

أثر الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة علي قيمة الشركة: دراسة تطبيقية علي  
الشركات المدرجة في مؤشر مسئولية الشركات المصري

محمد رمضان محمد شعبان

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة جامعة طنطا

## أثر الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة علي قيمة الشركة: دراسة تطبيقية علي الشركات المدرجة في مؤشر مسؤولية الشركات المصري

### ملخص البحث

يهدف هذا البحث إلي تحديد إذا ما كان الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة يعزز من قيمة الشركة، وذلك من خلال تحديد مستوي الإفصاح عن إستدامة الشركات، وإختبار أثر إختلاف مستويات الإفصاح عن الإستدامة علي قيمة الشركة، بالتطبيق علي الشركات المدرجة في مؤشر مسؤولية الشركات المصري S&P-EGX-ESG. وقد أوضح الجزء النظري من هذا البحث تباين نتائج الدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن أداء الإستدامة والأداء المالي وقيمة الشركة، إلا أن أغلب الدراسات دعمت وجود ارتباط إيجابي بين الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية والبيئية للشركات وبين الأداء المالي وقيمة الشركة. كما توصلت الدراسات إلي أن هناك عدم تماثل في الأثر المالي للمسؤولية الإجتماعية للشركات، حيث إتضح أن التأثيرات السلبية لعدم المسؤولية الاجتماعية للشركات أقوى من التأثيرات الإيجابية للمسؤولية الاجتماعية للشركات علي الأداء المالي.

في الجانب التطبيقي من الدراسة تم استخدام منهج السلاسل الزمنية للوحدات المقطعية Panel Data كما تم استخدام البرنامج الإحصائي Eviews 09. وقد توصلت الدراسة إلي أفضلية نموذج الأثار الثابتة لبيانات الدراسة وفقاً لإختبار هوسمان سواء قبل إضافة مؤشر الإفصاح عن الإستدامة للنموذج أو بعد إضافته. كما توصلت الدراسة إلي وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة وبين القيمة السوقية للشركة، إلا أن القدرة التفسيرية لمتغير الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة (المتغير المستقل) جاءت ضعيفة في تفسير التغيرات في قيمة الشركة (المتغير التابع). وقد ترجع تلك النتيجة إلي ضعف الوعي المجتمعي بدور الشركات ومسئوليتها تجاه البيئة والمجتمع المحيط، والعائد المتبادل الذي يعود علي المجتمع وكذلك علي قيمة الشركة.

الكلمات المفتاحية: الإفصاح عن الإستدامة، تقارير الإستدامة، المسؤولية الاجتماعية للشركات، الإفصاح الاجتماعي والبيئي، مؤشر مسؤولية الشركات المصري، قيمة الشركة.

**The effect of sustainability disclosure on the firm value: An applied study on S&P-EGX-ESG listed companies.**

**Abstract**

This study aims to investigate the relationship between the sustainability disclosure and the firm value, using listed companies in S&P-EGX-ESG index. The study determined the sustainability disclosure level of the listed companies and tests the effect of different levels of disclosures on the firm value. The theoretical study showed variety results of the studies related to the relationship between sustainability disclosure and firm value. However, most studies confirmed the positive relationship between the corporate social and environmental disclosures and firm value.

In Empirical study the researcher uses Panel Data methodology and the statistical program Eviews 09. The research results suggest the priority of the Fixed Effects Model according to the Hausman Test. Empirical results suggest that sustainability disclosure is positively related to a firm's market value. However, the explanatory power of the sustainability disclosure variable (independent variable) was weak in explaining the changes in the firm value (dependent variable). This result may be attributed to the weakness of the community awareness of the role and responsibility of companies towards the environment and the surrounding society.

**Keywords:** Sustainability Disclosure, Sustainability Reports, Corporate Social Responsibility, Social and Environmental Disclosure, S&P-EGX-ESG, Firm Value.

تطور مفهوم التنمية المستدامة في العقود الماضية بشكل كبير، وتطور معه التزام الشركات بالمساهمة في أنشطة الاستدامة سواء على الجانب الاقتصادي أو الجانب البيئي أو الجانب الاجتماعي. إذ لا تعمل الشركات بمعزل عن البيئة المحيطة، كما أن التوسع في أنشطة وأعمال الشركات مرهون برضا وقبول أصحاب المصالح المختلفين بما فيهم العاملين والعملاء والموردين والمجتمع ككل وليس المساهمين فحسب. ولذلك فقد أصبحت التنمية المستدامة جزءاً لا يتجزأ من الأنشطة الرئيسية للشركة، ويجب أن تتماشى أهداف التنمية المستدامة مع المهمة الأساسية للشركة.

وقد جاء توجه العديد من الشركات نحو زيادة مستويات الإفصاح عن الاستدامة نتيجة اعتبارات مجتمعية وأخلاقية مثل الرغبة في الالتزام بالقوانين والتشريعات والأعراف السائدة في المجتمع، وتجنب المساءلة والعقاب، وتعزيز سمعة الشركة، وتحسين علاقتها مع أصحاب المصالح المختلفين، كما جاء أيضاً نتيجة اعتبارات اقتصادية، مثل تحسين الأداء المالي وجذب إستثمارات جديدة والدخول إلى أسواق جديدة محلية وعالمية.

ويري (Steyn, 2014) أن الدافع وراء إفصاح الشركات عن أداء الاستدامة هو محاولة الشركة تحسين علاقتها مع أصحاب المصالح، وتحقيق منافع للشركة على المدى الطويل من خلال تحقيق أهداف التنمية المستدامة، ذلك بجانب المساهمة في تحسين الأداء المالي وتحقيق ميزة تنافسية. وبالتالي أصبحت أنشطة الاستدامة محوراً رئيسياً في إستراتيجية الشركات. كما أصبح الالتزام بقضايا الاستدامة مسألة ذات أهمية إستراتيجية في المنافسة بين الشركات. ولذلك تسعى الشركات جاهدة لتحقيق منافع طويلة الأجل من خلال تبني أنشطة الاستدامة. وقد أدت زيادة موجة دمج أنشطة الاستدامة في صياغة الاستراتيجية المؤسسية إلى الحاجة إلى تقييم أدائها. ويعد تقييم تأثير أداء الاستدامة على أداء الشركات هاماً للغاية. وتركز استدامة الشركات بشكل رئيسي على الأداء البيئي والاجتماعي والاقتصادي للتنمية المستدامة (Wagner, 2010).

وقد أدى التركيز المتزايد على الأداء المستدام وإستراتيجيات تحقيق القيمة طويلة الأجل إلى الحاجة إلى هياكل جديدة لإعداد التقارير والمساءلة، والتي تتجاوز البيانات المالية إلى مؤشرات أداء رئيسية غير مالية تستند إلى التأثيرات البيئية والمسؤولية الاجتماعية. وقد أصبح مفهوم استدامة الأعمال عاملاً مهماً في التخطيط الاستراتيجي الناجح للعديد من الشركات في جميع أنحاء العالم. إذ يجب على الشركات أن يمتد تركيزها إلى أبعد من تحقيق الأرباح فقط حيث يجب أن يمتد أيضاً إلى تأثير أعمالها على المجتمع والبيئة.

كما يري (Rodrigue et al., 2013). أن إقتصار التقارير المالية علي الجوانب المالية فقط يمكن أن يؤثر علي تخفيض الربحية، وبالتالي إنخفاض القيمة السوقية للأسهم، وأن عدم الإهتمام بالبعد البيئي والاجتماعي لأنشطة الشركات يمكن أن يؤثر علي شفافيتها ومصداقيتها تجاه المجتمع. وقد سعت العديد من الحكومات وهيئات سوق المال إلي تحديد شكل ومحتوي تقارير الإفصاح عن الإستدامة لضمان جودة المعلومات المفصح عنها في تلك التقارير، كما حددت قواعد تضمن من خلالها وجود رقابة فاعلة علي مدي إلتزام الشركات بالتقرير عن الأداء الاجتماعي والبيئي والاقتصادي.

## ٢/١ مشكلة البحث

أصبح الإفصاح عن الاستدامة من الممارسات الشائعة بشكل متزايد في محاولة من الشركات للاستجابة للتوقعات والانتقادات من جانب أصحاب المصالح الذين يرغبون في أن يكونوا علي دراية أكبر بالتأثيرات الاجتماعية والبيئية لأنشطة الأعمال (Boiral, 2013). فمنذ خمسينيات القرن العشرين تم تطوير نظريات المسؤولية الاجتماعية للشركات، وتحولت تدريجياً من وجهة نظر اجتماعية كبرى إلى تحليل على المستوى التنظيمي، ومن الدراسات الموجهة نحو الأخلاقيات إلى الدراسات المؤيدة لتحسين الأداء (Lee, 2008). كما زادت البحوث المحاسبية حول هذا الموضوع والتي قدمت رؤى قيمة حول المحددات والدوافع الإدارية التي تدعم مبادرات الإفصاح الاجتماعي والبيئي.

إن الإفصاح عن أنشطة إستدامة الشركات كما أوضح (Fernandez, 2009) هو أداة إدارية فعالة توفر الثقة لأصحاب المصلحة، حيث ينظر إلى الشركات التي تفصح عن أدائها الاجتماعي والبيئي على أنها مسؤولة وجديرة بالثقة. لذلك فقد قامت العديد من الشركات بالإفصاح عن الإستدامة. وبذلك تم توسيع نطاق المعلومات المالية التقليدية المقدمة إلى المساهمين إلى نطاق أكبر يخدم معظم أصحاب المصالح، والذي يعد أداء هامة لتقييم أداء الشركات في مواجهة القضايا الاجتماعية والبيئية والاقتصادية وتوصيل جهودها وأدائها لأصحاب المصالح. وإذا كان إلتزام الشركات بالتقرير عن أدائها الاجتماعي والبيئي جاء نتيجة ضغوط تشريعية ومجتمعية، إلا أن قيام الشركات بالإفصاح عن أدائها الاجتماعي والبيئي يساهم في تحسين أدائها الاقتصادي وتحسين جودة قراراتها الإدارية، كما أنه يساهم في خلق مزايا تنافسية تمكنها من البقاء والإستمرار (الكاشف، ٢٠٠٩).

وقد أصبح مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات Corporate Social Responsibility (CSR) ذا إهتمام كبير من قبل الشركات في الفترة الأخيرة. فلم يعد الإهتمام به من جانب الشركات والمؤسسات بدافع أخلاقي، بل أصبح أحد أبعاد إستراتيجية المنافسة وإدراك الشركات أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يؤثر علي إستمراريتها ويحسن من أدائها المالي (الهواري، ٢٠١٥).

ويشكل عام، يجب التفرقة بين المعلومات المالية والمعلومات غير المالية. فعلى الرغم من أن المعلومات المالية هي الأساس في قياس الأداء، إلا أن المعلومات غير المالية تهدف إلى مراقبة عوامل النجاح طويلة الأجل للشركات مثل رضا العملاء، والكفاءة، والموارد البشرية، والابتكار. وإذا ما تم تصميمها بشكل صحيح فإنها تكشف مواطن الضعف في العمليات الداخلية بالشركة وكذلك في البيئة الخارجية، وتوفر رؤية أكثر ملاءمة للأعمال. وبالتالي فإن توافر كافة المعلومات المالية وغير المالية يسمح بفهم أفضل للمعلومات الأساسية لعمليات الشركة الداخلية والخارجية والتي تستخدم في عملية صنع القرار (Arena and Arnaboldi, 2014).

في إطار النموذج التقليدي للإفصاح، تفصح الشركات عن المعلومات المتعلقة بالربح المالي فقط مما يخدم المستثمرين. وبالتالي وفقاً للنظرة التقليدية يتمثل الهدف الرئيسي للشركات في تحقيق أقصى قدر من الربح لضمان خلق قيمة للمساهمين، وأن أي أنشطة أخرى تحيد عن هذا الهدف (اجتماعية أو بيئية مثلاً) يمكن أن تلحق الضرر بقيمة الاستثمار ما لم تساهم في الترويج للنشاط التجاري. على الجانب الآخر يغطي الإفصاح عن الاستدامة مجموعة واسعة من أصحاب المصلحة في الشركات. لذا فإن استدامة الأعمال هي عملية تمكن المنظمات من تصميم وتنفيذ الاستراتيجيات التي تسهم في استمرار الأداء في جميع المجالات، حيث أنها لا تضمن فقط ميزة طويلة الأجل للمنافسة ولكنها تساعد أيضاً في الحفاظ على رفاهية المجتمع.

ويمكن تحقيق إفصاح شامل للاستدامة عندما تقوم الشركات بالتركيز على تلبية احتياجات جميع أصحاب المصلحة، بما في ذلك الموظفين والعملاء والبيئة والمجتمع الخارجي والمستثمرين. ويجب على الشركات تحقيق التوازن بين أولويات جميع أصحاب المصلحة وحماية مصالحهم. فالإفصاح المالي الحالي لم يعد كافياً لتحديد قيمة الشركات، وإنما يجب أخذ المقاييس غير المالية بجانب المقاييس المالية وذلك لزيادة الشفافية وتقليل عدم تماثل المعلومات وتحسين جودة التقارير المالية (Simnett et al., 2009).

وبالتالي فإن إفصاح الشركات عن ممارساتها البيئية والاجتماعية بجانب الأنشطة الاقتصادية يحقق قيمة لأصحاب المصالح المختلفين ويحسن من صورة وسمعة الشركة مما يعكس على قيمة الشركة. ومن الجدير بالذكر أنه على الرغم من تزايد طلب أصحاب المصالح المختلفة على معلومات الاستدامة، إلا أن أغلب الشركات تقوم بالإفصاح عن أداء الاستدامة إختيارياً. ولذلك يختلف مستوى الإفصاح عن الاستدامة من شركة لأخرى وبالتالي فإن الأثر على قيمة الشركة قد يختلف من شركة لأخرى، وهو ما يدعو للتساؤل حول مردود تباين مستوى الإفصاح عن الاستدامة على قيمة الشركة. أو بمعنى آخر هل تركيز الشركات على تحقيق هدف تعظيم الربحية دون الإهتمام بتحقيق أهداف وغايات أصحاب المصالح الآخرين بخلاف المساهمين يمكن أن يؤثر على قيمة الشركة في الأجل الطويل، وهل الاستثمار في النشاط البيئي والمجتمعي يمكن أن يؤثر على قيمة الشركة أم لا؟

لذا تتمثل مشكلة البحث في قصور النموذج التقليدي الحالي للتقارير المالية، وعدم تلبية متطلبات كافة أصحاب المصالح المختلفين، وأن ممارسات الإفصاح عن الإستدامة الحالية تأتي بصورة إختيارية من قبل الشركات مما يؤدي إلي تباين وإختلاف ممارسات الإفصاح عن أداء الإستدامة بين الشركات. لذلك تحاول الدراسة الحالية التعرف علي مستوى الإفصاح عن الإستدامة للشركات المدرجة في مؤشر مسؤولية الشركات المصري، وأثر تباين مستويات الإفصاح علي قيمة الشركة. وبالتالي تتمثل مشكلة البحث في محاولة الإجابة عن السؤال البحثي التالي: ما هو مستوي الإفصاح عن الإستدامة في الشركات المدرجة في مؤشر مسؤولية الشركات المصري؟ وهل يؤثر إختلاف مستوي الإفصاح عن الإستدامة بين الشركات علي قيمة الشركة؟

### ٣/١ هدف البحث

تهدف هذه الدراسة إلي تحديد ما إذا كان الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة يعزز من قيمة الشركة، وذلك من خلال تحديد مستوي الإفصاح عن إستدامة الشركات، وإختبار أثر إختلاف مستويات الإفصاح عن الإستدامة علي قيمة الشركة. بالتطبيق علي الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري، وبصفة خاصة الشركات المدرجة في مؤشر مسؤولية الشركات المصري S&P-EGX-ESG وإختبار أثر تباين مستويات الإفصاح عن الإستدامة لتلك الشركات علي قيمة الشركة.

### ٤/١ أهمية البحث

تتمثل الأهمية العلمية لهذا البحث في المساهمة في الفكر المحاسبي المتزايد حول التقرير والإفصاح عن إستدامة الشركات ومدى تأثيره علي الأداء المالي وقيمة الشركات، وبالتالي مساهمة الإتجاه الحديث للفكر المحاسبي والذي يسعى إلي توسيع نطاق التقرير المالي ليشتمل علي المعلومات المالية وغير المالية التي يتطلبها كافة أصحاب المصالح. بينما تأتي الأهمية العملية لهذا البحث في أن تحديد مستويات الإفصاح عن الإستدامة للشركات مع توضيح أثر تباين مستويات هذا الإفصاح علي قيمة الشركة يؤدي إلي تحفيز الشركات علي الإفصاح عن المزيد من المعلومات عن ممارسات الأنشطة الاجتماعية والبيئية، ومن ثم الوصول إلي إفصاح متكامل يجمع المعلومات المالية وغير المالية، وهو ما يتواءم مع متطلبات تطوير التقارير المالية، وكذلك يساعده أصحاب المصالح المختلفين في اتخاذ قرارات رشيدة.

### ٥/١ حدود البحث

تقتصر هذه الدراسة علي تحديد مستويات الإفصاح عن الإستدامة للشركات المدرجة بمؤشر المسؤولية المصري وإختبار مدى تأثير هذا الإفصاح علي قيمة الشركة. وبالتالي يخرج عن نطاق هذا

البحث القياس المحاسبي لممارسات الإستدامة، ومدى جودة الإفصاح عنها، أو تقييم مؤشر المسؤولية  
المصري الذي إستندت إليه الدراسة، ولا دراسة مكونات المؤشر. إلا بما يخدم هدف البحث.

## ٦/١ تنظيم البحث

في محاولة الباحث لتحقيق هدف البحث والإجابة على التساؤلات البحثية، فقد تم تقسيم الجزء

المتبقي من البحث على النحو التالي:

- ٢- الدراسات السابقة.
- ٣- الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة - إطار نظري
- ٤- النظريات المفسرة للإفصاح المحاسبي عن الإستدامة
- ٥- تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة وقيمة الشركة
- ٦- الدراسة التطبيقية
- ٧- نتائج وتوصيات البحث

## ٢- الدراسات السابقة

تعد دراسة (Moskowitz, 1972) أولى الدراسات التي تناولت العلاقة بين المسؤولية  
الاجتماعية للشركات وبين عوائد وأسعار الأسهم. وقد وجدت الدراسة إرتفاع عوائد الأسهم بالنسبة  
للشركات ذات الأداء الاجتماعي المتميز وذلك لكل من مؤشر داو جونز ومؤشر S&P الصناعي، إذ  
توصلت إلي أن هناك علاقة إيجابية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وعوائد الأسهم. وعلى الرغم  
من أن تلك الدراسة لم تأخذ العوامل الأخرى التي قد تؤثر على عوائد الأسهم في الإعتبار مثل  
خصائص الشركة والعوامل الخارجية مثل أسعار الفائدة وغيرها، إلا أن تلك الدراسة تعد نقطة البداية  
لعديد كبير من الدراسات في هذا المجال البحثي.

كما قامت دراسة (Belkaoui, 1976) بإختبار العلاقة بين إفصاح الشركات عن السياسات  
البيئية وأداء أسهمها. وقد قارنت الدراسة بين عوائد الأسهم لعينة من ٥٠ شركة أمريكية تضمنت  
تقاريرها السنوية معلومات عن مكافحة التلوث مع عينة من ٥٠ شركة أمريكية أخرى. مختارة  
عشوائياً من نفس الصناعات. وتشير النتائج إلى أن الشركات التي تتضمن معلومات بيئية في  
تقاريرها نقل عوائدها عن مجموعة المراقبة في الفترة قبل النشر والإفصاح عن معلومات مكافحة  
التلوث، بينما زادت عوائدها عن مجموعة المراقبة بعد تلك الإفصاحات.

أما دراسة (Konar and Cohen, 2001) فقد ركزت على التأثير المالي للأداء البيئي باستخدام  
عينة من الشركات الأمريكية، حيث أوضحت أن الانبعاثات السامة ترتبط سلبياً بشدة مع مجموعة  
متنوعة من المؤشرات المستخدمة في تقييم السوق للشركات. كما توصلت دراسة (Thomas,  
2001) إلي أن. تبني الشركة لسياسة بيئية جيدة أو سلبية يمكن أن تؤدي إلي مقاضاة الشركة عن



مخالفة القوانين البيئية (أي كلاً من مؤشرات الأداء البيئي الإيجابية والسلبية للشركات) هي محددات هامة لزيادة عوائد الشركات. أي أن الأداء البيئي الجيد يرتبط بعوائد إيجابية كبيرة في حين ترتبط الأزمات البيئية بعوائد سلبية كبيرة.

وقد توصلت دراسة (Simnett et al., 2009) إلى أن قيام الشركات بالإفصاح عن الإستدامة، يأتي بسبب حاجتها إلى تعزيز مصداقيتها وشفافيتها أمام أصحاب المصالح المختلفين، وأن الشركات تفصح إختيارياً عن المعلومات غير المالية المرتبطة بالإستدامة بشكل متزايد، سواء كانت تلك المعلومات قد تم مراجعتها بواسطة مراجع مستقل أم لا. وقد طبقت تلك الدراسة على ٢١١,٣ شركة في ٣١ دولة خلال الفترة من ٢٠٠٢ حتى ٢٠٠٤.

كما قامت دراسة (رمضان، ٢٠١٣) باختبار أثر الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية للشركات على أسعار الأسهم بالتطبيق على عينة من ٣٨ شركة ( ١٩ شركة مدرجة بمؤشر المسؤولية المصري و١٩ شركة من خارج المؤشر) خلال الفترة ٢٠٠٨: ٢٠١٠. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إرتباط إيجابية بين إدراج الشركة في مؤشر المسؤولية المصري وبين التغير في أسعار الأسهم.

وتناولت دراسات عديدة محددات الإفصاح عن الإستدامة، فقد قامت دراسة (Lassaad and Khamoussi, 2012) بتقييم مستوي الإفصاح عن الأداء الإجتماعي والبيئي ودراسة محددات ذلك الإفصاح بالتطبيق على عينة من ٢٥٠ شركة مساهمة مقيدة في بورصة الأوراق المالية بباريس خلال الفترة من ٢٠٠٥ حتى ٢٠١٠. وقد توصلت للدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية بين كل من حجم الشركة ونوع الصناعة والقيمة السوقية للشركة وجودة أداء عملية المراجعة على محتوى الإفصاح عن الأداء الإجتماعي والبيئي من قبل الشركات.

كذلك قام (Hahn and Kühnen, 2013) بدراسة محددات الإفصاح عن تقارير الإستدامة للشركات في الفترة من عام ١٩٩٩ حتى عام ٢٠١١. وقد توصلت للدراسة إلى أن حجم الشركة محدد هام ويؤثر بصورة إيجابية على درجة الإفصاح عن الإستدامة، حيث أن الشركات كبيرة الحجم يكون لديها تأثير أكبر على المجتمع وبالتالي تواجه ضغطاً أكبر من قبل أصحاب المصالح المختلفين بشأن التقرير والإفصاح عن أداء الإستدامة. بينما قد تواجه الشركات صغيرة الحجم تكاليف حدية أكبر للإفصاح عن أداء الإستدامة. كما توصلت تلك الدراسة إلى أن ربحية الشركة من المحددات الهامة للإفصاح عن أداء الإستدامة، وأن حجم الشركة وربحيتها يعد محددان داخليين لعملية الإفصاح عن الإستدامة بينما هناك محددات خارجية مثل هيكل الملكية والتخصص الصناعي وضغوط أصحاب المصالح.

كما تناولت دراسة (Schreck and Raithel, 2018) درجة تأثير حجم الشركة والرؤية التنظيمية علي مستوي الإفصاح عن الأداء الاجتماعي والبيئي للشركات. وقد توصلت الدراسة إلي أن إتجاه أصحاب المصالح إلي إستخدام معلومات الإستدامة في تقييم أداء الشركات يعد سبباً رئيسياً في زيادة مستويات الإفصاح عن الإستدامة، كما أن الرؤية التنظيمية وحجم الشركة من المحددات الهامة لعملية الإفصاح عن الإستدامة.

أما دراسة (عرفة & مليجي، ٢٠١٦) فقد استهدفت استكشاف طبيعة العلاقة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة وجودة التقرير المالية، وإختبار تأثير جودة نظم الحوكمة بالشركات علي تلك العلاقة، وذلك علي عينة من ١١٦ شركة غير مالية مقيدة بالبورصة السعودية خلال عام ٢٠١٥. وقد توصلت الدراسة إلي أنه من بين المقاييس الثلاثة التي إستخدمتها الدراسة لقياس جودة التقارير المالية فإن الإفصاح عن التنمية المستدامة يرتبط بكل من الإستحقاقات الإختيارية وعدم تماثل المعلومات بينما لا يرتبط بالتحفظ المحاسبي. كما توصلت الدراسة إلي وجود تأثير إيجابي لكفاءة نظام الحوكمة علي العلاقة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة وجودة التقارير المالية.

وتناولت دراسة (Qiu et al., 2016) العلاقة بين الإفصاحات البيئية والاجتماعية للشركات وربحية وقيمة الشركة. وقد أوضحت الدراسة أن هناك علاقة إيجابية بين الإفصاح البيئي والاجتماعي وقيمة الشركة. فالشركات التي تفصح عن الأداء البيئي والاجتماعي بصورة أكبر تكون القيمة السوقية لها أعلى من الشركات الأقل إفصاحاً. وتوصلت الدراسة إلي أن هذا الارتباط يأتي مدفوعاً بمعدلات نمو أعلى متوقعة في التدفقات النقدية لهذه الشركات وهو ما ينعكس علي زيادة الربحية.

كذلك قامت دراسة (Yú et al., 2018) بإختبار العلاقة بين الشفافية والإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي ESG علي قيمة الشركة لعينة من ١٩٩٦ شركة في ٤٧ دولة خلال الفترة من ٢٠١٢ إلي ٢٠١٦. وقد توصلت للدراسة إلي أن زيادة مستوي الشفافية والإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي يؤثر إيجابياً علي قيمة الشركة مقاسة بمؤشر Tobin Q. وقد أشارت أيضاً إلي أن زيادة الإفصاح والشفافية عن الإستدامة يقلل من عدم تماثل المعلومات بين أصحاب المصالح المختلفين كما أنه يقلل من تكاليف الوكالة.

كما قامت دراسة (Li et al., 2018) بإختبار أثر الإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي علي قيمة الشركة بالتطبيق علي ٢٥٠ شركة مدرجة في مؤشر FTSE ببورصة لندن خلال الفترة من ٢٠٠٤ إلي ٢٠١٣. وقد توصلت للدراسة إلي وجود ارتباط إيجابي بين مستوى الإفصاح عن ESG وقيمة الشركة، مما يؤكد بأن تحسين الشفافية والمساءلة وتعزيز ثقة أصحاب المصلحة يلعبان دوراً هاماً في تعزيز قيمة الشركة.

كذلك تناولت دراسة (Noronha et al., 2018) دور المساهمة الاجتماعية التي تقدمها وتفصح عنها الشركات في تعزيز ثقة المستثمرين، وإختبار تأثير معلومات المسؤولية الاجتماعية للشركات على السوق، والذي يقاس برصد فعل أسعار الأسهم تجاه قيمة المساهمة الاجتماعية للشركات. وقد أوضحت الدراسة أن المستثمرين يأخذون أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات في الاعتبار عند إتخاذ قراراتهم الإستثمارية. وتشير نتائج هذه الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين جودة الحوكمة بالشركات وبرد فعل أسواق الأسهم، وهو ما يمثل الدور الحاسم لحوكمة الشركات في مراقبة الإدارة والتحكم في جودة المعلومات لتقليل مشكلات الوكالة.

وعلى الرغم من أن أغلب الدراسات السابقة توصلت إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية بين الإفصاح عن الإستدامة وبين قيمة الشركة، إلا أن هناك بعض الدراسات توصلت إلى نتائج مغايرة. فقد توصلت كل من دراسة (Tjia and Setiawati, 2012) ودراسة (Janamrung and Issarawornrawanich 2015) ودراسة (يوسف، ٢٠١٦) إلى عدم وجود علاقة بين الإفصاح عن الإستدامة وقيمة الشركة. فقد قامت دراسة (Tjia and Setiawati, 2012) بإختبار أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة بالتطبيق على عينة من البنوك المقيدة في بورصة إندونيسيا (٢١ بنك) في الفترة من ٢٠٠٨، حتى ٢٠١٠، وتوصلت إلى عدم وجود تأثير معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في شركات العينة على قيمة الشركة.

كذلك توصلت دراسة (Janamrung and Issarawornrawanich 2015) لنفس النتائج بالتطبيق على عينة من الشركات التايلاندية خلال الفترة ٢٠١٠/ ٢٠١١ وإن كانت توصلت إلى وجود علاقة طردية بين مؤشر المسؤولية الاجتماعية ومعدل العائد على الأصول، إلا أن الدراسة توصلت أيضاً إلى عدم وجود علاقة بين الإستثمار في المسؤولية الاجتماعية وقيمة الشركة. كما أنفتت دراسة (يوسف، ٢٠١٦) مع نتائج تلك الدراسة، حيث إختبرت العلاقة بين مستوي الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وأدائها المالي بالتطبيق على عينة من ١٧ شركة مدرجة بمؤشر مسؤولية الشركات المصري خلال الفترة ٢٠٠٨: ٢٠١٠ وتوصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين مستوي الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وبين العائد على الأصول، بينما لا توجد علاقة معنوية بين مستوي الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات والسعر السوقي للأسهم.

على جانب آخر توصلت دراسة (Schuler and Cording, 2006) إلى أن هناك علاقة سلبية بين ممارسات الإستدامة والأداء المالي، حيث يري هذان الباحثان أن الإدارة التي تمارس أنشطة الإستدامة تهمل تكلفة الفرصة البديلة لهذه الأنشطة، وبالتالي التضحية بأنشطة قد تكون أكثر ربحية للشركة مما يؤدي إلى أداء مالي ضعيف. كما أن إدرة الشركة تميل إلى المشاركة في ممارسات الإستدامة لتحقيق مصالحها الشخصية حيث يصعب مراقبة مثل هذا السلوك من المساهمين.

وقد إتفقت دراسة كلاً من (Babalola, 2012) ودراسة (Amran and Usman, 2015) مع الدراسة السابقة. فبالإضافة علي عينة من ١٠ شركات نيجيرية خلال الفترة ١٩٩٩: ٢٠٠٨ توصلت دراسة (Babalola, 2012) إلي أن هناك علاقة سلبية بين الإستثمار في المسؤولية الإجتماعية للشركات وربحية الشركة مما يعني أن الشركات الأعلى ربحية تكون أقل إستثماراً في الأنشطة البيئية والإجتماعية. كما إستخدمت دراسة (Amran and Usman, 2015) عينة من ٦٨ شركة نيجيرية خلال الفترة ٢٠١٠: ٢٠١٢ وتوصلت إلي أن الإفصاح عن الأنشطة الإجتماعية يحسن من الأداء المالي بينما الإفصاح عن الأنشطة البيئية يرتبط سلبياً بالأداء المالي لشركات العينة.

في ضوء ما توصلت إليه الدراسات السابقة يتضح للباحث أن هناك شبه إتفاق علي أهمية الحاجة إلي الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة والمنافع التي تعود علي الشركات والمجتمع من ذلك الإفصاح. وأن هناك ندرة في جانب الدراسات التي تم تطبيقها علي البيئة المصرية وخاصة التي تتناول أثر الإفصاح عن الإستدامة علي قيمة الشركة. وعلي الجانب التطبيقي للدراسات السابقة يتضح وجود بعض التباين في نتائج الدراسات التي تناولت أثر الإفصاح عن الإستدامة علي أداء وقيمة الشركة. كما يتضح إستخدام أغلب الدراسات مؤشر Tobin Q كمقياس لقيمة الشركة. وأن هناك ندرة في إستخدام نموذج Ohlson (1995) علي الرغم من أهميته وإستخدامه لمعلومات محاسبية أصيلة في قياس قيمة الشركة. كذلك الدراسات التي تناولت محددات الإفصاح عن الإستدامة أكدت علي أن حجم الشركة وربحيتها ونوع الصناعة ونوع مكتب المراجعة من المحددات الهامة في قيام الشركات بالإفصاح عن الإستدامة.

وتتميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في أن أغلب الدراسات العربية وفي حدود علم الباحث تناولت موضوع الإفصاح عن الإستدامة نظرياً ومن خلال الإستبيانات أو من خلال قياس أثره علي الأداء المالي للشركات. أما الدراسة الحالية فتتناول أثر تفاوت مستويات الإفصاح عن الإستدامة علي قيمة الشركة بالتطبيق علي البيئة المصرية، مع إستخدام نموذج Ohlson (1995) في قياس قيمة الشركة. والذي يعتمد علي بيانات محاسبية أصيلة وهي القيمة الدفترية للسهم وربحية الشركة. كذلك إستخدمت الدراسة إحدى الأدوات الحديثة في التحليل الإحصائي وهو منهج السلاسل الزمنية للوحدات المقطعية Panel Data في إختبار الفرض الرئيسي للدراسة وهو "توجد علاقة إيجابية بين الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة وبين القيمة السوقية للشركة"، حيث يرجح الباحث وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة وقيمة الشركة.

### ٣- الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة - إطار نظري

#### ١/٣ مفهوم الإستدامة

أدى تطور بيئة الأعمال إلى تغييرات كبيرة في استراتيجيات وهياكل وأنظمة وأدوات الشركات. فقد زادت أهمية الجوانب الاجتماعية والبيئية للشركات والتي أصبحت قضية لا يمكن تجنبها بالنسبة للشركات استجابة للضغوط الداخلية والخارجية. وتعد الورقة التي أعدتها المفوضية الأوروبية في ٢٠٠١ أول من قدم مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات (Corporate Social Responsibility CSR) وهو مفهوم تقوم بموجبه الشركات بدمج الاهتمامات الاجتماعية والبيئية في عملياتها التجارية وفي تفاعلها مع أصحاب المصالح وذلك بصورة إختيارية وليست إلزامية. ومن الجدير بالإشارة أن كون الشركة مسؤولة اجتماعياً لا يعني فقط التزامها بالقواعد القانونية، بل يعني أيضاً استثماراً أكبر في رأس المال البشري والبيئي والعلاقات مع أصحاب المصلحة (European Commission, 2001). واستجابة لهذه الضغوط المتصاعدة، قامت العديد من الشركات على مدى العقود الماضية إلى الإفصاح عن معلومات حول أدائها الاجتماعي والبيئي وتزايد عدد تقارير المسؤولية الاجتماعية أو الاستدامة المنشورة.

وتعرف المسؤولية الاجتماعية للشركات بأنها تأثيرات أداء الشركات على المجتمع من خلال دمج الاهتمامات الاجتماعية والبيئية والأخلاقية وحقوق الإنسان والمستهلك في عملياتها التجارية وإستراتيجيتها الأساسية (European Commission, 2011). كما عرفت المنظمة الدولية للتوحيد القياسي ISO 26000 المسؤولية الاجتماعية بأنها مسؤولية الشركات عن تأثيرات قراراتها وأنشطتها على المجتمع والبيئة من خلال سلوك شفاف وأخلاقي (Hahn, 2013).

وبالتالي فقد أستخدم مصطلح المسؤولية الاجتماعية للشركات للتعبير عن الأداء الاجتماعي والبيئي للشركات في بداية الأمر، ثم أستخدم مصطلح الإستدامة بعد ذلك كمفهوم واسع النطاق وذلك وفقاً لتعريف الإتحاد الدولي للمحاسبين IFAC، والذي عرف التنمية المستدامة بأنها تلبية إحتياجات الوقت الحاضر دون المساس بالمستقبل. ويهدف التقرير عن الإستدامة إلى السعي إلى إتخاذ ما يلزم لتجنب المخاطر الناتجة عن الأضرار البيئية التي لا يمكن إصلاحها. ويتضمن تقرير الإستدامة معلومات عن الأثار البيئية والاجتماعية بجانب المعلومات عن الأثار الاقتصادية-لأنشطة وأعمال الشركات (IFAC, 2011) نقلاً عن الهواري، (٢٠١٥).

ويعرف (Dyllick and Hockerts, 2002) استدامة الشركات على أنها تلبية إحتياجات أصحاب المصلحة المباشرة وغير المباشرة في الشركة دون المساس بقدرة الشركة على تلبية إحتياجات أصحاب المصلحة المستقبليين أيضاً. ولتحقيق هذا الهدف، تحتاج الشركات إلى الحفاظ

على قاعدة رأس المال الاقتصادي والاجتماعي والبيئي، وهو ما يشار إليه البعد الثلاثي للإستدامة Triple-bottom-line (TBL).

ويمكن اعتبار استدامة الشركات نموذجاً جديداً ومتطوراً لإدارة الشركات يستخدم كبديل للنموذج التقليدي للنمو وتعظيم الأرباح. فطبقاً لمفهوم استدامة الشركات فإنه بجانب أهمية نمو الشركات وربحيته فإنها تتطلب أيضاً تحقيق التوازن بين الأهداف الاقتصادية وتحقيق الأهداف المجتمعية والبيئية. فالمنطلق الأساسي هو أن مديري الشركات لديهم التزام أخلاقي للنظر في احتياجات المجتمع والتصدي لها، وليس فقط للعمل لمصلحة المساهمين أو لمصلحتهم الذاتية (Wilson, 2003). كما تعد الإستدامة نمطاً استراتيجياً للتنمية طويلة الأجل على أساس موارد البيئة الطبيعية. ولا توفر المحاسبة التقليدية معلومات كافية عن التنمية المستدامة للشركات أو تعكس المساهمات الخاصة في التنمية المستدامة التي قدمتها تلك الشركات (Ding et al., 2014).

وبالتالي يمكن تعريف إستدامة الشركات بأنها الإستثمارات المادية والبشرية التي تخصصها الشركات لتعزيز أدائها الإقتصادي والبيئي والمجتمعي بما يخدم أصحاب المصالح المختلفين، ويقلل من الآثار السلبية الناتجة عن عمليات وأنشطة الشركة على البيئة والمجتمع المحيط، دون إستنزاف الموارد المتاحة وبما يراعي إحتياجات ومتطلبات الجيل الحالي دون المساس بمتطلبات وإحتياجات الأجيال القادمة.

### ٢/٣ مفهوم الإفصاح عن الاستدامة

من منظور تاريخي، شهد تطور التقارير المتعلقة بالاستدامة عدة تحولات. ففي السبعينيات كان يتم نشر التقارير المالية التقليدية وبجانبها في بعض الأحيان تقارير اجتماعية إضافية. ثم تحول التركيز في الثمانينيات نحو القضايا البيئية مثل الانبعاثات ومعالجة النفايات وهو ما تم إستبداله في كثير من الأحيان بالتقارير الاجتماعية السابقة. وبحلول نهاية التسعينات، زاد الإهتمام وبشكل متزايد بممارسات الإفصاح عن البعد الاجتماعي والبعد البيئي للشركات في وقت واحد في تقرير مشترك والذي غالباً ما يتم نشره إلى جانب التقارير المالية التقليدية (Hahn and Kuhnen, 2013).

ويعود تاريخ تقارير الاستدامة إلى الستينات والسبعينات من القرن الماضي في أوروبا، عندما بدأت الشركات في إدراك أهمية دورها المجتمعي والبيئي بالإضافة إلى دورها الإقتصادي. ويعد تقرير الاستدامة وسيلة لتحقيق التوازن بين القضايا الاقتصادية والبيئية، وإعادة النظر في المنافع الاقتصادية قصيرة الأجل وتأثيراتها طويلة الأجل على الأجيال القادمة. وتعد فنلندا الدولة الأولى التي اعتمدت قانون للتقرير الإلزامي عن الاستدامة وذلك في عام 1997. كما إعتمدت دول أخرى قوانين مماثلة هي أستراليا والنمسا وكندا والصين والدنمارك وفرنسا وألمانيا واليونان وإندونيسيا وإيطاليا وماليزيا وهولندا والنرويج والبرتغال والسويد والمملكة المتحدة (oannou and Serafeim, 2017).

وخلال التسعينات، اكتسبت التقارير عن مؤشرات الأداء المالي وغير-المالي الرئيسية بعض القبول من خلال تقديم تقارير شاملة، مع التركيز بشكل أساسي على القضايا الاجتماعية والبيئية. وفي عام ١٩٩٧ بدأت المبادرة العالمية للتقرير (Global Reporting Initiative GRI) والتي هدفت إلى وضع إطار للإفصاح عن معلومات الاستدامة. وفي عام ١٩٩٩، انضم برنامج الأمم المتحدة للبيئة (United Nations Environment Program UNEP) كشريك في مشروع الـ GRI. وقد صدرت أول إرشادات للتقرير عن الاستدامة لدى GRI في عام ٢٠٠٠، ونشرت حوالي ٥٠ شركة تقارير الاستدامة باستخدام هذه الإرشادات. وبعد مرور عام، أصبحت منظمة GRI منظمة مستقلة وتم نقلها لاحقاً إلى هولندا. ويتركز الهدف من إصدارات GRI في وضع مبادئ إرشادية للتقرير ثلاثي الأبعاد the triple bottom line حول الأداء الاقتصادي والاجتماعي والبيئي (Lewellyn and Logsdon, 2017). وفي بداية القرن الحادي والعشرين، تحقق تقدم كبير في تقارير الاستدامة، بما في ذلك إدخال مبادرة أسواق رأس المال للاستدامة من قبل الأمم المتحدة (United Nations Principles for Responsible Investment UNPRI) والتي دعمت التفاعل بين أسواق المال والمستثمرين والشركات والمنظمين لتحسين شفافية التقرير عن أداء الاستدامة (Weldon, 2018).

وتعرف تقارير الاستدامة بأنها تقارير تفصح الشركات من خلالها عن المعلومات المتعلقة بالأداء الاقتصادي بجانب الأداء الاجتماعي والأداء البيئي وذلك في صورة منفصلة أو في تقاريرها السنوية، وذلك للتعبير عن درجة مسؤوليتها تجاه المجتمع والبيئة المحيطة، ولتحسين سمعتها أمام أصحاب المصالح (Gurvitch and Sidorova, 2012). كما يمكن تعريف الإفصاح عن أنشطة الاستدامة علي أنه أي معلومات يتم الإفصاح عنها سواء في صلب القوائم المالية أو في تقرير مستقل والتي تتعلق بالأنشطة والأداء الاجتماعي والبيئي للشركة. وتُعرف هذه التقارير باسم تقارير الاستدامة، وأيضاً باسم تقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات، والتقارير البيئية، وتقارير مسؤولية الشركات. وتنقل هذه التقارير معلومات مهمة تتعلق بمدى استدامة أنشطة الشركة، والتي يمكن أن تلبى احتياجات جميع أصحاب المصلحة دون الحد من قدرتها على تلبية احتياجات أي من أصحاب المصلحة المحتملين في المستقبل من خلال الحفاظ على قاعدة رأس مالها البيئي والاجتماعي والاقتصادي (Dyllick and Hockerts, 2002).

### ٣/٣ الهدف من الإفصاح عن الاستدامة

تم تشكيل اللجنة الدولية لإعداد التقارير المتكاملة International Integrated Reporting council (IIRC) من قبل أعضاء من مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB ومجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي FASB والإتحاد الدولي للمحاسبين IFAC في أغسطس عام ٢٠١٠، بهدف إعداد إطار مفاهيمي للتقارير المتكاملة يحقق الأهداف التالية (الهوري، ٢٠١٥):

- توفير معلومات مالية وغير مالية في الأجل الطويل بما يلبي إحتياجات المستثمرين.
- الربط بين العناصر المالية والأداء الاجتماعي والبيئي والحوكمي عند إتخاذ القرارات التي تؤثر علي أداء وإستمرارية الشركة في الأجل الطويل.
- توفير الإطار اللازم للعناصر الإجتماعية والبيئية التي يجب أخذها في الإعتبار عند إعداد التقارير وإتخاذ القرارات.
- تجنب التركيز علي الأداء المالي فقط، وإحداث توازن بين التقرير عن الأداء المالي و الأداء الاجتماعي والبيئي.
- الإفصاح عن المعلومات المالية وغير المالية بشكل واضح وقابل للفهم ويحقق القابلية للمقارنة وذلك في الوقت المناسب.

### ٤/٣ مبادئ وإرشادات الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة

تأسست المبادرة العالمية لإعداد التقارير GRI بهدف إعداد إرشادات يمكن أن تستخدمها الشركات في إعداد تقارير الإفصاح عن الإستدامة، حيث تم إصدار المبادرة العالمية للتقرير في عام ١٩٩٧ لتحقيق الاتساق والتوحيد العالمي في التقرير عن الإستدامة. وقد ركزت مبادرة GRI في البداية على دمج الأداء البيئي في تقارير الشركات مع إرشادات التقرير عن الإستدامة التي تم نشرها في الأعوام ٢٠٠٠ و ٢٠٠٢ و ٢٠٠٦ و ٢٠١١. وتعتبر GRI حاليًا معيارًا عالميًا موحدًا للتقرير عن الإستدامة، كما تم إصدار الجيل الرابع G4 في عام ٢٠١٣ والذي يغطي المبادئ الإرشادية لإطار الأداء الاقتصادي والاجتماعي والبيئي والحوكمي (Lewellyn and Logsdon, 2017).

وتعتبر المبادرة العالمية لإعداد التقارير GRI مجموعة من المبادئ الإرشادية الاختيارية للإفصاح عن الجوانب الاقتصادية والاجتماعية والبيئية لأنشطة وأعمال الشركات بهدف تحسين جودة تقارير الإستدامة. ووفقاً للمبادئ الإرشادية التي قدمتها GRI يجب علي الشركات التي تريد أن تدمج ممارسات الإستدامة في إستراتيجيتها أن يشمل تقريرها عن الإستدامة كافة الآثار سواء الإيجابية أو السلبية الناتجة عن أنشطتها مما يقلل من إحتتمالات المساءلة والنقاضي ويحد من الآثار السلبية لأنشطة الشركة ويحسن من أدائها الاقتصادي (Calabrese et al., 2016).

كما تم تشكيل اللجنة الدولية للتقارير المتكاملة (IIRC) International Integrated Reporting Committee في أغسطس ٢٠١٠ بهدف رئيسي ألا وهو وضع إطار متكامل للتقرير متفق عليه عالمياً لتوحيد معايير التقرير عن معلومات أداء الإستدامة، والعمل علي تشجيع الشركات لتقديم التقارير المتكاملة، التي تهدف إلى الربط بين الإستدامة والقيمة الاقتصادية من خلال التركيز على العلاقات المتبادلة بين جميع جوانب إستدامة الأعمال (De Villiers et al., 2017). كما وضعت المنظمة الدولية للتوحيد القياسي (ISO) في نوفمبر ٢٠١٠ مبادئ إرشادية لإعداد تقارير



المسؤولية الاجتماعية ISO 26000. وترتكز المبادئ الإرشادية في المقام الأول على أهمية وقيمة التقارير العامة بشأن أداء المسؤولية الاجتماعية على كل من المستخدمين الداخليين والخارجيين (Moratis and Cochius, 2017).

وقد عرفت المبادرة العالمية لإعداد التقارير GRI تقارير الإستدامة بأنها ممارسات القياس والإفصاح عن مسؤولية الشركات أمام أصحاب المصالح الداخليين والخارجيين تجاه تحقيق أهداف التنمية المستدامة (GRI, 2006). وبالتالي يوفر تقرير الإستدامة معلومات عن الآثار الاقتصادية والاجتماعية والبيئية الناتجة عن مزاوله أنشطة وأعمال الشركة سواء كانت تلك الآثار إيجابية أو سلبية علي المجتمع والبيئة المحيطة، وذلك بصورة متوازنة ومعقولة دون التركيز علي إحدى الآثار دون الآخر.

وقد صنفت المبادرة العالمية لإعداد التقارير GRI مبادئ إعداد تقارير الإستدامة إلي مجموعتين يمكن إيجازهما كما يلي (GRI, 2013):

المجموعة الأولى- مبادئ تحديد محتوى تقرير الإستدامة: وتشتمل تلك المجموعة علي أربعة مبادئ، وهي:

1- تضمين كافة أصحاب المصالح Stakeholder Inclusiveness. ويشير هذا المبدأ إلي ضرورة تحديد الشركة لأصحاب المصالح، والإفصاح عن كيفية الإستجابة لتوقعاتهم وإهتماماتهم المعقولة.

2- سياق الإستدامة Sustainability.Context. ويشير هذا المبدأ إلي ضرورة إفصاح الشركة عن أدائها الاقتصادي والبيئي والاجتماعي بشكل شامل.

3- الأهمية النسبية Materiality. ويشير هذا المبدأ إلي ضرورة أن يغطي التقرير الجوانب التي تعكس الآثار الاقتصادية والبيئية والاجتماعية الهامة للشركة، والتي تؤثر بشكل جوهري علي تقييمات وقرارات أصحاب المصالح.

4- شمولية التقرير Completeness. ويشير هذا المبدأ إلي ضرورة أن يتضمن التقرير كافة الجوانب ذات الأهمية النسبية، والتي تمكن أصحاب المصالح من تقييم أداء الشركة بصورة ملائمة.

المجموعة الثانية- مبادئ تحديد جودة تقرير الإستدامة: وتشتمل تلك المجموعة علي ستة مبادئ، وهي:

- ١- للتوازن Balance، ويشير هذا المبدأ إلى ضرورة أن يعكس تقرير الإستدامة الجوانب الإيجابية والسلبية لأداء الشركة. بصورة حيادية، وذلك لتمكين أصحاب المصالح من التقييم المنطقي للأداء العام للشركة.
- ٢- القابلية للمقارنة Comparability، ويشير هذا المبدأ إلى ضرورة إفصاح الشركة عن أدائها الإقتصادي والبيئي والاجتماعي بطريقة تمكن أصحاب المصالح من تحليل التغيرات في الأداء بمرور الوقت، وإمكانية مقارنة أدائها بأداء الشركات الأخرى.
- ٣- الدقة Accuracy، ويشير هذا المبدأ إلى ضرورة أن تكون المعلومات المفصّل عنها دقيقة ومفصلة بما يكفي لتقييم أداء الشركة.
- ٤- التوقيت المناسب Timeliness، ويشير هذا المبدأ إلى ضرورة تقديم التقرير في التوقيت المناسب لأصحاب المصالح لتكون المعلومات المفصّل عنها قادرة على التأثير على قراراتهم.
- ٥- الوضوح Clarity، ويشير هذا المبدأ إلى ضرورة تقديم التقرير بطريقة مفهومة وخالية من أي غموض مع إمكانية الحصول عليها بسهولة لكافة أصحاب المصالح.
- ٦- الموثوقية Reliability، ويشير هذا المبدأ إلى أنه يجب على الشركة جمع وتسجيل وتحليل والإفصاح عن المعلومات الكافية، وكيفية إعداد التقرير حتى يمكن مراجعة التقرير وتحديد جودة التقرير وخلوه من الأخطاء الجوهرية.

### ٥/٣ دوافع الإفصاح عن الإستدامة

يمكن إرجاع توجه الشركات للإفصاح عن أدائها البيئي والاجتماعي بجانب أدائها الإقتصادي إلى الضغوط التي تواجهها من قبل أصحاب المصالح المختلفين، سواءً كانت ضغوطاً نظامية متمثلة في القوانين والتشريعات التي تصدرها الحكومات والجهات التنظيمية المختلفة، أو كانت ضغوطاً أخلاقية يمكن أن تؤثر على سمعة الشركة، وبالتالي على قدرتها على الإستمرارية في السوق، أو أن هذا التوجه جاء بهدف تحقيق منافع إقتصادية حيث أن أي قرار يتم إتخاذه يجب أن يخضع لإختبار التكلفة والعائد. وبالتالي، توجد عدة دوافع وأسباب أدت إلى تزايد الحاجة إلى تطوير الإفصاح عن أداء الإستدامة للشركات والتي يمكن تلخيصها في الجوانب التالية ( Ding et al., 2014; Lassaad and Khamoussi, 2012; Gholami et al., 2013; Dhaliwal et al., 2011):

- تزايد المسؤوليات والإلتزامات الاجتماعية والبيئية على الشركات بصورة سريعة ومتلاحقة.
- إتساع نطاق أصحاب المصالح وزيادة للطلب على المعلومات المرتبطة بالبعدين الاجتماعي والبيئي سواءً كانت معلومات مالية أو غير مالية للمساهمة في ترشيد عملية إتخاذ القرار.
- يؤدي تركيز الشركات على الإفصاح عن الأداء المالي دون الإهتمام بالأداء الاجتماعي والبيئي إلى تخفيض مستويات الثقة في التقارير المالية المنشورة.

- تحمل العديد من الشركات العالمية لتعويضات مالية كبيرة نتيجة الأثار السلبية لإدائها علي المجتمع والبيئة.
- تزايد القوانين والقواعد التي تصدرها الحكومات وهيئات سوق المال وغيرها وخاصة بحماية البيئة والتي تلزم الشركات بتطبيقها لإلزامياً أو إختيارياً بهدف المشاركة المجتمعية.
- كما أوضح الدليل الإسترشادي لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الإستدامة الصادر عن البورصة المصرية في عام ٢٠١٦ الأهمية والمنافع التي يمكن أن تعود علي الشركات من الإستثمار في أنشطة الإستدامة وذلك كما يلي<sup>1</sup> :
- تحسين إمكانية الحصول علي رؤوس الأموال: إذ أن دمج جوانب الإستدامة في التقارير الدورية الخاصة بالشركات يؤدي إلي أداء إستراتيجي ومؤسسي أفضل، والذي ينعكس تحسين عوائد الإستثمار وتوفير شروط تمويل أفضل، والقدرة علي جذب رؤوس الأموال خاصة طويلة الأجل، وجذب الإستثمارات طويلة الأجل كأموال صناديق المعاشات.
- الربحية والنمو: حيث يتم خلق قيمة مالية للشركة من خلال تخفيض التكلفة وإدارة المخاطر وتوفير فرص إستثمارية، كما تحث علي التعاون مع أصحاب المصالح والتوصل لفهم أفضل لإحتياجاتهم، مما يسهم في توجيه قرارات الإستثمار وتحفيز الإبتكار وتعزيز التميز والمنافسة.
- الإمتثال لخطط العمل التصحيحية وإدارة المخاطر: حيث تتمكن الشركات من التعرف علي المخاطر من منظور متكامل ووضع الإستراتيجيات المناسبة لإدارتها، وهو ما يساعد المستثمرين والمحللين علي التعرف علي نسبة المخاطر ومعدل العائد وإتخاذ القرارات الملائمة، وتعزيز ممارسات الشركات في الإفصاح الإختياري عن تلك البيانات.
- تعزيز السمعة الجيدة للشركات ورفع قيمة علاماتها التجارية: حيث تؤدي إلي سعي الشركات إلي خفض الأثار السلبية علي البيئة والمجتمع، والإمتثال للقواعد الأخلاقية التي وضعتها معايير ممارسة الصناعة ومعايير الإستدامة التي حددتها الأطر الدولية والمحلية. وبالتالي تسهم في بناء سمعة جيدة وتحسين صورة الشركة لدي العاملين بها وأصحاب المصالح الأخرى.
- تشجيع إشراك العاملين: يسهم مبدأ التنمية المستدامة في وضع سياسات أفضل للموارد البشرية ويعمل علي زيادة ولاء العاملين ورفع معنوياتهم.

<sup>1</sup> <http://www.egx.com.eg/ar/Sustainability-Guidance.aspx>

#### ٤- النظريات المفسرة للإفصاح المحاسبي عن الإستدامة

في محاولة لتفسير الدوافع والمسببات التي تثير الإتجاه المتزايد نحو الإفصاح عن الإستدامة وإستثمار الشركات في الأنشطة البيئية والاجتماعية، توجد عدة نظريات فلسفية يمكنها تفسير ذلك التوجه وقد إستخدمت أغلب الدراسات السابقة نظرية أصحاب المصالح Stakeholders Theory ونظرية الشرعية Legitimacy Theory في تفسير تلك الظاهرة، وذلك بجانب النظريات الأخرى والتي من أهمها (Wilson, 2003):

- نظرية العقد الاجتماعي Social contract theory. تركز نظرية العقد الاجتماعي على أن المجتمع يتكون من سلسلة من العقود الصريحة والضمنية بين الأفراد والمؤسسات. وقد تطورت هذه العقود بحيث يمكن إجراء المبادلات بين الأطراف في بيئة من الثقة والانسجام. ووفقاً لنظرية العقد الاجتماعي، تتدخل الشركات، كمؤسسات، في هذه العقود مع أعضاء آخرين في المجتمع، وتتلقى الموارد والسلع والموافقة المجتمعية للعمل في مقابل السلوك الجيد.
- نظرية العدالة الاجتماعية Social justice theory. تركز نظرية العدالة الاجتماعية على العدالة في توزيع الموارد على أفراد المجتمع، حيث يرى أنصار نظرية العدالة الاجتماعية أن المجتمع العادل هو المجتمع الذي يتم في ظله النظر إلى احتياجات جميع أفراد المجتمع، وليس فقط أولئك الذين يملكون السلطة والثروة. ونتيجة لذلك، يتعين على مديري الشركات النظر في كيفية توزيع هذه الموارد على نحو مناسب في المجتمع.
- نظرية الحقوق Rights theory. وهي النظرية المعنية بمعنى الحقوق بما في ذلك حقوق الإنسان الأساسية، وحقوق الملكية. فحقوق الملكية لا يجب أن تتجاوز حقوق الإنسان. فمن منظور المسؤولية الاجتماعية للشركات، فإن هذا يعني أنه بينما يمتلك حملة الأسهم في شركة ما حقوق ملكية معينة، إلا أن هذا لا يمنحهم ترخيصاً لتجاوز حقوق الإنسان الأساسية للعاملين، وأعضاء المجتمع المحلي، وأصحاب المصلحة الآخرين.
- نظرية علم الأخلاق Deontological theory: تتعامل نظرية علم الأخلاق على أساس الاعتقاد بأن الجميع، بما فيهم مديري الشركات، عليهم واجب أخلاقي بأن يعاملوا الجميع باحترام، بما في ذلك الاستماع والنظر في احتياجاتهم.

ونظراً لأهمية نظرية أصحاب المصالح Stakeholders Theory ونظرية الشرعية Legitimacy Theory في تفسير تلك الظاهرة. سوف يركز الباحث في هذا الجزء على تلك النظريتين كما يلي.

#### ١/٤ نظرية أصحاب المصلحة Stakeholders Theory

يمثل أصحاب المصلحة أي فرد أو مجموعة يمكن أن تؤثر أو تتأثر بتحقيق أهداف المنظمة. وتتضمن الفرضية الأساسية لنظرية أصحاب المصلحة بأنه كلما كانت علاقاتك أقوى مع الأطراف الخارجية الأخرى، كلما أمكن تحقيق أهداف الشركة. فالهدف من نظرية أصحاب المصلحة هو مساعدة الشركات على تعزيز العلاقات مع المجموعات الخارجية من أجل تطوير ميزة تنافسية (Noronha et al., 2018). وعلي جانب إستدامة الشركات، فطبقاً لنظرية أصحاب المصلحة فإنه من مصلحة الشركة الاقتصادية أن تعمل في هذا الاتجاه (الإستدامة) لأنه سوف يعزز من علاقتها مع أصحاب المصلحة، الأمر الذي يساهم في تحقيق أهداف الشركة.

ويعد وضع استراتيجيات للتعامل مع أصحاب المصالح الرئيسيين تحدياً كبيراً لمديري الشركات. إذ تختلف أهداف وأولويات المجموعات المختلفة لأصحاب المصلحة، فالمساهمون والمستثمرون يهدفون إلى تحقيق عائد مثالي على استثماراتهم، والموظفون يتطلعون إلى أماكن عمل آمنة ورواتب تنافسية وأمن وظيفي، والعلاء يريدون سعلاً وخدمات عالية الجودة بأسعار عادلة، والمجتمعات المحلية تريد الاستثمار المجتمعي، والحكومات والهيئات المنظمة تسعى للإمتثال الكامل للوائح والقوانين المعمول بها. ومع ذلك فهناك اعتراف عام بأن أهداف الاستقرار الاقتصادي وحماية البيئة والعدالة الاجتماعية يمكن أن تلبى إحتياجات العديد من مجموعات أصحاب المصلحة (Wilson, 2003).

وتؤثر المسؤولية الاجتماعية للشركات تأثيراً إيجابياً على قيمة الشركة من خلال مجموعة متنوعة من أصحاب المصلحة، مثل المساهمين والدائنين والموظفين والعلاء والمنظمين والمجتمعات. وعلى وجه التحديد، تقترح نظرية أصحاب المصلحة الفعالة أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تمكن الشركات من الحصول على مزايا تنافسية من خلال وجود الثقة في علاقات الإدارة مع أصحاب المصلحة (Lenz et al., 2017). فطبقاً لنظرية أصحاب المصلحة، سيؤدي تحسين المسؤولية الاجتماعية للشركات إلى تعزيز قيمة الشركة أو إلى انخفاض مستمر في المخاطر التي تواجهها.

ويجادل (Godfrey, 2005) بأن المسؤولية الاجتماعية للشركات يمكن أن تولد ما يسمى برأس المال الأخلاقي moral capital والذي يستخدم لحماية سمعة وشهرة الشركة، حيث تكون لدى الشركة احتمالية أعلى للاحتفاظ بمصدقيتها وتعزيز علاقتها مع أصحاب المصلحة والذي ينعكس في النهاية على تحسين الأداء المالي. وعلاوة على ذلك، فإن قبول شركة ما في المجتمع يرتبط ارتباطاً مباشراً بأهداف أصحاب المصلحة، والذي وفقاً له يجب إدارة موارد الشركات بما يحقق مصالح جميع الأطراف المعنية وليس فقط مصلحة حملة الأسهم. وبالتالي، تقترح نظرية أصحاب المصلحة أن

الشركات يجب أن تأخذ بعين الاعتبار وجهات نظر وتوقعات مختلفة لمجموعة واسعة من الأطراف التي لها مصلحة في أنشطة الشركات (Laplume et al., 2008).

لذلك يقدم تقرير الاستدامة معلومات ذات قيمة إلى جمهور أوسع، ويساعد على تلبية احتياجاتهم من المعلومات. وتفترض نظرية أصحاب المصالح بأن عدداً كبيراً من أصحاب المصلحة تعمل كجماعات ضغط على الشركات للإفصاح عن ما لديها من معلومات حول أدائها المستدام. كما تقدم نظرية أصحاب المصلحة شكلاً جديداً من التفكير الإداري حول مسؤوليات الشركات. فتقارير الاستدامة هي خطة استراتيجية لإظهار أن الأداء الاجتماعي والبيئي للشركة لا يلبي احتياجات المساهمين فقط ولكن أيضاً احتياجات أصحاب المصلحة الآخرين.

ولقد لعبت نظرية أصحاب المصلحة دوراً حاسماً في تحديد المجموعات الاجتماعية التي تحدد سلوكيات الإفصاح في الشركات، كما ساهمت في توضيح الروابط بين تقارير الاستدامة للشركات والأداء الاقتصادي، وساعدت على إبراز الدور الذي يجب أن تلعبه الشركات في المجتمع. كما ساهمت في تحديد العلاقة بين أهداف وأولويات أصحاب المصلحة المختلفين وأنشطة الشركات في ظل حماية البيئة والتنمية المستدامة (Noronha et al., 2018).

#### ٢/٤ نظرية الشرعية Legitimacy theory

لا يتوقف بقاء الشركة واستمراريتها فقط على الأداء المالي ولكنه يعتمد أيضاً على درجة تأثير مخرجاتها على المجتمع والبيئة المحيطة بها. فعندما يتأثر المجتمع والبيئة المحيطة بمخرجات الشركة بصورة سلبية فإن ذلك يهدد استمرارية الشركة. ويقائنها في المنافسة، أو بمعنى آخر يهدد شرعية الشركة، وينشأ ما يسمى بفجوة الشرعية Legitimacy Gap (Deegan, 2002).

وقد فسّر (Matthews, 1997) قيام الشركات بالإفصاح الإختباري عن المعلومات الاجتماعية والبيئية، على أنه إحترام ومراعاة الشركات للعقد الاجتماعي social contract من أجل تعزيز شرعيتها وتعزيز مقدرتها المالية. وترتبط هذه الشرعية بفكرة أن الشركات تتعرض لضغوط متزايدة لإظهار أن أنشطتها وعملياتها تراعي المجتمع وتحافظ على البيئة المحيطة. ويقلل الحصول على مثل هذه الشرعية من العبء التنظيمي الذي يمكن أن يفرضه من تنفيذ إستراتيجية الشركة، كما أن تلك الشرعية تعمل على دعم عمليات الرقابة وتحفيز العاملين وتعزيز الشهرة والقيمة التجارية للشركات.

وقد يختلف الإفصاح عن الاستدامة من شركة لأخرى تبعاً لنوع الصناعة وخصائص الشركات الأخرى مثل حجم الشركة وهيكل مجلس الإدارة والشهرة. فالشركات ذات السمعة القوية قد تتجه لتقديم تقارير الاستدامة لتكون شكلاً من أشكال التأمين والحماية لقيمة علاماتها التجارية

(Brooks and Oikonomou, 2018). كذلك فإن الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية تكون أكثر ميلاً للإفصاح عن المعلومات الاجتماعية والبيئية من الشركات غير المقيدة (Haddock, 2005). وقد وجد (Christensen, 2015) أن الشركات التي تقصص إختيارياً عن أدائها الاجتماعي والبيئي يكون لديها احتمالاً أقل للتعرض للدعاوى القضائية مستقبلاً.

ووفقاً لنظرية الشرعية، تحتاج الشركات إلى الشرعية، بمعنى ترخيص المجتمع لأعمال الشركة للوصول إلى الموارد الضرورية للنجاح في إدارة الأعمال. وتقتصر نظرية الشرعية أن أي شركة لها حق أصيل في الوجود، ولكن تلك الشركة تخضع لشرعية أكبر يمنحها لها المجتمع. غير أن هذه الشرعية يمكن أن تكون مهددة إذا أدرك المجتمع أن الشركة لا تعمل بطريقة مقبولة. وبناءً عليه تهدف استراتيجيات الشرعية إلى ضمان الشرعية كمورد قيم بحد ذاته (Hahn and Kuhnen, 2013).

#### ٥- تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن الاستدامة وقيمة الشركة

كما يتضح سابقاً من نظرية أصحاب المصالح، تسعى مجموعة متنوعة من أصحاب المصلحة (على سبيل المثال، الموظفين، العملاء، الموردين، الدائنين، السلطات العامة) إلى تحقيق مصالح اقتصادية وبيئية واجتماعية مختلفة، وأن تحقيق التوازن بين أهداف ومصالح تلك الأطراف هو ما يحدد نجاح أي منظمة. وتقوم الشركات بالتقرير عن الاستدامة في محاولة منها لتلبية تلك الاحتياجات المختلفة، من خلال الإفصاح عن معلومات الاستدامة، وذلك بهدف زيادة الشفافية، وتعزيز قيمة العلامة التجارية، وتحسين السمعة، والشرعية، وإمكانية المقارنة مع المنافسين، وتعزيز القدرة التنافسية، وتحفيز الموظفين، ودعم مصداقية المعلومات والرقابة على العمليات (Herzig and Schaltegger, 2006).

وقد أشار (Schahegger and Burritt, 2010) إلى مفهوم "محاسبة الاستدامة" على أنه فرع للمحاسبة، يخدم النظام البيئي والمجتمع، وأن محاسبة الاستدامة، كأداة وطريقة لإدارة المعلومات، يمكن أن تعزز استدامة ومسؤولية الشركات. لذلك يكمن الاختلاف بين محاسبة الاستدامة والمحاسبة التقليدية في حقيقة أن محاسبة الاستدامة توفر معلومات مناسبة وكافية (مالية وغير مالية) عن الأنشطة المستدامة للشركات والمساهمات المحددة التي تقدمها تلك الشركات في التنمية المستدامة.

وقد شهدت العقود الأخيرة طفرة في تقارير استدامة الشركات، ومع ذلك، فإن انتشارها لا يضمن الإفصاح الفعال والمتسق مع الأهمية النسبية. فالأهمية النسبية هي المصطلح الرئيسي المستخدم في تقارير الاستدامة الحالية للشركات، والذي يعني الممارسات ذات التأثير الفعال في الأداء البيئي والمجتمعي للشركات، أو التي لها تأثير جوهري على تقييمات وقرارات أصحاب المصالح. إذ

أنه يتوقع أن تختار الشركات معظم القضايا ذات الأهمية النسبية لتحديات الاستدامة. وتتعامل معها. ونفصح عنها (Ortar, 2016). ويساعد علي ذلك أن ممارسات الإفصاح المتعلقة بالاستدامة هي في الأساس ذات طبيعة إختيارية تعطي الشركات مرونة كبيرة في تجربة الإفصاح عن معلومات الاستدامة (Chen and Bouvain, 2009).

ويري الباحث أن الجدل حول ما إذا كان الأداء الاجتماعي والبيئي الجيد يعود بمنافع مالية علي الشركات أم لا، هو السبب الرئيسي في إختلاف ممارسات الإفصاح عن الاستدامة. فوفقاً لنظرية أصحاب المصلحة فإن المسؤولية الاجتماعية للشركات يمكن أن تساعد في بناء وتوطيد علاقات الثقة مع مجموعة متنوعة من الأطراف (العاملين، المساهمين، المستهلكين، الجهات الحكومية والمحليات وغيرهم) وهو ما يساهم بشكل كبير في نجاح الشركات في الأجل الطويل (Brooks and Oikonomou, 2018). وعلي جانب آخر هناك من يري أن تطبيق المسؤولية الاجتماعية والبيئية للشركات يفرض ضريبة غير عادلة في الأساس علي المساهمين، وأن تكاليف تنفيذها تفوق أي منافع محتملة ملموسة، وبالتالي فإنه يؤدي إلي سوء تخصيص للموارد، ويخفض من قيمة المنشأة (Friedman, 2007).

كما لاحظ العديد من الدراسات أن الإفصاح الإختيارى يسمح للشركات باستخدام تقارير الاستدامة كأداة إئتقائية لتحسين صورة وسمعة الشركة، وأن معظم المعلومات التي تم الإفصاح عنها إختيارياً في تقارير الاستدامة تلقي الضوء الإيجابي على الشركة المعنية (على سبيل المثال Castello and Lozano, 2011; Coupland, 2006; Hanson and White, 2003; Holder-Webb et al., 2009; Livesey and Kearns, 2002). ونتيجة لذلك، يتم انتقاد العديد من تلك التقارير بسبب طابعها الاستدلالي والانتقائي. ووفقاً لإرشادات GRI، تعتمد جودة تقارير الاستدامة على الإفصاح المتوازن عن كل من الجوانب الإيجابية والسلبية لأداء الشركة.

وغالبا ما يتم التوصل إلى نتائج ذات أهمية كبيرة للمسؤولية الاجتماعية للشركات عندما لا يتم الجمع بين نقاط القوة وبين نقاط الضعف في مقياس واحد مجمع. إذ يبدو أن التأثير المالي السلبى لنقاط الضعف أقوى من التأثير المالي الإيجابي لنقاط القوة. فقد إستعرض (Lankoski, 2009) آراء المديرين التنفيذيين للشركات بشأن هذه القضية، ووجد أن التأثيرات الاقتصادية السلبية للعمليات الخارجية السلبية المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية للشركات كانت أقوى من تأثيرات العوامل الخارجية الإيجابية.

ويمكن تفسير ذلك الإتجاه بما يعرف بالتحيز السلبي negativity bias والذي يشير إلى أن الأفراد في سلوكهم يميلون إلي إعطاء الأفعال السلبية وزناً نسبياً أكبر من الأفعال الإيجابية (Brooks and Oikonomou, 2018). كما يمكن تفسيرها علي أساس إفتراض أن السلوك الجيد للشركات غالباً ما يفهم ببساطة على أنه مجرد تلبية للتوقعات المجتمعية والالتزام بالمعايير والقوانين، وبالتالي



لا يحتاج إلي الكثير من المعلومات حول الطابع الأخلاقي الحقيقي للشركة، بينما يشكل السلوك السلبي للشركات انحرافات عن القاعدة وهو ما يعكس بصورة أكبر علي تقييم الأداء المالي والإقتصادي لتلك الشركات (Mishina et al., 2012)

يتضح من ذلك أن الإفصاح الإختياري الحالي عن أنشطة الإستدامة يعطي مجالاً لإدارة الشركات للتركيز علي الجوانب الإيجابية بصورة أكبر من الجوانب السلبية، وهو ما يخفض من جودة التقرير عن الإستدامة. ولتفادي ذلك يجب عمل مؤشر شامل يتضمن ما يجب أن تفصح عنه الشركات بشأن تأثير عملياتها وأنشطتها علي البيئة والمجتمع، علي أن يشارك في صناعة هذا المؤشر أصحاب المصالح المختلفين.

ويركز (Thomson and Bebbington, 2005) علي أن جودة التقرير ترتبط ارتباطاً وثيقاً بجودة مشاركة أصحاب المصلحة. فعلي الرغم من أن معايير التقرير والمساءلة الحالية تعزز الشفافية، إلا أنها لا تصل إلي إشراك أصحاب المصلحة في الحوار. كما أكد (Manetti, 2011) علي أن الشركات لا تشارك علي الإطلاق أصحاب المصلحة في صنع القرار بشأن محتوى التقارير، مما قد يضر بأهمية المعلومات المفصح عنها ومدى ملاءمتها. لذلك يجب علي الشركات التي تسعى إلي الإفصاح عن الإستدامة أن تشارك أصحاب المصالح وتحدد بوضوح الغرض من تلك المشاركة وتحديد أصحاب المصالح الرئيسيين، وإهتمامهم وترتيب الأولويات وفقاً لمدى الأهمية النسبية، وبالتالي تحديد الأحداث الجوهرية لدي الشركة. ويجب أن يتم الإفصاح عن نتائج تلك المشاركات ضمن تقارير الإستدامة للشركة.

فمن وجهة النظر التقليدية، يكون تعظيم ثروة المساهمين هو الهدف النهائي للشركة، ولكن من وجهة نظر أصحاب المصلحة، هناك أطراف أخرى لها أهداف وغايات مختلفة. ويرى (Li et al., 2018) أن الشركات التي لديها إفصاح أفضل عن الإستدامة يمكن أن تكون أكثر جاذبية لكل من المساهمين وغيرهم من أصحاب المصلحة الرئيسيين، وأن تحسين العلاقة بين الشركات وأصحاب المصلحة المختلفين ستعود بالفائدة علي الربحية وقيمة الشركة علي المدى البعيد.

ويمكن تبرير ذلك بأن الإفصاح عن ممارسات الإستدامة يوفر معلومات إضافية غير مالية بجانب البيانات المالية مما يقلل من عدم تماثل المعلومات بين الشركات والأطراف ذات الصلة. وتعمل تلك المعلومات الإضافية والمتنوعة علي تحسين المعلومات عن أسعار الأسهم وتزيد من القيمة السوقية للأسهم (Goldstein and Yang, 2015). كما يؤدي تحسين ممارسات الإفصاح عن الإستدامة إلي علاقات أقوى مع أصحاب المصلحة المتعددين الذين يتعاملون مع هذه الشركات، حيث أنها تعطي إشارة لأصحاب المصالح بأن إدارة الشركة لا تخفي معلومات يمكن أن تؤثر علي إستثمارتهم في الشركة أو تؤثر علي المجتمع بصفة عامة بصورة سلبية. كما أن الشركات التي تتمتع

بشفافية وإفصاح أفضل عن الإستدامة يكون من المرجح أن تحصل على رأس المال بتكلفة أقل بسبب السمعة التشغيلية الأفضل، مما يؤدي إلى انخفاض مخاطر السمعة (Galbreath, 2013). كما يمكن استخدام المعلومات غير المالية للتنبؤ بالأداء المالي المتوقع في المستقبل للشركة Serafeim and Grewal, 2017).

ونظراً لأن الإفصاح عن ممارسات الإستدامة يزيد من شفافية الشركات من خلال الإفصاح المتكرر والإختياري عن المعلومات المالية وغير المالية، فإن ذلك يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح المختلفة، وهو ما يقلل من تكاليف الوكالة وبالتالي يساعد الشركات على تبني منظور طويل الأجل من خلال تثبيط السلوك الأنتهازي قصير الأجل، الأمر الذي يعزز من قيمة الشركات على المدى الطويل (Jo and Kim, 2008).

كذلك يري (Patterson, 2013) أن الإفصاح الإختياري عن الأداء البيئي والإجتماعي من المتوقع أن يعزز نمو مبيعات الشركات، ويجذب الموظفين الموهوبين ويقلل من تكلفة رأس المال، وبالتالي يعزز قيمة الشركة على المدى الطويل. وبالإضافة إلى ذلك، يفوض بعض أصحاب المصلحة مسؤوليتهم الإجتماعية إلى الشركات، مما يشير إلى أن المسؤولية الإجتماعية للشركات ترتبط بشكل إيجابي بولاء أصحاب المصلحة، مما يؤدي إلى أداء مالي أفضل في المستقبل. كما أنه كلما زادت القيمة الإجتماعية التي ساهمت بها الشركة وأفصحت عنها، كلما تم الحصول على عائد أعلى من السوق.

وبالتالي يمكن القول أن لممارسات إستدامة الشركات أثراً إيجابياً على قيمة الشركة في المنظور طويل الأجل عن طريق زيادة رضا مختلف أصحاب المصلحة، مثل الموظفين، والعملاء، والمجتمعات، أو تسهيل التواصل بين الشركات وأصحاب المصلحة. كذلك فإن الإفصاح عن إستدامة الشركات يؤدي وظيفة إيجابية في تحسين سمعة وصورة الشركة مما يؤدي إلى تحسين الأداء المالي. علاوة على ذلك، يمكن لممارسات الإستدامة تقليل المخاطر المالية، مما يعزز من قيمة الشركة. ويرى (Kim et al., 2018) أنه على الرغم من أن قيام الشركات بتنفيذ أنشطة المسؤولية الإجتماعية وحماية البيئة لضمان استدامتها قد يحملها نفقات وتكاليف متنوعة، إلا أنه من المتوقع أن تفوق منافع أنشطة إستدامة الشركات تكاليفها ذات الصلة.

لذا فتقارير الأستدامة تمكن الشركات من الإفصاح عن استراتيجياتها والتزاماتها وأدائها في جميع المجالات المالية وغير المالية، وبالتالي ضمان تحقيق أهداف مالية طويلة الأجل مع تخفيف الآثار الإجتماعية والبيئية السلبية. ويجب أن توسع الشركة نطاق تركيزها إلى ما هو أبعد من تحقيق المكاسب قصيرة الأجل من خلال إعادة النظر في تأثير أعمالها على المجتمع والبيئة.

يخلص الباحث مما سبق أن الإفصاح عن الاستدامة يرتبط بصفة عامة بأداء الاستدامة الجيد بالإضافة إلي أداء الشركة، وأن هناك ارتباطاً إيجابياً بين المسؤولية الاجتماعية والبيئية للشركات والأداء المالي على مستوى الشركات. وعلى الجانب الأخرى، هناك عدم تماثل في الآثار المالية للمسؤولية الاجتماعية للشركات، حيث إتضح أن التأثيرات السلبية لعدم المسؤولية الاجتماعية للشركات أقوى من التأثيرات الإيجابية للمسؤولية الاجتماعية للشركات علي الأداء المالي، وهو ما يدفع الشركات إلي أن تفضح إختيارياً عن أدائها الجيد وبصورة إنتقائية لتحسين صورة وسمعة الشركة، وأن أغلب المعلومات التي يتم الإفصاح عنها في تقارير الاستدامة تلقي الضوء الإيجابي على الشركة المعنية.

ولحسم هذا الجدل قام العديد من الباحثين بإجراء دراسات إختبارية حول آثار قيام الشركات بمسئولياتها الاجتماعية والبيئية علي الأداء المالي. وقد ساهم الاهتمام المتزايد في الفترة الأخيرة من قبل الأفراد والمجتمعات بمفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات والنمو المقابل في الاستثمار الاجتماعي Socially Responsible Investment (SRI) إلى تحفيز الباحثين بشكل أكبر للتعق في دراسة العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات والأداء المالي وقيمة الشركة. ولذلك تحاول الدراسة الحالية الإسهام في تلك النقطة البحثية من خلال تحديد مستويات الإفصاح عن الاستدامة للشركات المدرجة بمؤشر المسؤولية المصري وإختبار مدى تأثير هذا الإفصاح علي قيمة الشركة وذلك من خلال الجزء المتبقي من هذه الدراسة.

## ٦- الدراسة التطبيقية

يهدف الجانب التطبيقي من هذه الدراسة إلي محاولة إختبار فرض الدراسة. وسيستخدم الباحث لتحقيق هذا الهدف الأسلوب الإحصائي القياسي من خلال نموذج السلاسل الزمنية للوحدات المقطعية Panel Data حيث يتم دراسة عينة من الشركات المدرجة في مؤشر مسؤولية الشركات المصري (البعد المقطعي cross section) وذلك خلال فترة زمنية تمتد من عام ٢٠١٠ حتي عام ٢٠١٧ (البعد الزمني Time-series). وقد تم الإستعانة بالبرنامج الإحصائي Eviews 09 لإجراء التحليل الإحصائي.

### ١/٦ مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة ضمن مؤشر مسؤولية الشركات المصري خلال الفترة من عام ٢٠١٠ وهي السنة التي بدأ عمل المؤشر بها رسمياً حتي عام ٢٠١٧. وقد بلغ عدد الشركات المدرجة في المؤشر خلال فترة الدراسة ٦٧ شركة. وقد تم إختيار عينة الدراسة وفقاً للشروط التالية:

- توافر التقارير المالية السنوية خلال فترة الدراسة مع توافر البيانات اللازمة لقياس متغيرات للدراسة.

- إستمرار أسهم الشركة في التداول خلال فترة الدراسة:

وقد أسفر تطبيق الشروط السابقة عن إختيار ٤٥ شركة بما يعادل ٦٧% من إجمالي الشركات بمجتمع الدراسة. ويوضح الجدول رقم (١) ملخص لعدد شركات العينة حسب نوع القطاع

جدول رقم (١)

عينة الدراسة

النسبة	عينة الدراسة	مجتمع الدراسة	إسم القطاع
٠,٨	٤	٥	موارد أساسية
٠,٨	٤	٥	كيماويات
٠,٦	٣	٥	التشييد ومواد البناء
٠,٧	١٢	١٧	خدمات مالية وبنوك
٠,٥	٢	٤	أغذية ومشروبات
		١	رعاية صحية وأدوية
٠,٧٨	٧	٩	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
٠,٥	١	٢	منتجات منزلية وشخصية
٠,٦	٨	١٣	العقارات
٠,٧٥	٣	٤	اتصالات
٠,٥	١	٢	سياحة وترفيه
٠,٦٧	٤٥	٦٧	إجمالي

٢/٦ مصادر الحصول علي البيانات:

إعتمد الباحث في جمع البيانات الخاصة بالدراسة التطبيقية علي التقارير المالية المنشورة لشركات العينة والتي تم الحصول عليها من عدة مصادر منها المواقع الالكترونية للشركات، وكتاب الإفصاح السنوي الصادر عن البورصة المصرية، وموقع البورصة المصرية، وموقع مباشر لنشر المعلومات، وموقع investing.com.

٣/٦ توصيف وقياس متغيرات الدراسة

١/٣/٦ قيمة الشركة (المتغير التابع):

هناك العديد من المقاييس التي تستخدم لقياس قيمة الشركة والتي من أهمها:

- نموذج (Ohlson(1995) : ويعد من أشهر النماذج المستخدمة في قياس قيمة الشركة ويعتمد في قياس قيمة الشركة علي القيمة الدفترية للسهم وربحية الشركة.

- نموذج Tobin's Q : ويقاس هذا المؤشر قيمة الشركة بقسمة القيمة السوقية لحقوق الملكية مضافاً إليها إجمالي الديون على القيمة الدفترية لإجمالي الأصول.  

$$\text{Tobin's Q} = (\text{total debt} + \text{market value of equity}) / \text{book value of total assets}$$
- نموذج Tobin's Q المعدل بمتوسط الصناعة : ويقاس قيمة الشركة بطرح قيمة متوسط Tobin's Q للصناعة من قيمة Tobin's Q للشركة في الفترة t.
- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية: ويقاس قيمة الشركة بقسمة القيمة السوقية لحقوق الملكية على القيمة الدفترية للسهم.

وسوف يعتمد الباحث في قياس قيمة الشركة على نموذج Ohlson. حيث يري الباحث أنه من أفضل النماذج المستخدمة في قياس قيمة الشركة حيث يعتمد على بيانات محاسبية أصيلة يتم الإفصاح عنها في التقارير المالية. وبالتالي يستخدم الباحث سعر السهم كمقياس لقيمة الشركة والتعبير عنها كدالة في كل من القيمة الدفترية للسهم وربحية السهم. وسوف يستخدم الباحث سعر الإغلاق للأسهم بعد ٣ شهور من نهاية السنة المالية لشركات العينة.

٢/٣/٦ مؤشر الإفصاح عن الإستدامة (المتغير المستقل):

مؤشر مسئولية الشركات المصري الصادر عن هيئة سوق المال المصرية يحدد حجم المعلومات التي تفصح عنها الشركات بشكل إختياري عن ممارساتها المتعلقة بأنشطة الإستدامة، حيث يتم تقييم الشركات المقيدة في مؤشر EGX 100 بشكل سنوي ثم اختيار أفضل ثلاثين شركة لتحظى بالترتيب الذي تستحقه في المؤشر. وقد إعتد الباحث على هذا المؤشر لقياس مؤشر للإفصاح عن الإستدامة المستخدم في هذه الدراسة، فقد قام الباحث بعكس ترتيب الشركات في مؤشر مسئولية الشركات حيث تحصل الشركة ذات المركز الأول على ٣٠ والشركة في المركز الأخير على ١ مع قسمة تلك النقاط على ٣٠ حتي نحصل على مؤشر الإفصاح عن الإستدامة لكل شركة منسوبة إلى أعلى الشركات إفصاحاً والتي حصلت على المركز الأول.

٣/٣/٦ القيمة الدفترية للسهم (متغير مستقل):

يعتمد نموذج Ohlson في تقييم قيمة الشركة على القيمة الدفترية والأرباح المحاسبية ولذلك تم إدخال تلك المتغيرات في نموذج الدراسة وتم قياسها القيمة الدفترية للسهم بقسمة القيمة الدفترية للسهم في نهاية الفترة المالية على المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية المتداولة خلال الفترة.

٤/٣/٦ صافي الربح للسهم (متغير مستقل):

يتم قياس صافي الربح للسهم بقسمة صافي الربح قبل الضريبة في نهاية الفترة المالية علي المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية المتداولة خلال الفترة.

٤/٦ نموذج الدراسة

لقياس قيمة الشركة فقد تم الإعتماد علي نموذج (Ohlson, 1995) والذي يمكن صياغته علي النحو التالي :

$$P_{i,t} = b_0 + b_1 BV_{i,t} + b_2 E_{i,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

حيث أن:

$P_{i,t}$ : القيمة السوقية للسهم وتمثل في سعر سهم الشركة  $t$  بعد نهاية ٣ شهور من نهاية السنة المالية  $t$ .

$BV_{i,t}$ : القيمة الدفترية لسهم الشركة  $t$  في نهاية السنة المالية  $t$ .

$E_{i,t}$ : صافي ربح سهم الشركة  $t$  عن السنة المالية  $t$ .

$b_0, b_1, b_2$ : معاملات الانحدار للنموذج

$e_{i,t}$ : الخطأ العشوائي

وحيث تهدف الدراسة الحالية إلي اختبار أثر الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة علي قيمة الشركة. وبالتالي يتم اختبار الفرض الرئيسي التالي: توجد علاقة إيجابية بين الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة وبين القيمة السوقية للشركة. ولذلك فقد تم تعديل النموذج وإدخال مؤشر الإفصاح عن الإستدامة كمتغير مستقل لتصبح صيغة النموذج المعدل كما يلي :

$$P_{i,t} = b_0 + b_1 SUS_{i,t} + b_2 BV_{i,t} + b_3 E_{i,t} + e_{i,t} \quad (2)$$

حيث أن:

$SUS_{i,t}$ : قيمة مؤشر الإفصاح عن الإستدامة للشركة  $t$  في نهاية السنة المالية  $t$ .

$b_0, b_1, b_2, b_3$ : معاملات الانحدار للنموذج

٥/٦ نتائج الاختبارات الإحصائية

١/٥/٦ الإحصاء الوصفي لمتغيرات النموذج Descriptive statistics

يعرض الباحث في هذا الجزء الخصائص الإحصائية الوصفية الأساسية لمتغيرات نموذج الدراسة بالاعتماد على عدة مؤشرات منها المتوسط الحسابي والوسيط والمدى والانحراف المعياري. ويلخص الجدول رقم (٢) تلك المؤشرات.

#### جدول رقم (٢)

##### الإحصائيات الوصفية لمتغيرات النموذج

المتغير	القيمة السوقية للسهم	مؤشر الإفصاح عن الإستدامة	القيمة الدفترية للسهم	صافي الربح للسهم
المتوسط	9.162454	0.290741	8.914086	1.612330
الوسيط	5.840000	0.100000	5.686500	0.350000
أعلى قيمة	69.01000	1.000000	41.45100	28.94000
أقل قيمة	0.231000	0.000000	-4.550000	-0.250000
الانحراف المعياري	10.01975	0.345212	9.472015	3.705976
Jarque-Bera	1279.788 (0.000)	46.70724 (0.000)	229.2877 (0.000)	6169.688 (0.000)
عدد المشاهدات	360	360	360	360

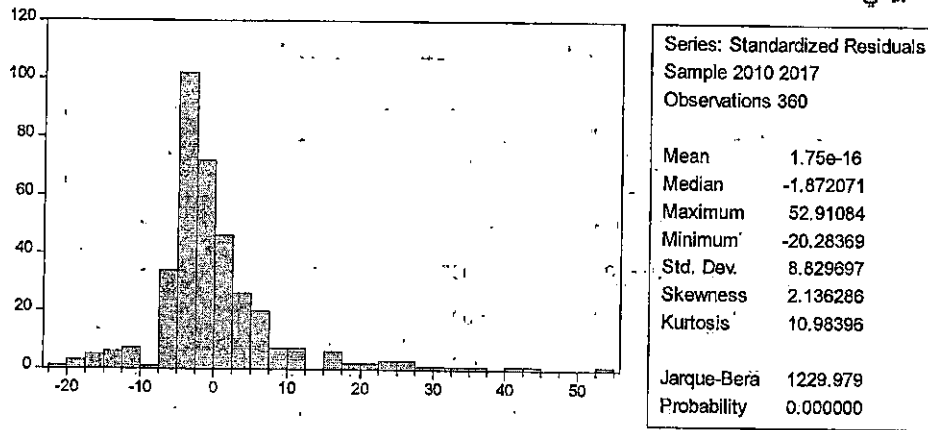
يتضح من الجدول رقم (٢) أن القيمة السوقية لأسهم شركات العينة تتراوح بين ٠،٢٣١ و ٦٩،٠٠١ بمتوسط ٩،١٦ وانحراف معياري ١٠،٠٢ وهو ما يشير إلى تشتت كبير في القيمة السوقية لشركات العينة حول متوسطها وهو ما يؤكد انخفاض قيمة الوسيط بصورة كبيرة عن المتوسط الحسابي. كما تراوحت قيمة مؤشر الإفصاح عن الإستدامة لشركات العينة بين صفر وتمثل الشركات التي خرجت من المؤشر في سنة معينه، وبين واحد صحيح وتمثل الشركة التي حظيت بالمركز الأول في ترتيب المؤشر في سنة معينه، بمتوسط ٠،٢٩ وانحراف معياري ٠،٣٤٥.

كذلك تتراوح القيمة الدفترية لأسهم شركات العينة بين -٤،٥٥ و ٤١،٤٥ بمتوسط ٨،٩١ وانحراف معياري ٩،٤٧ وهو ما يشير أيضاً إلى تشتت كبير في القيمة الدفترية لشركات العينة حول متوسطها. أما صافي ربحية أسهم شركات العينة فقد تراوحت بين -٠،٢٥ و ٢٨،٩٤ بمتوسط ١،٦١ وانحراف معياري ٣،٧ وهو ما يشير أيضاً إلى تشتت كبير في ربحية شركات العينة حول متوسطها الحسابي.

#### ٢/٥/٦ إختبار إعتدالية متغيرات النموذج Normality Test

للتحقق من إقتراب بيانات النموذج من التوزيع الطبيعي فقد تم استخدام إختبار Jarque-Bera وقد أظهرت نتائج الإختبار على مستوى كل متغيرات النموذج عدم إتباع أي من متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي حيث أن مستوى معنوية الإختبار p.value لكل المتغيرات هي ٠،٠٠٠٠١.

وهي أقل من مستوي معنوية ٠،٠٥ وذلك كما يتضح من الجدول رقم (١). وعلى مستوي النموذج ككل فيوضح الشكل رقم (١) نتائج إختبار Jarque-Bera لبواقى النموذج للتحقق من إعتدالية بيانات النموذج ككل وقد أظهرت نتائج الإختبار أن مستوي المعنوية p.value هو ٠،٠٠٠٠ وهو أقل من مستوي معنوية ٠،٠٥ مما يعني رفض الفرض العدمي وأن بواقى النموذج لا تتبع التوزيع الطبيعي.



شكل رقم (١)

### ٣/٥/٦ إختبار إستقرار السلاسل الزمنية Stationarity Test

قبل تقدير معاملات النموذج وحتى لا نحصل علي نماذج إحدار زائفة spurious regression فيجب إختبار إستقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة في حالة عدم إستقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة قد يعطي نموذج الإحدار: نتائج جيدة ومعنوية لبعض المتغيرات وقيمة جيدة لمعامل التحديد  $R^2$  أو العكس، ولكنها في الحقيقة تكون نتائج غير حقيقية وزائفة. وحتى يتم التأكد من إستقرار تلك المتغيرات فقد تم إستخدام نماذج إختبارات جذر الوحدة Unit Root Test (ممثلة في إختبارات ADF & PP & LLC & IPS) ويلخص الجدول رقم (٣) نتائج تلك الإختبارات.

جدول رقم (٣) نتائج إختبارات جذر الوحدة للمتغيرات المستقلة								
صافي الربح للسهم		القيمة الدفترية للسهم		مؤشر الإفصاح عن الإستدامة		المتغير التابع القيمة السوقية للسهم		النموذج
الفرق الأول	المستوي level	الفرق الأول	المستوي level	الفرق الأول	المستوي level	الفرق الأول	المستوي level	
-119.021 (0.00)	-161.056 (0.0001)	-13.488 (0.00)	6.6813 (1.00)	-39.328 (0.00)	-7.8422 (0.00)	-22.474 (0.00)	-4.32938 (0.00)	Levin, Lin & Chu t(LLC)
-12.0685	-15.7097	-5.0578	4.5871	-6.1440	-1.6076	-4.4446	0.83848	Im, Pesaran



(0.0007)	(0.602)	(0.015)	(0.992)	(0.00)	(0.054)	(0.00)	(0.7991)	and Shin W-stat(IPS)
153.955 (0.00)	102.692 (0.135)	194.735 (0.00)	69.604 (0.977)	143.83 (0.00)	85.378 (0.066)	167.60 (0.00)	98.2280 (0.2595)	ADF - Fisher Chi-square
260.294 (0.00)	130.366 (0.002)	237.705 (0.00)	72.388 (0.231)	291.39 (0.00)	121.30 (0.00)	172.27 (0.00)	82.1966 (0.7086)	PP - Fisher Chi-square
مستقرة	غير مستقرة	مستقرة	غير مستقرة	مستقرة	غير مستقرة	مستقرة	غير مستقرة	النتيجة

من الجدول السابق وبالتركيز علي إختبار ديكي فوللر الموسع ADF وهو أشهر النماذج وأكثرها استخداماً يتضح أنه يوجد جذر وحده لكل متغيرات النموذج عند المستوي level وبالتالي متغيرات النموذج غير مستقرة عند المستوي  $I(0)$ ، أما عند الفرق الأول First - difference يتضح أن المتغيرات جميعها ساكنه عند نفس الدرجة  $I(1)$  وبالتالي فإنها متكاملة من الدرجة الأولى.

يتضح من النتائج السابقة عدم إتباع أي من متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي كما إتضح عدم إستقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة عند المستوي. ولحل هذه المشكلة فقد قام الباحث بتعديل النموذج القياسي والأخذ بالفرق الأول لجميع متغيرات الدراسة First - difference حيث أنها جميعها ساكن عند نفس المستوي  $I(1)$ . كما قام الباحث لأغراض تحسين تقديرات النموذج بإضافة معامل تصحيح الخطأ Error Correction coefficient وهو عبارة عن بواقي النموذج الأصلي ولكن بعد فترة إبطاء واحدة حتي يستقر النموذج والحصول علي إحصاءات ونتائج أكثر دقة للنموذج القياسي.

٤/٥/٦ إختبار فرض الدراسة بإستخدام نموذج السلاسل الزمنية للوحدات المقطعية Panel Data

بناءً علي نتائج الإختبارات السابقة يتم تعديل نموذج الدراسة بأخذ الفرق الأول لجميع متغيرات الدراسة وإضافة معامل تصحيح الخطأ للنموذج وبذلك يصبح النموذج بعد التعديل علي النحو التالي:

$$dP_{i,t} = b_0 + b_1 dSUS_{i,t} + b_2 dBV_{i,t} + b_3 dE_{i,t} + u_{t-1} + e_{i,t} \quad (3)$$

حيث أن:

- $dP_{i,t}$ : الفرق بين سعر السهم للشركة  $i$  في نهاية الفترة  $t$  والفترة  $t-1$ .
  - $dSUS_{i,t}$ : الفرق بين قيمة مؤشر الإفصاح عن الإستدامة للشركة  $i$  في نهاية الفترة  $t$  والفترة  $t-1$ .
  - $dBV_{i,t}$ : الفرق بين القيمة الدفترية لسهم الشركة  $i$  في نهاية الفترة  $t$  والفترة  $t-1$ .
  - $dE_{i,t}$ : الفرق بين صافي ربح سهم الشركة  $i$  خلال الفترة  $t$  والفترة  $t-1$ .
- $b_0, b_1, b_2, b_3$ : معاملات الإنحدار للنموذج

$\mu_{t-1}$  : معامل تصحيح الخطأ في نهاية الفترة السابقة  $t-1$ .

$\epsilon_{i,t}$  : الخطأ العشوائي

ولغرض إختبار أثر مستوي الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة في شركات عينة الدراسة علي قيمة الشركة إستخدم الباحث منهج السلاسل الزمنية للوحدات المقطعية Panel Data من خلال المفاضلة بين نموذج الأثار الثابتة Fixed effects Model ونموذج الأثار العشوائية Random effects Model وذلك بإستخدام إختبار هوسمان Hausman Test.

وقد تم تحديد النتائج قبل إضافة قيمة مؤشر الإفصاح عن الإستدامة كمتغير مستقل بجانب المتغيرات الأصلية بالنموذج، وكذلك تحديد النتائج بعد إضافة قيمة مؤشر الإفصاح عن الإستدامة إلي النموذج، وذلك للتعرف علي درجة تأثير هذا المتغير علي قيمة الشركة (المتغير التابع). وقد جاءت النتائج كما يتضح من الجدول رقم (٤) علي النحو التالي:

جدول رقم (٤) نتائج إختبارات نموذج السلاسل الزمنية للوحدات المقطعية

النتائج بعد إدخال قيمة مؤشر الإفصاح عن الإستدامة إلى النموذج		النتائج قبل إدخال قيمة مؤشر الإفصاح عن الإستدامة إلى النموذج		المتغيرات
نموذج الأثار العشوائية Random effects	نموذج الأثار الثابتة Fixed effects	نموذج الأثار العشوائية Random effects	نموذج الأثار الثابتة Fixed effects	
-0.014991 (0.3783)	0.045342 (0.0000)	-0.015127 (0.3754)	0.043398 (0.0000)	الحد الثابت
0.028474 (0.5936)	0.089738 (0.0004)			مؤشر الإفصاح عن الإستدامة
0.308884 (0.1454)	0.435143 (0.0002)	0.313897 (0.1398)	0.456425 (0.0001)	القيمة الدفترية للسهم
0.484002 (0.0022)	0.583294 (0.0000)	0.490716 (0.0021)	0.539768 (0.0000)	صافي الربح للسهم
-0.208543 (0.0000)	-0.949028 (0.0000)	-0.207546 (0.0000)	-0.927187 (0.0000)	معامل تصحيح الخطأ (-1)U
0.118590	0.609159	0.118000	0.575959	R-squared
0.107217	<b>0.538631</b>	0.109492	<b>0.516596</b>	Adjusted R-squared
0.344170	0.292042	0.343731	0.293295	S.E. of regression
10.42726	8.637152	13.86920	8.736038	F-statistic
0.000000	<b>0.000000</b>	0.000000	0.000000	Prob(F-statistic)
36.72042	22.68674	36.74499	22.96788	Sum squared resid
2.135625	1.679595	2.135120	1.797006	Durbin-Watson
143.745571	Chi-Sq. Statistic	140.439061	Chi-Sq. Statistic	Hausman Test
<b>0.0000</b>	P.value	<b>0.0000</b>	P.value	

أولاً: النتائج قبل إدخال قيمة مؤشر الإفصاح عن الإستدامة

تشير النتائج الإحصائية لنموذج الأثار الثابتة إلي معنوية النموذج حيث بلغ مستوي معنوية النموذج p-value ٠،٠٠٠٠ وهي أقل من مستوي معنوية ٠،٠٠٥ مما يعني إمكانية الإعتماد علي نتائج النموذج. كما يتضح معنوية القيمة الدفترية للسهم وكذلك صافي الربح للسهم عند مستوي معنوية ٠،٠٠٥ وقد بلغت قيمة معامل التحديد المعدل  $adj. R^2$  ٠،٥١٦ مما يشير إلي أن متوسط

التغيرات في تلك المتغيرات المستقلة تفسر ٥١,٦% من متوسط التغيرات في قيمة الشركة (المتغير التابع) أما نسبة ٤٨,٤% ترجع إلي الخطأ العشوائي في التقدير وإلي المتغيرات الأخرى التي لا يتضمنها النموذج. وتشير هذه النتائج إلي وجود تأثير جوهري للبيانات المحاسبية علي القيمة السوقية للشركة.

كما تشير النتائج الإحصائية لنموذج الأثار العشوائية إلي معنوية النموذج حيث بلغ مستوى معنوية النموذج  $p$ -value ٠,٠٠٠٠ وهي أقل من مستوى معنوية ٠,٠٠٥ مما يعني إمكانية الاعتماد علي نتائج النموذج. كما يتضح معنوية صافي الربح للسهم (٠,٠٠٠٢١) وعدم معنوية القيمة الدفترية للسهم (٠,١٣٩٨) عند مستوى معنوية ٠,٠٠٥، وقد بلغت قيمة معامل التحديد المعدل  $adj. R^2$  ٠,١٠٩ مما يشير إلي أن متوسط التغيرات في تلك المتغيرات المستقلة تفسر ١٠,٩% من متوسط التغيرات في قيمة الشركة، أما نسبة ٨٩,١% ترجع إلي الخطأ العشوائي في التقدير وإلي المتغيرات الأخرى التي لا يتضمنها النموذج.

وللمفاضلة بين نموذج الأثار الثابتة ونموذج الأثار العشوائية لتحديد النموذج الملائم لبيانات الدراسة فقد استخدم الباحث نموذج هوسمان Hausman Test ويعتمد هذا الاختبار علي القيمة الإحصائية أو مستوى المعنوية الخاصة بـ Chi-Square فإذا كانت قيمتها أقل من ٥% يتم رفض فرض العدم القائل بأفضلية نموذج الأثار العشوائية والعكس صحيح، وتشير النتائج الإحصائية للنموذج إلي معنوية النموذج حيث بلغت قيمة مستوى معنوية النموذج  $p$ -value ٠,٠٠٠٠ وهي أقل من مستوى معنوية ٠,٠٠٥ مما يعني أفضلية نموذج الأثار الثابتة وأنه الأكثر ملاءمة لبيانات الدراسة.

ثانياً: النتائج بعد إدخال قيمة مؤشر الإفصاح عن الإستدامة

تشير- النتائج الإحصائية لنموذج الأثار الثابتة إلي معنوية النموذج حيث بلغ مستوى معنوية النموذج  $p$ -value ٠,٠٠٠٠ وهي أقل من مستوى معنوية ٠,٠٠٥ مما يعني إمكانية الاعتماد علي نتائج النموذج. كما يتضح معنوية كل متغيرات النموذج عند مستوى معنوية ٠,٠٠٠٥، وقد بلغت قيمة معامل التحديد المعدل  $adj. R^2$  ٠,٥٣٨ مما يشير إلي أن متوسط التغيرات في المتغيرات المستقلة تفسر ٥٣,٨% من متوسط التغيرات في قيمة الشركة (المتغير التابع) أما نسبة ٤٦,٢% ترجع إلي عوامل أخرى متضمنه في الخطأ العشوائي.

كما تشير النتائج الإحصائية لنموذج الأثار العشوائية إلي معنوية النموذج حيث بلغت قيمة مستوى معنوية النموذج  $p$ -value ٠,٠٠٠٠ وهي أقل من مستوى معنوية ٠,٠٠٥ مما يعني إمكانية الاعتماد علي نتائج النموذج. كما يتضح معنوية صافي الربح للسهم (٠,٠٠٠٢٢) وعدم معنوية كلاً من مؤشر الإفصاح عن الإستدامة (٠,٥٩٣٦) والقيمة الدفترية للسهم (٠,١٤٥٤) عند مستوى معنوية ٠,٠٠٥، وقد بلغت قيمة معامل التحديد المعدل  $adj. R^2$  ٠,١٠٧ مما يشير

إلى أن متوسط التغيرات في المتغيرات المستقلة تفسر ١٠,٧% من متوسط التغيرات في قيمة الشركة، أما نسبة ٨٩,٣% ترجع إلى عوامل أخرى متضمنة في الخطأ العشوائي. وللمفاضلة بين نموذج الأثار الثابتة ونموذج الأثار العشوائية لتحديد النموذج الملائم لبيانات الدراسة تم استخدام نموذج هوسمان Hausman Test وتشير النتائج الإحصائية للنموذج إلى معنوية النموذج حيث بلغت قيمة إحصائية النموذج p-value ٠,٠٠٠٠ وهي أقل من مستوى معنوية ٠,٠٠٥ مما يعني أفضلية نموذج الأثار الثابتة وأنه الأكثر ملائمة لبيانات الدراسة.

ويتضح من الجدول رقم (٤) أن قيمة إحصائية Durbin-Watson تقترب من القيمة ٢ سواء قبل إضافة مؤشر الإفصاح عن الإستدامة للنموذج أو بعد إضافته مما يشير إلى عدم وجود علاقة ما بين قيم الأخطاء العشوائية في النموذج أو ما تعرف بمشكلة الارتباط الذاتي Auto-correlation كما يتضح من خلال مصفوفة الارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة والموضحة في الجدول رقم (٥) عدم وجود مشكلة الإزدواج الخطي Multi-collinearity بين المتغيرات المستقلة، مما يؤكد على إمكانية الاعتماد على نتائج النموذج المستخدم.

#### جدول رقم (٥)

مصفوفة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة

المتغير	مؤشر الإفصاح عن الإستدامة	القيمة اللفترية للسهم	صافي الربح
مؤشر الإفصاح عن الإستدامة	1	0.04846	0.04484
القيمة اللفترية للسهم	0.04846	1	0.02114
صافي الربح	0.04484	0.02114	1

وبالتالي ومن خلال النتائج السابقة يخلص الباحث إلى قبول الفرض الرئيسي للدراسة والذي يتضمن وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة وبين القيمة السوقية للشركة. فوفقاً لنتائج نموذج الأثار الثابتة وهو الأفضل لبيانات النموذج كما إتضح في الجزء السابق، بلغ مستوى معنوية إختبار t لمتغير مؤشر الإفصاح عن الإستدامة (٠,٠٠٠٠٤) وهي أقل من مستوى معنوية ٠,٠٠٥.

وعلى الرغم من قبول فرض الدراسة إلا أنه عند مقارنة معامل التحديد المعدل  $adj. R^2$  لنموذج الأثار الثابتة قبل وبعد إضافة مؤشر الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة (٠,٥١٦ & ٠,٥٣٨ على التوالي) يتضح ضعف القدرة التفسيرية لمؤشر الإفصاح عن الإستدامة في شرح متوسط التغيرات في القيمة السوقية للشركة. ويرى الباحث أن ذلك قد يرجع إلى ضعف الوعي المجتمعي بدور الشركات ومسئوليتها تجاه البيئة والمجتمع المحيط، والعائد المتبادل الذي يعود على المجتمع وكذلك على قيمة الشركة.

## ٧- نتائج وتوصيات البحث

### ١/٧ نتائج البحث

يستهدف البحث إختبار أثر الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة علي قيمة الشركة بالتطبيق علي الشركات المدرجة في مؤشر مسؤولية الشركات المصري خلال الفترة من ٢٠١٠ حتي ٢٠١٧ وقد إستخدام الباحث منهج السلاسل الزمنية للوحدات المقطعية Panel Data متمثلة في نموذج الآثار الثابتة (FEM) Fixed Effects Model، ونموذج الآثار العشوائية Random Effects Model (REM)، كما تم إستخدام إختبار هوسمان في المقاضلة بين النموذجين لإختيار النموذج الملائم لبيانات الدراسة. وقد تم الإستعانة بالبرنامج الإحصائي Eviews 09 للحصول علي النتائج الإحصائية. وقد جاءت نتائج الدراسة علي النحو التالي:

- تعد المعلومات المحاسبية المتمثلة في القيمة الدفترية للسهم وصافي الربح ذات قدرة تفسيرية كبيرة في شرح التغيرات في القيمة السوقية للشركة وبالتالي يعد النموذج ملائم لأغراض قياس قيمة الشركة.
- وفقاً لإختبار هوسمان إتضح أفضلية نموذج الآثار الثابتة لبيانات الدراسة سواء قبل إضافة مؤشر الإفصاح عن الإستدامة للنموذج أو بعد إضافته.
- وفقاً لنتائج نموذج الآثار الثابتة تم قبول فرض الدراسة القائل بوجود علاقة إيجابية بين الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة وبين القيمة السوقية للشركة.
- علي الرغم من قبول فرض الدراسة إلا أن القدرة التفسيرية لمتغير الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة (المتغير المستقل) تعد ضعيفة في شرح التغيرات في القيمة السوقية للشركة (المتغير التابع).

### ٢/٧ توصيات البحث

في ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج يوصي الباحث بما يلي:

- زيادة التوعية المجتمعية بدور الشركات ومسئوليتها تجاه البيئة والمجتمع المحيط، والعائد المتبادل الذي يعود علي كل من المجتمع وكذلك علي قيمة الشركة.
- ضرورة قيام الجهات المهنية والتنظيمية في مصر بإصدار تشريع أو معيار يلزم الشركات بالإفصاح عن معلومات الإستدامة مع تحديد متطلبات الإفصاح التي تخدم كافة أصحاب المصالح.
- قيام الجهات المهنية والتنظيمية في مصر بوضع قواعد تضمن وجود رقابة فاعلة علي مدى إلتزام الشركات بالتقرير عن الأداء الإجتماعي والبيئي والإقتصادي.

- تشجيع الدولة للشركات التي تساهم بأنشطة تخدم البيئة والمجتمع بإزالة العبء الضريبي عن الإستثمارات في تلك الأنشطة.
- تخفيض القيود الجمركية علي أدوات ومستلزمات الإنتاج صديقة البيئة والمنتجات والسلع التي تفيد المجتمع.
- تطبيق قواعد حوكمة الشركات والتي تقضي بضرورة الإفصاح عن البيانات المالية وغير المالية والتي تعكس الأداء الإقتصادي والإجتماعي والبيئي للشركات.
- كما يوصي الباحث بمزيد من الدراسات المستقبلية في مجالات البحث التالية:
- أثر الإفصاح المحاسبي عن الإستدامة علي مستوى التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية للشركات المقيدة في البورصة المصرية.
- دراسة العلاقة بين أليات حوكمة الشركات وجودة التقرير عن الإستدامة في الشركات المصرية.
- إنعكاسات التقرير عن الإستدامة علي عملية المراجعة الخارجية.
- دور الإفصاح عن الإستدامة في الحد من ممارسات إدارة الربح بالتطبيق علي الشركات المساهمة المصرية.

## مراجع البحث

- الكاشف، محمود يوسف. (٢٠٠٩). إتجاهات تطوير القياس والإفصاح المحاسبي نحو نظام متكامل للمعلومات البيئية، المجلة المصرية للدراسات التجارية، العدد الأول، المجلد ٣٣، ص ١١٥:١٥٦.
- الهواري، ناهد محمد يسري. (٢٠١٥). محددات الإفصاح المحاسبي لإعداد تقارير متكاملة وإنعكاسها علي قرارات أصحاب المصالح في البيئة المصرية- دراسة نظرية وميدانية، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة جامعة عين شمس، العدد ٤، مجلد ١٩، ص ٦٣٣: ٧٤٦.
- عرفة، نصر طه حسين & مليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم. (٢٠١٦). الإفصاح عن التنمية المستدامة وجودة التقارير المالية: دراسة تطبيقية علي الشركات السعودية، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة جامعة عين شمس، العدد ٤، مجلد ٢٠، ص ٥١١: ٥٤٢.
- رمضان، محمد السيد احمد. (٢٠١٣). إختبار العلاقة بين مؤشر مسئولية الشركة والتغير في أسعار الأسهم: دراسة إمبريقية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- يوسف، حنان محمد اسماعيل. (٢٠١٦). العلاقة بين مستوي الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية للشركات وأدائها المالي - دراسة تطبيقية علي الشركات المدرجة في المؤشر المصري لمسئولية الشركات، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد ١، مجلد ٢٠، ص ٣٥٣: ٣٩٦.

- Amran. N. A, and Usman .A.B. (2015). Corporate social responsibility practice and corporate financial performance: evidence from Nigeria companies, *Social Responsibility Journal*. 11 ( 4 ) : 749 – 763.
- Arena, M., & Arnaboldi, M. (2014). Risk and performance management: are they easy partners?. *Management Research Review*, 37(2), 152-166.
- Babalola, Y.A. (2012). The Impact of Corporate Social Responsibility on Firms' Profitability in Nigeria. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, Issue 45 : 39-50.
- Belkaoui, A. (1976). The impact of the disclosure of the environmental effects of organizational behavior on the market. *Financial management*, 26-31.
- Boiral, O. (2013). Sustainability reports as simulacra? A counter-account of A and A+ GRI reports. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 26(7), 1036-1071.
- Brooks, C., & Oikonomou, I. (2018). The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: a review of the literature in accounting and finance. *The British Accounting Review*, 50(1), 1-15.
- Calabrese, A., Costa, R., Levialdi, N., & Menichini, T. (2016). A fuzzy Analytic Hierarchy Process method to support materiality assessment in sustainability reporting. *Journal of Cleaner Production*, 121, 248-264.

- Castello, I., & Lozano, J. M. (2011). Searching for new forms of legitimacy through corporate responsibility rhetoric. *Journal of Business Ethics*, 100(1), 11-29.
- Chen, S., & Bouvain, P. (2009). Is corporate responsibility converging? A comparison of corporate responsibility reporting in the USA, UK, Australia, and Germany. *Journal of Business Ethics*, 87(1), 299-317.
- Christensen, D. M. (2015). Corporate accountability reporting and high-profile misconduct. *The Accounting Review*, 91(2), 377-399.
- Coupland, C. (2006). Corporate social and environmental responsibility in web-based reports: Currency in the banking sector?. *Critical perspectives on accounting*, 17(7), 865-881.
- De Villiers, C., Venter, E. R., & Hsiao, P. C. K. (2017). Integrated reporting: background, measurement issues, approaches and an agenda for future research. *Accounting & Finance*, 57(4), 937-959.
- Deegan, C. (2002). Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures—a theoretical foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 282-311.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The accounting review*, 86(1), 59-100.
- Ding, H., Li, S., Liu, T., & Liu, B. (2014). A literature survey of research on environmental accounting: theoretical review and prospect. *International Journal of Financial Economics*, 2(1), 13-25.
- Dyllick, T., & Hockerts, K. (2002). Beyond the business case for corporate sustainability. *Business strategy and the environment*, 11(2), 130-141.
- European Commission. (2011). A renewed EU strategy 2011-14 for Corporate Social Responsibility. Brussels, European Commission.
- European Commission. Directorate-General for Employment. (2001). *Promoting a European Framework for Corporate Social Responsibility: Green Paper*. Office for Official Publications of the European Communities.
- Fernandez-Feijóo Souto, D. (2009). Crisis and corporate social responsibility: threat or opportunity? *International Journal of Economic Sciences and Applied Research*, 2, 36-50.
- Friedman, M. (2007). The social responsibility of business is to increase its profits. In *Corporate ethics and corporate governance* (pp. 173-178). Springer, Berlin, Heidelberg. <http://www.umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf>
- Galbreath, J. (2013). ESG in focus: The Australian evidence. *Journal of business ethics*, 118(3), 529-541.
- Gholami, S., Rad, B. K., Gohari, B., & Neia, A. T. (2013). A Survey of the Relationship between social responsibility and financial performance.
- Godfrey, P. C. (2005). The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective. *Academy of management review*, 30(4), 777-798.



- Goldstein, I., & Yang, L. (2015). Information diversity and complementarities in trading and information acquisition. *The Journal of Finance*, 70(4), 1723-1765.
- GRI, Global Reporting Initiative. (2006). G3.0—Sustainability Reporting Guidelines.. *Online im Internet: <http://www.globalreporting.org>*.
- GRI, Global Reporting Initiative. (2013). G4—Sustainability Reporting Guidelines. Part 1: Reporting Principles and Standard Disclosures. Online im Internet: <http://www.globalreporting.org/resource/library/GRIG4-Part1-Reporting-Principles-and-Standard-Disclosures.pdf>
- 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.
- Haddock, J. (2005). Consumer influence on internet-based corporate communication of environmental activities: the UK food sector. *British Food Journal*, 107(10), 792-805.
- Hahn, R. (2013). ISO 26000 and the standardization of strategic management processes for sustainability and corporate social responsibility. *Business Strategy and the Environment*, 22(7), 442-455.
- Hahn, R., & Kühnen, M. (2013). Determinants of sustainability reporting: a review of results, trends, theory, and opportunities in an expanding field of research. *Journal of cleaner production*, 59, 5-21.
- Hanson, D., & White, R. (2003). Rhetorics of environmental routinisation in one Australian company's annual reports. *Australian journal of social issues*, 38(4), 477-494.
- Herzig, C., & Schaltegger, S. (2006). Corporate sustainability reporting. An overview. In *Sustainability accounting and reporting* (pp. 301-324). Springer, Dordrecht.
- Holder-Webb, L., Cohen, J. R., Nath, L., & Wood, D. (2009). The supply of corporate social responsibility disclosures among US firms. *Journal of business ethics*, 84(4), 497-527.
- IFAC. (2011). *sustainability framework 2.0: professional accountants as integrators*. New York: IFAC
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2017). The consequences of mandatory corporate sustainability reporting. Harvard Business School Research Working Paper No. 11-100 . Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1799589>
- Janamrung.B, Issarawornrawanich.P.(2015). The association between corporate social responsibility index and performance of firms in industrial products and resources industries: empirical evidence from Thailand . *Social Responsibility Journal*.11(4): 893 – 903.
- Jo, H., & Kim, Y. (2008). Ethics and disclosure: A study of the financial performance of firms in the seasoned equity offerings market. *Journal of Business Ethics*, 80(4), 855-878.

- Kim, W., Park, K., & Lee, S. (2018). Corporate social responsibility, ownership structure, and firm value: Evidence from Korea. *Sustainability*, 10(7), 2497.
- Konar, S., & Cohen, M. A. (2001). Does the market value environmental performance?. *Review of economics and statistics*, 83(2), 281-289.
- Lankoski, L. (2009). Differential economic impacts of corporate responsibility issues. *Business & Society*, 48(2), 206-224.
- Laplume, A. O., Sonpar, K., & Litz, R. A. (2008). Stakeholder theory: Reviewing a theory that moves us. *Journal of management*, 34(6), 1152-1189.
- Lassaad, B. M., & Khamoussi, H. (2012). Determinants of communication about corporate social responsibility: Case of French companies. *International Journal of Contemporary Business Studies*, 3(5), 49-60.
- Lee, M. D. P. (2008). A review of the theories of corporate social responsibility: Its evolutionary path and the road ahead. *International journal of management reviews*, 10(1), 53-73.
- Lenz, I., Wetzel, H. A., & Hammerschmidt, M. (2017). Can doing good lead to doing poorly? Firm value implications of CSR in the face of CSI. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 45(5), 677-697.
- Lewellyn, P. G., & Logsdon, J. M. (2017). Global Reporting Initiative G4 Sustainability Reporting Guidelines: Do They Deliver?. In *Proceedings of the International Association for Business and Society* (Vol. 28, pp. 161-172).
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X. Y., & Koh, L. (2018). The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power. *The British Accounting Review*, 50(1), 60-75.
- Livesey, S. M., & Kearins, K. (2002). Transparent and caring corporations? A study of sustainability reports by The Body Shop and Royal Dutch/Shell. *Organization & Environment*, 15(3), 233-258.
- Manetti, G. (2011). The quality of stakeholder engagement in sustainability reporting: empirical evidence and critical points. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 18(2), 110-122.
- Mathews, M. R. (1997). Twenty-five years of social and environmental accounting research: is there a silver jubilee to celebrate?. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 10(4), 481-531.
- Mishina, Y., Block, E. S., & Mannor, M. J. (2012). The path dependence of organizational reputation: How social judgment influences assessments of capability and character. *Strategic management journal*, 33(5), 459-477.
- Moratis, L., & Cochiuș, T. (2017). *ISO 26000: The business guide to the new standard on social responsibility*. Routledge
- Moskowitz, M. (1972). Choosing socially responsible stocks. *Business and Society Review*, 1(1), 71-75.
- Noronha, C., Guan, J., & Fan, J. (2018). Firm-value and social contribution with the interaction of corporate governance: Social contribution value per

- share. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 9(2), 165-200.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, 11(2), 661-687.
  - Ortar, L. (2016). From flexibility to specificity: practical lessons from comparing materiality in sustainability reports of the world's largest financial institutions. *International Journal of Corporate Strategy and Social Responsibility*, 1(1), 44-64.
  - Patterson, J. (2013). The surprising link between social responsibility disclosure and profits.
  - Qiu, Y., Shaikat, A., & Tharyan, R. (2016). Environmental and social disclosures: Link with corporate financial performance. *The British Accounting Review*, 48(1), 102-116.
  - Rodrigue, M., Magnan, M., & Cho, C. H. (2013). Is environmental governance substantive or symbolic? An empirical investigation. *Journal of Business Ethics*, 114(1), 107-129.
  - Schaltegger, S., & Burritt, R. L. (2010). Sustainability accounting for companies: Catchphrase or decision support for business leaders?. *Journal of World Business*, 45(4), 375-384.
  - Schreck, P., & Raithel, S. (2018). Corporate social performance, firm size, and organizational visibility: distinct and joint effects on voluntary sustainability reporting. *Business & Society*, 57(4), 742-778.
  - Schuler, D. A., & Cording, M. (2006). A corporate social performance-corporate financial performance behavioral model for consumers. *Academy of Management Review*, 31(3), 540-558.
  - Serafeim, G., & Grewal, J. (2017). The Value Relevance of Corporate Sustainability Disclosures: An Analysis of a Dataset From One Large Asset Owner. SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2966767>
  - Simnett, R., Vanstraelen, A., & Chua, W. F. (2009). Assurance on sustainability reports: An international comparison. *The accounting review*, 84(3), 937-967.
  - Speziale, M. T., & Klovienė, L. (2014). The relationship between performance measurement and sustainability reporting: a literature review. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 156, 633-638.
  - Steyn, M. (2014). Organisational benefits and implementation challenges of mandatory integrated reporting: Perspectives of senior executives at South African listed companies. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 5(4), 476-503.
  - Thomas, A. (2001). Corporate environmental policy and abnormal stock price returns: an empirical investigation. *Business strategy and the Environment*, 10(3), 125-134.
  - Thomson, I., & Bebbington, J. (2005). Social and environmental reporting in the UK: a pedagogic evaluation. *Critical Perspectives on Accounting*, 16(5), 507-533.

- Tjia .O and Setiawati . L. (2012). Effect of CSR Disclosure to Value of the Firm: Study for Banking Industry in Indonesia", *World Journal of Social Sciences* . 2(6): 169 – 178.
- Wagner, M. (2010). The role of corporate sustainability performance for economic performance: A firm-level analysis of moderation effects. *Ecological Economics*, 69(7), 1553-1560.
- Weldon, M. N. (2018). Corporate Governance, Compliance, Social Responsibility, and Enterprise Risk Management in the Trump/Pence Era. *Transactions: The Tennessee Journal of Business Law*, 19(1), 14.
- Wilson, M. (2003). Corporate sustainability: What is it and where does it come from. *Ivey business journal*, 67(6), 1-5.
- 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.