدامة الشركات، وتعزيز الأداء البيئي والاجتماعي لها، وهذا سيؤدي إلى تحسين ممارسات الاستدامة والحوكمة في مصر.
- زيادة وعي المستثمرين بأهمية الإفصاح عن أداء الاستدامة سواء من خلال وسائل التواصل الاجتماعي أو مواقع الشركات على شبكة المعلومات الدولية أو الندوات والمؤتمرات أو غيرها من الوسائل، إذ قد يكون الاعتقاد السائد لدى بعض المستثمرين بأن الانفاق على أنشطة الاستدامة مكلف ويؤدي إلى انخفاض ربحية الشركة وقيمتها. حيث أثبت النتائج أهمية الدور الإيجابي للإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركة.

- ضرورة قيام البورصة المصرية بتوفير قاعدة بيانات عن ممارسات وأنشطة الاستدامة للشركات المقيدة في سوق المال المصري على نمط البورصات العالمية تكون متاحة لمختلف الأطراف أصحاب المصلحة تساعدهم في تقييم الأداء المالي وغير المالي لتلك الشركات وتساعد على إجراء المزيد من البحوث، وهذا سوف ينعكس على زيادة فعالية أداء البورصة المصرية وجذب مزيداً من الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة؛ وبالتالي إضافة قيمة للاقتصاد المصري خاصة مع الصعوبات الاقتصادية وأزمة الدولار الحالية.
- على الجهات المنظمة وعلى رأسها الهيئة العامة للرقابة المالية تبني فكرة إصدار معيار محاسبي دولي للإفصاح عن أداء الاستدامة بأبعاده البيئية والاجتماعية والحوكمة، يكون مرشداً ودليلاً لتنظيم كافة أبعاد الاستدامة والمفاهيم المتعلقة بها والإفصاح عنها؛ لضمان توحيد ممارسات الإفصاح عن أداء الاستدامة لكافة الشركات.

5-6 مجالات البحث المستقبلية

تتاول البحث أثر خصائص مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء الاستدامة وانعكاسه على قيمة الشركة، ولكن هذا الأثر قد يختلف إذا تم تضمين متغيرات أخرى أو تم قياس المتغيرات بطريقة أخرى، وامتداداً لتلك الدراسة يقترح الباحث مجموعة من مجالات البحث المستقبلية في بيئة الأعمال المصرية، ومنها:

- أثر خصائص مجلس الإدارة وخصائص لجنة المراجعة على الإفصاح عن أداء استدامة الشركات.
- الأثر المشترك لهيكل الملكية وتواجد النساء في مجلس الإدارة على الإفصاح عن أداء استدامة الشركات.
- دراسة أثر خصائص مجلس الإدارة على كل بعد من أبعاد الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة وانعكاس ذلك على قيمة الشركة.
- أثر إدارة الأرباح على الإفصاح عن أداء استدامة الشركات.
- أثر جودة المراجعة على الإفصاح عن أداء الاستدامة وانعكاسها على كفاءة الاستثمار.
- تقييم أثر العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وعدم تماثل المعلومات على قيمة الشركة.
- أثر حوكمة تكنولوجيا المعلومات على الأداء المالي وأداء الاستدامة.
- أثر تطبيقات تكنولوجيا المعلومات على الإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي لإستدامة الشركات.
- الدور المعدل لنفوذ المدير التنفيذي على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة.
- الدور المعدل للقيود المالية على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وأسعار الأسهم.
- الدور المعدل لهيكل الملكية على العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وقيمة الشركة.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أحمد، سمير أبو الفتوح صالح، والحسنين، سهام مصطفى مصطفى. (2017). محددات الإفصاح عن التنمية المستدامة في ضوء المؤشر المصري للاستدامة: مع دراسة تطبيقية. *مجلة الدراسات والبحوث التجارية*، س 37، ع 4، 253 - 284.

البورصة المصرية، (2019)، الدليل الاسترشادي لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الاستدامة، متاح على الموقع الإلكتروني: https://www.egx.com.eg/getdoc/6647f2ce-9c34-480e-868c-d06f01e0dda5/EGX-Model-Guidance-on-ESG_ar-23-10-2016.aspx

البورصة المصرية، (2020)، تقرير الاستدامة، متاح على الموقع الإلكتروني:

<https://www.egx.com.eg/ar/Sustainability-Reports.aspx>

البورصة المصرية، (2021)، منهجية مؤشر الاستدامة بالبورصة المصرية S&P/EGX ESG Index Methodology، متاح على الموقع الإلكتروني:

https://www.egx.com.eg/getdoc/fdd6f085-d88e-4072-a753fa540d136442/SP_ESG_Index_en.aspx

الهيئة العامة للرقابة المالية، (2016)، مركز المديرين المصري، قرار رقم (84) لسنة 2016م، الدليل المصري لحوكمة الشركات، الإصدار الثالث. متاح على الموقع الإلكتروني:

<https://eiod.org/ar/>

بخيت، محمد بهاء الدين محمد، الجبوري، مروان عامر نصيف، والكيال، إيمان محمد توفيق. (2021). أثر مكونات المؤشر المصري للتنمية المستدامة على الأداء المالي: دراسة تطبيقية علي الشركات المدرجة في مؤشر "EGX P&SESG" *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، مج 5، ع 1، 33 - 1.

شعبان، محمد رمضان محمد. (2019). أثر الإفصاح المحاسبي عن الاستدامة على قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في مؤشر مسؤولية الشركات المصري. *مجلة البحوث المحاسبية*، ع 1، 37 - 80.

عبد الناصر، عيد محمود أبوزيد. (2017). أثر استيفاء الشركات لمتطلبات الإدراج في المؤشر المصري للمسئولية ESG على قيمة وأداء الشركة: دراسة تطبيقية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، مج 1، ع1، 623-690.

مليجي، مجدي مليجي عبدالحكيم. (2015). أثر الإفصاح المحاسبي عن ممارسات التنمية المستدامة على جودة الأرباح المحاسبية للشركات المسجلة في البورصة السعودية. *الفكر المحاسبي*، مج19، ع4، 1-60.

يونس، نجاه محمد مرعي. (2021). أثر مستوى وجودة الإفصاح عن تقارير الاستدامة على الأداء المالي للشركات: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة بسوق المال السعودي. *مجلة البحوث المالية والتجارية*، ع 1، 361-413.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

Abdi, Y., Li, X., & Càmara-Turull, X. (2020). Impact of sustainability on firm value and financial performance in the air transport industry . *Sustainability*, 12(23), 9957. <https://doi: 10.3390/su12239957>

Abdi, Y., Li, X., & Càmara-Turull, X. (2022). Exploring the impact of sustainability (ESG) disclosure on firm value and financial performance (FP) in airline industry: the moderating role of size and age. *Environment, Development and Sustainability*, 24(4), 5052-5079.

About, A., & Diab, A. (2018). The impact of social, environmental and corporate governance disclosures on firm value: Evidence from Egypt. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8(4), 442-458.

Aguilera, R. V., Desender, K., Bednar, M. K., & Lee, J. H. (2015). Connecting the dots: Bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. *Academy of Management Annals*, 9(1), 483-573.

Aksoy, M., Yilmaz, M. K., Tatoglu, E., & Basar, M. (2020). Antecedents of corporate sustainability performance in Turkey: The effects of ownership structure and board attributes on non-financial companies. *Journal of Cleaner Production*, 276, 124284. <https://doi: 10.1016/j.jclepro. 2020.124284>

- Alareeni, B. A., & 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.
- Albitar, K., Hussainey, K., Kolade, N., & Gerged, A. M. (2020). ESG disclosure and firm performance before and after IR: The moderating role of governance mechanisms. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28 (3), 429-444.
- Alia, M. A., & Mardawi, Z. (2021). The impact of ownership structure and board characteristics on corporate social responsibility disclosed by Palestinian companies. *Jordan Journal of Business Administration*, 17(2), 254 – 277.
- Almaqtari, F., Elsheikh, T., Tawfik, O. I., & Youssef, M. A. E. A. (2022). Exploring the Impact of Sustainability, Board Characteristics, and Firm-Specifics on Firm Value: A Comparative Study of the United Kingdom and Turkey. *Sustainability*, 14(24), 16395. <https://doi:2071-1050/14/ 24/16395>
- Alqallaf, H., & Alareeni, B. (2018). Evolving of selected integrated reporting capitals among listed Bahraini banks. *International Journal of Business Ethics and Governance*, 1(1), 15-36.
- Ammer, M. A., Aliedan, M. M., & Alyahya, M. A. (2020). Do corporate environmental sustainability practices influence firm value? The role of independent directors: Evidence from Saudi Arabia. *Sustainability*, 12(22), 9768. <https://doi 10.3390/su12229768>
- Amran, A., Lee, S. P., & Devi, S. S. (2014). The influence of governance structure and strategic corporate social responsibility toward sustainability reporting quality. *Business Strategy and the environment*, 23(4), 217-235.
- AYDOĞMUŞ, M., GÜLAY, G., & ERGUN, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22(2), 119-127.

- Bajic, S., & Yurtoglu, B. (2018). Which aspects of CSR predict firm market value?. *Journal of Capital Markets Studies*, 2(1), 50-69.
- Bassen, A., & Kovács, A. M. (2020). Environmental, social and governance key performance indicators from a capital market perspective (pp. 809-820). *Springer Fachmedien Wiesbaden*.
- Bear, S., Rahman, N., & Post, C. (2010). The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation. *Journal of business ethics*, 97, 207-221.
- Behl, A., Kumari, P. R., Makhija, H., & Sharma, D. (2022). Exploring the relationship of ESG score and firm value using cross-lagged panel analyses: Case of the Indian energy sector. *Annals of Operations Research*, 313(1), 231-256.
- Ben-Amar, W., Chang, M., & McIlkenny, P. (2017). Board gender diversity and corporate response to sustainability initiatives: Evidence from the carbon disclosure project. *Journal of business ethics*, 142(2), 369-383.
- Bodhanwala, S., & Bodhanwala, R. (2018). Does corporate sustainability impact firm profitability? Evidence from India. *Management decision*, 56(8), 1734-1747.
- Bogacki, J., & Letmathe, P. (2021). Representatives of future generations as promoters of sustainability in corporate decision processes. *Business Strategy and the Environment*, 30(1), 237-251.
- Borghesi, R., Chang, K., & Li, Y. (2019). Firm value in commonly uncertain times: the divergent effects of corporate governance and CSR. *Applied Economics*, 51(43), 4726-4741.
- Brennan, N. M. (2020). Directors' Responsibilities, Accountability, and Business Judgment: The Pierson Contracting Case. *Issues in Accounting Education*, 35(1), 25-41.

- Bukair, A. A., & Rahman, A. A. (2015). The effect of the board of directors' characteristics on corporate social responsibility disclosure by Islamic banks. *Journal of Management Research*, 7(2), 506.
- Burke, J. J., Hoitash, R., & Hoitash, U. (2019). The heterogeneity of board-level sustainability committees and corporate social performance. *Journal of Business Ethics*, 154, 1161–1186.
- Calabrese, A., Costa, R., Leviaidi, N., & Menichini, T. (2016). A fuzzy analytic hierarchy process method to support materiality assessment in sustainability reporting. *Journal of Cleaner Production*, 121, 248–264.
- Cardillo, G., Onali, E., & Torluccio, G. (2021). Does gender diversity on banks' boards matter? Evidence from public bailouts. *Journal of Corporate Finance*, 71, 101560. <https://doi:10.1016/j.jcorpfin.2020.101560>
- Chang, Y. J., & Lee, B. H. (2022). The impact of ESG activities on firm value: Multi-level analysis of industrial characteristics. *Sustainability*, 14(21), 14444. <https://doi: 10.3390/su142114444>
- Chen, C. X., Lu, H., & Sougiannis, T. (2012). The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs. *Contemporary Accounting Research*, 29(1), 252–282.
- Chouaibi, S., & Chouaibi, J. (2022). Social and ethical practices and firm value: The moderating effect of green innovation: Evidence from international ESG data. *International Journal of Ethics and Systems*, 37(3), 442–465.
- Ding, D. K., Ferreira, C., & Wongchoti, U. (2016). Does it pay to be different? Relative CSR and its impact on firm value. *International Review of Financial Analysis*, 47, 86–98.

- El Gammal, W., Yassine, N., Fakih, K., & El-Kassar, A. N. (2020). The relationship between CSR and corporate governance moderated by performance and board of directors' characteristics. *Journal of Management and Governance*, 24(2), 411-430.
- Eluyela, D. F., Akintimehin, O. O., Okere, W., Ozordi, E., Osuma, G. O., Ilogho, S. O., & Oladipo, O. A. (2018). Board meeting frequency and firm performance: examining the nexus in Nigerian deposit money banks. *Heliyon*, 4(10), e00850. <https://doi: 10.1016/j.heliyon.2018.e00850>
- Fan, Y., Jiang, Y., Zhang, X., & Zhou, Y. (2019). Women on boards and bank earnings management: From zero to hero. *Journal of Banking & Finance*, 107, 105607. <https://doi:10.1016/j.jbankfin.2019.105607>
- Farag, H., Mallin, C., & Ow-Yong, K. (2014). Governance, ownership structure, and performance of entrepreneurial IPOs in AIM companies. *Corporate Governance: An International Review*, 22(2), 100-115.
- Fatemi, A., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). ESG performance and firm value: The moderating role of disclosure. *Global finance journal*, 38, 45-64.
- Field, L., Lowry, M., & Mkrtchyan, A. (2013). Are busy boards detrimental?. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 63-82.
- Frias-Aceituno, J. V., Rodriguez-Ariza, L., & Garcia-Sanchez, I. M. (2013). The role of the board in the dissemination of integrated corporate social reporting. *Corporate social responsibility and environmental management*, 20(4), 219-233.
- Friske, W., Hoelscher, S. A., & Nikolov, A. N. (2022). The impact of voluntary sustainability reporting on firm value: Insights from signaling theory. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 50, 1-21.
- Fuzi, S. F. S., Halim, S. A. A., & Julizaerma, M. K. (2016). Board independence and firm performance. *Procedia Economics and Finance*, 37, 460-465.

- Galbreath, J. (2013). ESG in focus: The Australian evidence. *Journal of business ethics*, 118, 529–541.
- Garcia, A. S., Mendes–Da–Silva, W., & Orsato, R. J. (2017). Sensitive industries produce better ESG performance: Evidence from emerging markets. *Journal of cleaner production*, 150, 135–147.
- Giannarakis, G. (2014). Corporate governance and financial characteristic effects on the extent of corporate social responsibility disclosure. *Social Responsibility Journal*, 10 (4), 569–590.
- Ginkel, J. R., Sijtsma, K., van der Ark, L. A., & Vermunt, J. K. (2010). Incidence of missing item scores in personality measurement, and simple item–score imputation. *Methodology: European Journal of Research Methods for the Behavioral and Social Sciences*, 6(1), 17–30.
- Githaiga, P. N., & Kosgei, J. K. (2023). Board characteristics and sustainability reporting: a case of listed firms in east Africa. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 23(1), 3–17.
- Govindan, K., Kilic, M., Uyar, A., & Karaman, A. S. (2021). Drivers and value–relevance of CSR performance in the logistics sector: A cross–country firm–level investigation. *International Journal of Production Economics*, 231, 107835. <https://doi: 10.1016/j.ijpe.2020.107835>
- Graham, J. R., Kim, H., & Leary, M. (2020). CEO–board dynamics. *Journal of Financial Economics*, 137(3), 612–636.
- Gregory, A., Tharyan, R., & Whittaker, J. (2014). Corporate social responsibility and firm value: Disaggregating the effects on cash flow, risk and growth. *Journal of business ethics*, 124(4), 633–657.
- Gurvitch, N., & Sidorova, I. (2012). Survey of sustainability reporting integrated into annual reports of Estonian companies for the years 2007–2010: based on companies listed on Tallinn Stock Exchange as of October 2011. *Procedia Economics and Finance*, 2, 26–34.

- Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2002). Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus*, 38(3), 317–349.
- Hamad, S., Draz, M. U., & Lai, F. W. (2020). The impact of corporate governance and sustainability reporting on integrated reporting: A conceptual framework. *Sage Open*, 10(2), 2158244020927431. <https://doi: 10.1177/2158244020927431>
- Haque, F., & Ntim, C. G. (2018). Environmental policy, sustainable development, governance mechanisms and environmental performance. *Business Strategy and the Environment*, 27(3), 415–435.
- Haris, M., Yao, H., Tariq, G., Javaid, H. M., & Ain, Q. U. (2019). Corporate governance, political connections, and bank performance. *International Journal of Financial Studies*, 7(4), 62.
- Harjoto, M. A., & Wang, Y. (2020). Board of directors' network centrality and environmental, social and governance (ESG) performance. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 20(6), 965–985.
- Harjoto, M., Laksmana, I., & Lee, R. (2015). Board diversity and corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 132, 641–660.
- Harun, M. S., Hussainey, K., Kharuddin, K. A. M., & Al Farooque, O. (2020). CSR disclosure, corporate governance and firm value: a study on GCC Islamic banks. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(4), 607–638.
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Paetzold, R. L. (2000). The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management studies*, 37(2), 235–256.
- Huang, D. Z. X. (2022). Environmental, social and governance factors and assessing firm value: Valuation, signalling and stakeholder perspectives. *Accounting & Finance*, 62, 1983–2010.

- Hussain, N., Rigoni, U., & Orij, R. P. (2018). Corporate governance and sustainability performance: Analysis of triple bottom line performance. *Journal of business ethics*, 149, 411–432.
- Hu, Y., Chen, S., Shao, Y., & Gao, S. (2018). CSR and firm value: Evidence from China. *Sustainability*, 10(12), 4597. <https://doi: 10.3390/su10124597>
- Ifeanyi, O. E., Oge, M. G., & Gozie, A. C. (2016). Effective stakeholders' management in banking industries. *International Journal of Information, Business and Management*, 8(3), 112.
- Jaswal, P. (2021). Board Characteristics And Performance Of Banks–Evidence From India. *Turkish Journal of Computer and Mathematics Education (TURCOMAT)*, 12(12), 1723–1733.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, 48(3), 831–880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jilani, W., & Chouaibi, J. (2021). To What Extent does CEO Behavior Enhance Risk-Taking? A Banking Sector Related Evidence. *Scientific Annals of Economics and Business*, 68(3), 309–332.
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 103, 351–383.
- John, K., & Senbet, L. W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of banking & Finance*, 22(4), 371–403.
- Kabongo, J. D., Chang, K., & Li, Y. (2013). The impact of operational diversity on corporate philanthropy: An empirical study of US companies. *Journal of Business Ethics*, 116, 49–65.

- Khudhair, D., Al-Zubaidi, F., & Raji, A. (2019). The effect of board characteristics and audit committee characteristics on audit quality. *Management Science Letters*, 9(2), 271-282.
- Kim, W. S., Park, K., & Lee, S. H. (2018). Corporate social responsibility, ownership structure, and firm value: Evidence from Korea . *Sustainability*, 10(7), 2497. <https://doi: 10.3390/su10072497>
- Laksmna, I. (2008). Corporate board governance and voluntary disclosure of executive compensation practices. *Contemporary accounting research* , 25(4), 1147-1182.
- Liao, L., Chen, G., & Zheng, D. (2019). Corporate social responsibility and financial fraud: Evidence from China. *Accounting & Finance*, 59(5), 3133-3169.
- Liao, L., Luo, L., & Tang, Q. (2015). Gender diversity, board independence, environmental committee and greenhouse gas disclosure. *The British accounting review*, 47(4), 409-424.
- Li, Q., Zhou, W., Zhou, H., & Chen, J. (2021). Do board characteristics matter for growth firms? Evidence from China. *Journal of risk and financial management*, 14(8), 380,1 – 9.
- Lu, L. W. (2021). The moderating effect of corporate governance on the relationship between corporate sustainability performance and corporate financial performance. *International Journal of Disclosure and Governance*, 18(3), 193-206.
- Little, R. J., & Rubin, D. B. (2019). *Statistical analysis with missing data* (Vol. 793). John Wiley & Sons.
- Limkriangkrai, M., Koh, S., & Durand, R. B. (2017). Environmental, social, and governance (ESG) profiles, stock returns, and financial policy: Australian evidence. *International Review of Finance*, 17(3), 461-471.

- Mayur, M., & Saravanan, P. (2017). Performance implications of board size, composition and activity: empirical evidence from the Indian banking sector. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 17(3), 466–489.
- McManus, P. (2015, February). Introduction to regression models for panel data analysis. Indiana University Workshop in Methods. available at <http://ssrc.Indiana.edu>.
- Michelon, G., & Parbonetti, A. (2012). The effect of corporate governance on sustainability disclosure. *Journal of management & governance*, 16, 477–509.
- Mishra, R. K., & Kapil, S. (2018). Board characteristics and firm value for Indian companies. *Journal of Indian Business Research*, 10(1), 2–32.
- Nasrallah, N., & El Khoury, R. (2022). Is corporate governance a good predictor of SMEs financial performance? Evidence from developing countries (the case of Lebanon). *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 12(1), 13–43.
- Naushad, M., & Malik, S. A. (2015). Corporate governance and bank performance: A study of selected banks in GCC region. *Asian Social Science*, 11(9), 226.
- Nicholson, G., Kiel, G., & Kiel-Chisholm, S. (2011). The contribution of social norms to the global financial crisis: A systemic actor focused model and proposal for regulatory change. *Corporate Governance: An International Review*, 19(5), 471–488.
- Noor, S., Saeed, A., Baloch, M. S., & Awais, M. (2020). CSR permanency, family ownership, and firm value: Evidence from emerging economies . *Corporate Social Responsibility and Environmental Management* , 27(5), 2135–2149.

- Ntim, C. G., & Soobaroyen, T. (2013). Corporate governance and performance in socially responsible corporations: New empirical insights from a Neo-Institutional framework. *Corporate Governance: An International Review*, 21(5), 468–494.
- Orazalin, N., & Mahmood, M. (2021). Toward sustainable development: Board characteristics, country governance quality, and environmental performance. *Business Strategy and the Environment*, 30(8), 3569–3588.
- Pareek, R., Sahu, T. N., & Gupta, A. (2023). Gender diversity and corporate sustainability performance: empirical evidence from India. *Vilakshan-XIMB Journal of Management*, 20(1), 140–153.
- Pasko, O., Chen, F., & Wang, J. (2021). Does board composition matter? The relationship between board characteristics and financial performance: Evidence from Chinese listed agricultural companies. *Research in World Economy*, 12(1) Special Issue, 177– 188.
- Peng, M. W., Sun, S. L., Pinkham, B., & Chen, H. (2009). The institution-based view as a third leg for a strategy tripod. *Academy of management perspectives*, 23(3), 63–81.
- Post, C., Rahman, N., & Rubow, E. (2011). Green governance: Boards of directors' composition and environmental corporate social responsibility . *Business & society*, 50(1), 189–223.
- Qureshi, M. A., Kirkerud, S., Theresa, K., & Ahsan, T. (2020). The impact of sustainability (environmental, social, and governance) disclosure and board diversity on firm value: The moderating role of industry sensitivity. *Business Strategy and the Environment*, 29(3), 1199–1214.
- Reuters, T. Thomson Reuters ESG Scores. 2020. Available online: https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/document/s/methodology/esg-scores-methodology.pdf (accessed on 1 June 2020).

- Ricart, J. E., Rodríguez, M. Á., & Sanchez, P. (2005). Sustainability in the boardroom: An empirical examination of Dow Jones Sustainability World Index leaders. *Corporate Governance: the international journal of business in society*, 5(3), 24-41.
- Riyadh, H. A., Sukoharsono, E. G., & Alfaiza, S. A. (2019). The impact of corporate social responsibility disclosure and board characteristics on corporate performance. *Cogent Business & Management*, 6(1), 1647917 . <https://doi.org/10.1080/23311975.2019.1647917>
- Rossi, M., Chouaibi, J., Chouaibi, S., Jilani, W., & Chouaibi, Y. (2021). Does a board characteristic moderate the relationship between CSR practices and financial performance? Evidence from European ESG firms. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(8), 354.
- Royston, P. (2005). Multiple imputation of missing values: update. *The Stata Journal*, 5(2), 188-201.
- Sanan, N. K. (2018). Influence of board characteristics on CSR: a study of Indian firms. *International Journal of Corporate Governance*, 9(3), 300-315.
- Sampong, F., Song, N., Boahene, K. O., & Wadie, K. A. (2018). Disclosure of CSR performance and firm value: New evidence from South Africa on the basis of the GRI guidelines for sustainability disclosure. *Sustainability* , 10(12), 4518. <https://doi: 10.3390/su10124518>
- Sekaran, U., and R. Bougie. (2016). *Research Methods for Business: A Skill Building Approach*. 7th Edition. John Wiley & Sons.
- Seok, J., Lee, Y., & Kim, B. D. (2020). Impact of CSR news reports on firm value. *Asia Pacific Journal of Marketing and Logistics*, 32(3), 644-663.
- Shamil, M., M. Shaikh, J., Ho, P. L., & Krishnan, A. (2014). The influence of board characteristics on sustainability reporting: Empirical evidence from Sri Lankan firms. *Asian Review of Accounting*, 22(2), 78-97.

- Shaukat, A., Qiu, Y., & Trojanowski, G. (2016). Board attributes, corporate social responsibility strategy, and corporate environmental and social performance. *Journal of Business Ethics*, 135, 569–585.
- Srouf, M. I. (2022). The impact of Environmental, Social, Governance (ESG) disclosure on firm value and Financial Performance: Evidence from Egypt during Covid 19. *مجلة التجارة والتمويل*, عدد خاص، 42(1), 2–19.
- Tandry, A. Y., Setiawati, L., & Setiawan, E. (2014). The effect of CSR disclosure to firm value with earning management as moderating variable: case study of non–financing firms listed at Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Trade and Global Markets*, 7(3), 190–204.
- Tuggle, C. S., Sirmon, D. G., Reutzell, C. R., & Bierman, L. (2010). Commanding board of director attention: investigating how organizational performance and CEO duality affect board members' attention to monitoring. *Strategic management journal*, 31(9), 946–968.
- Velte, P. (2016). Women on management board and ESG performance. *Journal of Global Responsibility*, 7 (1), 98–109.
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8(2), 169 – 178.
- Velte, P. (2020). Does CEO power moderate the link between ESG performance and financial performance? A focus on the German two–tier system . *Management Research Review*, 43(5), 497–520.
- WAHYUDI, S. (2018). Analysis of effect of firm size, institutional ownership, profitability, and leverage on firm value with corporate social responsibility (csr) disclosure as intervening variables (study on banking companies listed on bei period 2012–2016). *Jurnal Bisnis Strategi*, 27(2).95–109.
- Wahyudi, S., & Dharmastuti, C. (2013). The Effectivity of Internal and External Corporate Governance Mechanisms Toward Corporate Performance . Research *Journal of Finance and Accounting*, 4(4), 132–140.

- Yang, A. S., & Baasandorj, S. (2017). Exploring CSR and financial performance of full-service and low-cost air carriers. *Finance Research Letters*, 23, 291–299.
- Yang, T., & Zhao, S. (2014). CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment. *Journal of banking & finance*, 49, 534–552.
- Yu, E. P. Y., Guo, C. Q., & Luu, B. V. (2018). Environmental, social and governance transparency and firm value. *Business Strategy and the Environment*, 27(7), 987–1004.
- Yu, X., & Xiao, K. (2022). Does ESG Performance Affect Firm Value? Evidence from a New ESG-Scoring Approach for Chinese Enterprises . *Sustainability*, 14(24), 16940. <https://doi: 2071-1050/14/24/16940>

ملاحق البحث

ملحق (1)

أسماء شركات عينة الدراسة موزعة حسب القطاعات

اسم الشركة	مسلسل	اسم الشركة	مسلسل
الاسماعيلية مصر للدواجن	27	شركات قطاع موارد أساسية وعددها (6)	
شركات قطاع رعاية صحية وأدوية وعددها (1)		سيدى كرير للبتر وكيمويات - سيدبك	1
المصرية الدولية للصناعات الدوائية - ايبىكو	28	البويات والصناعات الكيماوية - باكين	2
شركات قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات وعددها (3)		اسيك للتعدين - اسكوم	3
السويدى اليكترىك	29	الصناعات الكيماوية المصرية - كيما	4
جى بى كوربوريشن (جى بى أوتو- غبور سابقاً)	30	المالية و الصناعية المصرية	5
الكابلات الكهربائية المصرية	31	حديد عز	6
شركات قطاع خدمات النقل والشحن وعددها (3)		شركات قطاع عقارات وعددها (13)	
العربية المتحدة للشحن والتفريغ	32	مجموعة طلعت مصطفى القابضة	7
القناة للتوكيلات الملاحية	33	مدينة نصر للاسكان والتعمير	8
المصرية لخدمات النقل (ايجنترانس)	34	اطلس للاستثمار والصناعات الغذائية	9
شركات قطاع مقاولات وإنشاءات هندسية وعددها (2)		المصريين للاسكان والتنمية والتعمير	10
المصرية لتطوير صناعة البناء (ليفث سلاب مصر)	35	الاستثمار العقارى العربى - اليكو	11
الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقارى	36	الشمس للاسكان والتعمير	12
شركات قطاع مواد البناء وعددها (3)		مصر الجديدة للاسكان والتعمير	13
جنوب الوادى للاسمنت	37	السادس من اكتوبر للتنمية والاستثمار- سوديك	14
العربية للاسمنت	38	مينا للاستثمار السياحى والعقارى	15
العز للسيراميك و البورسلين - الجوهرة	39	الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقارى SCCD	16
شركات قطاع منسوجات و سلع معمرة وعددها (3)		المصريين للاستثمار و التنمية العمرانية	17
العربية لحليج الأقطان	40	بالم هيلز للتعمير	18
النساجون الشرقيون للسجاد	41	اوراسكوم للتنمية مصر	19
النصر للملابس والمنسوجات - كابو	42	شركات قطاع اتصالات و اعلام وتكنولوجيا المعلومات وعددها (3)	
شركات قطاع طاقة وخدمات مساندة وعددها (2)		المصريه لمدينة الانتاج الاعلامى	20
الاسكندرية للزيوت المعدنية	43	المصرية للاتصالات	21
الخدمات الملاحية والبترولية - ماريديف	44	اوراسكوم للاستثمار القابضة	22
شركات قطاع سياحة و ترفيه و عددها (4)		شركات قطاع أغذية ومشروبات و تبغ و عددها (5)	
المصرية للمنتجات السياحية	45	الشرقية - ايسنترن كومباني	23
الوادى العالمية للاستثمار و التنمية	46	ايديتا للصناعات الغذائية	24
رمكو لإنشاء القرى السياحيه	47	اجواء للصناعات الغذائية - مصر	25
جولدن كوست السخنة للاستثمار السياحى	48	جهينة للصناعات الغذائية	26

المصدر: إعداد الباحث

ملحق (2)

قياس درجات الاستدامة المركبة لشركات المؤشر المصري للاستدامة S & P/ EGX ESG

يتم قياس درجات الاستدامة المركبة لكل شركة وفقاً لمؤشر الاستدامة المصري S & P/ EGX ESG وذلك على النحو الآتي:

1- الدرجة الكمية: تعيين تصنيف كمي لكل شركة بناءً على عاملي الشفافية والإفصاح Transparency (T&D) & Disclosure (G) وحوكمة الشركات (E&S)، حيث تحصل الشركة في حالة الإفصاح عن البند العام الأساسي على درجة واحدة، وتحصل على ثلاث درجات في حالة الإفصاح عن البند الإضافي، وصفر بخلاف ذلك. ثم يتم تجميع درجات كل شركة وتحويلها إلى قيم معيارية وترتيبها تنازلياً.

2- الدرجة النوعية أو الكيفية: تعيين درجة نوعية لكل شركة اعتماداً على المصادر المستقلة للمعلومات والمواقع الإلكترونية والاحبارية والمسئولية الاجتماعية، لتقييم الأداء الفعلي للشركة على مقياس خماسي من 1 إلى 5 مع كون (1) هو الأدنى و (5) هو الأعلى في التقييم، ثم تحديد النتيجة النوعية النهائية لكل شركة.

3- الدرجة المركبة: يتم احتسابها من خلال تجميع الدرجة الكمية والدرجة النوعية لكل شركة وترتيب الشركات تنازلياً وفقاً للدرجة المعيارية من الأعلى إلى الأقل، وتتراوح الدرجة المعيارية بين صفر و 100 درجة.

ونستعرض فيما يلي لنموذجي الإفصاح والشفافية لأبعاد حوكمة الشركات والبيئة والمجتمع، وذلك على النحو الآتي:

أولاً: نموذج الشفافية والإفصاح (T&D) لتقييم سلوك حوكمة الشركات المصرية، ويتضمن:

(1) هيكل الملكية وحقوق المساهمين: ويشمل عدد (27) بنداً عاماً أساسياً وبنداً واحداً إضافياً للمعايير الكمية، وعدد (6) بنود نوعية.

(2) المعلومات المالية والتشغيلية: ويشمل عدد (38) بنداً عاماً أساسياً وعدد (3) بنود إضافية للمعايير الكمية، وعدد (3) بنود نوعية.

(3) المجلس وهيكل الإدارة والعمليات: ويشمل عدد (23) بنداً عاماً أساسياً وعدد (23) بنداً إضافياً للمعايير الكمية، وعدد (6) بنود نوعية.

(4) أخلاقيات العمل ومسئولية الشركات: ويشمل عدد (12) بنداً عاماً أساسياً للمعايير الكمية، وعدد (10) بنود نوعية.

ثانياً: نموذج الشفافية والافصاح (T&D) لتقييم السلوك البيئي والاجتماعي للشركات المصرية، ويتضمن:

(1) البعد البيئي ويتضمن:

- التلوث البيئي: ويشمل عدد (5) بنود عامة أساسية و بنودان إضافيان للمعايير الكمية، وعدد (10) بنود نوعية.

- استخدام الموارد الطبيعية: ويشمل عدد (13) بنوداً عاماً أساسياً وبنوداً واحداً إضافياً للمعايير الكمية، وعدد (5) بنود نوعية.

- أخرى: وتشمل عدد (5) بنود نوعية.

(2) البعد الاجتماعي ويتضمن:

- سياسة الإدارة ومؤشرات الأداء: وتشمل عدد (7) بنود عامة أساسية وبنوداً واحداً إضافياً للمعايير الكمية.
- الموظفين ويتضمن:

• علاقات الموظفين وخلق فرص للعمل: وتشمل عدد (6) بنود عامة أساسية للمعايير الكمية.

• حقوق العمال: وتشمل عدد (4) بنود عامة أساسية و عدد (3) بنود إضافية للمعايير الكمية.

• صحة الموظفين وسلامتهم: وتشمل عدد (5) بنود عامة أساسية وبنوداً واحداً إضافياً للمعايير الكمية.

• تكافؤ الفرص: وتشمل عدد (6) بنود عامة أساسية وبنوداً واحداً إضافياً للمعايير الكمية.

• العلاقات النقابية: وتشمل بنوداً واحداً عاماً أساسياً للمعايير الكمية.

- المجتمع ويتضمن:

• حقوق الإنسان: وتشمل بنوداً واحداً عاماً أساسياً للمعايير الكمية وعدد (5) بنود نوعية.

• الاستثمار المجتمعي: وتشمل عدد (4) بنود عامة أساسية للمعايير الكمية وعدد (5) بنود نوعية.

- العملاء والمنتج ويتضمن:

• سلامة المنتج: وتشمل بنوداً واحداً عاماً أساسياً للمعايير الكمية وعدد (5) بنود نوعية.

• مكافحة الاحتكار: وتشمل بنوداً واحداً عاماً أساسياً للمعايير الكمية وعدد (5) بنود نوعية.

• التواصل مع العملاء وجودة المنتج: وتشمل عدد (7) بنود عامة أساسية للمعايير الكمية وعدد

(5) بنود نوعية.

المصدر: البورصة المصرية، (2021)، منهجية مؤشر الاستدامة بالبورصة المصرية

ملحق (3)

مخرجات نتائج التحليل الإحصائي لبرنامج Stata (Ver.15)

First model نموذج الانحدار (1) اختبار الفرض الأول

Linear regression نموذج الانحدار التجميعي

ESGScore	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
LNBSIZE	1.845	1.008	1.83	.068	-.138	3.829	*
BGDIV	3.133	.874	3.58	0	1.414	4.853	***
BIND	11.073	2.509	4.41	0	6.138	16.008	***
CEOD	.088	.863	0.10	.919	-1.61	1.786	
LNBMEET	1.015	.985	1.03	.304	-.923	2.953	
FSIZE	1.664	.296	5.62	0	1.082	2.246	***
LEV	1.354	.577	2.35	.02	.219	2.489	**
ROA	5.813	2.894	2.01	.045	.119	11.506	**
AGE	-.064	.021	-2.98	.003	-.106	-.022	***
AUDSIZE	5.256	.919	5.72	0	3.447	7.065	***
Constant	-21.45	5.793	-3.70	0	-32.847	-10.053	***
Mean dependent var		23.921	SD dependent var			9.674	
R-squared		0.416	Number of obs			336	
F-test		23.134	Prob > F			0.000	
Akaike crit. (AIC)		2318.992	Bayesian crit. (BIC)			2360.980	
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

Regression results نموذج التأثيرات الثابتة

ESGScore	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
LNBSIZE	1.853	1.012	1.83	.068	-.139	3.845	*
BGDIV	3.325	.899	3.70	0	1.555	5.094	***
BIND	10.894	2.572	4.24	0	5.834	15.955	***
CEOD	.099	.886	0.11	.911	-1.645	1.842	
LNBMEET	1.269	.991	1.28	.201	-.681	3.22	
FSIZE	1.721	.304	5.66	0	1.122	2.32	***
LEV	1.301	.577	2.26	.025	.166	2.436	**
ROA	4.951	2.904	1.70	.089	-.764	10.665	*
AGE	-.068	.022	-3.15	.002	-.111	-.026	***
AUDSIZE	5.397	.939	5.75	0	3.549	7.246	***
Constant	-23.044	6.072	-3.80	0	-34.992	-11.096	***
Mean dependent var		23.921	SD dependent var			9.674	
R-squared		0.59	Number of obs			336	
F-test		32.739	Prob > F			0.000	
Akaike crit. (AIC)		2125.217	Bayesian crit. (BIC)			2167.206	
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

Regression results نموذج التأثيرات العشوائية

ESGScore	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
LNBSIZE	1.035	1.115	0.93	.353	-1.149	3.22	
BGDIV	1.3	.888	1.46	.143	-.44	3.041	
BIND	8.654	2.899	2.98	.003	2.972	14.336	***
CEOD	-.663	.979	-0.68	.498	-2.581	1.256	
LNBMEET	.092	1.183	0.08	.938	-2.226	2.411	
FSIZE	2.129	.422	5.04	0	1.301	2.957	***
LEV	.985	.659	1.50	.135	-.306	2.277	
ROA	3.092	2.678	1.15	.248	-2.156	8.341	
AGE	-.059	.035	-1.71	.088	-.127	.009	*
AUDSIZE	3.133	1.112	2.82	.005	.953	5.313	***
Constant	-25.012	8.858	-2.82	.005	-42.373	-7.651	***
Mean dependent var		23.921		SD dependent var		9.674	
Overall r-squared		0.389		Number of obs		336	
Chi-square		78.981		Prob > chi2		0.000	
R-squared within		0.029		R-squared between		0.590	
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

تحديد نموذج الانحدار الأفضل

Test	Wald test	Breusch-Pagan	Hausman test
القيمة المحسوبة	33.32	34.43	65.82
p-value	0.000	0.000	0.000

White's test for Ho: homoscedasticity
 against Ha: unrestricted heteroscedasticity
 $\chi^2(62) = 3.48$
 $\text{Prob} > \chi^2 = 0.7153$
 Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test
 χ^2

Wooldridge test for autocorrelation in panel data
 H0: no first-order autocorrelation
 $F(1, 47) = 1.758$
 $\text{Prob} > F = 0.872$

Seconded model نموذج الانحدار (2) اختبار الفرض الثاني

Linear regression نموذج الانحدار التجميعي

TobensQ	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
ESGScore	.034	.007	4.50	0	.019	.048	***
FSIZE	-.171	.041	-4.19	0	-.251	-.091	***
LEV	1.874	.08	23.39	0	1.717	2.032	***
ROA	-.512	.406	-1.26	.208	-1.311	.286	
AGE	.003	.003	0.98	.326	-.003	.009	
AUDSIZE	-.115	.137	-0.84	.403	-.384	.155	
Constant	3.299	.822	4.01	0	1.682	4.916	***
Mean dependent var		1.419	SD dependent var			2.083	
R-squared		0.736	Number of obs			336	
F-test		152.606	Prob > F			0.000	
Akaike crit. (AIC)		1012.651	Bayesian crit. (BIC)			1039.371	
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

Regression results نموذج التأثيرات الثابتة

TobensQ	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
ESGScore	.005	.008	0.69	.492	-.01	.021	
FSIZE	-.462	.135	-3.43	.001	-.727	-.197	***
LEV	1.55	.11	14.04	0	1.333	1.768	***
ROA2	-1.05	.351	-2.99	.003	-1.74	-.359	***
AGE2	.078	.026	3.00	.003	.027	.129	***
AUDSIZE	.057	.185	0.31	.759	-.307	.421	
Constant	7.714	2.637	2.93	.004	2.523	12.905	***
Mean dependent var		1.419	SD dependent var			2.083	
R-squared		0.497	Number of obs			336	
F-test		46.347	Prob > F			0.000	
Akaike crit. (AIC)		755.913	Bayesian crit. (BIC)			782.633	
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

Regression results نموذج التأثيرات العشوائية

TobensQ	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	[95% Conf	Interval]	Sig
ESGScore	.016	.007	2.17	.03	.002	.03	**
FSIZE	-.169	.064	-2.66	.008	-.294	-.045	***
LEV	1.722	.091	18.95	0	1.544	1.9	***
ROA2	-1.057	.344	-3.07	.002	-1.73	-.383	***
AGE2	.004	.005	0.67	.5	-.007	.014	
AUDSIZE	-.048	.155	-0.31	.756	-.352	.256	
Constant	3.732	1.333	2.80	.005	1.12	6.345	***
Mean dependent var		1.419	SD dependent var			2.083	
Overall r-squared		0.727	Number of obs			336	
Chi-square		458.944	Prob > chi2			0.000	
R-squared within		0.477	R-squared between			0.809	
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$							

تحديد نموذج الانحدار الأفضل

Test	Wald test	Breusch-Pagan	Hausman test
القيمة المحسوبة	62.11	28.43	4.82
p-value	0.000	0.000	0.629

White's test for H_0 : homoskedasticity
 against H_a : unrestricted heteroskedasticity
 $\chi^2(26) = 4.57$
 $\text{Prob} > \chi^2 = .5220$

Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test
 χ^2

Wooldridge test for autocorrelation in panel data

H_0 : no first-order autocorrelation

$F(1, 47) = 2.469$

$\text{Prob} > F = 0.0598$

ملحق (4)

مخرجات نتائج التحليل الإحصائي لبرنامج AMOS (Ver.22)

اختبار الفرض الثالث: تأثير خصائص مجلس الإدارة على قيمة الشركة في ظل الإفصاح عن أداء الاستدامة

التأثير المتغير التابع	المتغير المستقل	معامل الانحدار	الخطأ المعياري	القيمة المحسوبة (ت)	مستوى المعنوية	التأثير الإجمالي	التأثير المباشر	التأثير الغير مباشر
ESGScore	LNBSIZE	2.184	0.883	2.473	0.013	2.184	2.184	0
	BGDIV	11.76	3.491	3.368	***	11.76	11.76	0
	BIND	10.345	2.288	4.521	***	10.345	10.345	0
	CEOD	-0.35	0.815	-0.429	0.668	-0.35	-0.35	0
	LNBMEET	1.081	0.884	1.223	0.221	1.081	1.081	0
	FSIZE	1.666	0.234	7.106	***	1.666	1.666	0
	LEV	1.383	0.464	2.984	0.003	1.383	1.383	0
	ROA	6.133	2.305	2.661	0.008	6.133	6.133	0
	AGE	-0.06	0.019	-3.063	0.002	-0.06	-0.06	0
	AUDSIZE	5.312	0.82	6.476	***	5.312	5.312	0
TobensQ	LNBSIZE	0.198	0.125	1.581	0.114	0.251	0.198	0.053
	BGDIV	0.701	0.499	1.404	0.16	0.988	0.701	0.286
	BIND	1.065	0.332	3.21	0.001	1.316	1.065	0.252
	CEOD	0.196	0.115	1.708	0.088	0.187	0.196	-0.009
	LNBMEET	0.111	0.125	0.887	0.375	0.137	0.111	0.026
	FSIZE	-0.177	0.035	-4.998	***	-0.136	-0.177	0.041
	LEV	1.86	0.066	28.145	***	1.894	1.86	0.034
	ROA	-0.389	0.328	-1.187	0.235	-0.24	-0.389	0.149
	AGE	0.004	0.003	1.311	0.19	0.002	0.004	-0.001
	AUDSIZE	-0.062	0.122	-0.51	0.61	0.067	-0.062	0.129
	ESGScore	0.024	0.008	3.167	0.002	0.024	0.024	0