

أثر أبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات على تكلفة حقوق الملكية
وقيمة الشركة
"دراسة اختبارية"

إعداد

دكتور

السيد أحمد فوده

مدرس المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

دكتور

هلال عبدالفتاح عفيفي

أستاذ المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

نبيل محمد الشحات عبده

معيد بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد الثالث والأربعون - العدد الثاني أبريل 2021

رابط المجلة: <https://zcom.journals.ekb.eq/>

المخلص

يهدف البحث إلى اختبار الأثر الكلى والمنفرد لأبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات على كل من (تكلفة حقوق الملكية، قيمة الشركة)، وذلك لعينة من 70 شركة من الشركات المساهمة المصرية المدرجة ببورصة الأوراق المالية من القطاعات المختلفة خلال الفترة (2012 - 2018)، وتم قياس أبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات باستخدام مؤشر إفصاح غير مرجح مكون من 31 بند ومقسم إلى 4 أبعاد للمسؤولية الاجتماعية (العاملين، المجتمع، البيئة، المنتجات والخدمات المقدمة "العملاء")، وتم قياس تكلفة حقوق الملكية باستخدام نموذج (Easton, 2004) وعدم استخدام نموذج (C.A.P.M) لعدم ملاءمته للبيئة المصرية لإفراضه كفاءة السوق، كما تم قياس قيمة الشركة باستخدام مقياس (Tobin's Q) حيث يتم الاعتماد على الأسعار السوقية للأسهم وهو ما يمثل تقييم المستثمرين للشركة، كما أن هذا المقياس يعد من أفضل المقاييس التشغيلية والتي تقيس الربحية والأداء المالى للشركات.

وتم إجراء الدراسة الإختبارية باستخدام فترة إبطاء واحدة وثلاث فترات، وتوصلت النتائج إلى عدم وجود أثر كلى أو منفرد لأبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات على كل من (تكلفة حقوق الملكية، قيمة الشركة) باستخدام فترة إبطاء واحدة. فى حين يوجد أثر سالب ومعنوى لأبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات على تكلفة حقوق الملكية، كما يوجد أثر موجب ومعنوى لأبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة وذلك باستخدام ثلاث فترات إبطاء فيما عدا بعد العملاء. وتوصل الباحث إلى أن أثر أبعاد المسؤولية الاجتماعية على متغيرات الدراسة يتوقف بشكل أساسى على فترة الإبطاء التى تحتاجها الشركات لينعكس أثر هذا النوع من الإفصاح على أسهم هذه الشركات فى سوق الأوراق المالية فى ظل وعى المستثمرين بأهمية هذا النوع من الإفصاح وأن الربح ليس هو المعيار الوحيد عند إتخاذ القرارات الإستثمارية بل يجب مراعاة الأبعاد المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية للشركات. فالمسؤولية الرئيسية للشركة هى المسؤولية الاجتماعية إذا رغبت فى البقاء والإستمرار على المدى الزمنى الطويل.

الكلمات الدالة

أبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات، الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، المستثمر المسئول اجتماعياً، التقارير المتكاملة، تكلفة حقوق الملكية، وقيمة الشركة.

Abstract

This paper investigates the total and single impact of the dimensions of corporate social responsibility on each of (cost of equity, firm value) of the company using a sample of 70 Egyptian listed companies from different sectors during the period from (2012-2018). Dimensions of corporate social responsibility measured by an unweighted disclosure index consisting of 31 items and divided into 4 dimensions of social responsibility (employees, society, environment, customers). Cost of equity was measured using (Easton, 2004) model not (CAPM) due to its lack of suitability for the Egyptian environment due to its assumption of the efficiency of the market, and firm value was measured using the (Tobin's Q) scale, where the market prices of stocks are relied upon, which represents the investors' evaluation of the company, and it is one of the best operational measurements for profitability and financial performance of companies.

The researcher used one lag period time and three lag periods in the empirical study. The results provide evidence that there was no total or single significant impact of the dimensions of corporate social responsibility on both (cost of equity, firm value) using one lag period time, While there is a negative and significant impact of the dimensions of csr on the cost of equity, and there is also a positive and significant impact of the dimensions of corporate social csr on firm value, using three lag periods except customers dimension. The impact of csr dimensions on cost of equity and firm value depends mainly on lag period time that companies need to reflect the impact of this type of disclosure on the shares of these companies under the awareness of investors of the importance of this type of disclosure and that profit is not the only standard when Making investment decisions, but social responsibility dimensions must be considered. The main responsibility of the company is the social responsibility if it wants to stay and continue for the long term.

Keywords

Dimensions of corporate social responsibility, Corporate social responsibility disclosure, Social Responsible Investor, Integrated Reporting, Cost of equity, and Firm value.

أولاً : مقدمة ومشكلة الدراسة

تسعى الشركات فى ظل كثرة متغيرات أسواق المال و حدوث تطورات سريعة فى بيئة الأعمال إلى تعظيم إستثماراتها والتوسع فى حجم أعمالها وبالتالي تحتاج إلى المزيد من التمويل الذى يعتمد على المصادر الخارجية كالقروض أو المصادر الداخلية كرأس المال والإحتياطات والأرباح المحتجزة، ويعرف الحد الأدنى للعائد الذى يطلبه المساهمون على أموالهم المستثمرة بتكلفة حقوق الملكية، وتعد معرفة تكلفة حقوق الملكية من البيانات الهامة والضرورية التى يحتاجها المستثمرون لتقويم البدائل الإستثمارية المتاحة وإتخاذ القرار المناسب، وكذلك مديرى الشركات لتقويم المشروعات الإستثمارية الجديدة والقائمة، وقد حظى مفهوم تكلفة حقوق الملكية بأهمية كبيرة فى الأدب المحاسبى والممارسة العملية باعتباره من العناصر الرئيسية لنجاح الشركة واستمرارها بالسوق ولتقييم جودة القرارات الإستثمارية.

ويعتمد القرار الإستثمارى فى الأساس على معدل العائد الداخلى المتوقع الحصول عليه، وعلى هذا الأساس يعمل المدير المالى (C.F.O) على تحديد ما يلزمه من مصادر لتمويل إستثماراته بتحديد الهيكل التمويلي الأمثل الذى يعمل على تخفيض تكلفة حقوق الملكية إلى الحد الأدنى وتخفيض المخاطر التى تتعرض لها الشركات ومن ثم تعظيم ثروة المستثمرين وقيمة الشركة (Firm Value) وجعل الإستثمار أكثر جذباً للمستثمرين (يوسف، 2016).

وتعتبر قيمة الشركة محل إهتمام المستثمرين وحملة الأسهم. وتسعى الإدارة إلى تعظيم قيمة الشركة كأحد الأهداف الإستراتيجية للتعبير عن مدى كفاءتها فى إدارة الأصول. وقد أشارت بعض الدراسات (رميلي، 2016 ، يوسف، 2016) إلى أن قيمة الشركة هي إدراك وتصور المستثمر لمدى نجاح الشركة، والذين يعكس دائماً أعلى أسعار الأسهم، وعلى ذلك يمكن تعريف قيمة الشركة بأنها القيمة السوقية أو القيمة التى يدركها المستثمر والتى غالباً ما ترتبط بأسعار الأسهم، فكلما ارتفعت قيمة الأسهم ارتفعت قيمة الشركة.

ويعد الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية للشركات (Corporate Social Responsibility Disclosure) من أهم الإفصاحات غير المالية التى قد تساهم فى تخفيض تكلفة حقوق الملكية وتعظيم قيمة الشركة، حيث يهدف إلى حماية المستثمرين من خلال تحسين مستوى الإفصاح وتقديم معلومات ذات جودة عالية، بما قد يسمح بزيادة الشفافية وزيادة مصداقية الشركة، وكذلك الحد من المخاطر، وذلك لأن المستخدمين فى حاجة إلى العديد من المعلومات التى قد تؤثر على تقييم أسهم الشركة ومن أهمها: المعلومات الخاصة بالمخاطر الناجمة عن العمليات التى تقوم بها الشركات وكيفية تأثير هذه

المخاطر على التدفقات النقدية المستقبلية، وكذلك معلومات بشأن السياسات الإدارية التي اتبعت للتصدي لهذه المخاطر، وقد زادت أهمية إفصاح الشركات عن مسؤوليتها الاجتماعية في الآونة الأخيرة، حيث أصبحت التقارير الاجتماعية أحد أهم متطلبات القيد ببورصة الأوراق المالية، وذلك لما لها من تأثير إيجابي على قيمة الشركات وقيم أسهمها في البورصة، وكذلك ظهور ما يعرف بالمستثمر المسنول اجتماعياً (Social Responsible Investor) والذي يرى أن الربح لم يعد المعيار الوحيد عند اتخاذ القرارات الإستثمارية (عبدالناصر، 2017). ويوفر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بيئة معلومات غنية تتسم بعدة خصائص منها: القدرة التنبؤية (Predictive Ability)، دقة الأرقام المحاسبية، الحد من عدم تماثل المعلومات، تحسين القدرة على الرقابة واتخاذ القرارات الإدارية (Bravo, 2015; Blanco et al., 2016) ومن المتوقع أن تؤدي هذه الخصائص إلى تقليل مخاطر التقديرات (Estimation Risk) وتحسين سيولة أسهم الشركة وتسهيل حصولها على التمويل اللازم، وهو ما ينعكس على كفاءة سوق المال (مليجي، 2014).

ويرى المستثمرون أن الشركات غير المسنولة اجتماعياً يكون لديها أعلى درجة من المخاطرة، لأنها قد تواجه مستقبلاً غامضاً وغير مستقر. وقد أشارت دراسة (El Ghouli et al., 2011) إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات يظهر الشركة بصورة أكثر إيجابية أمام أصحاب المصالح (Stakeholders) ويساهم في تخفيض المخاطر التي قد تتعرض لها الشركة ومن ثم تخفيض تكلفة حقوق الملكية وتعظيم قيمة الشركة. وقد تنامي إهتمام المنظمات المهنية والهيئات الرقابية بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية إعتقاداً منهم بأنه يساهم في تحسين القيمة الملائمة للتقارير المالية فعلى المستوى الدولي أكد الاتحاد الدولي للمحاسبين (IFAC) على أن تضمين معلومات الأداء الاجتماعي والتنمية المستدامة في التقارير السنوية للشركات يساعد على تحسين أدائها وصورتها أمام المستثمرين. كما قام مجلس تقرير الأداء التابع للمعهد الكندي للمحاسبين القانونيين بإجراء دراسة عن أهمية معلومات الحوكمة والمعلومات البيئية ومعلومات المسؤولية الاجتماعية للمستثمرين، وقد توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يساعد المستثمرين في تقييم أداء الشركة. كما تم إصدار معايير تقرير المسؤولية الاجتماعية للشركات مثل مبادرة التقارير العالمية (Global Reporting Initiative (GRI)، ومعيار المساءلة United Nation Global Accountability AA 1000، والميثاق العالمي للأمم المتحدة (United Nation Global Compact (UNGC).

أما على مستوى البيئة المصرية فقد زاد الإهتمام بمجال المسؤولية الإجتماعية للشركات مع بداية القرن الحالى حيث تبنى إتحاد الصناعات المصرية فى عام 2001م مبادرة الميثاق العالمى للأمم المتحدة التى دعت الشركات من خلالها بالتحدى بروح المواطنة المؤسسية والمشاركة الطوعية فى التنمية المستدامة، وتزايد عدد الشركات المصرية التى انضمت إلى مبادرة الميثاق العالمى للأمم المتحدة من (55) شركة فى عام 2004م إلى (72) شركة فى عام 2014م فضلاً عن ارتفاع أداء الشركات النشطة فى هذا المجال إلى (66) شركة بنهاية 2014م (المركز المصرى لمسؤولية الشركات ، 2014)، وفى أكتوبر 2005م صدر دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات وتم تحديثه فمارس 2011م وكذلك فى أغسطس 2016م بصدر الإصدار الثالث (الدليل المصرى لحوكمة الشركات) والذى أكد على أهمية الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية، حيث نص بأنه : على إدارة الشركة أن تفصح للمساهمين ولجمهور المتعاملين معها والعاملين لديها مرة على الأقل سنوياً عن سياسات الشركة الإجتماعية والبيئية المتعلقة بالسلامة والصحة المهنية (وزارة الإستثمار، 2016) وفى 23 مارس 2010م أطلقت البورصة المصرية بالتعاون مع مؤسسة (Standard & Poors) المؤشر المصرى لمسؤولية الشركات (E.S.G) الذى يعتبر الأول من نوعه فى المنطقة العربية والثانى على مستوى العالم بعد الهند، ويقيس هذا المؤشر حجم المعلومات التى تفصح عنها الشركات المدرجة فى البورصة المصرية بشكل إختياري عن ممارساتها المتعلقة بالحوكمة والبيئة والعاملين والمسؤولية والمجتمعيتم تقييم الشركات فى هذا الصدد بحيث يتم اختيار وترتيب أفضل (30) شركة فى المؤشر (المركز المصرى لمسؤولية الشركات، 2011).

وقامت البورصة المصرية فى عام 2016م باصدار الدليل الإسترشادى لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الاستدامة" إلتزاماً منها برفع الوعي بأهمية الإستدامة فى سوق المال المصرى، ويهدف هذا الدليل إلى تعزيز الشفافية فى سوق رأس المال والتأكد من أن الشركات المقيدة قادرة على وضع مفهوم واضح للإستدامة وإصدار التقارير والمعلومات الخاصة بها حتى تتمكن من الإفصاح عن السياسات والأداء والأعمال ذات الصلة. ويسهم الدليل فى إرشاد الشركات المقيدة إلى تقديم تقارير إستدامة دورية توضح فيها الأداء والممارسات المتعلقة بحماية البيئة والمسؤولية الإجتماعية والحوكمة.

وهناك إهتمام ملحوظ على كل من المستوى الحكومى والأكاديمى والمهنى بشأن الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية للشركات المقيدة بالبورصة، نظراً لأن نجاح وإستمرار الشركات لم يعد قاصراً على تحقيق الربح فقط فى الأجل القصير، وإنما يمتد ليشمل العديد من الأبعاد الأخرى والتي

يشكل البعد الإجتماعى (Social Dimension) لها أحد أهم هذه الأبعاد، حيث أن الشركات تستمد قوتها (Strength) وشرعيتها (Legitimacy) من المجتمع الذى تعمل فيه، ولاشك أن ردود الفعل الإيجابية تجاه الدور الإجتماعى للشركات تساهم فى نجاح وإستمرارية الشركات، حيث تتمكن من تحقيق العديد من المزايا التنافسية والتي تنعكس بشكل إيجابى على أرباح هذه الشركات. ويعد أثر أبعاد المسئولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية وقيمة الشركة من الموضوعات التي لم تحظي بإهتمام كافي من قبل الباحثين – فى حدود علم الباحث - حيث توجد ندرة فى الدراسات التي تناولت الأثر الكلى والمنفرد لأبعاد المسئولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية وقيمة الشركة فى بيئة الأعمال المصرية.

ومن خلال العرض السابق يمكن صياغة مشكلة البحث فى التساؤل الرئيسى الأول كما يلى:

1. هل يوجد أثر كلى لأبعاد المسئولية الإجتماعية للشركات على تكلفة حقوق الملكية؟

وينبثق عن هذا التساؤل التساؤلات الفرعية التالية طبقاً لأبعاد المسئولية الإجتماعية:

- هل يوجد أثر للبعد المتعلق بمساهمات الشركة تجاه العاملين على تكلفة حقوق الملكية؟
- هل يوجد أثر للبعد المتعلق بمساهمات الشركة تجاه المجتمع على تكلفة حقوق الملكية؟
- هل يوجد أثر للبعد المتعلق بمساهمات الشركة تجاه البيئة على تكلفة حقوق الملكية؟
- هل يوجد أثر للبعد المتعلق بمساهمات الشركة تجاه العملاء على تكلفة حقوق الملكية؟

ويمكن صياغة التساؤل الرئيسى الثانى للبحث كما يلى:

2. هل يوجد أثر كلى لأبعاد المسئولية الإجتماعية للشركات على قيمة الشركة؟

وينبثق عن هذا التساؤل التساؤلات الفرعية التالية طبقاً لأبعاد المسئولية الإجتماعية:

- هل يوجد أثر للبعد المتعلق بمساهمات الشركة تجاه العاملين على قيمة الشركة؟
- هل يوجد أثر للبعد المتعلق بمساهمات الشركة تجاه المجتمع على قيمة الشركة؟
- هل يوجد أثر للبعد المتعلق بمساهمات الشركة تجاه البيئة على قيمة الشركة؟
- هل يوجد أثر للبعد المتعلق بمساهمات الشركة تجاه العملاء على قيمة الشركة؟

أهداف البحث

يتمثل الهدف الرئيسى للبحث فى تحليل الأثر الكلى والمنفرد المحتمل لأبعاد المسئولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية وقيمة الشركة، وينبثق عن هذا الهدف الأهداف الفرعية التالية:

- التعرف على الإطار الفكري للإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية.
- التعرف على مفهوم تكلفة حقوق الملكية وأهم مقاييسها في الفكر المحاسبي.
- التعرف على مفهوم قيمة الشركة وأهم مقاييسها في الفكر المحاسبي.
- قياس الأثر الكلي والمنفرد المحتمل لأبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات على تكلفة حقوق الملكية وقيمة الشركة.

أهمية البحث

يستمد البحث أهميته من خلال التركيز على الأبعاد التالية:

- المستثمرين: مساعدة المستثمرين في ترشيد قراراتهم الإستثمارية من خلال تشجيع الشركات على الإنزمام بمسئوليتها الاجتماعية والتقرير عنها بشفافية مما ينعكس على أسهمها في السوق وتشجيع المستثمرين على الإستثمار في هذه الشركات.
- الشركات: تشجيع الشركات على زيادة حصتها السوقية وزيادة شرعيتها ومدى توافقها مع التشريعات والقوانين والمتطلبات البيئية من خلال الحصول على الشهادات التي تثبت مدى توافقها مع المتطلبات العالمية لنظم الإدارة البيئية، وتخفيض المخاطر والضغوط التي قد تتعرض لها من قبل أصحاب المصالح نتيجة عدم وفائها بمسئوليتها الاجتماعية.
- الهيئات الرقابية: المساهمة في تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الشركات وأصحاب المصالح من خلال القيام بالإفصاح عن كافة المعلومات المفيدة والهامة لمتخذي القرارات تطبيقاً لمبادئ المسؤولية الاجتماعية، حيث أصبحت التقارير الاجتماعية أحد أهم متطلبات القيد ببورصة الأوراق المالية.
- المجتمع : زيادة إهتمام الشركات بحل المشكلات المجتمعية بصفة عامة كأحد أبعاد المساهمة في المسؤولية الاجتماعية مثل حل مشكلة (البطالة، الإسكان، التلوث، النقل، التعليم، الصحة،.....).

منهجية البحث

ترتكز الدراسة النظرية على المنهج الإستقرائي الذي يستند بشكل أساسي على البحوث والأدبيات المحاسبية السابقة في مجال المسؤولية الاجتماعية للشركات ومجال تكلفة حقوق الملكية وقيمة الشركة لإعداد الإطار النظري للبحث وصياغة المشكلة وتحديد الأهداف والأهمية بالإضافة إلى تطوير فروض البحث، ثم الدراسة الإختبارية بإستخدام فترة إبطاء واحدة وثلاث فترات لقياس الأثر الكلي والمنفرد المحتمل لأبعاد المسؤولية الاجتماعية على تكلفة حقوق الملكية وقيمة الشركة، وذلك لعينة من 70 شركة من الشركات المساهمة المصرية المدرجة ببورصة الأوراق المالية والموزعة على 16 قطاع من القطاعات المختلفة خلال الفترة الزمنية (2012 – 2018).

خطة البحث

تحقيقاً لأهداف البحث وتماشياً مع طبيعة المشكلة فسوف يتم تقسيم البحث كما يلي:

القسم الأول: الإطار العام للبحث

القسم الثاني: الدراسات السابقة وتطوير الفروض

القسم الثالث: أثر أبعاد المسؤولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية وقيمة

الشركة- خلفية نظرية

القسم الرابع: الدراسة الإختبارية

القسم الخامس: تحليل وتفسير نتائج البحث

القسم السادس: خلاصة وتوصيات البحث والدراسات المستقبلية

القسم الثاني : الدراسات السابقة وتطوير الفروض

يعرض الباحث في هذا الجزء نتائج بعض الدراسات المرتبطة بموضوع البحث للوقوف على ما توصلت إليه من نتائج والإستفادة منها في إستكمال جوانب البحث بما يحقق التواصل والتكامل بين الدراسات البحثية في هذا المجال، وذلك كما يلي:

أولاً: دراسات تناولت أثر أبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات على تكلفة حقوق الملكية.

ثانياً: دراسات تناولت أثر أبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات على قيمة الشركة.

أولاً: دراسات تناولت أثر أبعاد المسؤولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية

استهدفت دراسة (Reverte, 2011) دراسة العلاقة بين أبعاد المسؤولية الإجتماعية وتكلفة حقوق الملكية. وذلك لعينة من 401 شركة من الشركات الأسبانية المدرجة ببورصة الأوراق المالية والتي تعمل بقطاعات مختلفة خلال الفترة (2003 – 2008). وتم قياس المتغير المستقل وهو أبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات بمؤشر (KLD). وتم قياس المتغير التابع وهو تكلفة حقوق الملكية باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (C.A.P.M). وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين أبعاد المسؤولية الإجتماعية وتكلفة حقوق الملكية من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين وزيادة الإستثمارات بالشركة، وتقوم الشركات العاملة بصناعات حساسة بالبيئة مثل الشركات الصناعية بالإفصاح عن أنشطة المسؤولية الإجتماعية التي تقوم بها لبيان مدى مساهمتها في تخفيض نسبة التلوث والإلتزام بقواعد السلامة والمعايير والمتطلبات البيئية.

أما دراسة (Dhaliwal et al., 2011) فقد استهدفت العلاقة بين أبعاد المسئولية الإجتماعية للشركات وتكلفة حقوق الملكية. لعينه من الشركات الخدمية التي تعمل فى الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (1993 - 2008). وتم قياس المتغير المستقل بمؤشر (KLD). وتم قياس المتغير التابع باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM). وأيدت الدراسة العلاقة السالبة بين أبعاد المسئولية الإجتماعية وتكلفة حقوق الملكية حيث أن الإفصاح عن المسئولية الإجتماعية يعمل على تخفيض أخطاء التنبؤ بالأرباح للفترات القادمة وتخفيض المخاطر التي قد تتعرض لها الشركة من الجهات الحكومية فيعمل على تخفيض تكلفة حقوق الملكية للفترة القادمة.

وتناولت دراسة (El Ghouli et al., 2011) العلاقة بين أبعاد المسئولية الإجتماعية وتكلفة حقوق الملكية وذلك لعينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة (1992 - 2007). وتم الحصول على البيانات من قواعد البيانات التالية (Compustat Institutional Bakers Estimate Services) للحصول على بيانات تتعلق بتوقعات المحللين الماليين)، قاعدة بيانات مؤشر (KLD) للحصول على البيانات المتعلقة بالمسئولية الإجتماعية لعينة الدراسة، قاعدة بيانات (Prices Center For Research In Security) للحصول على بيانات عن عوائد الأسهم. وتم قياس المتغير المستقل فى الدراسة باستخدام مؤشر (KLD). وتم قياس المتغير التابع بالإعتماد على نموذج (Easton, 2004). وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين أبعاد المسئولية الإجتماعية وتكلفة حقوق الملكية للشركات العاملة فى القطاع المالى. بينما لا توجد علاقة بين متغيرات الدراسة للشركات العاملة بصناعة التبغ والطاقة النووية. وأن إهتمام الشركة بانشطة المسئولية الإجتماعية يعمل على إظهارها بصورة إيجابية أمام أصحاب المصالح ويعطيها ميزة تنافسية عن الشركات الأخرى، وأن الشركات التي ترتفع فيها تكلفة حقوق الملكية فى الفترات الحالية يمكنها ممارسة بعض أنشطة المسئولية الإجتماعية لتخفيض هذه التكلفة فى الفترات القادمة.

أما دراسة (Wang et al., 2013) فقد استهدفت دراسة العلاقة بين أبعاد المسئولية الإجتماعية للشركات وتكلفة حقوق الملكية لعينة مكونة من 2565 شركة من كبرى الشركات متعددة الجنسيات من 35 دولة من 5 قارات مختلفة خلال الفترة (2002 - 2010). وتم قياس المتغير المستقل بالإعتماد على مؤشر (E.S.G) والذى يقيم الشركات ويقوم بترتيبها من حيث 3 أبعاد وهما (البعد البيئى - البعد الإجتماعى - البعد المتعلق بحوكمة الشركات). وتم قياس المتغير

التابع وهو تكلفة حقوق الملكية باستخدام مقياسين هما (متوسط تنبؤات المحللين الماليين المستقبلية، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) لتحديد معدل العائد المطلوب.

وتوصلت إلى وجود علاقة سالبة بين أبعاد المسؤولية الاجتماعية وتكلفة حقوق الملكية فى الشركات المتواجدة بأمريكا الشمالية وأفريقيا وأوروبا، أما فى آسيا وأمريكا الجنوبية فتوجد علاقة موجبة. وتظهر الدراسة أثر الاختلافات فى العوامل الثقافية المتعلقة بإعداد الإدارة العليا لتقارير المسؤولية الاجتماعية كما وضحت أيضاً أن الشركات العاملة بصناعات حساسة بالبيئة مثل الشركات الصناعية تقوم بالإفصاح عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية التى تقوم بها لبيان مدى مساهمتها فى تخفيض نسبة التلوث والالتزام بقواعد السلامة والمعايير البيئية.

وتناولت دراسة (Xu et al., 2014) العلاقة بين أبعاد المسؤولية الاجتماعية وتكلفة حقوق الملكية. وذلك لعينة من الشركات الصينية المقيدة ببورصة الأوراق المالية والمكونة من 831 شركة خلال الفترة الزمنية (2009 - 2011) وتم إستبعاد المؤسسات المالية. وتم تقسيم عينة الدراسة طبقاً لهيكل الملكية إلى قسمين: (شركات مملوكة للدولة وعددها 662 شركة-State Owned Enterprises (SOEs)، شركات غير مملوكة للدولة وعددها 169 شركة NonState-Owned Enterprises (NSOEs). وتم قياس المتغير المستقل باستخدام مؤشر إفصاح تم تكوينه بالإعتماد على مجموعة من المؤشرات والمعايير المتعلقة بالمتطلبات والجوانب البيئية الواجب مراعاتها مثل مؤشر (KLD)، معايير الأيزو (ISO standards). فى حين تم قياس المتغير التابع باستخدام نموذج (Easton, 2004).

وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين أبعاد المسؤولية الاجتماعية وتكلفة حقوق الملكية. وأن الإستثمار فى أنشطة المسؤولية الاجتماعية يعمل على تخفيض تكلفة حقوق الملكية وزيادة ثقة المستثمرين بالشركة وإقبالهم على شراء أسهمها. ويكون هذا الأثر أكثر معنوية خلال فترات الركود الاقتصادى مقارنةً بفترات الإزدهار والرخاء. وان الشركات المملوكة للدولة (SOEs) تتميز بتفوقها فى الأنشطة الاجتماعية وبالتالي حصولها على تكلفة حقوق ملكية أقل من الشركات الأخرى الغير مملوكة للدولة (NSOEs).

واستهدفت دراسة (Zhi et al., 2015) العلاقة بين أبعاد المسؤولية الاجتماعية وتكلفة حقوق الملكية. وذلك لعينة مكونة من أكثر من 2000 شركة من كبرى الشركات متعددة الجنسيات من 25 دولة من 3 قارات مختلفة (أمريكا الشمالية، آسيا، أوروبا)، وتم تجميع 10803 مشاهدة خلال الفترة (2002 - 2010). وتم قياس المتغير المستقل باستخدام مؤشر (E.S.G) والذى يقيم

الشركات ويقوم بترتيبها من حيث 3 أبعاد وهي: (البعد البيئي – البعد الإجتماعي – البعد المتعلق بحوكمة الشركات). بالإضافة إلى مراعاة بعد رابع وهو الأداء الإقتصادي. وتم حساب متوسط للأبعاد الأربعة واستخدامه كقيمة معبرة عن أبعاد المسؤولية الإجتماعية. وتم قياس المتغير التابع باستخدام أربعة نماذج مختلفة (Claus and Thomas, 2001; Easton, 2004; Ohlson) and Juettner, 2005; Gordon finite horizon model,1997) وتم حساب المتوسط لهذه النماذج واستخدامه كقيمة معبرة عن تكلفة حقوق الملكية. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة ومعنوية بين أبعاد المسؤولية الإجتماعية وتكلفة حقوق الملكية في الشركات المتواجدة بأمريكا الشمالية وأوروبا عند مستوى معنوية 5 % ، 1 % على التوالي.

أما دراسة (النعيمي، 2015) فقد استهدفت بيان أثر أبعاد المسؤولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية. وتم جمع البيانات اللازمة للدراسة من التقارير المالية المنشورة في بورصة عمان لعينة الدراسة والمقابلات الشخصية والبالغة (30) شركة، وبنسبة 43% من إجمالي الشركات الصناعية المدرجة للفترة (2009 – 2013). وتم استخدم الإنحدار المتعدد للتنبؤ بأثر الإنفاق على المسؤولية الإجتماعية بأبعادها المتمثلة في الإنفاق على المجتمع، العاملين، البيئة، بالإضافة إلى تحديد أثر أبعاد المسؤولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية. وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر سالب لحجم الإنفاق الكلي على أبعاد المسؤولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية، كما تم فحص العلاقة لكل متغير من هذه المتغيرات، حيث تبين وجود علاقة سالبة أيضاً بين تكلفة حقوق الملكية وجميع المتغيرات المستقلة، ولكن لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للإنفاق على المجتمع والبيئة، ويرجع ذلك إلى ضالة المبالغ المنفقة عليهما.

في حين استهدفت دراسة (أحمد ، 2017) التعرف على أثر أبعاد المسؤولية الإجتماعية من خلال خمسة أبعاد وهي: (المجتمع، البيئة، الموارد البشرية، المستهلكين، المنتج) على تكلفة حقوق الملكية، وذلك لعينة من (29) شركة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2013 – 2015). وقد توصلت الدراسة إلى أنه لا يوجد أثراً لأبعاد المسؤولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية.

ثانياً: دراسات تناولت أثر أبعاد المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة

استهدفت دراسة (Schadewitz and Niskala, 2010) قياس أثر أبعاد المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الفنلندية المسجلة في البورصة عن الفترة (2002-2005). وتوصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية في ضوء المبادرة العالمية للإفصاح (G.R.I) يؤثر بشكل موجب على قيمة الشركة، وبالتالي فمن المفيد للشركات الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية في ضوء تلك المبادرة. حيث يعمل الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على تحسين الوضع السوقي للشركات وجذب المستثمرين لهذه الشركات حيث تتميز بالاستقرار المستقبلي والبعد عن المخاطر.

كما استهدفت دراسة (Deklerk et al., 2012) اختبار أثر أبعاد المسؤولية الاجتماعية على أسعار الأسهم في المملكة المتحدة، وذلك بالتطبيق على عينة من (69) شركة خلال الفترة (2007-2008). وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين أبعاد المسؤولية الاجتماعية وأسعار الأسهم، بالإضافة إلى أهمية هذا الإفصاح في تحسين القيمة السوقية للشركة.

واستهدفت دراسة (Servaes and Tamayo, 2013) تحليل وإختبار أثر أبعاد المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة من خلال دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الأمريكية. وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر معنوي موجب لأبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمتها في حالة وجود مستوى مرتفع من وعي العملاء، أما في حالة انخفاض مستوى وعي العملاء فلا يؤثر الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركات.

وقامت دراسة (Karim et al., 2013) باختبار أثر جودة الإفصاح الاختياري عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة، باستخدام عينة من 40 شركة بقطاع الخدمات بالبورصة الإندونيسية خلال الفترة (2008 – 2010). وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر موجب ومعنوي بين جودة الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات وقيمة الشركة.

وتوصلت دراسة (مليجي، 2014) إلى وجود أثر موجب لكل من مستوى وجودة الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية على أداء البنك السوقي مقاساً بنسبة (Tobin's Q)، وذلك بالتطبيق على 36 بنكاً من البنوك العاملة في جمهورية مصر العربية خلال الفترة (2009 – 2013). ويتفق ذلك مع ما توصلت إليه دراسة (Gras et al., 2016) من وجود علاقة موجبة ومعنوية بين أبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات وأسعار أسهم البنوك الأمريكية خلال الفترة (2009 – 2010).

فى حين استهدفت دراسة (Emami et al., 2014) إختبار أثر أبعاد المسئولية الإجماعية على قيمة الشركات، من خلال دراسة تجريبية على (150) شركة مسجلة فى بورصة طهران خلال الفترة (2006-2011). وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر موجب لهذا الإفصاح على قيمة الشركات من خلال تخفيض ممارسات إدارة الأرباح ، وزيادة اقبال المستثمرين على هذه الشركات، وانخفاض مستوى المخاطر المتعلقة بها.

كما استهدفت دراسة (Haryono and Iskandar, 2015) إختبار أثر أبعاد المسئولية الإجماعية على قيمة الشركة من خلال أثرها على الأداء المالى للشركة ومخاطرها، وذلك من خلال دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المسجلة فى بورصة أندونيسيا خلال الفترة (2011-2014). وقد توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن أبعاد المسئولية الإجماعية للشركات يؤثر تائيراً موجباً على الأداء المالى للشركة فى تعظم قيمة الشركة، كما يؤثر تائيراً سالباً على مخاطر الشركة والتي بدورها تؤثر بشكل موجب على قيمتها.

وباستخدام عينة من الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية بفيتنام خلال الفترة (2010 – 2013) توصلت دراسة (Cordeiro et al., 2015) إلى عدم وجود علاقة بين الإفصاح عن أبعاد المسئولية الإجماعية الأربعة (البعد البيئي، الإجماعى، العاملين، العملاء والموردين) وقيمة الشركة مقاسه بنسبة (Tobin's Q) فى نهاية السنة وقد بررت الدراسة ذلك، بوجود فترة لا تقل عن ثلاثة شهور بين نهاية السنة المالية وتاريخ نشر التقارير المالية، وبالتالي فإن أسعار الأسهم ومن ثم قرارات الإستثمار فى نهاية السنة قد لا تتأثر بالتقارير المالية المنشورة فى نهاية السنة بما تحتويه من معلومات بشأن أبعاد المسئولية الإجماعية. كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الإفصاح عن البعد البيئي للمسئولية الإجماعية وقيمة الشركة فى نهاية السنة المالية التالية وعلى العكس تبين وجود علاقة سالبة بين بعد الموظفين وقيمة الشركة فى نهاية السنة التالية. فى حين توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين كل من: (البعد الإجماعى، بعد العملاء والموردين) وقيمة الشركة فى نهاية السنة المالية التالية.

وباستخدام نموذج (Ohlson, 2005)، اختبرت دراستا (De Klerk et al., 2015;) العلاقة بين أبعاد المسئولية الإجماعية وأسعار أسهم الشركات بالمملكة المتحدة وأسبانيا. وقد توصلت الدراستان إلى وجود علاقة موجبة بين الإفصاح عن أبعاد المسئولية الإجماعية وأسعار الاسهم. وقد أضافت الدراستان أن العلاقة بين الإفصاح عن أبعاد المسئولية الإجماعية وأسعار الأسهم تختلف باختلاف القطاع الصناعى الذى تنتمى له الشركات. حيث توصلت

الدراسات إلى أن العلاقة الموجبة تكون أكثر معنوية في الصناعات ذات الحساسية البيئية مقارنة بالصناعات الأخرى، وبالإضافة إلى ذلك فقد توصلت دراسة (Reverte, 2016) إلى وجود أثر موجب غير مباشر للإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية على أسعار الأسهم من خلال زيادة القدرة التقييمية لكل من الأرباح والقيمة الدفترية للسهم.

وبالتطبيق على عينة من الشركات الهندية خلال الفترة (2008 – 2009)، (2013 – 2014) وباستخدام إطار مبادرة التقارير العالمية لإحتساب مستوى الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات ومكوناتها (الموارد البشرية، والمجتمع، والمنتجات)، توصلت دراسة (Laskar and Maji, 2016) إلى ارتفاع مستوى الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية خلال فترة الدراسة، كما أن أعلى مستوى للإفصاح كان للبعد المتعلق بالمجتمع، يليه البعد المتعلق بالموارد البشرية، ثم البعد المتعلق بالمنتجات. كما توصلت الدراسة إلى وجود أثر موجب ومعنوي للإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية ومكوناتها على نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كمقياس لقيمة الشركة.

وفي ذات السياق، اختبرت دراسة (Cahan et al., 2016) العلاقة بين الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية وقيمة الشركة، وكيف تختلف هذه العلاقة بين الدول، وذلك باستخدام عينة من 676 شركة من 21 دولة خلال عام 2008. وقد تم تقسيم الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية إلى جزء متوقع وآخر غير متوقع والذي يشير إلى المعلومات الإضافية الموجودة في الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الإفصاح غير المتوقع عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية وقيمة الشركة مقاسه بنسبة (Tobin's Q). بينما لم تتوصل الدراسة إلى وجود علاقة بين الجزء المتوقع من الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية وقيمة الشركة. ورغم أن الدول ذات المؤسسات الأقوى على مستوى الدولة تشجع على زيادة الجزء غير المتوقع من الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية.

وقد استهدفت دراسة (Gutsche et al., 2017) اختبار تأثير الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة التي تم قياسها بمتوسط قيمة الأسهم على مدار الشهور الأربعة التالية لنهاية السنة المالية، وذلك باستخدام عينة من 500 شركة من الشركات الأمريكية المدرجة بمؤشر S&P خلال الفترة (2011 – 2014). وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة ومعنوية بين الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية وقيمة الشركة. وقد أضافت الدراسة بعداً آخر بدراسة تأثير الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة مع

الأخذ في الاعتبار مستوى أداء المسؤولية الإجتماعية. وتوصلت الدراسة إلى أن التأثير الموجب للإفصاح عن أبعاد المسؤولية الإجتماعية يكون أقوى في الشركات ذات الأداء الضعيف للمسئولية الإجتماعية مقارنة بالشركات ذات الأداء المرتفع.

واستهدفت دراسة (حماد، 2014) إختبار أثر إختلاف القطاعات الصناعية على العلاقة بين أبعاد المسؤولية الإجتماعية والأداء المالي وانعكاس ذلك على قيمة الشركة، من خلال دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية من قطاعين مختلفين هما قطاع الصناعات الغذائية وقطاع الأسمت خلال الفترة (2007-2011).

وتوصلت الدراسة إلى إختلاف أثر أبعاد المسؤولية الإجتماعية على الأداء المالي وقيمة الشركة باختلاف القطاع الصناعي، حيث وجد أثر سالب ومعنوي على قيمة الشركة في قطاع الأسمت. بينما في قطاع الصناعات الغذائية وجد أثر موجب ومعنوي بين أبعاد المسؤولية الإجتماعية ومؤشرى معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية، وأثر غير معنوية بين المسؤولية الإجتماعية ومؤشرى التغير في السعر السوقي للسهم، ومعدل العائد على السهم، وقيمة الشركة.

واستهدفت دراسة (حسن، 2015) إختبار العلاقة بين ممارسات إدارة الربح والمسئولية الإجتماعية ومدى انعكاس ذلك على الأداء المالي، بالإضافة إلى إختبار تأثير فعالية نظام الحوكمة على تلك العلاقات، وذلك لعينة من 112 شركة غير مالية من الشركات السعودية المسجلة في البورصة عن عام 2014. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين أبعاد المسؤولية الإجتماعية وممارسات إدارة الربح، كما أن كفاءة نظام الحوكمة لا تؤثر على العلاقة بين أبعاد المسؤولية الإجتماعية وإدارة الربح.

كما استهدفت دراسة (رميلى، 2016) إختبار أثر أبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية على قيمة الشركة خلال الفترة (2011-2015). وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود أثر معنوي لأبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية على قيمة الشركة.

واستهدفت دراسة (يوسف، 2016) التحقق مما إذا كان أداء الشركات لأنشطة المسؤولية الإجتماعية وتوجيه جزء من إستثماراتها إلى الإستثمارات ذات العائد الإجتماعي قد يأتي على حساب مساهمي الشركة ، وذلك لعينة من 17 شركة من الشركات المدرجة في المؤشر المصرى

لمسؤولية الشركات (E.S.G) خلال الفترة (2008-2010). وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر موجب ومعنوي لمستوى الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الإجتماعية على الأداء المالى. واستهدفت دراسة (بدوى، 2017) إلى تحليل العلاقة بين هيكل الملكية وتحديد الملكية المؤسسية ومستوى الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الإجتماعية من جهة وقيمة الشركات المدرجة فى البورصة المصرية من جهة أخرى. واعتمدت فى ذلك على دراسة تطبيقية لعينة من 31 شركة مسجلة بالبورصة المصرية فى عام 2015. وقد توصلت الدراسة إلى عدم معنوية العلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوى إفصاح الشركات عن أبعاد المسؤولية الإجتماعية من وجهة نظر المستثمرين، وعدم إهتمام المستثمرين بمستوى إفصاح الشركات المملوكة من قبل المؤسسات عن دورها فى المجتمع.

تقييم الدراسات السابقة واستخراج الفجوة البحثية

يخلص الباحث بعد مراجعة الدراسات السابقة التى اهتمت بدراسة أثر أبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات على كل من (تكلفة حقوق الملكية - قيمة الشركة) إلى ما يلى:

أ- توصلت معظم دراسات المجموعة الأولى إلى وجود أثر سالب ومعنوي لأبعاد المسؤولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية (Reverte, 2011; Dhaliwal et al., 2011; Wang et al., 2013; Xu et al., 2014; Zhi et al., 2015; El Ghouli et al., 2011؛ النعيمي ، 2015). بينما توصلت دراسة(أحمد، 2017) إلى عدم وجود أثر معنوي لأبعاد المسؤولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية للشركات الصناعية المدرجة فى سوق الكويت للأوراق المالية.

ب- يؤثر القطاع الصناعى الذى تنتمى له الشركة على الأثر السالب لأبعاد المسؤولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية . فقد اتضح وجود دليل على هذا الأثر السالب بين المتغيرين على مستوى إجمالى القطاعات الصناعية، الا ان ذلك قد يتغير على مستوى كل قطاع صناعى، فتقوم الشركات العاملة بصناعات حساسة بالبيئة بالإفصاح عن أبعاد المسؤولية الإجتماعية التى تقوم بها بشكل أكبر لبيان مدى مساهمتها فى تخفيض نسبة التلوث والإلتزام بقواعد السلامة والمعايير وتحسين صورتها الذهنية فى المجتمع.

ج- اعتمدت غالبية الدراسات فى قياس تكلفة حقوق الملكية على نموذج (C.A.P.M) أو نموذج (Easton, 2004).

د- اعتمدت غالبية الدراسات فى قياس الأثر الكلى لأبعاد المسؤولية الإجتماعية على المؤشرات والمعايير التالية (مؤشر E.S.G، مؤشر KLD، معايير الأيزو (ISO standards).

ه- توصلت معظم دراسات المجموعة الثانية إلى وجود أثر موجب ومعنوى لأبعاد المسؤولية الإجتماعية على قيمة الشركة (Deklerk et al, 2012; Servaes and Tamayo,2013; Karim et al, 2013; Gutsche et al., 2017) بينما توصلت الدراسات التالية (رميلى، 2016؛ بدوي، 2017) إلى عدم وجود أثر معنوى لأبعاد المسؤولية الإجتماعية على قيمة الشركة.

و- توصلت دراسة (حماد، 2014) إلى إختلاف أثر أبعاد المسؤولية الإجتماعية على الأداء المالى وقيمة الشركة باختلاف القطاع الصناعى الذى تنتمى له الشركة.

ز- تعددت المقاييس المستخدمة لقياس قيمة الشركة، حيث اعتمدت بعض الدراسات على نسبة (Tobin's Q)، بينما اعتمد البعض الآخر على نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأسهم، واعتمد بعض الدراسات على القيمة السوقية للأسهم، وأخيراً اعتمدت دراسات أخرى على استخدام نموذج (Ohlson,2005) لتحديد مدى إرتباط الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الإجتماعية بأسعار الأسهم.

ح- ندرة الدراسات - فى حدود علم الباحث- التى تمت فى البيئة المصرية وكان محور إهتمامها دراسة الأثر الكلى والمنفرد لأبعاد المسؤولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية وقيمة الشركة.

ومما سبق وفى ضوء مراجعة وتقييم بعض الدراسات السابقة المتعلقة بمشكلة البحث يتضح أن البحث الحالي يعد امتداداً لدراسات المجموعة الأولى والثانية معاً. لذا يمكن بلورة المساهمة المتوقعة منهفى اختبار الأثر الكلى والمنفرد المحتمل لأبعاد المسؤولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية وقيمة الشركة بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، حيث تعد البيئة المصرية بيئة خصبة لتطبيق البحث الحالي باعتبارها أحد الأسواق المالية الناشئة التى زاد إهتمامها فى الفترات الاخيرة بتوعية الشركات بأهمية ومنافع أبعاد المسؤولية الإجتماعية.

تطوير فروض البحث

أثر أبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات على تكلفة حقوق الملكية

(1) توصلت الدراسات التالية إلى وجود أثر سالب ومعنوي لأبعاد المسؤولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية (Suto and Takehara, 2016; Xu et al., 2014; Wang et al., 2013; Reverte, 2011; Dhaliwal et al., 2011; El Ghouli et al., 2015; Zhi et al., 2011) واعتمدت هذه الدراسات في تفسير ذلك على أن قيام الشركات بالإفصاح عن أبعاد المسؤولية الإجتماعية يعمل على توفير معلومات أكثر نفعاً لأصحاب المصالح في ترشيد قراراتهم، تخفيض مخاطر الأسهم من خلال تقليل التذبذب في عائد السهم مما يؤدي إلى إقبال المستثمرين على الأسهم، وزيادة سيولة الأوراق المالية. مما ينعكس في النهاية على تعظيم قيمتها وتخفيض تكلفة حقوق الملكية، ومن خلال ذلك يمكن صياغة الفرض الرئيسي الأول للبحث كما يلي:

ف1 : يوجد أثر كلى سالب لأبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات على تكلفة حقوق الملكية.

وينبثق عن هذا الفرض الفروض الفرعية التالية:

- يوجد أثر سالب للبعد المتعلق بمساهمات الشركة تجاه العاملين على تكلفة حقوق الملكية.
- يوجد أثر سالب للبعد المتعلق بمساهمات الشركة تجاه المجتمع على تكلفة حقوق الملكية.
- يوجد أثر سالب للبعد المتعلق بمساهمات الشركة تجاه البيئة على تكلفة حقوق الملكية.
- يوجد أثر سالب للبعد المتعلق بمساهمات الشركة تجاه العملاء على تكلفة حقوق الملكية.

أثر أبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات على قيمة الشركة

(1) توصلت الدراسات التالية (De klerk et al., 2012; Emami et al., 2014; Haryono and Iskandar, 2015) إلى وجود أثر موجب ومعنوي لأبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات على قيمة الشركة. واعتمدت في تفسير ذلك على أن الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الإجتماعية يعمل على الحد من ممارسات إدارة الأرباح (Earning Management)، تحسين الأداء المالي من خلال تخفيض المخاطر المرتبطة بهذه الشركات وجذب الإستثمارات لها واستقرار وضعها المادي المستقبلي، مما يؤدي إلى تحسين قيمتها السوقية ومن خلال ذلك يمكن صياغة الفرض الرئيسي الثاني للبحث كما يلي:

ف2 : يوجد أثر كلى موجب لأبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات على قيمة الشركة.

وينبثق عن هذا الفرض الفروض الفرعية التالية:

- يوجد أثر موجب للبعد المتعلق بمساهمات الشركة تجاه العاملين على قيمة الشركة.
- يوجد أثر موجب للبعد المتعلق بمساهمات الشركة تجاه المجتمع على قيمة الشركة.
- يوجد أثر موجب للبعد المتعلق بمساهمات الشركة تجاه البيئة على قيمة الشركة.
- يوجد أثر موجب للبعد المتعلق بمساهمات الشركة تجاه العملاء على قيمة الشركة.

القسم الثالث : أثرأبعاد المسؤولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية وقيمة الشركة – خلفية نظرية

الأثر المتوقع لأبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات على تكلفة حقوق الملكية

تأتى أهمية الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية كأحد المعلومات الغير مالية التى تفصح عنها الشركات ولهاأثارعلى الربحية وعلى توجيه قرارات أصحاب المصالح، كما انها قد تعمل على الحد من عدم تماثل المعلومات بالنسبة للمستثمرين وأصحاب المصالح حتى يكونوا على علم بما يقوم به المدبرون من إجراءات ، بما قد يسمح بزيادة شفافية وزيادة مصداقية الشركة، وكذلك الحد من المخاطر(الهنداوى، 2011).

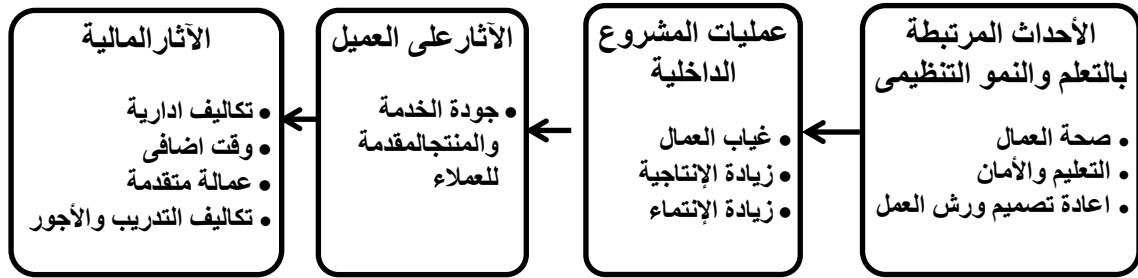
(1) العاملين

توصلت الدراسات التالية (Collins and Smith, 2006; Ballou et al., 2003) إلى أنه مع النمو الملحوظ فى الشركات التى تعمل فى مجال التكنولوجيا، فإن التنافس على العمالة الموهوبة أصبح أكثر حدة من أى وقت مضى، فالشركات تستخدم مختلف خطط التعويضات فى الأجل الطويل مثل خيارات الأسهم ومنح الأسهم المقيدة عدة سنوات وذلك للإحتفاظ بالعاملين فيها، فالإحتفاظ بالصورة الإيجابية التى تم بناءها من خلال الإستثمار فى أنشطة المسؤولية الإجتماعية المتعلقة بالعاملين يمكن أن يستقطب العاملين الماهرين للشركات المسؤولة اجتماعياً حيث أوضحت دراستى (Greening and Turban, 2000; Sen et al., 2006) أن العاملين يبحثون أكثر عن العمل فى مثل هذه الشركات.

ومن الممارسات العملية فى هذا المجال، نموذج الأداء لشركة (Telenor) بالنرويج والتى تعمل فى مجال الإتصالات، والتى أشارت إلى أن استثمار موارد الشركة فى صحة العمال، التعليم والأمان، وإعادة تصميم ورش العمل سوف يكون له مردود فى إنخفاض معدل غياب العمال.

ويوضح نموذج العلاقات الارتباطية للشركة أيضاً أن غياب العمالة يؤثر سلباً على الإنتاجية والجودة، في حين أن انخفاض الغياب سوف يؤثر بشكل إيجابي على عمليات المشروع الداخلية، وكذلك على قيمة العميل (Customer Value). وقد وجدت إدارة الشركة أن تخفيض نسبة الغياب بما يعادل 2.2% سوف يوفر تكاليف بما يعادل مليون دولار سنوياً (عفيفى، 2015).

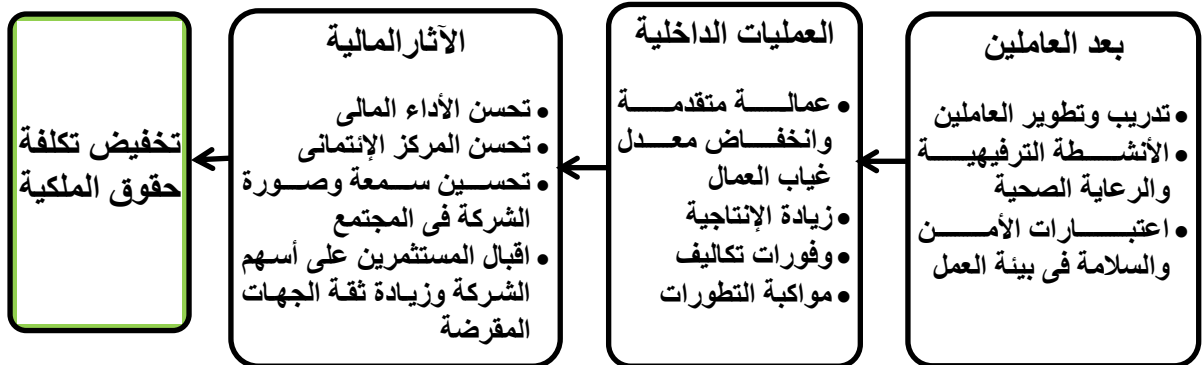
شكل رقم (1) : نموذج العلاقات السببية والارتباطية لشركة (Telenor)



المصدر: (Epstein and Wisner, 2001: 4)

ويرى الباحث أنه من خلال إستقطاب العمالة الماهرة وتطوير العمالة الحالية فإن ذلك ينعكس بشكل مباشر على تحسين الإنتاجية والعوائد المالية (مقيسة بقيمة السهم)، وبناءً على ذلك فمن المتوقع أن يقبل المستثمر على الإستثمار فى هذه الشركات بعائد أقل من الذى يطلبه من الشركات الغير مسؤولة اجتماعياً تجاه العاملين بها، وذلك نتيجة لإستقرار وضعها المادى والإجتماعى وإرتفاع قيمة أسهمها وإنخفاض المخاطر المتوقعة مستقبلاً. مما قد يؤدي إلى تخفيض تكلفة حقوق الملكية كما بالشكل التالى.

شكل رقم (2) : أثر بعد العاملين على تكلفة حقوق الملكية



(2) المجتمع

يعد إهتمام الشركة بتكوين علاقات جيدة مع المجتمع الذى تعمل فيه من أهم الطرق التى تساعد على تنمية علاقتها مع كافة أصحاب المصالح وتحسين صورة الشركة وشرعيتها فى

المجتمع، وزيادة توافقها مع توقعات ورغبات المجتمع بكافة أطرافه، وزيادة توافقها مع التشريعات والقوانين، مما قد يساعد الشركة في الحصول على علامة تجارية جيدة وذلك من خلال المشاركة الفعالة في البرامج المجتمعية التطوعية (Rodgers et al., 2013).

ويرى الباحث أن جهود المسؤولية الاجتماعية المتمثلة في علاقات الشركة مع المجتمع المحيط بها لحل المشكلات المجتمعية مثل (توفير فرص عمل، توفير مشروعات سكنية، توفير الدعم والإعانات للجهات المستحقة، تدعيم المؤسسات العلمية والأنشطة الثقافية والمؤسسات الخاصة بالرعاية الصحية، المساعدة في حل المشكلات الناتجة عن الكوارث الطبيعية مثل (الزلازل والسيول) تساعد الشركة في الحصول على الدعم والقبول الإجتماعي مما قد يعود عليها بالعديد من المزايا مثل (تخفيضات ضريبية، زيادة الاقبال على الأسهم الخاصة بهذه الشركات، زيادة العملاء، تحسين صورتها الذهنية أمام الجهات المقرضة والمساهمين) وبالتالي قد يتحسن مركزها المالي مما قد يؤدي إلى تخفيض تكلفة حقوق الملكية كما بالشكل التالي.

شكل رقم (3) : أثر بعد المجتمع على تكلفة حقوق الملكية

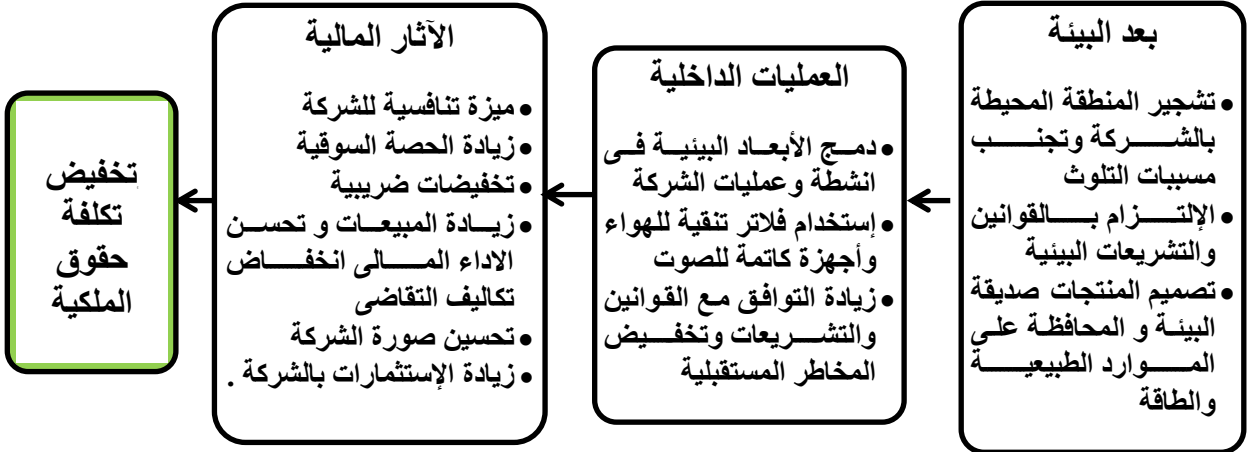


(3) الموارد الطبيعية والمساهمات البيئية

ويعتبر من أهم المجالات بسبب الزيادة المطردة في إستغلال الموارد الطبيعية والتقدم التكنولوجي وما نتج عنه من مخلفات وأضرار ومشاكل كثيرة للبيئة المحيطة فيجب على الشركة إزالة الآثار الضارة عن البيئة المحيطة والناتجة عن ممارستها لأنشطتها (Battaglia et al., 2014). ويرى الباحث أن جهود المسؤولية الاجتماعية المتمثلة في علاقات الشركة مع البيئة المحيطة بها مثل (تشجير المنطقة المحيطة بالشركة، تجنب مسببات التلوث وإحداث الضوضاء، الإلتزام بالقوانين البيئية) قد تعمل على (تحسين صورة الشركة الذهنية في المجتمع الذي تعمل فيه ويكسبها ميزة تنافسية عن غيرها من الشركات، تخفيض عدد القضايا والغرامات البيئية التي قد تتحملها

الشركة في حالة عدم التزامها بالقوانين والتشريعات البيئية، وبالتالي يتحسن المركز المالي للشركة مما قد يؤدي إلى تخفيض تكلفة حقوق الملكية كما بالشكل التالي.

شكل رقم (4) : أثر بعد البيئة على تكلفة حقوق الملكية



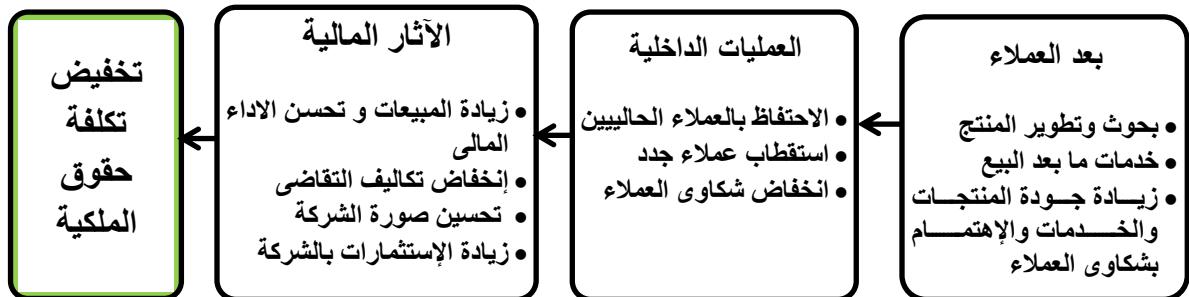
(4) المنتجات والخدمات المقدمة (العملاء)

توصلت الدراسات التالية (Luo and Bhattacharya, 2006; Maiga and Jacobs, 2005) إلى أن رضا العملاء عن المنتجات أو الخدمات التي تقدمها الشركة أمر بالغ الأهمية، وكذلك أن

العلاقات الجيدة مع العملاء تساعد على الإحتفاظ بهم، والدخول في العديد من الإستثمارات الجديدة. فقيام الشركات بتلبية احتياجات العملاء يساعدها على الإحتفاظ بالعملاء الحاليين واكتساب عملاء جدد، كما قد يعمل على تخفيض تكاليف التقاضي والتعويضات التي قد تتحملها الشركة في حالة تقديم منتجات أو خدمات غير مرضية للعملاء.

ويرى الباحث أن جهود المسؤولية الإجتماعية المتمثلة في علاقات الشركة مع العملاء مثل (خدمات ما بعد البيع، بحوث وتطوير المنتج) لها منافع مادية في الأجلين القصير والطويل معاً، ففي الأجل القصير قد تعمل على زيادة المبيعات الخاصة بالشركة نتيجة توافرها مع إحتياجات ورغبات المستهلكين، وفي الأجل الطويل قد تعمل على تحسين مركز الشركة المالي والإئتماني بسبب الإحتفاظ بالعملاء الحاليين واكتساب عملاء جدد كما بالشكل التالي.

شكل رقم (5) : أثر بعد العملاء على تكلفة حقوق الملكية



الأثر المتوقع لأبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة

تعد أبعاد المسؤولية الاجتماعية من أهم السمات المميزة للبيئة المعلوماتية الفعالة نظراً لإرتباطها بتحسين الأداء المالي وتعظيم قيمة الشركات وفقاً للعديد من الأدبيات المحاسبية (Cordeiro and Tewari, 2015; Saeidi et al., 2015; Wang et al., 2015; عبد الناصر، 2016) ، وتتجلى قوة تأثير أبعاد المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة من خلال العديد من المسارات كما يلي:

(1) الحد من ممارسات إدارة الربحية

عادة ما تؤدي محدودية فترة الإستمرارية الوظيفية للمديرين ورغبتهم في تعظيم مكافآتهم والتأثير على أسعار الأسهم إلى قيامهم بالمغالاة في تقييم الأصول والأرباح (سعد الدين، 2014). ويرى الباحث أن الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية يمكن أن يؤدي إلى تحقيق أكبر قدر من الوضوح والشفافية للمعلومات، وهو ما ينعكس على تعزيز جودة التقارير المالية ويجعل من الصعب على المديرين القيام بالممارسات الانتهازية لأنشطة إدارة الأرباح، كما يؤثر إيجابياً على التدفقات النقدية وقيمة الشركة وهو ما وضحته الدراسات التالية (حسن، 2015؛ محمد، 2012، إبراهيم، 2014؛ Gras – Gill et al., 2016).

(2) تحسين سمعة الشركة والأداء المالي

الإفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية قد يعزز من سمعة الشركة ، وذلك لأن عدم وجود مثل هذا الإفصاح سوف يجعل من الصعوبة مواجهة المنافسة في الأسواق العالمية. كما أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية قد يحقق العديد من الفوائد الملموسة منها تحسين الإنتاجية، زيادة إيرادات المبيعات، تحسين جودة المنتج، تحسين جودة الوظائف وجودة اتخاذ القرارات، زيادة تقبل المجتمع والمساهمين للشركة، وهذا ما وضحته الدراسات التالية (عبد الفتاح، 2010؛ مليجي، 2014؛ Iskandar and Fran, 2016; Li et al., 2017).

(3) خفض مخاطر الإفلاس

يجسد الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية أحد أدوات إدارة مخاطر الشركة، حيث يؤثر على مخاطر الشركة والتي بدورها تؤثر على قيمة الشركة، مما يحد من مخاطر الإفلاس التي قد تتعرض لها الشركة بسبب انخفاض قيمتها. وفي ضوء ما سبق يتضح للباحث أن أبعاد المسؤولية الاجتماعية تؤثر بصورة جوهرية في الحد من ممارسات إدارة الأرباح وتحسين سمعة الشركة وأدائها المالي،

وكذلك تخفيض ما تتحمله من تكاليف إجمالية ومخاطر الإفلاس، مما ينعكس إيجابياً على دعم وزيادة قيمة الشركة في أسواق المال.

القسم الرابع : الدراسة الإختبارية عينة البحث

إستهدف البحث إختبار الأثر الكلى والمنفرد المحتمل لأبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات على تكلفة حقوق الملكية وقيمة الشركة، وذلك لعينة من 70 شركة من الشركات المساهمة المصرية المدرجة ببورصة الأوراق المالية من القطاعات المختلفة خلال الفترة من (2012 – 2018) ، وذلك كما يلي:

جدول رقم (1): توزيع شركات العينة وفقاً لطبيعة القطاع

النسبة	عدد الشركات	القطاع
2.86 %	2	الإتصالات
1.43 %	1	الإعلام
17.14 %	12	الأغذية والمشروبات
17.14 %	12	التشييد ومواد البناء
1.43 %	1	التكنولوجيا
12.86 %	9	الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات
11.43 %	8	الرعاية الصحية والادوية
4.29 %	3	السياحة والترفيه
5.71 %	4	العقارات
1.43 %	1	الغاز والبتروول
8.57 %	6	الكيمائيات
4.29 %	3	المنتجات المنزلية والشخصية
5.71 %	4	الموارد الاساسية
1.43 %	1	الموزعون وتجارة التجزئة
1.43 %	1	البنوك
2.86 %	2	الخدمات المالية
100 %	70 شركة	الإجمالى

نماذج البحث

النموذج الرئيسي الأول : ويختص باختبار الفرض الرئيسي الأول للبحث

$$\begin{aligned} \text{CO_EQ}_{i,t+j} &= \beta_0 + \beta_1 \sum_4^n \text{CSR_SC}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{AUD_SIZE}_{it} + \beta_4 \\ \text{ROA}_{it} &+ \beta_5 \text{LEV}_{it} + \beta_6 \text{BTM}_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

حيث إن:

(CO_EQ = تكلفة حقوق الملكية، $\sum_4^n \text{CSR_SC}_{it}$ = مجموع الأبعاد الأربعة للمسئولية الاجتماعية للشركات (المتغير المستقل)، SIZE = حجم الشركة، AUD_SIZE = حجم مكتب المراجعة، ROA = ربحية الشركة (معدل العائد على الأصول)، LEV = الرافعة المالية للشركة، BTM = نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية، β_0 = ثابت الانحدار، β_1 = معامل انحدار المتغير المستقل، ($\beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$) = معاملات انحدار المتغيرات الضابطة، ε_{it} = الخطأ العشوائي، (i ترمز للشركة، t ترمز للفترة الزمنية، j ترمز لفترة الإبطاء واحدة وثلاث فترات).

وينبثق عن هذا النموذج النماذج الفرعية التالية طبقاً لأبعاد المسؤولية الاجتماعية:

$$\text{CO_EQ}_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 \text{CSR_SCA}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{AUD_SIZE}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{LEV}_{it} + \beta_6 \text{BTM}_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث إن: CSR_SCA = يرمز إلى البعد المتعلق بمساهمات الشركة تجاه العاملين.

$$\text{CO_EQ}_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 \text{CSR_SCB}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{AUD_SIZE}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{LEV}_{it} + \beta_6 \text{BTM}_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث إن: CSR_SCB = يرمز إلى البعد المتعلق بمساهمات الشركة تجاه المجتمع.

$$\text{CO_EQ}_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 \text{CSR_SCC}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{AUD_SIZE}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{LEV}_{it} + \beta_6 \text{BTM}_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث إن: CSR_SCC = يرمز إلى البعد المتعلق بمساهمات الشركة تجاه البيئة.

$$\text{CO_EQ}_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 \text{CSR_SCD}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{AUD_SIZE}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{LEV}_{it} + \beta_6 \text{BTM}_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث إن: CSR_SCD = يرمز إلى البعد المتعلق بمساهمات الشركة تجاه العملاء.

النموذج الرئيسي الثاني : ويختص باختبار الفرض الرئيسي الثاني للبحث

$$FI_VA_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 \sum_4^n CSR_SC_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AUD_SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 BTM_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث إن: FI_ VA = قيمة الشركة (المتغير التابع).

وينبثق عن هذا النموذج النماذج الفرعية التالية طبقاً لأبعاد المسؤولية الإجتماعية:

$$FI_VA_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 CSR_SCA_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AUD_SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 BTM_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$FI_VA_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 CSR_SCB_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AUD_SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 BTM_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$FI_VA_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 CSR_SCC_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AUD_SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 BTM_{it} + \varepsilon_{it}$$

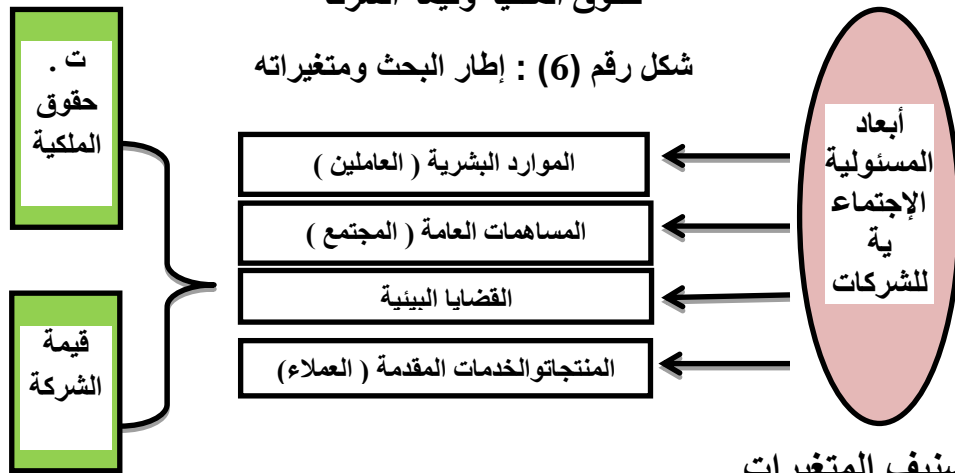
$$FI_VA_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 CSR_SCD_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AUD_SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 BTM_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغيرات البحث

يوضح الشكل التالي إطاراً للبحث ومتغيراته لأثر أبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات على تكلفة

حقوق الملكية وقيمة الشركة

شكل رقم (6) : إطار البحث ومتغيراته



تحديد وتصنيف المتغيرات

- المتغيرات التابعة: تكلفة حقوق الملكية، قيمة الشركة.
- المتغير المستقل: أبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات.

- المتغيرات الضابطة: (حجم الشركة، حجم مكتب المراجعة، ربحية الشركة، الرافعة المالية، نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية).

قياس المتغيرات

أولاً: المتغيرات التابعة

تكلفة حقوق الملكية (Cost of Equity)

تعتبر تكلفة حقوق الملكية عن الحد الأدنى لمعدل العائد الذى يطلبه المستثمرون على استثماراتهم فى الأسهم العادية ويجب ألا يقل عن العائد الذى يمكن أن يحصلوا عليه إذا تم استثمار أموالهم فى استثمارات أخرى بديلة لها نفس درجة المخاطرة، وبالتالي فهى تعبر عن تكلفة الفرصة البديلة (Brigham and Houston, 1998; Block and Hirt, 2009).

وسوف يتم استخدام نموذج (Easton, 2004)، وعدم استخدام نموذج (C.A.P.M) لعدم ملائمته للبيئة المصرية لإفتراضه كفاءة السوق، كما أنه يقصر الاختلافات فى تكلفة حق الملكية بين الشركات على الاختلاف فى معامل بيتا، ويتجاهل تأثير باقى عناصر المخاطرة مثل مخاطر التقدير مما يقلل من ملائمته لقياس التكلفة، كما أنه يقتصر على تناول فترة زمنية واحدة، أى انه يصف الطريقة التى يبنى بها المستثمرون توقعاتهم عن فترة مستقبلية واحدة. ولا يعالج الكيفية التى يمكن أن تتغير بها توقعاتهم بين فترة وأخرى (سعد الدين، 2014).

يعد (Easton, 2004) أول من قدم هذا المقياس، ويربط بين سعر الإقبال للسهم وإجمالى ربحية السهم (Earnings Per Share (EPS) المتوقعة، وتم استخدام هذه المقياس فى العديد من الدراسات مثل (Xu et al., 2014; El Ghouli et al., 2011; Gray et al., 2009) ويمكن تمثيل هذه العلاقة كالتالى:

$$R_E = \sqrt{\frac{eps_{t-2} - eps_{t-1}}{p_t}}$$

حيث إن:

R_E = تكلفة حقوق الملكية (العائد المتوقع على اسهم الشركة).

$Epst$ = تنبؤات المحللين الماليين لنصيب السهم من الربح للفترة t.

P_t = سعر إقبال السهم فى الفترة t.

ويتفق الباحث مع النتائج التى توصلت إليها دراستى (العقيل، 2013; Botosan and 2013;

Plumlee , 2005) بأن نموذج (Easton, 2004) يعد الأفضل والأدق فيما يتعلق بقياس

تكلفة حقوق الملكية. ونظراً لعدم توفر تنبؤات المحللين الماليين بالبيئة المصرية، فسوف يتم استخدام القيم المحققة (Realized Value) لتقدير مكونات النموذج أى الإعتماد على ربحية السهم الفعلية لسنتين سابقتين باعتبارهما ربحية السهم المتوقعة مثلما استخدمتها دراسات (Chen et al., 2011؛ سعد الدين، 2014 ؛ العقيل، 2013) وكانت بيئة التطبيق لهذه الدراسات (الصين – مصر- السعودية) حيث تشترك معاً فى نقص تنبؤات المحللين الماليين. ونظراً لإمكانية انعكاس أثر أبعاد المسؤولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية فى فترات متتالية وليس بالضرورة فى نفس الفترة ، فسوف يعتمد الباحث على قياس تكلفة حقوق الملكية بفترة إبطاء واحدة وثلاث فترات.

قيمة الشركة (Firm Value)

تعتبر قيمة الشركة محل إهتمام المستثمرين وحملة الأسهم (بدوي، 2017). وتسعى الإدارة إلى تعظيم قيمة الشركة كأحد الأهداف الإستراتيجية للتعبير عن مدى كفاءتها فى إدارة أصولها. وقد أشارت بعض الدراسات (رميلي، 2016، يوسف، 2016) إلى أن قيمة الشركة هي إدراك وتصور المستثمر لمدى نجاح الشركة، والذي يرتبط وينعكس دائماً فى أسعار الأسهم، وعلى ذلك يمكن تعريف قيمة الشركة بأنها القيمة السوقية أو القيمة التي يدركها المستثمر والتي غالباً ما ترتبط بأسعار الأسهم.

ويتفق الباحث مع (بدوي، 2017، Servaes and Tamayo, 2013) فى أن مقياس (Tobin's Q) هو المقياس الأنسب لقياس قيمة الشركة ، حيث يتم الإعتماد على الأسعار السوقية للأسهم وهو ما يمثل تقييم المستثمرين للشركة ، كما أن هذا المقياس يعد من أفضل المقاييس التشغيلية والتي تقيس ربحية وأداء الشركات لأنه مقياس طويل الأجل ويتناسب مع قياس أثر أبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركة على قيمتها ، خاصة أن الشركات قد تضحي بأرباح فى الأجل القصير من أجل الإشتراك فى أنشطة إجتماعية تحقق قيمة فى الأجل الطويل.

وذلك على النحو التالى:

نسبة (Tobin's Q) =

$$\frac{\text{القيمة السوقية للأسهم} + \text{القيمة الدفترية للإلتزامات}}{\text{القيمة الدفترية لإجمالى الأصول}}$$

ونظراً لإمكانية انعكاس أثر أبعاد المسؤولية الإجتماعية على قيمة الشركة فى فترات متتالية وليس بالضرورة فى نفس الفترة ، فسوف يعتمد الباحث على قياسها بفترة إبطاء واحدة وثلاث فترات.

ثانياً : المتغير المستقل

أبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات

تظهر أبعاد المسؤولية الإجتماعية من خلال التقرير عن الأنشطة المختلفة التى تقوم بها الشركة ولها أثر على كافة أصحاب المصالح. وسوف يتم القياس باستخدام مؤشر إفصاح غير مرجح مكون من 31 بند ومقسم إلى 4 أبعاد وذلك بالإعتماد على(الدليل الإسترشادى للبورصة المصرية لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الإستدامة وفقاً لمبادرة التقارير الدولية (GRI – G4) والإتفاق العالمى للأمم المتحدة (UNGC)، معيار (ISO26000) للمسئولية الإجتماعية، مؤشرات قياس أداء المعايير البيئية والإجتماعية بالبورصة المصرية وفقاً لمنهجية مؤشر (S&P/EGXESG)، (رميلى، 2016؛ Hussainey and Alotaibi, 2016).

أبعاد المؤشر:

أولاً: الموارد البشرية (العاملين) وتضم 13 بند.

ثانياً: المساهمات العامة (المجتمع) وتضم 5 بنود.

ثالثاً: القضايا البيئية وتضم 11 بند.

رابعاً: المنتجات والخدمات المقدمة (العملاء) وتضم 2 بند.

وسيتم إعطاء قيمة (1) للبند المفصح عنه و(صفر) للغير مفصح عنه، وذلك نظراً للاختلاف بين الدراسات السابقة حول إستخدام الأوزان النسبية للبنود، وذلك للبعد عن الجوانب الشخصية والتحيز فى وضع الأوزان الترجيحية، فنجد أن دراسة (Setyorini and Ishak , 2012) قامت باستخدام بنود مرجحة، فى حين أن دراسة أخرى مثل (السيد، 2001، رميلى، 2016، Hussainey and Alotaibi, 2016) إعتمدت على بنود غير مرجحة.

وسيتم القياس من خلال المعادلة التالية :

$$Y = \frac{M}{N}$$

حيث إن:

Y= الوزن الكلى لأبعاد المسؤولية الإجتماعية المفصح عنها.

M= عدد البنود المفصح عنها.

N= إجمالى البنود المتضمنة بمؤشر الإفصاح.

ثالثاً : المتغيرات الضابطة

جدول رقم (2) : المتغيرات الضابطة وكيفية قياسها ومبررات إستخدامها

المتغيرات	الرمز	القياس	المبررات
حجم الشركة	SIZE	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام .	(Bowen et al., 2008 ; Waddock and Graves, 1997 ; Husted and Allen, 2007 ; Laskar and Maji, 2016) أيدت الدراسات السابقة وجود علاقة سالبة بين حجم الشركة وتكلفة حقوق الملكية، وعلاقة موجبة مع قيمة الشركة. حيث تمتلك الشركات كبيرة الحجم الموارد والحوافز التي تؤهلها للمشاركة بشكل كبير في الأنشطة الإجتماعية وتسعى إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات وبالتالي تخفيض تكلفة حقوق الملكية وزيادة قيمة الشركة من خلال زيادة إقبال المساهمين على هذه الشركات والتحسين المستمر لوضعها السوقى.
حجم مكتب المراجعة	AUD_SIZE	متغير وهمى قيمته واحد للشركات التى يتم مراجعتها بواسطة المكاتب التابعة للـ BIG4، والقيمة صفر خلاف ذلك.	(Fernando et al., 2010; Chen et al., 2011) أيدت الدراسات السابقة وجود علاقة سالبة بين حجم مكتب المراجعة وتكلفة حقوق الملكية، وعلاقة موجبة مع قيمة الشركة. فمراجعة الشركات بواسطة مكاتب مراجعة تابعة للـ BIG4 يزيد من ثقة أصحاب المصالح فى القوائم المالية الخاصة بالشركة مما يحسن صورتها أمام المستثمرين وبالتالي يزيد إقبالهم على الإستثمار فى هذه الشركات وبالتالي تنخفض تكلفة حقوق الملكية وتحسن قيمة الشركة.
ربحية الشركة (معدل العائد على الأصول)	ROA	صافى الربح بعد الفوائد والضرائب ÷ متوسط إجمالي الأصول	(Botosan and Plumlee, 2005; Gode and Mohanram, 2003) أيدت الدراسات السابقة وجود علاقة سالبة بين ربحية الشركة وتكلفة حقوق الملكية، وعلاقة موجبة مع قيمة الشركة. فكلما زاد معدل العائد على الأصول كمقياس للربحية دل ذلك على تحسن وضع الشركة المادى والمركز الإئتمانى لها وإنخفاض المخاطر المستقبلية. مما ينعكس على تكلفة حقوق الملكية بأن يخفضها نتيجة لتحسين صورة الشركة أمام المقرضين والملاك وبالتالي تزيد قيمة الشركة.

المتغيرات	الرمز	القياس	المبررات
الرافعة المالية	LEV	$\frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}}$	(Griffin and Mahon, 1997; Husted and Allen, 2007; Binsbergen et al., 2010; Dhaliwal et al., 2006 ; Chen et al., 2011) أيدت الدراسات السابقة وجود علاقة موجبة بين الرافعة المالية وتكلفة حقوق الملكية، وعلاقة سالبة مع قيمة الشركة. فكلما زادت النسبة يعنى ذلك زيادة الديون عن الأصول وبالتالي ضعف القدرة على السداد وبالتالي زيادة في تكاليف حقوق الملكية وانخفاض في قيمة الشركة نظراً لبعث المستثمرين عن الإستثمار في هذه الشركات لزيادة المخاطر المتعلقة بها.
نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية لحقوق الملكية	BTM	$\frac{\text{القيمة الدفترية لحقوق الملكية}}{\text{القيمة السوقية لحقوق الملكية}}$	(Blanco, 2015; Chen et al., 2011) أيدت الدراسات السابقة وجود علاقة موجبة بين هذه النسبة وبين تكلفة حقوق الملكية، وعلاقة سالبة مع قيمة الشركة. حيث تعد هذه النسبة مؤشراً لمدى إدراك الشركات لمخاطر السوق، ومن المتوقع أن ترتبط أي زيادة في هذه النسبة بعلاقة سالبة بالأداء المالي وبالتالي زيادة المخاطر المحيطة بها فترتفع تكلفة حقوق الملكية وتنخفض قيمة الشركة.

الإحصاءات الوصفية

يعرض الجدول التالي الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة بهدف إظهار خصائصها المميزة على مستوى شركات عينة الدراسة بفترة إبطاء واحدة وثلاث فترات كما يلي:

جدول رقم (3): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة بفترة إبطاء واحدة وثلاث فترات

المتغيرات		المشاهدات		الحد الأدنى		الحد الأقصى		المتوسط		الإحراف المعياري	
المتغيرات التابعة											
فترة الإبطاء		t+3	t+1	t+3	t+1	t+3	t+1	t+3	t+1	t+3	t+1
تكلفة حقوق الملكية		280	420	0.01	0.00	0.96	0.94	0.25	0.22	0.22	0.16
قيمة الشركة		280	420	0.17	0.17	17.21	17.21	2.35	1.53	2.61	1.57
المتغير المستقل والمتغيرات الضابطة											
أبعاد المسؤولية الإجتماعية		280	420	0.00	0.00	0.96	0.96	0.39	0.40	0.21	0.21
حجم الشركة		280	420	17.82	18.00	25.91	26.40	20.91	21.06	1.62	1.59
ربحية الشركة		280	420	-0.48	-0.70	0.37	0.48	0.06	0.07	0.09	0.11
الرافعة المالية		280	420	0.02	0.02	0.99	0.99	0.61	0.63	0.30	0.29
نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية لحقوق الملكية		280	420	0.00	0.00	0.99	0.99	0.40	0.37	0.26	0.26

جدول رقم (4) : تكرارات المتغير الوهمي حجم مكتب المراجعة بفترة إبطاء واحدة وثلاث فترات

المتغيرات		عدد المشاهدات		النسبة	
فترة الإبطاء		t+3	t+1	t+3	t+1
حجم مكتب المراجعة " تابعة لـ BIG 4 "		111	167	39.64 %	39.76 %
حجم مكتب المراجعة " غير تابعة لـ BIG4 "		169	253	60.36%	60.24%
الاجمالي		280	420	100 %	100 %

ويلاحظ من الجدولين السابقين:

فيما يتعلق بتكلفة حقوق الملكية نجد أن متوسط تكلفة حقوق الملكية لشركات العينة 0.22 بحد أدنى 0.00 وحد أقصى 0.94 بفترة إبطاء واحدة، بينما بلغ المتوسط 0.25 بحد أدنى 0.01 وحد أقصى 0.96 مما يدل على وجود تباين ملحوظ في تكلفة حقوق الملكية بين شركات العينة. وبلغ الإحراف المعياري 0.16 وذلك باستخدام فترة إبطاء واحدة، بينما بلغ 0.22 بثلاث فترات إبطاء. وفيما يتعلق بقيمة الشركة تبين أن متوسط قيمة الشركة لعينة الدراسة 1.53 بفترة إبطاء واحدة بينما يبلغ 2.35 بثلاث فترات إبطاء مما يشير إلى أن شركات العينة لديها فرص نمو جيدة وتعمل بشكل جيد حيث أن متوسط (Tobin'sQ) أكبر من الواحد، بمعنى أن متوسط القيمة السوقية لشركات العينة

أكبر من قيمتها الدفترية. وبلغ الحدين الأدنى والأقصى 0.17، 17.21 بفترة إبطاء واحدة وثلاث فترات على التوالي.

وفيما يتعلق بأبعاد المسؤولية الاجتماعية تبين أن متوسط أبعاد المسؤولية الاجتماعية بلغ 0.40 لشركات العينة بفترة إبطاء واحدة، بينما بلغ 0.39 بثلاث فترات إبطاء، كما تبين تساوى قيمة الحد الأدنى والأقصى والانحراف المعياري للفترتين وكانت 0.00، 0.96، 0.21 على الترتيب لكل منهما. وتدل قيمة المتوسط والحد الأقصى على ارتفاع مستوى الإفصاح في بعض السنوات لبعض الشركات وكان ذلك بالتزامن مع قيام البورصة المصرية في عام 2016 باصدار الدليل الإسترشادي لإفصاح الشركات المقيمة عن أداء الإستدامة.

وفيما يتعلق بحجم الشركة تبين أن متوسط حجم الشركة لعينة الدراسة بلغ 21.06 بفترة إبطاء واحدة، 20.91 بثلاث فترات إبطاء، وبلغ الحد الأدنى والأقصى والانحراف المعياري 18.00، 26.40، 1.59 بفترة إبطاء واحدة، بينما بلغوا 17.82، 25.91، 1.6 بثلاث فترات إبطاء. وفيما يتعلق بربحية الشركة تبين أن متوسط القيمة لعينة الدراسة بلغ 0.07 بفترة إبطاء واحدة، 0.06 بثلاث فترات إبطاء، وبلغ الحد الأدنى والأقصى والانحراف المعياري -0.070، 0.48، 0.11 بفترة إبطاء واحدة، بينما بلغوا -0.48، 0.37، 0.09 بثلاث فترات إبطاء.

وفيما يتعلق بالرافعة المالية تبين أن متوسط الرافعة المالية لشركات العينة 0.63 بفترة إبطاء واحدة، بينما بلغت 0.61 بثلاث فترات إبطاء. وبلغ الحد الأدنى والأقصى 0.02، 0.99 للفترتين على التوالي.

وفيما يتعلق بنسبة القيمة الدفترية إلى السوقية لحقوق الملكية تبين أن متوسط هذه النسبة 0.37 بفترة إبطاء واحدة بينما تبلغ 0.40 بثلاث فترات إبطاء. مما يدل على إدراك شركات العينة لمخاطر السوق بشكل جيد، وبلغ الحد الأدنى والحد الأقصى للانحراف المعياري 0.00، 0.99، 0.26 وذلك بفترة إبطاء واحدة وثلاث فترات.

وفيما يتعلق بحجم مكتب المراجعة كمتغير وهمي تم حساب التكرارات المتعلقة بعدد المشاهدات الخاصة بمراجعة الشركات من خلال المكاتب التابعة لـ BIG4 وبلغت 167 مشاهدة من إجمالي المشاهدات وذلك بنسبة %39.76 بفترة إبطاء واحدة، بينما بلغت 111 مشاهدة من إجمالي 280 مشاهدة وبنسبة %39.64 بفترة بثلاث فترات إبطاء. كما بلغت عدد المشاهدات الخاصة بمراجعة الشركات من خلال المكاتب الغير تابعة لـ BIG4 253 مشاهدة وذلك بنسبة %60.24 بفترة إبطاء واحدة، بينما بلغت 169 مشاهدة وذلك بنسبة %60.36 بثلاث فترات إبطاء.

تحليل الارتباط

تحليل الارتباط لمتغيرات الدراسة بفترة إبطاء واحدة

تم استخدام مصفوفة ارتباط (بيرسون) (Pearson Correlation Matrix)، لتحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة، نظراً لكونها تعد الأداة الأولية لاكتشاف مشكلة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية، وتظهر هذه المشكلة عند وجود ارتباط كبير بين اثنين من متغيرات الدراسة يفوق (0.8). وبالنظر في الجدول التالرقم (5) والذي يبين نتائج تحليل الارتباط على مستوى شركات عينة الدراسة يتضح:

جدول رقم (5) : مصفوفة الارتباط (بيرسون) لمتغيرات الدراسة بفترة إبطاء واحدة

المتغيرات	حقوق الملكية	تكلفة	قيمة الشركة	أبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات	حجم الشركة	حجم مكتب المراجعة	ربحية الشركة	الرافعة المالية	نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية لحقوق الملكية
تكلفة حقوق الملكية	1.0000	-0.0783	0.0123	-0.1385***	-0.1459***	0.0193	0.1225**	0.0682	
قيمة الشركة		1.0000	0.0661	0.0070*	0.1156**	0.1739***	-0.2853***	-0.1867***	
أبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات			1.0000	0.0929*	-0.0388	0.1428***	-0.0500	-0.0491	
حجم الشركة				1.0000	0.4029***	-0.0593	0.1298***	-0.0744	
حجم مكتب المراجعة					1.0000	-0.2142***	0.0898*	0.0753	
ربحية الشركة						1.0000	-0.2520***	0.0503	
الرافعة المالية							1.0000	-0.5468***	
نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية لحقوق الملكية								1.0000	

*, **, *** تشير إلى الدلالة الإحصائية عند مستوي معنوية 10%، 5%، 1% على الترتيب.

وتظهر مصفوفة ارتباط بيرسون أنه

لا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين تكلفة حقوق الملكية وكل من (أبعاد المسؤولية الاجتماعية، ربحية الشركة، نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية لحقوق الملكية). بينما توجد علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة إحصائية بين تكلفة حقوق الملكية وكل من (حجم مكتب المراجعة، حجم الشركة) بمعنوية 1%. كما ترتبط تكلفة حقوق الملكية بالرافعة المالية بعلاقة ارتباط موجبة عند مستوى معنوية 5%.

وفيما يتعلق بقيمة الشركة فلا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بينها وبين أبعاد المسؤولية الاجتماعية. في حين توجد علاقة ارتباط موجبة وذات دلالة إحصائية بينها وبين (حجم الشركة، حجم مكتب المراجعة، الربحية) بمستوى معنوية (10%، 5%، 1%) على التوالي، بينما توجد علاقة ارتباط سالبة بين قيمة الشركة وكل من (الرافعة المالية، نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية لحقوق الملكية) بمعنوية 1%.

تحليل الارتباط لمتغيرات الدراسة بثلاث فترات إبطاء

تم استخدام مصفوفة ارتباط (بيرسون) (Pearson Correlation Matrix)، لتحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة، نظراً لكونها تعد الأداة الأولية لاكتشاف مشكلة الإزدواج الخطى بين المتغيرات التفسيرية، وتظهر هذه المشكلة عند وجود ارتباط كبير بين اثنين من متغيرات الدراسة يفوق (0.8). وبالنظر في الجدول التالي رقم (6) والذي يبين نتائج تحليل الارتباط على مستوى شركات عينة الدراسة يتضح:

جدول رقم (6) : مصفوفة الارتباط (بيرسون) لمتغيرات الدراسة بثلاث فترات إبطاء

المتغيرات	تكلفة حقوق الملكية	قيمة الشركة	أبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات	حجم الشركة	حجم مراجعة مكتب	ربحية الشركة	الرافعة المالية	نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية لحقوق الملكية
تكلفة حقوق الملكية	1.0000	-0.2198***	-0.3730***	-0.0381*	-0.1482**	-0.1543***	0.1958***	-0.0173
قيمة الشركة		1.0000	0.5941***	0.0807**	0.0458**	0.1835***	-0.2562***	0.0713
أبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات			1.0000	0.0452	-0.0629	0.3091***	-0.1827***	0.0517
حجم الشركة				1.0000	0.3957***	-0.0621	0.1632***	-0.0561
حجم مكتب المراجعة					1.0000	-0.1731***	0.1250**	-0.0481
ربحية الشركة						1.0000	-0.2146***	-0.0007
الرافعة المالية							1.0000	-0.5794***
نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية لحقوق الملكية								1.0000

*, **, *** تشير إلى الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية 10%، 5%، 1% على الترتيب.

وتظهر مصفوفة ارتباط بيرسون أنه

توجد علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة إحصائية بين تكلفة حقوق الملكية وكل من (أبعاد المسؤولية الاجتماعية، حجم الشركة، حجم مكتب المراجعة، ربحية الشركة) وذلك عند مستوى معنوية (1%، 5%، 10%، 1%) على التوالي. بينما توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة إحصائية بين تكلفة حقوق الملكية والرافعة المالية وذلك عند مستوى معنوية 1%. ولا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين تكلفة حقوق الملكية ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية.

وفيما يتعلق بقيمة الشركة فتوجد علاقة ارتباط موجبة وذات دلالة إحصائية بينها وبين كل من (أبعاد المسؤولية الاجتماعية، حجم الشركة، حجم مكتب المراجعة، ربحية الشركة) وذلك عند مستوى معنوية (1%، 5%، 5%، 1%). بينما توجد علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة إحصائية بين قيمة الشركة والرافعة المالية وذلك عند مستوى معنوية 1%، ولا توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين قيمة الشركة ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية.

تحليل الانحدار

تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطى المتعدد لإختبار أثر المتغير المستقل أبعاد المسؤولية الاجتماعية والمتغيرات الضابطة على المتغيرات التابعة (تكلفة حقوق الملكية، قيمة الشركة)، واستخدم الباحث طريقة المربعات الصغرى لتقدير معالم الانحدار الخطى المتعدد، إذ تعتبر هذه الطريقة من أكثر الطرق استخداماً في تقدير معالم نماذج الانحدار الخطى. ويرجع ذلك إلى أن المقدرات المتحصل عليها باستخدام هذه الطريقة تتميز بأنها خطية وغير متحيزة، فمن بين جميع الطرق المستخدمة في تقدير معالم نماذج الانحدار الخطى تتميز مقدرات طريقة المربعات الصغرى بأنها أفضل المقدرات لأنها أقل تبايناً (عنانى، 2011). وقام الباحث باستخدام برنامج (EViews) الإصدار التاسع وذلك لإجراء الإختبارات الإحصائية. وللحصول على أفضل المقدرات قام الباحث بالتحقق أولاً من مدى وقوع نماذج الانحدار المقدر في أى مشكلة من مشاكل القياس والتي قد تنشأ نتيجة لتخلف أحد فروض طريقة المربعات الصغرى (OLS) التي تستخدم في تقدير نماذج الانحدار ومن أهم تلك المشاكل ما يلي:

أ- مشكلة الإزدواج الخطى (Multicollinearity)

يقصد بالإزدواج الخطى وجود ارتباط مؤثر ما بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض، وتم التحقق من مدى وقوع النماذج المقدر في مشكلة الإزدواج الخطى من خلال قياس معامل التضخم

"VIF"، ولوحظ ان جميع قيم معاملات التضخم "VIF" لمتغيرات نماذج الإنحدار لم تتجاوز 10، حيث بلغت أقصى قيمة لمعامل التضخم فى النماذج المقدره (1.66)، وهو ما يعنى عدم وقوع نماذج الدراسة المقدره فى هذه المشكله من مشاكل القياس كما يوضح الجدول التالى.

جدول رقم (7) معامل التضخم VIF لمتغيرات الدراسة

معامل التضخم "VIF"		المتغيرات
الفترة t+3	الفترة t+1	
1.14	1.04	أبعاد المسئولية الإجتماعية للشركات CSR_SC
1.22	1.24	حجم الشركة SIZE
1.22	1.28	حجم مكتب المراجعة AUDIT_SIZE
1.17	1.11	ربحية الشركة ROA
1.66	1.53	الرافعة المالية LEV
1.55	1.48	نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية لحقوق الملكية BTM

ب- مشكلة الارتباط الذاتى بين الأخطاء (Autocorrelation)

تعد مشكلة الارتباط الذاتى بين الأخطاء من أخطر المشاكل التي تواجه الباحثين فى تقدير نماذج الإنحدار، وتنشأ عن طريق وجود علاقة ارتباطية بين أخطاء نموذج الإنحدار، وللكشف عن مدى وقوع النموذج فى مشكلة الارتباط الذاتى بين الأخطاء، تم استخدام إختبار دارين واتسون، وبحسابه تم التوصل إلى وجود مشكلة ارتباط تسلسلى بين الأخطاء حيث كانت قيمة ($p\text{-value} < 0.5$) كما يتضح من الجدول التالى، ولحل هذه المشكله لجأ الباحث إلى تطبيق أسلوب (Robust Standard Error).

جدول رقم (8) : نتائج إختبار دارين واتسون لمشكلة الارتباط الذاتى بين الأخطاء

الفترة t+3		الفترة t+1		النموذج
p-value	القيمة	p-value	القيمة	
0.1445	2.178	0.0921	2.917	الأول : تكلفة حقوق الملكية CO_EQ
0.6750	0.177	0.3873	0.757	الثانى : قيمة الشركة FI_VA

ج- مشكلة اختلاف التباينات (Heteroscedasticity)

قام الباحث بالتحقق من صحة فرض ثبات التباينات باستخدام إختبار Cook-(Weisberg) وبحسابه تبين عدم تحقق هذا الشرط أيضاً فى نماذج الدراسة، حيث كانت قيمة ($P\text{-Value} < 0.5$)، ولحل هذه المشكله قام الباحث بتطبيق أسلوب (Robust Standard Error)، والذي يصحح الأخطاء المعيارية من أثر مشكلتي عدم ثبات التباينات والارتباط الذاتى، كما بالجدول التالى.

جدول رقم (9) : نتائج إختبار Cook-Weisberg لعرض مشكلة عدم ثبات التباينات

الفترة t+3		الفترة t+1		النموذج
p-value	القيمة	p-value	القيمة	
0.0000	29.79	0.0000	17.51	الأول: تكلفة حقوق الملكية CO_EQ
0.0000	182.05	0.0000	696.53	الثاني : قيمة الشركة FI_VA

وفى ضوء ما سبق فسوف يستخدم الباحث طريقة المربعات الصغرى المرجحة أو الموزونة (weighted least Square) وتقوم هذه الطريقة بحساب الأوزان لكل وحدة من تباينات الخطأ دون الإهتمام بمصدر إختلاف التباينات سواء كانت بين وحدات الزمن أو بين وحدات الشركات (Berisha, 2012).

د- مشكلة إعتدالية الأخطاء العشوائية (Normality)

قام الباحث بالتحقق من أن تتبع الأخطاء العشوائية لنماذج الإنحدار المقدر التوزيع الطبيعي، وللتحقق من هذا الفرض تم استخدام إختبار (Skewness/Kurtosis)، ولوحظ ان الفرض غير متحقق وأن الأخطاء العشوائية لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث كانت قيمة ($p\text{-value} < 0.5$) فى جميع نماذج الدراسة، وبالتالي فقدت طريقة المربعات الصغرى أهم شرط من شروط استخدامها، ولحل هذه المشكلة قام الباحث باستخدام أسلوب (Winsorizing) لتحويل القيم الشاذة إلى أقرب قيم مقبولة ومن ثم إختبارها باستخدام طريقة المربعات الصغرى كما يلى.

جدول رقم (10) نتائج إختبار Skewness ، Kurtosis لعرض مشكلة التوزيع الطبيعي

الفترة t+3		الفترة t+1		النموذج
p-value	القيمة	p-value	القيمة	
0.0000	24.94	0.0000	33.47	الأول : تكلفة حقوق الملكية CO_EQ
0.0000	52.20	0.0000	37.55	الثاني : قيمة الشركة FI_VA

ومما سبق يتضح تحقق أهم شروط استخدام نموذج الإنحدار وخلص نماذج الإنحدار المقدر من أية مشاكل قياسية تؤثر فى نتائجها ، وبالتالي يمكن عرض نتائج الإنحدار التى تم التوصل إليها بعد حل المشاكل القياسية على النحو التالى:

تحليل الإنحدار المتعدد للأثر الكلى لأبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات على تكلفة حقوق الملكية بفترة إبطاء واحدة وثلاث فترات

جدول رقم (11) : نتائج تحليل الإنحدار المتعدد للأثر الكلي لأبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات على تكلفة حقوق الملكية بفترة إبطاء واحدة وثلاث فترات

CO_ EQ $i,t+j = \beta_0 + \beta_1 \sum_4^n CSR_SC_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AUD_SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 BTM_{it} + \epsilon_{it}$										المتغيرات المفسرة
الفترة t+3					الفترة t+1					
معامل (vif)	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة (t)	الخطأ المعياري Std.Error	معاملات الإنحدار (β)	معامل (vif)	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة (t)	الخطأ المعياري Std. Error	معاملات الإنحدار (β)	
1.14	0.000***	-9.7027	0.0344	-0.3338***	1.04	0.4342	0.7827	0.0267	0.0209	أبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات CSR_SC
1.22	0.7395	-0.3328	0.0064	-0.0021	1.24	0.5763	-0.5592	0.0047	-0.0026	حجم الشركة SIZE
1.22	0.0001***	-3.8862	0.0182	-0.0709***	1.28	0.003***	-0.9768	0.0168	-0.0502***	حجم مكتب المراجعة AUDIT_SIZE
1.17	0.2292	1.2051	0.0749	0.0902	1.11	0.8619	0.1740	0.0744	0.012949	ربحية الشركة ROA
1.66	0.0001***	4.0945	0.0357	0.1462***	1.53	0.000***	4.7877	0.0252	0.1206***	الرافعة المالية LEV
1.55	0.0112**	2.5546	0.0351	0.0896**	1.48	0.1319	1.5095	0.0232	0.035123	نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية لحقوق الملكية BTM
0.460131					0.103262					معامل التحديد R ²
0.448266					0.090235					R ² Adjusted
38.77974***					7.926374***					قيمة (F) المحسوبة
0.000000					0.000000					دلالة إختبار (F)
نعم					نعم					Robust Standard Error
280					420					عدد المشاهدات N

* ، ** ، *** تشير إلى الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية 10% ، 5% ، 1% على الترتيب.

ويتضح من الجدول السابق

أظهرت نتائج تحليل الانحدار معنوية نموذج الانحدار الخطى بين المتغيرات وذلك عند مستوى معنوية (1%) وهو ما يستدل عليه من دلالة إختبار (F) حيث كانت قيمة إختبار (F) فى الفترة (t+1) مساوية 7.92 بدلالة 0.00، وفى الفترة (t+3) مساوية 38.77 بدلالة 0.00 وهو أقل من مستوى الدلالة المطلوب فى العلوم الإجتماعية (5%).

وتبين أن قيمة معامل تضخم التباين (VIF) أن جميع متغيرات النموذج تقع فى الحدود الطبيعية، حيث كانت أكبر قيمة لهذا المعامل (1.66) خلال الفترتين، مما يعنى أن البيانات لا تعاني من مشكلة الإزدواج الخطى بين المتغيرات. وأظهرت النتائج أن قيمة معامل التحديد (R^2) خلال الفترة (t+1) يعادل 0.10 وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة فى معادلة الانحدار تفسر (10.32%) تقريباً من التباين فى المتغير التابع، بينما بلغ 0.46 خلال الفترة (t+3)، وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة فى معادلة الانحدار تفسر (46.01%) تقريباً من التباين فى المتغير التابع. مما يدل على زيادة القوة التفسيرية للنموذج بثلاث فترات إبطاء.

كما يتضح من نتائج الانحدار عدم وجود أثر كلى ذو دلالة إحصائية لأبعاد المسؤولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية خلال الفترة (t+1)، بينما يوجد أثر كلى سالب وذو دلالة إحصائية خلال الفترة (t+3) وذلك عند مستوى معنوية 1%. ويؤثر حجم مكتب المراجعة تأثير سالب وذو دلالة إحصائية على تكلفة حقوق الملكية خلال الفترتين بمعنوية 1%. بينما لا يوجد أثر لحجم وربحية الشركة على تكلفة حقوق الملكية خلال الفترتين، ولكن يوجد أثر موجب وذو دلالة إحصائية للرافعة المالية على تكلفة حقوق الملكية خلال الفترتين بمعنوية 1%. وتؤثر نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية تأثير موجب وذو دلالة إحصائية على تكلفة حقوق الملكية خلال الفترة (t+3) بمعنوية 5%.

وبعد الإنتهاء من تحليل إنحدار الأثر الكلى لأبعاد المسؤولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية بفترة إبطاء واحدة وثلاث فترات، فسوف يتم تناول نتائج تحليل الإنحدار المتعدد للأثر المنفرد لأبعاد المسؤولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية بفترة إبطاء واحدة وثلاث فترات كما يلى.

جدول رقم (12) : نتائج تحليل الانحدار المتعدد للأثر المنفرد لأبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات على تكلفة حقوق الملكية بفترة إبطاء واحدة وثلاث فترات

الفترة t+3			الفترة t+1			المتغيرات المفسرة
مستوى الدلالة (Sig)	قيمة (t)	معاملات الإنحدار (β)	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة (t)	معاملات الإنحدار (β)	
0.03**	-3.91	-0.05**	0.24	-0.25	-0.06	بعد العاملين SR_SCA
0.041**	-3.22	-0.06**	0.22	-0.22	-0.05	بعد المجتمع SR_SCB
0.002***	-3.78	-0.08***	0.15	-2.32	-0.23	بعد البيئة CSR_SCC
0.1224	-1.54	-0.04	0.12	2.65	0.32	بعد العملاء SR_SCD

* ، ** ، *** تشير إلى الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية 10% ، 5% ، 1%

ويتضح من الجدول السابق

أظهرت نتائج الانحدار المتعدد عدم وجود أثر منفرد ذو دلالة إحصائية لأبعاد المسؤولية الاجتماعية على تكلفة حقوق الملكية خلال الفترة (t+1)، بينما تؤثر أبعاد المسؤولية الاجتماعية بشكل سالب وذو دلالة إحصائية خلال الفترة (t+3)، وأوضحت نتائج الانحدار أن أكثر الأبعاد تأثيراً بشكل سالب في تكلفة حقوق الملكية هي (البيئة، المجتمع، العاملين) بمستوى معنوية (1%، 5%، 5%) على التوالي. وهي تمثل أكثر الأبعاد المفصح عنها في شركات عينة الدراسة. بينما لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لبعد العملاء على تكلفة حقوق الملكية.

تحليل الانحدار المتعدد للأثر الكلي لأبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة بفترة إبطاء واحدة وثلاث فترات

جدول رقم (11) : نتائج تحليل الإنحدار المتعدد للأثر الكلي لأبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات على قيمة الشركة بفترة إبطاء واحدة وثلاث فترات

$FI_VA_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 \sum_{t+3}^n CSR_SC_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 AUD_SIZE_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 BTM_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$										المتغيرات المفسرة
الفترة t+3					الفترة t+1					
معامل (vif)	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة (t)	الخطأ المعياري Std. Error	معاملات الإنحدار (β)	معامل (vif)	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة (t)	الخطأ المعياري Std. Error	معاملات الإنحدار (β)	
1.14	0.000***	12.598	0.4542	5.7225***	1.04	0.905	-0.118	0.1298	-0.0154	أبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات CSR_SC
1.22	0.000***	4.4457	0.0289	0.1285***	1.24	0.000***	4.721	0.0130	0.061***	حجم الشركة SIZE
1.22	0.287	-1.0653	0.1133	-0.120	1.28	0.453	-0.750	0.0694	-0.0521	حجم مكتب المراجعة AUDIT_SIZE
1.17	0.051*	1.9535	0.7538	1.4726*	1.11	0.1623	1.399	0.3874	0.5423	ربحية الشركة ROA
1.66	0.000***	-4.3245	0.2669	-1.1545***	1.53	0.000***	-11.57	0.1648	-1.908***	الرافعة المالية LEV
1.55	0.000***	-3.5953	0.1256	-0.4517***	1.48	0.000***	-8.741	0.1673	-1.463***	نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية لحقوق الملكية BTM
0.671612					0.506727					معامل التحديد R ²
0.664394					0.499561					R ² Adjusted
93.05548***					70.71073***					قيمة (F) المحسوبة
0.000000					0.000000					دلالة إختبار (F)
نعم					نعم					Robust Standard Error
280					420					عدد المشاهدات N

*** تشير إلى الدلالة الإحصائية عند مستوي معنوية 10%، 5%، 1% على الترتيب. ** ، *

ويتضح من الجدول السابق

أظهرت نتائج تحليل الانحدار معنوية نموذج الانحدار الخطى بين المتغيرات وذلك عند مستوى معنوية (1%) وهو ما يستدل عليه من دلالة إختبار (F) حيث كانت قيمة إختبار (F) فى الفترة (t+1) مساوية 70.7 بدلالة 0.00، وفى الفترة (t+3) مساوية 93.05 بدلالة 0.00. وتبين من قيمة معامل تضخم التباين (VIF) أن جميع متغيرات النموذج تقع فى الحدود الطبيعية، مما يعنى أن البيانات لا تعانى من مشكلة الإزدواج الخطى بين المتغيرات. وأظهرت النتائج أن قيمة معامل التحديد (R^2) خلال الفترة (t+1) يعادل 0.50 وهو ما يعنى أن المتغيرات المفسرة فى معادلة الانحدار تفسر نحو (50.67%) تقريباً من التباين فى المتغير التابع، وفيما يتعلق بالفترة (t+3) يعادل 0.67 وهو ما يعنى ان المتغيرات المفسرة فى معادلة الانحدار تفسر نحو (67.16%) تقريباً من التباين فى المتغير التابع. مما يدل على زيادة القوة التفسيرية للنموذج بثلاث فترات إبطاء.

ويتضح من نتائج الانحدار عدم وجود أثر كلى ذو دلالة إحصائية لأبعاد المسؤولية الإجتماعية على قيمة الشركة خلال الفترة (t+1)، بينما يوجد تأثير موجب وذو دلالة إحصائية خلال الفترة (t+3) وذلك عند مستوى معنوية 1%. ويؤثر حجم الشركة تأثير موجب وذو دلالة إحصائية على قيمة الشركة خلال الفترتين (t+1)،(t+3) بمعنوية 1%. كما تؤثر الرافعة المالية ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية تأثير سالب وذو دلالة إحصائية على قيمة الشركة خلال الفترتين (t+1)،(t+3) بمعنوية 1%. وتؤثر الربحية تأثير موجب وذو دلالة إحصائية على قيمة الشركة خلال الفترة (t+3) بمعنوية 10%. بينما لا يوجد لها أثر ذو دلالة إحصائية على قيمة الشركة خلال الفترة (t+1).

وبعد الانتهاء من تحليل إنحدار الأثر الكلى لأبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات على قيمة الشركة ، فسوف يتم تناول نتائج تحليل الانحدار المتعدد للأثر المنفرد لأبعاد المسؤولية الإجتماعية على قيمة الشركة بفترة إبطاء واحدة وثلاث فترات كما يلى.

جدول رقم (14) : نتائج تحليل الانحدار المتعدد للأثر المنفرد لأبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة بفترة إبطاء واحدة وثلاث فترات

الفترة t+3			الفترة t+1			المتغيرات المفسرة
مستوى الدلالة (Sig)	قيمة (t)	معاملات الانحدار (β)	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة (t)	معاملات الانحدار (β)	
0.000***	6.7045	3.21***	0.21	0.23	0.05	بعد العاملين CSR_SCA
0.001***	3.1795	0.50***	0.20	1.22	0.36	بعد المجتمع CSR_SCB
0.000***	6.4184	1.29***	0.19	1.28	0.65	بعد البيئة CSR_SCC
0.000***	-6.4043	-1.11***	0.16	1.64	0.67	بعد العملاء CSR_SCD

* ، ** ، *** تشير إلى الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية 10% ، 5% ، 1% على الترتيب.

ويتضح من الجدول السابق

أظهرت نتائج الانحدار المتعدد عدم وجود أثر منفرد ذو دلالة إحصائية لأبعاد المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة خلال الفترة (t+1)، بينما تؤثر أبعاد المسؤولية الاجتماعية التالية (بعد العاملين، بعد البيئة، بعد المجتمع) بشكل موجب وذو دلالة إحصائية خلال الفترة (t+3) بمعنوية 1%، في حين يؤثر بعد العملاء تأثير سالب وذو دلالة إحصائية على قيمة الشركة خلال الفترة (t+3) بمعنوية 1%.

نتائج اختبار الفروض

في ضوء نتائج تحليل الانحدار السابقة تكون نتائج إختبارات الفروض على النحو التالي:

أظهرت نتائج تحليل الانحدار وجود أثر كلى سالب ومنفرد وذو دلالة إحصائية لأبعاد المسؤولية الاجتماعية على تكلفة حقوق الملكية بثلاث فترات إبطاء وبالتالي يتم تأييد الفرض الرئيسي الأول للبحث، بينما لا يوجد أثر كلى أو منفرد ذو دلالة إحصائية بفترة إبطاء واحدة وبالتالي يتم رفض الفرض الرئيسي الأول للبحث.

أظهرت نتائج تحليل الانحدار وجود أثر كلى موجب ومنفرد وذو دلالة إحصائية لأبعاد المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة بثلاث فترات إبطاء وبالتالي يتم تأييد الفرض الرئيسي الثاني للبحث، بينما لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بفترة إبطاء واحدة وبالتالي يتم رفض الفرض الرئيسي الثاني للبحث، وتم تلخيص نتائج إختبار الفروض كما يلي:

جدول رقم (15): تلخيص نتائج إختبار الفروض الرئيسية والفرعية بفترة إبطاء واحدة وثلاث فترات

الفروض		فترة إبطاء واحدة	ثلاث فترات إبطاء
ف1 : يوجد أثر كلى سالب لأبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات على تكلفة حقوق الملكية - يوجد أثر سالب لبعد العاملين على تكلفة حقوق الملكية - يوجد أثر سالب لبعد المجتمع على تكلفة حقوق الملكية - يوجد أثر سالب لبعد البيئة على تكلفة حقوق الملكية		تم الرفض	تم التأييد
- يوجد أثر سالب لبعد العملاء على تكلفة حقوق الملكية		تم الرفض	تم الرفض
الفروض		فترة إبطاء واحدة	ثلاث فترات إبطاء
ف2 : يوجد أثر كلى موجب لأبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات على قيمة الشركة - يوجد أثر موجب لبعد العاملين على قيمة الشركة - يوجد أثر موجب لبعد المجتمع على قيمة الشركة - يوجد أثر موجب لبعد البيئة على قيمة الشركة		تم الرفض	تم التأييد
- يوجد أثر موجب لبعد العملاء على قيمة الشركة		تم الرفض	تم الرفض

القسم الخامس : تحليل وتفسير نتائج البحث

يناقش هذا الجزء تحليل وتفسير نتائج إختبار فروض البحث التي إنتهى إليها الباحث على ضوء نتائج تحليل الإنحدار لإستخلاص أهم الأسباب المحتملة التي يمكن أن تكون قد أدت إلى تلك النتائج وذلك كما يلي:

يهتم البحث بإختبار الأثر الكلى والمنفرد لأبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات معبراً عنها بمؤشر إفصاح غير مرجح مكون من 31 بند ومقسم إلى 4 أبعاد تتعلق بمساهمات الشركة تجاه (العاملين، المجتمع، البيئة، العملاء) على كل من (تكلفة حقوق الملكية، قيمة الشركة). وفيما يلي تحليل نتائج البحث التي تم التوصل إليها وذلك على النحو التالي:

- أشارت نتائج البحث الحالية إلى عدم وجود أثر كلى أو منفرد ذو دلالة إحصائية لأبعاد المسؤولية الإجتماعية على كل من (تكلفة حقوق الملكية ، قيمة الشركة). وذلك باستخدام فترة إبطاء واحدة. ويرجع الباحث تلك النتيجة إلى إنخفاض مستوى وعى المستثمرين فى البيئة المصرية بأهمية الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية فى عملية تقييم أداء الشركات، كما أن معظم المستثمرين بالأسهم وخاصة

غير المؤسسين كثيراً ما يلجأون للمحللين الماليين والسماسرة في قرارات الإستثمار ويعتمدون على المؤشرات المالية فقط . فالهدف الأساسي للمستثمر هو العائد المادي فقط بغض النظر عن المسؤولية الإجتماعية لهذه الشركات ومدى تقبل المجتمع لها ومدى قدرتها على الإستمرارية. بالإضافة إلى عدم وجود معايير وقوانين ملزمة وواضحة تلزم كافة الشركات على الالتزام بهذا النوع من الإفصاح الإختياري. وتتفق هذه النتائج مع عدة دراسات منها دراسة (Dagilene, 2013; Botosan, 2014; Mose and Martin, 2014; Santoso and Feliana, 2014; بدوي، 2017).

• كما أشارت النتائج إلى وجود أثر كلى ومنفرد سالب وذو دلالة إحصائية لأبعاد المسؤولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية، وأثر كلى ومنفرد موجب وذو دلالة إحصائية لأبعاد المسؤولية الإجتماعية على قيمة الشركة وذلك باستخدام ثلاث فترات إبطاء باستثناء بعد العملاء. ويرجع الباحث تلك النتيجة إلى أن العائد الخاص بأنشطة المسؤولية الإجتماعية لا يظهر في نفس الفترة المالية ولكن يحتاج ثلاث فترات إبطاء على الأقل كما توصلت نتائج تحليل الإنحدار، حيث تزيد القوة التفسيرية لنماذج الإنحدار بعد مرور فترة الإبطاء المناسبة، وينعكس العائد الخاص بأنشطة المسؤولية الإجتماعية على تحسين سمعة هذه الشركات وزيادة شرعيتها في المجتمع ومدى توافقها مع التشريعات والقوانين والمتطلبات البيئية مما يؤدي إلى زيادة إقبال المستثمرين على أسهم هذه الشركات وبالتالي زيادة الحصة السوقية لهذه الشركات وتحسين الأداء المالي وهو ما ينعكس بالتالى تخفيض تكلفة حقوق الملكية وزيادة قيمة الشركة. وتتفق هذه النتائج مع عدة دراسات منها (Suto and Takehara , 2016; Xu et al., 2014; Wang et al., 2013; Dhaliwal et al., 2011; El Ghouli et al., 201; Zhi et al., 2015; Emami et al., 2014; Haryono and Iskandar, 2015

• تمثل الأبعاد المتعلقة بإفصاح الشركة عن ممارساتها تجاه (العاملين، البيئة، المجتمع) أكثر الأبعاد التي تؤثر بشكل سالب على تكلفة حقوق الملكية، وبشكل موجب على قيمة الشركة. ويرجع ذلك إلى أن معظم الشركات التي تفصح عن مسؤوليتها الإجتماعية في تقاريرها المالية تستخدم هذه الأبعاد نظراً لأهميتها وانعكاس أثرها بشكل واضح ولموس على تحسين سمعة الشركة وزيادة شرعيتها وحصولها على الدعم والقبول الإجتماعي مما يعود عليها بالعديد من المزايا مثل (تخفيضات ضريبية حكومية، زيادة الإقبال على الأسهم الخاصة بهذه الشركات، زيادة عملاءها، تحسين صورتها الذهنية أمام

الجهات المقرضة وأمام المساهمين، تحسين قيمة الشركة). فى حين لا يوجد أثر لبعده العملاء على تكلفة حقوق الملكية، بينما يؤثر بشكل سالب على قيمة الشركة وهو ما يمكن تفسيره من خلال عدم إهتمام الشركات بالإفصاح بشكل كافي عن هذا البعد مثل الأبعاد الأخرى فينعكس بشكل سالب على القيمة السوقية لأسهم الشركة.

القسم السادس : خلاصة وتوصيات البحث والدراسات المستقبلية

خلاصة البحث

ناقش البحث الحالى الأثر الكلى والمنفرد لأبعاد المسؤولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية وقيمة الشركة. حيث أن الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الإجتماعية يعد من الإفصاحات الاختيارية فى البيئة المصرية فى الوقت الحالى ولكن له العديد من الآثار الإيجابية حيث يساعد المستثمرين فى ترشيد قراراتهم الإستثمارية من خلال تشجيع الشركات على الإلتزام بمسئوليتها الإجتماعية والتقرير عنها بشفافية مما ينعكس على أسهمها فى السوق. وتعد المعلومات المتعلقة بأبعاد المسؤولية الإجتماعية من أهم المعلومات المؤثرة على قرارات المستثمرين. كما أنها تساعد الشركات على زيادة حصتها السوقية وزيادة شرعيتها ومدى توافقها مع التشريعات والقوانين والمتطلبات البيئية وتخفيض المخاطر والضغوط التى قد تتعرض لها من قبل أصحاب المصالح نتيجة عدم وفائها بمسئوليتها الإجتماعية. بالإضافة إلى المساهمة فى تخفيض عدم تماثل المعلومات من خلال قيام الشركات بالإفصاح عن كافة المعلومات المفيدة والهامة لمتخذى القرارات. حيث أصبحت التقارير الإجتماعية أحد أهم متطلبات القيد ببورصة الأوراق المالية، وذلك لما لها من أثر موجب على قيمة الشركات وقيم أسهمها فى البورصة. وذلك بالتزامن مع إهتمام البورصة المصرية بإصدار الدليل الإسترشادى لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الإستدامة.

وبإجراء الدراسة الإختبارية لعينة من 70 شركة من الشركات المساهمة المصرية المدرجة ببورصة الأوراق المالية من القطاعات المختلفة خلال الفترة من (2012 – 2018) توصل الباحث إلى عدم وجود أثر سواء بشكل كلى او منفرد لأبعاد المسؤولية الإجتماعية على تكلفة حقوق الملكية وقيمة الشركة باستخدام فترة إبطاء واحدة، بينما يوجد أثر كلى ومنفرد لبعده (العاملين، البيئة، المجتمع) على تكلفة حقوق الملكية وقيمة الشركة باستخدام ثلاث فترات إبطاء. ويتوقف هذا الأثر بشكل أساسى على فترة الإبطاء التى تحتاجها الشركات لينعكس أثر هذا النوع من الإفصاح على أسهم هذه الشركات فى سوق الأوراق المالية فى ظل وعى المستثمرين بأهمية هذا النوع من الإفصاح وان الربح ليس هو المعيار الوحيد عند إتخاذ القرارات الإستثمارية.

توصيات البحث

في ضوء ما توصل إليه البحث من نتائج يرى الباحث أن هناك العديد من الأمور الواجب مراعاتها، ويتمثل أهمها فيما يلي:

- ضرورة توعية المستثمرين بأهمية الدور الإجماعي للشركات وعدم التركيز على الأرباح على المدى القصير فقط حيث أن المسؤولية الاجتماعية تنعكس بشكل إيجابي على الأداء المالي للشركة وتعمل على زيادة قيمتها ولكن بعد مرور فترة إبطاء لا تقل عن ثلاث سنوات. وضرورة تحفيز الشركات على القيام بأنشطتها الاجتماعية والإفصاح عنها بشكل مستمر وواضح في تقاريرها المالية السنوية وذلك طبقاً للدليل الإسترشادي للبورصة.
- ضرورة وجود تشريعات وقوانين تلزم الشركات بالإفصاح عن مسؤوليتها الاجتماعية وذلك من خلال تقرير منفصل وملحق بالتقارير المالية. وضرورة تطوير قواعد القيد والشطب في البورصة المصرية، حيث لا تتضمن تفاصيل خاصة بمتطلبات الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتكتفى فقط بالمتطلبات العامة، مثل ما يوجد في المادة 40 من قواعد القيد والشطب لعام 2016 حيث تلزم الشركات في إعداد تقرير مجلس الإدارة بالإفصاح عن متوسط عدد العاملين ومتوسط دخل العامل، واكتفت في البعد البيئي والاجتماعي بأن تذكر في تقرير مجلس الإدارة مدى المساهمة في تنمية المجتمع والحفاظ على البيئة.

الدراسات المستقبلية

في ضوء ما توصل إليه البحث من نتائج يرى الباحث أن هناك العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث ودراسات مستقبلية، ويتمثل أهمها فيما يلي:

- أثر أبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات على تكلفة رأس المال وقيمة الشركة في التقارير المالية الربع سنوية "الفترية".
- أثر أبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات على تكلفة الإقتراض وقيمة الشركة في التقارير المالية الربع سنوية "الفترية".
- أثر أبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات على تكلفة حقوق الملكية وجودة التقارير المالية.

المراجع

المراجع باللغة العربية

إبراهيم، علاء توفيق. 2014. محددات وحوافز التقرير عن المسؤولية الإجتماعية – دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، *المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، المجلد الثاني، العدد الأول، ص ص 74-98.*

أبو العز، محمد السعيد. 2011. *مناهج وطرق البحث في المحاسبة والعلوم التجارية. كلية التجارة. جامعة الزقازيق. بدون ناشر.*

أحمد، سماح طارق. 2016. *العلاقة التأثيرية بين إلتات الحوكمة والإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية وانعكاساتها على قيمة المنشأة بالتطبيق على الشركات المقيدة في البورصة المصرية، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، السنة (20)، العدد الثاني – الجزء الأول – ص ص 1-48.*

أحمد، مهند أكرم مقبل. 2017. *أثر الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية على تكلفة رأس المال في الشركات الصناعية المساهمة العامة في دولة الكويت، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية إدارة المال والأعمال، جامعة آل البيت، الأردن، ص ص 1-109.*

البورصة المصرية. 2016. *الدليل الإسترشادي لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الإستدامة . متاح على: <http://www.egx.com.eg>*

البورصة المصرية. 2010. *منهجية مؤشر S&P / EGX / ESG للبورصة المصرية.*

السيد، صفا محمود. 2001. *نظرية الوكالة والإفصاح الإجتماعي للشركات المصرية، مجلة البحوث التجارية المعاصرة، كلية التجارة بسوهاج، جامعة جنوب الوادي، المجلد (15)، العدد الثاني، ديسمبر، ص ص 47-104.*

المركز المصري لمسؤولية الشركات. 2011. *المؤشر المصري لمسؤولية الشركات -EGX/S&P- ESG*
Available at: www.ecro.org.eg/ESGIndex

النعمي، فاتن أمين، (2015)، *المسؤولية الإجتماعية وأثرها على تكلفة رأس المال في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير في المحاسبة، غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة الزرقاء، الأردن، ص ص 1-110.*

الهنداوي، رياض محمد و الفرح ، محمد سعيد. 2011. *مدى الإفصاح عن عناصر المسؤولية الإجتماعية للشركات المساهمة العامة. المجلة الأردنية في إدارة الأعمال . الجامعة الأردنية (2)7 : 273-293.*

بدوي، محمد عباس. 2007. المحاسبة الإجتماعية بين النظرية والتطبيق، دار المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية.

بدوي، هبة الله عبدالسلام. 2017. أثر هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية على قيمة الشركات - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مجلة المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة بني سويف، المجلد الخامس، العدد الثاني، مايو، ص ص 171-206.

حداد، فايز سليم. 2007. الإدارة المالية. الطبعة الأولى. المركز الأكاديمي للمكتب الجامعية. الأردن. حسن، نصر طه. 2015. المسؤولية الإجتماعية وإدارة الربح والأداء المالي : أدلة عملية من الشركات السعودية المسجلة، المجلة العلمية التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الرابع، ديسمبر، ص ص 154-189.

حماد، مصطفى أحمد محمد أحمد. 2014. إطار محاسبي مقترح لتقييم تأثير المسؤولية الإجتماعية على الأداء المالي وانعكاساتها على قيمة المنشأة دراسة تطبيقية، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، السنة (18)، العدد الأول، ص ص 237-308.

خليل، رمضان عطية حسن. 2016. المحاسبة عن المسؤولية الإجتماعية والبيئية. كلية التجارة. جامعة الزقازيق. بدون ناشر.

رميلي، سناء محمد رزق. 2016. أثر مستوى الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية على قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، السنة العشرون، العدد الرابع، الجزء الأول، ديسمبر، ص ص 331-374.

سعد الدين، إيمان محمد. 2014. تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية وتكلفة رأس المال وأثرها على قيمة المنشأة، مجلة المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة بني سويف، المجلد (2)، العدد الأول، يونيو، ص ص 299-243.

سعد الدين، إيمان محمد، (2013)، خصائص الشركات كمحددات للإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية في ضوء المؤشر المصر لمسؤولية الشركات بالتطبيق على الشركات المصرية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثالث، يوليو، ص ص 408-482.

عبدالفتاح، هالة عبدالنبي. 2010. القياس المحاسبي لأثر ممارسات المسؤولية الاجتماعية على الأداء المالي للشركات في ضوء مبادئ حوكمة الشركات، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، العدد (76)، السنة (49)، ص ص 63-92.

عبدالناصر، عيد محمود أبو زيد. 2017. أثر استيفاء الشركات لمتطلبات الإدراج في المؤشر المصرى للمسئولية ESG على قيمة وأداء الشركة – دراسة تطبيقية، المؤتمر العلمى الأول لقسم المحاسبة والمراجعة بعنوان: دور المحاسبة والمراجعة فدعم التنمية الاقتصادية والاجتماعية فى مصر، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 6-7 مايو، ص ص 1378-1410.

عفيفى، هلال عبد الفتاح. 2015. المحاسبة البيئية بين النظرية والتطبيق. كلية التجارة. جامعة الزقازيق. بدون ناشر.

عنانى ، محمد عبد السميع، 2011، التحليل القياسى والاحصائى للعلاقات الإقتصادية. مدخل حديث باستخدام Windows Spss، الطبعة الثالثة. كلية التجارة. جامعة الزقازيق.

العقيل، محمد سلمان. 2013. تقويم نماذج تقدير تكلفة رأس المال الضمنى بالتطبيق على سوق الاسهم السعودى. مجلة البحوث المحاسبية. الجمعية السعودية للمحاسبة 12(1): 9-37.

محمد، حميده محمد عبدالمجيد. 2012. نموذج مقترح لقياس العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وإدارة الأرباح مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة بنها، السنة (32)، المجلد الثاني، العدد الأول، ص ص 337-372.

مركز المديرين المصرى. 2016. الدليل المصرى لحوكمة الشركات . الإصدار الثالث.

متاح على : http://www.asa.gov.eg/attach/Law_84_2016.pdf

مركز المديرين المصرى. 2010. الشفافية والإفصاح فى ممارسات المسؤولية الاجتماعية: نحو بيئة تنافسية مستدامة. المؤتمر السنوى الثالث عن المسؤولية الاجتماعية للشركات .

مليجي، مجدي مليجي عبدالحكيم. 2014. محددات الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية وأثره على أداء وسمعة البنوك فى البيئة المصرية – دراسة نظرية تطبيقية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الرابع، الجزء الأول، ص ص 1-76.

يوسف، حنان محمد إسماعيل. 2016. العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وأدائها المالى – دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة فى المؤشر المصرى لمسئولية الشركات، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، السنة (20)، العدد الأول – الجزء الأول، إبريل، ص ص 353-396.

- Ballou, B., N. H. Godwin, and R. T. Shortridge. 2003. Firm Value and Employee Attitudes on Workplace Quality. *Accounting Horizons* 17(4):329–341.
- Battaglia, M., F. Testa, L. Bianchi, F. Iraldo, and M. Frey. 2014. Corporate Social Responsibility and Competitiveness within SMEs of the Fashion Industry: Evidence from Italy and France. *Sustainability* 6: 872-893.
- Binsbergen, J. H., J. R. Graham, and J. Yang .2010. The cost of debt. *Journal of Finance* 65 (6):2089-2136.
- Blanco, B., J. Garcia, and J. Tribo. 2015. Segment Disclosure and Cost of Capital. *Journal of Business Finance and Accounting* 42(3&4); 367-411.
- Block, S. B. and G. A. Hirt. 2009. Foundations of Financial Management. *McGraw Hill Education*. 13 Ed.
- Botosan, C. 2014. Disclosure and the cost of capital: what do we know? *Accounting and Business Research* 36 (1): 31- 40.
- Botosan, C. and M. Plumlee. 2005. Assessing alternative proxies for the expected risk premium. *The Accounting Review* 80 (1): 21–53.
- Botosan, C., M. Plumlee, and H. Wen. 2011. The relation between expected returns, realized returns and firm risk characteristics. *Contemporary Accounting Research* 28(4): 1085-1122.
- Bowen, R., X. Chen, and Q. Cheng. 2008. Analyst coverage and the cost of raising equity capital: Evidence from underpricing of seasoned equity offerings. *Contemporary Accounting Research* 25: 657–699.
- Bravo, F. 2016. Forward - Looking Disclosure and Corporate Reputation as Mechanisms to reduce Stock return Volatility. *Revista de Contabilidad - Spanish Accounting Review* 19(1):121-132.
- Brigham, E. F. and J. F. Houston .1998. Fundamentals of Financial Management. *The Dryden press .Harcourt Brace Collage Publishers*. 8 Ed.
- Berisha, J., 2012. Estimating the determinants of FDI in Transition economies: comparative analysis of the Republic of Kosovo. Master Thesis. *Charles university .Faculty of social sciences. Institute of economic studies*.

- Cahan, S., S. Villiers, D. Jeter, and V. Naiker. 2016. Are CSR Disclosures Value Relevant? Cross-Country Evidence. Publication Cover. *European Accounting Review*. 25 (3): 579-611
- Chen, H., J. Chen, G. Lobo, and Y. Wang. 2011. Effects of audit quality on earnings management and cost of equity capital: Evidence from China. *Contemporary Accounting Research* 28(3): 892-925.
- Claus, J. and J. Thomas. 2001. Equity premia as low as three percent? Evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stock markets. *Journal of Finance* 56:1629–1666.
- Collins, C. J. and K. G. Smith. 2006. Knowledge exchange and combination: The role of human resource practices in the performance of high-technology firms. *Academy of Management Journal* 49(3):544–560.
- Cordeiro, J.J. and M. Tewari. 2015. Finn Characteristics, Industry Context, and Investor Reactions to Environmental CSR: A Stakeholder Theory Approach. *Journal of Business Ethics* 130(4): 833-849.
- Cuganesan, S., L. Ward, and J. Guthrie. 2007. Legitimacy Theory: A Story of Reporting Social and Environmental Matters within the Australian Food and Beverage Industry: 1-35. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1360518.
- Dagiliene, L. 2013. The influence of corporate social reporting to company's value in a developing economy. *International conference on applied economies (ICOAE)*: 212- 221.
- De Colle, S. 2010. Stakeholder theory: *the state of the art*. Cambridge University Press, New York.
- De Klerk, M. and D. C Villiers. 2012. The value relevance of corporate respon. *Pacific Accounting Review*. 21-38.
- De Klerk, M., C. De Villiers, and C.V. Staden. 2015. The Influence of Corporate Social Responsibility Disclosure on share prices Evidence from the United Kingdom. *Pacific Accounting Review* 27(2): 208-228.
- Dhaliwal, D. S., S. Heitzman, and O.Z. Li .2006. Taxes, leverage, and the cost of equity capital. *Journal of Accounting Research* 44: 691–723.

- Dhaliwal, D., O. Zhen, and A. Tsang. 2011. Voluntary non-financial disclosure and the cost of equity capital. *The Accounting Review* 86 (1): 59-100.
- Easton, P.2004.PE Ratios, PEG Ratios and Estimating the implied expected Rate of Return of Equity Capital. *The Accounting Review*, 79(0):73-95.
- El Ghouli, S., O. Guedhami, C.C.Y. Kwok and D.R. Mishra.2011.Does Corporate Social Responsibility-affect the cost of capital?" *Journal of Banking of Finance*, 35 (9): 2388-2406.
- Emami, E., H. Salteh, and R. Hasan Zadeh.2014.Social Responsibility and value of firms Listed at Tahrans Stock Exchange. *International Review of Management and Business Research* 3(1): 248-256.
- Epstein, M. J. and P. S. Winser. 2001. Using a balanced scorecard to implement sustainability. *EnvironmentalQualityManagement* 11 (2): 1-10.
- Fernando, G., A. Abdel-Meguid, and R. Elder. 2010. Audit quality attributes, client size and cost of equity capital. *Review of Accounting and Finance* 9(4): 363-381.
- Gietl, S., M. Goettsche, A. Habisch, M. Roloff and M. Schauer. 2012. Does CSR Reporting Destroy Firm Value? Empirical Evidence on GRI-aligned European Firms. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2183601>.
- Gode, D. and P. Mohanram. 2003. Inferring cost of capital using the Ohlson-Juettner Model. *Review of Accounting Studies*. 8(4):339 -431.
- Gordon, J. R. and M. J. Gordon .1997 .The finite horizon expected return model. *Financial Analysts Journal* 53: 52–61.
- Gras Gill, E., M.P. Manzano, and J. Hernandez.2016.Investigating the Relationship between Corporate - Social Responsibility and earning Management: Evidence. From Spain.(BRQ) *Business, Research Quarterly* 19 (4): March 1 -11.
- Gray, P., P.S. Koh, and Y.H. Tong.2009.Accruals Quality, Information Risk and Cost of Capital: Evidence from Australia. *Journal of Business Finance & Accounting* 36(1-2):44-59.
- Greening, D. W. and D. B. Turban.2000.Corporate Social Performance as a Competitive Advantage in Attracting a Quality Workforce. *Business and Society* 39 (3): 254–280.

- Griffin, J. J. and J. F. Mahon. 1997. The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research. *Business and Society Review* 36: 5-31.
- Gutsche, R. S. Jan-Frederic, and M. Gratwohl. 2017. Firm-value effects of CSR disclosure and CSR performance. *EFMA-Conference proceedings*.
- Haryono, U. and R. Iskandar. 2015. Corporate Social Performance and Firm Value. *International Journal of Business and Management Invention* 4(11): 359-75.
- Hussainey, K. and K. Alotaibi. 2016. Quantity versus Quality: The Value Relevance of CSR Disclosure of Saudi Companies. *Corporate Ownership and Control* 13 (2).
- Hussainey, K. and O. Alotaibi. 2016. Determinants of CSR disclosure quantity and quality: evidence from non-financial listed firms in Saudi Arabia. *International Journal of Disclosure and Governance* 13(4): 364-393.
- Husted, B. W. and D. B. Allen. 2007. Strategic corporate social responsibility and value creation among large firms: lessons from the Spanish experience. *Long Range Planning* 40: 594-610.
- Iskandar, D. and E. Fran. 2016. The Effect of - Carbon Emissions Disclosure and Corporate Social Responsibility on the Firm Value with -Environmental Performance as Variable Control. *Research Journal of finance and Accounting* 7(9): 351-383.
- Karim, K., E. Lee, and S. Suh. 2013. Corporate Social Responsibility and CEO Compensation Structure. *Advances in Accounting* 40:27-41.
- Laskar, N. and S. G. Maji. 2016. Corporate sustainability reporting practices in India: Myth or reality? *Social Responsibility Journal* 12(4):625-641
- Li, Y., M. Gong, Y. Zhang, and L. Koh. 2017. The impact of Environmental, Social and Governance Disclosure on firm Value: The Role of CEO Power. *The British Accounting Review* 3:1-16.
- Lipunga, A.M. 2015. Corporate Social Responsibility Reporting through The Lens of ISO 26000: A Case of Malawian Quoted Companies. *International Business Research* 8 (2): 18-33.

- Luo, X. and C. B. Bhattacharya.2006. Corporate social responsibility, customer market satisfaction, and market value. *Journal of Marketing*70(4):1-18.
- Maiga , A. S. and F. A. Jacobs. 2005. Antecedents and consequences of quality performance *Behavioral Research in Accounting* 17: 111-131.
- Martinez, P., A. P´erez, and I. Rodrı´guez.2014. CSR influence on hotel brand image and loyalty . *Academia Revista Latinoamericana de Administracion* 27 (2): 267-283.
- Moser, R. and P. R. Martin . 2012 . A broder perspective on corporate social responsibility in accounting. *The Accounting Review* 87 (3): 797-806.
- Ohlson, J. and B. Juettner-Nauroth. 2005. Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value. *Review of Accounting Studies* 10(2 - 3) 349 – 365.
- Reverte, C. 2011.The Impact of better corporate social responsibility disclosure on the cost of equity capital. *Available at: <http://wielyonlinelibrary.com>.*
- Reverte, C. 2016. The influence of corporate social responsibility practices on organizational performance: evidence from Eco-Responsible Spanish firms. *Journal of Cleaner Production* 112 : 2870-2884
- Rodgers, W., H. L., Choy, and A. Guiral. 2013. Do investors value a firm’s commitment to social activities? *Journal of Business Ethics*114 (4):607-623.
- Saeidi, S'.P., S. Sofian, P. Saeidi, S.P.; Saeidi, and S.A. Saaeid.2015.How Does Corporate Social, Responsibility Contribute to Firm Financial Performance? The mediating Role of Competitive advantage, Reputation, and Customer Satisfaction. *Journal of Business Research* 68(2):341-353.
- Santoso, A. H. and Y. K. Feliana. 2014. The Association between Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance.*Issues in Social and Environmental Accounting* 8(2): 82-103.
- Schadewitz, H. and M. Niskala.2010. Communication via Responsibility Reporting and its Effect on firm Value in Finland", *Corporate*

- Social Responsibility and *Environmental Management*, 17(March): 96-106.**
- Sen, S., C. B. Bhattacharya , and D. Korschun . 2006. The Role of Corporate Social Responsibility in Strengthening Multiple Stakeholder Relationships: A Field Experiment. *Journal of the Academy of Marketing Science* 34 (2) : 158-166.**
- Servaes, H. and A. Tamayo.2013.The Impact of Corporate Social Responsibility on Firm .Value: The Role of Customer Awareness.*Management Science* 59(5): 1045-1061.**
- Setyorini , C.T. and Z. Ishak . 2012. Corporate Social and Environmental Disclosure: A Positive Accounting Theory View Point. *International Journal of Business and Social Science* 3 (9): 152-164.**
- Suto, M. and H. Takehara.2016.Corporate Social Responsibility and the Cost of Capital: Evidence' Form Japanese Firms'', *Asian Finance Association (Asian FA) Conference 27 January*: 1-23.**
- UNEP. 2002. Trust us: *The global reports 2002 Survey of corporate sustainability reporting. Sustainability. London.***
- Voss, R. and T. Gruber. 2005. Complaint handling at the Schindlerhof Hotel with praise and assessment cards. *Management Services* 49: 16-19.**
- Waddock, S. and S. Graves .1997. The corporate social performance-financial performance link. *Strategic Management Journal* 18: 303–319.**
- Wang, D.H., P. Chen, T.H.Yu, and C. Hsiao.2015.The Effects of Corporate Social Responsibility on brand Equity and Firm Performance. *Journal of Business Research* 68(11): 2231 -2239.**
- Wang, J., L. Song, and S. Yao.2013.The Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure: Evidence from China.*The Journal of Applied Business Research* Nov/Dec, 29(6):1833-1849.**
- Xu, S., D. Liu, and J. Huang. 2014. Corporate social responsibility, the cost of equity capital and ownership structure: An analysis of Chinese listed firms. *Australian Journal of Management* 40 (2): 245-276.**
- Zhi, Y. F., M. L.Wang, and H. W. Huang. 2015. Equity Financing and Social Responsibility: Further International Evidence. *The International Journal of Accounting* 50 (3) 247 – 280.**

الملاحق

ملحق رقم (1) : بيان تفصيلي بشركات العينة موزعة على القطاعات

م	القطاع والشركات	م	القطاع والشركات
	الجزيرة العامة للمقاولات والاستثمار	20	قطاع الإتصالات
1	العربية للخزف – اراسكو	21	المصرية للاتصالات
2	العز للسيراميك والبورسلين – الجوهرة	22	أوراسكوم للاتصالات والاعلام
	جنوب الوادي للاسمنت	23	قطاع الإعلام
3	روبكس للبلاستيك	24	المصرية لمدينة الانتاج الاعلامي
	ليسيكو مصر	25	قطاع الأغذية والمشروبات
4	مصر بنى سويف للاسمنت	26	الاسماعيلية مصر للدواجن
5	مصر للأسمنت	27	الدلتا للسكر
	قطاع التكنولوجيا		القاهرة للدواجن
7	راية القابضة للاستثمارات المالية	28	المصرية للنشا والجلوكوز
	قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية		المنصورة للدواجن
9	الاسكندرية لتداول الحاويات	29	مطاحن الاسكندرية
10	الاهرام للطباعة والتغليف	30	مطاحن شرق الدلتا
11	السويدى الى كتريك	31	مطاحن شمال القاهرة
12	النصر لصناعة المحولات	32	مطاحن مصر العليا
13	الصناعات الهندسية المعمارية	33	مطاحن مصر الوسطى
14	الكابلات الكهربائية المصرية	34	مطاحن وسط وغرب الدلتا
15	المصرية لخدمات النقل	35	مطاحن ومخازن جنوب القاهرة والجزيرة
	جى بى اوتو – غبور اوتو	36	قطاع التشييد ومواد البناء
16	دلتا للطباعة والتغليف	37	أسمنت طرة
	قطاع الرعاية الصحية		أكرو مصر
18	الاسكندرية للادوية	38	الاسكندرية لاسمنت بورتلاند طرة
19	الاسكندرية للخدمات الطبية	39	البويات والصناعات الكيماوية

م	القطاع والشركات	م	القطاع والشركات
40	العربية للادوية والصناعات الكيماوية	قطاع المنتجات المنزلية والشخصية	
41	القاهرة للادوية	60	الشرقية ايسترن كومباني
42	المصرية الدولية للصناعات الدوائية	61	النساجون الشرقيون للسجاد
43	النيل للادوية	62	جولدن تكس للاصواف
44	ممفيس للادوية	قطاع الموارد الأساسية	
45	مينا فارم للادوية	63	العامة لصناعة الورق - راكتا
قطاع السياحة والترفيه		64	العز الدخيلة للصلب - الاسكندرية
46	الشركة المصرية للمنتجات السياحية	65	حديد عز
47	المصرية للمشروعات السياحية- أمريكانا	66	مصر للألومنيوم
48	مصر للفنادق	قطاع الموزعون والتجزئة	
قطاع العقارات		67	العامة للصوامع والتخزين
49	التعمير والاستشارات الهندسية	قطاع البنوك	
50	السادس من اكتوبر للتنمية والإستثمار	68	البنك التجاري الدولي
51	الوطنية للاسكان للنقابات المهنية	قطاع الخدمات المالية	
52	مصر الجديدة للاسكان والتعمير	69	القلعة للاستشارات المالية
قطاع الغاز والبتروول		70	المجموعه الماليه هيرمس القابضة
53	الاسكندرية للزيوت المعدنية - اموك	قطاع الكيماويات	
54	أبو قير للاسمدة والصناعات الكيماوية		
55	الصناعات الكيماوية المصرية - كيما		
56	المالية والصناعية المصرية		
57	سيدي كرير للبتروكيماويات - سيدبك		
58	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات		
59	مصر لصناعة الكيماويات		

ملحق رقم (2)

مؤشر قياس أبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات

أولاً : الموارد البشرية (العاملين)

1. إعتبرات الصحة والسلامة فى بيئة العمل والحصول على شهادات السلامة والصحة المهنية مثل شهادة (OHSAS – 18001)، وشهادة نظام إدارة أهلية المعامل (ISO / IEC 17025).
2. تنفيذ برامج لتدريب وتطوير مهارات العاملين.
3. السياسات والقواعد المتعلقة بعلاقة الإدارة بالعاملين وذلك لتحسين رضا العاملين.
4. الوظيفى وتحفيزهم وقياس رضا العاملين مثل زيادة الأجور والحوافز والمزايا العينية.
5. السياسات والقواعد المتعلقة بتوزيعات الأرباح على العاملين مثل خيارات الأسهم.
6. دعم النشاط الرياضى والثقافى للعاملين.
7. توفير بيانات عن العاملين مثل متوسط دخل العامل خلال السنة، متوسط عدد العاملين بالشركة، معدل دوران العاملين.
8. حرص الشركة على توفير الرعاية الصحية للعاملين وأسرههم بأسعار منخفضة.
9. تنظيم الشركة رحلات بأسعار مخفضة للعاملين بها للقيام بالترفيه عنهم.
10. منح الشركة مكافآت للعاملين فى المواسم والأعياد الرسمية بالإضافة للعلاوات الدورية والترقيات.
11. توفير نظام للتأمينات والمعاشات للعاملين.
12. حرص الشركة على توفير وسائل مواصلات مناسبة للعاملين بها.
13. توفير خدمات ما بعد التقاعد للعاملين.
14. حرص الشركة على توفير سكن للعاملين.

ثانياً : المساهمات العامة (المجتمع)

14. الإفصاح عن السياسات والبيانات المتعلقة بالإستثمار المجتمعى.
15. الإشتراك فى المبادرات العامة والخاصة للتنمية المجتمعية والثقافيه والفنية.
16. دعم المؤتمرات العلمية والبحث العلمى مثل تمويل برامج المنح الدراسية ومكافأة الطلبة المتفوقين علمياً وتوفير برامج تدريبية للطلاب.
17. التبرعات المدفوعة للمساهمة فى المبادرات الخيرية والأهداف القومية مثل التعليم والصحة والبطالة والاسكان والمواصلات ورعاية ذوى الاحتياجات الخاصة.
18. إلتزام الشركة بالقواعد التنفيذية لحوكمة الشركات الصادرة عن هيئة الرقابة المالية.

ثالثاً : القضايا البيئية

19. إلتزام الشركة بتطبيق التشريعات والقوانين والمتطلبات البيئية وتحسين بيئة العمل.
20. تجنب الشركة مسببات تلوث التربة والهواء والمياه وإحداث الضوضاء نتيجة ممارسة الشركة لأنشطتها.
21. التحسينات والإجراءات الآمنة فى التشغيل وتجهيز المنتجات بطريقة تؤدي إلى تخفيض نسبة المخلفات والحفاظ على الموارد الطبيعية.
22. عرض السياسة البيئية للشركة بشكل واضح ومفهوم، والإفصاح عن مؤشرات الأداء البيئى.
23. رعاية الأنشطة البيئية والتعاون مع الجمعيات الخاصة بحماية البيئة والمنظمات غير الحكومية التى تهدف إلى تحسين البيئة التى تعمل فيها الشركة.
24. إدارة النفايات البيئية الناتجة عن ممارسة الشركة لأنشطتها وإعادة تدويرها.
25. تخفيض إنبعاثات الغازات الدفينة والأتربة والمواد المستنفدة للأوزون و تخفيض أكاسيد النيتروجين والكبريت والإنبعاثات الأخرى.
26. نظم الإدارة البيئة فى كل المواقع والحصول على شهادة (ISO 14001) بنسبة 100%.
27. المساهمة فى تجميل البيئة المحيطة بالشركة مثل رصف الطرق المؤدية للمصنع وإنشاء الحدائق والمتنزهات وتشجير المنطقة المحيطة بالشركة.
28. الإفصاح عن سياسات إستخدام الطاقة بالشركة.
29. إستخدام مصادر طاقة صديقة للبيئة مثل الطاقة الشمسية والرياح وإحلال الغاز الطبيعى محل السولار لإنتاج الطاقة فى المصانع والحصول على شهادة إدارة نظم الطاقة (ISO50001).

رابعاً : المنتجات والخدمات (العملاء)

30. الحصول على شهادات الأيزو وغيرها من الشهادات المتعلقة بصحة وسلامة المنتج ومدى توافر المواصفات القياسية للجودة مثل شهادة (ISO 9001)، وشهادة (BRC).
31. توفير معلومات عن البحوث التى تقوم بها الشركة لتحسين جودة منتجاتها (تكاليف البحوث والتطوير) وإنتاج منتجات صديقة للبيئة.