

**أثر الملكية الإدارية على العلاقة بين إدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية وكفاءة
الاستثمار: دراسة تطبيقية**

دكتور / عبدالله حسين يونس محمد
مدرس المحاسبة – كلية التجارة – جامعة بنى سويف
abdulah.mohamed1980@gmail.com

أثر الملكية الإدارية على العلاقة بين إدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية وكفاءة الاستثمار: دراسة تطبيقية

المستخلص:

الهدف: اختبار أثر إدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية (*S&P/EGX ESG Index*) على كفاءة استثمارتها، بالإضافة إلى اختبار مدى اختلاف هذه العلاقة التأثيرية باختلاف الملكية الإدارية.

التصميم/المنهجية: تمثلت عينة البحث فى ٢٤٦ مشاهدة لشركات غير مالية أدرجت بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية خلال الفترة (٢٠١٢ - ٢٠١٨)، وتم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطى المتعدد لاختبار فرضى البحث، وقد تم إجراء تحليل أساسى وإضافى واختبار حساسية.

النتائج: باستخدام المقياس الذى قدمه (Chen et al. (2011) لكفاءة الاستثمار، قدمت النتائج دليلاً تطبيقياً بشأن عدم وجود تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لإدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية المصرى على كفاءة الاستثمار، وكذلك على زيادة ونقص الاستثمار. كما قدمت دليلاً تطبيقياً آخر بشأن اسهام الملكية الإدارية فى وجود تأثير سلبى (إيجابى) لإدراج الشركات بالمؤشر على كفاءة الاستثمار (نقص الاستثمار).

وتم التوصل من التحليل الإضافى إلى عدم وجود تأثير للملكية الإدارية - كمتغير رقابى بدلاً من كونه معدل - على كفاءة الاستثمار، وكذلك على زيادة ونقص الاستثمار.

كما تم التوصل من اختبار الحساسية إلى وجود تأثير إيجابى لترتيب الشركات بالمؤشر على زيادة الاستثمار، بالإضافة إلى اسهام الملكية الإدارية فى وجود تأثير سلبى (إيجابى) لترتيب الشركات بالمؤشر على زيادة (نقص) الاستثمار. وبذلك، تختلف نتائج التحليل الأساسى عن نتائج اختبار الحساسية.

التوصيات: استناداً إلى النتائج السابقة، ضرورة عمل واضعى المعايير المحاسبية على إصدار معيار محاسبى يتناول عمليتى القياس والإفصاح عن ممارسات المسئولية الاجتماعية للشركات.

الأصالة/الإضافة: تسهم هذه الدراسة فى تقليل الفجوة البحثية فى الأدب المحاسبى بشأن أثر إدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار، بالإضافة إلى دراسة واختبار أثر الملكية الإدارية على هذه العلاقة التأثيرية. وتعتبر النتائج التى تم التوصل إليها مهمة، لأنها تسلط الضوء على الدوافع وراء الاستثمار فى أنشطة المسئولية الاجتماعية للشركات، ومن المتوقع أن تكون النتائج مفيدة لوضعى المعايير المحاسبية، المستثمرين، المحللين الماليين، المديرين، وأصحاب المصالح الآخرين.

الكلمات المفتاحية: الإفصاح عن ممارسات المسئولية الاجتماعية للشركات؛ الملكية الإدارية؛ كفاءة الاستثمار؛ المؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية.

The impact of Managerial ownership on the Relationship between listing of firms in the Egyptian Social Responsibility Index and the Investment Efficiency: An applied study

Abstract:

Purpose: investigating the impact of listing of firms in the Egyptian Social Responsibility Index (S&P/EGX ESG Index) on the efficiency of their investment, in addition to investigating the extent to which this relationship differs with managerial ownership.

Design/Methodology: The sample consisted of 246 observations of non-financial companies that were listed in the Egyptian Social Responsibility Index during the period (2012-2018), the multiple linear regression model was used to test the research hypotheses. A fundamental and additional analysis and a sensitivity test were performed.

Findings: Using the measure provided by Chen et al. (2011) for investment efficiency, the results provided applied evidence regarding There was no statistically significant effect of the listing of firms in S&P/EGX ESG Index on investment efficiency, as well as on the over and under-investment. It also provided another applied evidence regarding the contribution of managerial ownership to the existence of a negative (positive) effect of listing firms in the index on investment efficiency (Under-investment).

The additional analysis concluded that there was no effect of managerial ownership - as a control variable instead of being modified - on the investment efficiency, as well as on the over and under-investment. The sensitivity test concluded that there was a positive effect of the ranking of a firm in the index on the over-investment, in addition to the contribution of managerial ownership in the presence of a negative (positive) effect of the ranking of a firm in the index on the over (under) investment. Thus, the results of the fundamental analysis differ from the results of the sensitivity test.

Recommendations: Based on the previous results, the necessity for accounting standards setters to issue an accounting standard that deals with the measurement and disclosure of corporate social responsibility practices.

Originality/Value: This study contributes to reducing the research gap in the accounting literature on the effect of listing companies in S&P/EGX ESG Index on investment efficiency, in addition to investigating the effect of managerial ownership on this relationship. The results obtained are important, because they highlight the drivers behind investments in corporate social responsibility activities, and the results are expected to be beneficial to accounting standard setters, investors, financial analysts, managers, and other stakeholders.

Keywords: Disclosure of corporate social responsibility practices; Managerial ownership; Investment efficiency; Egyptian Social Responsibility Index.

١- مقدمة البحث

تمثل عملية الاستثمار التي تقوم بها الشركات موضع اهتمام المستثمرين وأصحاب المصالح الآخرين، والتي يُعهد بها إلى الإدارة، وتُعد مصدرًا رئيسًا في نمو الشركات وبقائها وتطورها وفي خلق القيمة، وتعكس مدى كفاءة استخدام الأموال المتاحة لديها، وتُسهّم في اكتساب فرص أكبر في السوق، مما تؤدي إلى زيادة القدرة التنافسية لتلك الشركات. وتتحقق كفاءة عملية الاستثمار عند تساوى الاستثمار الفعلى مع الاستثمار المتوقع، حيث يقترب الفرق بينهما من الصفر، وتضمن كفاءة الاستثمار أن كل دولار تستثمره الشركة يولد عائداً مثاليًا. ولذلك، من الضروري مراقبة أعمال الإدارة، حتى يمكن الحصول على عوائد مناسبة من عملية الاستثمار، كما أنه من الضروري أيضًا توفير رأس المال بتكلفة منخفضة للاستثمار عند ظهور فرصة جيدة، ويمكن القيام بذلك عن طريق جذب مستثمرين حقيقيين من خلال ممارسات الحوكمة الرشيدة في الشركة (Nor et al., 2017).

وفي الحياة العملية، توجد صعوبات تعيق تحقيق كفاءة عملية الاستثمار، ومن أهمها مشكلتي الوكالة - الناتجة عن انفصال الملكية عن الإدارة - وعدم تماثل المعلومات. حيث يؤدي وجودهما إلى ارتفاع الاستثمار الفعلى الذي تقوم به الشركة عن الاستثمار المتوقع، مما يشير إلى وجود زيادة/إفراط استثمار أو استثمار أكثر من اللازم *Over-Investment*، وذلك عندما تقرر إدارة الشركة الاستثمار في مشروعات ذات قيمة حالية صافية سالبة *Negative (NPV)*، حيث تهتم الإدارة بتحقيق أهدافها الشخصية على حساب أهداف الشركة وملاكها. وقد ينخفض الاستثمار الفعلى عن الاستثمار المتوقع، مما يشير إلى وجود نقص استثمار أو استثمار أقل من اللازم *Under-Investment*، حيث تتجنب الإدارة الاستثمار في مشروعات ذات قيمة حالية صافية موجبة *Positive (NPV)*، بسبب القيود المالية التي تحد من توفير التمويل الكافي، أو تفضيل الإدارة الحياة الهادئة بعيدًا عن تحمل مخاطر عملية الاستثمار (Myers & Majluf, 1984; Herbert and Harto 2021).

وقد تراجعت ثقة المستثمرين في سوق المال بسبب اخفاقات شركات عالمية (كإيرون وورلدكوم) والأزمات المالية العالمية المتعاقبة، وتتمثل إحدى الطرق لتعزيز ثقة المستثمرين في الإفصاحات المتعلقة بممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات *Corporate Social Responsibility (CSR)*، والتي يتوفر عنها معلومات غير مالية - بجانب المعلومات المالية للقوائم المالية - وتقديم صورة إيجابية للشركات وتعزيز قيمتها. كما يمكن أن تلعب هذه الإفصاحات دورًا أساسيًا في قرارات الاستثمار من خلال التأثير على القيود المالية التي تواجه الشركة، حيث تساعد في تسهيل وصولها إلى التمويل الخارجى، مما يسمح لها بتنفيذ الاستثمارات ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة، أو تخفيض الآثار السلبية لمشاكل الوكالة، مما يتيح تجنب الاستثمارات ذات القيمة الحالية الصافية السالبة (Stein, 2003; Lin et al., 2021).

كما يُعد هيكل الملكية (كالملكية الإدارية) آلية داخلية مهمة لحوكمة الشركات، ويُنظر إليها كأداة حاسمة لحل تضارب المصالح فيما بين إدارة الشركة وملاكها. وبالتالي، فإن فهم تأثير هيكل الملكية على إفصاحات المسؤولية الاجتماعية وكفاءة الاستثمار في الشركات له أهمية نظرية وعملية (Hu and Izumida, 2008). إلا أنه لا يوجد نظام حوكمة مثالي صالح التنفيذ في جميع الشركات على مستوى الدول (Castrillo et al., 2010)، فقد أشار (Desender et al., 2013) إلى أن فعالية آليات حوكمة الشركات يجب أن تعتبر مشروطة بهيكل ملكية الشركة، كما أشار (Aguilera and Crespi-Cladera, 2016) إلى إن هيكل الملكية يمكن مقارنته بسهولة على مستوى الدول، لكن ممارسات حوكمة الشركات وآلياتها تختلف اختلافاً كبيراً باختلاف الملكية الإدارية (Wang et al., 2019).

٢ - مشكلة البحث

في ظل فرضية وجود أسواق رأس مال مثالية - كما وصفها Modigliani and Miller (1958)، تعتمد قرارات الاستثمار بالشركة على فرص الاستثمار فقط، حيث يتم تخصيص رأس المال بكفاءة على المشروعات المناسبة. إلا أنه في الواقع العملي توجد احتكاكات في تلك الأسواق *Market frictions*، وتتمثل أحد أسباب وجود هذه الاحتكاكات في مشاكل الوكالة بين الإدارة والمساهمين، وسيطرة أغلبية المساهمين على الأقلية، والتي يترتب عليها زيادة في الاستثمار من قبل الإدارة، نظراً لسعيها وراء تحقيق أهدافها الشخصية والاستخدام التعسفي للتدفق النقدي الحر (تدفق نقدي يزيد عن حاجة الشركة) في المشروعات غير المجدية اقتصادياً. وقد تعزف الإدارة عن تنفيذ المشروعات ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة، في حالة ميلها إلى تجنب المخاطرة والحفاظ على منصبها الإداري، مما يؤدي إلى حدوث نقص في الاستثمار (Jensen, 1986; Xu et al., 2012). وتأكيداً لذلك، قدم Blanchard et al. (1994) دليلاً تجريبياً تفيد بأن مشاكل الوكالة تُعد مصدراً رئيساً لعدم كفاءة الاستثمار.

أما السبب الآخر لوجود مثل هذه الاحتكاكات يتمثل في مشاكل عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والأطراف خارج الشركة، وتتسبب هذه المشكلة في عدم كفاية الاستثمار للشركات التي تعاني من قيود السيولة، أي وجود نقص في الاستثمار (Fazzari et al., 1988; Xu et al., 2012). ويؤدي عدم كفاءة الاستثمار إلى إهدار موارد الشركة وإلحاق الضرر بمصالح المساهمين وأصحاب المصالح الآخرين. لذلك، فإن تُعد مشكلة عدم كفاءة الاستثمار موضوعاً مهماً يجب تحديده محدداته، حيث تؤثر كفاءة الاستثمار بشكل مباشر على التطوير المستقبلي للشركة، ولا يمكن لكفاءة الاستثمار أن تعزز ربحية الشركة فحسب، بل تُعزز أيضاً قدرتها التنافسية. وبالنسبة للمجتمع، تحسن كفاءة الاستثمار الفعال تخصيص الموارد كما تعزز كفاءة الاقتصاد القومي (Ding et al., 2020).

ويمكن للشركة أن تستغل ممارساتها بشأن المسؤولية الاجتماعية في التخفيف من وجود احتكاكات السوق، حيث يمكن الاعتماد على الإفصاحات⁽¹⁾ الناتجة عن هذه الممارسات في توفير معلومات غير مالية، ويمكن استخدامها في زيادة جودة التقارير الصادرة عن الشركة، والذي من شأنه أن يوفر حلاً لمشكلتي الوكالة وعدم تماثل المعلومات، والذي من شأنه أن يؤثر إيجاباً على كفاءة الاستثمار، ويؤيد ذلك نتائج دراسات سابقة (e.g. Cook et al., 2018; Shahzad et al., 2018; Erawati et al., 2021).

في المقابل، قد تستخدم الإدارة تلك الإفصاحات بشكل انتهازي، لتحقيق أهدافها الشخصية التي قد تتعارض مع الأهداف العامة للشركة، من خلال المبالغة في ممارسات المسؤولية الاجتماعية لبناء إمبراطورية إدارية، فحينئذ تؤثر هذه الممارسات سلباً على كفاءة الاستثمار، ويؤيد ذلك نتائج دراسات سابقة (e.g. Samet and Jarboui; 2017; Maniora, 2018; Lin et al., 2021).

وتعد الملكية الإدارية شكلاً من أشكال هيكل الملكية وأحد آليات حوكمة الشركات الداخلية، وتشير إلى ملكية المديرين لأسهم بالشركات التي يقومون على إدارتها، وقد تسهم في تفعيل ممارسات المسؤولية الاجتماعية، لأنها تعمل على التوافق والمواءمة بين مصالح ملاك الشركة وإدارتها، وتخفض من مشكلة وتكلفة الوكالة. كما تخفض من مشكلة عدم تماثل المعلومات، من خلال الإفصاح عن المعلومات غير المالية المتعلقة بممارسات المسؤولية الاجتماعية بجانب المعلومات المالية التي توفرها القوائم المالية. وبذلك تعمل الملكية الإدارية على توفير حافز للمديرين لتحسين الأداء وتحقيق كفاءة الاستثمار، وينخفض احتمال قيامهم بإجراءات تخفض من ثروة المساهمين، لأنهم سيتحملون تكاليف مثل هذه الإجراءات.

من جانب آخر، قد تسهم الملكية الإدارية في زيادة استخدام ممارسات المسؤولية الاجتماعية من أجل تحقق منافع خاصة لأفراد الإدارة، في حين أنها لا تعزز ثروة الملاك، كما تسمح الملكية الإدارية بتوفير موارد إضافية يمكن للإدارة استخدامها في استثمارات غير مجدية اقتصادياً، ويحدث زيادة استثمار (Jensen and Meckling, 1976). كما تمنح الملكية الإدارية تحصيماً إدارياً *Managerial entrenchment*، يؤدي إلى تجاهل أفراد الإدارة الملاك لمصالح صغار الملاك، وإذا كان تأثير التحصين الإداري أكبر من تأثير التوافق والمواءمة بين المصالح، فإن الملكية الإدارية سوف تسهم في انخفاض كفاءة استثمار الشركة وأدائها (Mueller and Spitz-Oener, 2006).

وفي ضوء استغلال الشركة لممارسات المسؤولية الاجتماعية، يكون من الضروري تحديد أثرها على كفاءة العملية الاستثمارية في بيئة الأعمال المصرية، وأثر الملكية الإدارية كمتغير معدل على هذه العلاقة. ومع ندرة الأدبيات التي اختبرت هذه العلاقات في البيئة العربية عامة والبيئة المصرية خاصة،

(1) من أجل تبسيط المصطلحات، يتم استخدام مصطلح "المسؤولية الاجتماعية" في باقى البحث كمرادف للإفصاحات المتعلقة بممارسات وأنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات.

تتضح أهمية هذا البحث. وعليه يمكن التعبير عن مشكلة البحث في كيفية الإجابة نظريًا وعمليًا على السؤالين التاليين في بيئة ممارسة المحاسبة المصرية:

- ما أثر إدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية للشركات على كفاءة الاستثمار؟
- ما مدى اختلاف أثر إدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار باختلاف الملكية الإدارية؟

٢- هدف البحث

يهدف البحث بشكل رئيس إلى دراسة واختبار التفاعل المشترك لإدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية والملكية الإدارية على كفاءة الاستثمار، وينقسم هذا الهدف إلى الهدفين الفرعيين التاليين:

- دراسة واختبار أثر إدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار.
- دراسة واختبار التفاعل المشترك لإدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية والملكية الإدارية على كفاءة الاستثمار.

وسوف يسعى البحث إلى تحقيق الهدف الرئيس والهدفين الفرعيين من خلال التطبيق على الشركات غير المالية التي أدرجت ضمن مؤشر المسؤولية الاجتماعية المصرى خلال الفترة (٢٠١٢-٢٠١٨).

٣- أهمية البحث

يسعى هذا البحث إلى تقديم دليل تطبيقي على أثر إدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار، كما يسعى إلى تقديم دليل تطبيقي آخر بشأن مدى اختلاف هذا الأثر باختلاف الملكية الإدارية. وبذلك تتضح أهمية هذا البحث في ضوء النقاط التالية:

- لا تزال الأدلة التطبيقية على فوائد الإفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات غير حاسمة، وخاصة بشأن كفاءة الاستثمار في بيئة المحاسبة المصرية.
- ندرة الدراسات السابقة التي اختبرت التفاعل المشترك للإفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات وهيكل الملكية على كفاءة الاستثمار بالتطبيق في بيئة المحاسبة المصرية.
- يحاول البحث تقديم دليلًا تطبيقيًا بشأن تحديد أثر الإفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات والملكية الإدارية كمحددين لكفاءة الاستثمار في بيئة المحاسبة المصرية، حيث يسهم تقديم دليل بشأن هذا الأثر في ارتفاع ثقة المستثمرين في الاستثمار في سوق الأوراق المالية المصرى.
- يحاول البحث تخفيف التعارض في نتائج الأدبيات السابقة بشأن أثر الإفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات على كفاءة الاستثمار، من خلال تحديد إدخال الملكية الإدارية كمتغير معدل على هذه العلاقة التأثيرية، من أجل تفسير هذا التعارض.

٥- حدود البحث

يقتصر البحث على دراسة واختبار أثر الإفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات على كفاءة الاستثمار، بالإضافة إلى دراسة واختبار الدور المعدل للملكية الإدارية على هذه العلاقة التأثيرية، وذلك تطبيقاً على عينة من الشركات غير المالية التي أدرجت ضمن المؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية خلال الفترة (٢٠١٢ - ٢٠١٨). وبذلك، يخرج عن نطاق البحث اختبار تلك العلاقات فى الشركات التى أدرجت ضمن المؤشر المصرى قبل عام ٢٠١٢ أو بعد عام ٢٠١٨ ولم تكن قد أدرجت خلال فترة البحث، كما يخرج عن نطاق البحث اختبار تلك العلاقات فى الشركات التى لم تدرج ضمن المؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية خلال فترة البحث، وتلك التى تعد قوائمها بعملة بخلاف الجنيه المصرى، واستبعاد الشركات التى لا تتوافر بياناتها خلال فترة البحث.

بالإضافة إلى ما سبق، يتم استبعاد الشركات التى تنتمى للقطاعات المالية، نظراً لطبيعتها الخاصة التى تختلف عن طبيعة الشركات المنتمية لباقي القطاعات الأخرى. كما يخرج عن نطاق البحث المحددات الأخرى لكفاءة الاستثمار، بخلاف الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، والمتغيرات المعدلة الأخرى، بخلاف الملكية الإدارية، كما أن قابلية النتائج التى يتم التوصل إليها للتعميم مشروطة بضوابط تحديد مجتمع وعينة البحث.

٦- خطة البحث

لمعالجة مشكلة البحث وتحقيق هدفه وفى إطار حدوده، سوف يتم استكمال البحث كالتالى:

١/٦ - تحليل أثر الملكية الإدارية على العلاقة بين إدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية وكفاءة الاستثمار.

١/١/٦ - تحليل العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وكفاءة الاستثمار.

٢/١/٦ - تحليل أثر التفاعل المشترك بين المسؤولية الاجتماعية للشركات والملكية الإدارية على كفاءة الاستثمار.

٢/٦ - منهجية البحث.

٣/٦ - نتائج البحث وإسهاماته وحدوده وتوصياته ومجالاته المقترحة.

١/٦ - تحليل أثر الملكية الإدارية على العلاقة بين إدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية وكفاءة الاستثمار

فى هذه الجزئية من البحث سوف يتم تحليل عناصر البحث نظرياً فى عنصرين، يتمثل العنصر الأول فى تحليل أثر المسؤولية الاجتماعية للشركات على كفاءة الاستثمار، ويتمثل العنصر الثانى فى تحليل أثر الملكية الإدارية كمتغير معدل على هذه العلاقة.

١/١/٦- تحليل أثر المسؤولية الاجتماعية للشركات على كفاءة الاستثمار

من أجل تحليل أثر الإفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات على كفاءة الاستثمار، سوف يتم تناول ومناقشة مفهوم ومحددات كفاءة الاستثمار، ثم تحليلات ونتائج الدراسات السابقة فيما يتعلق بالعلاقة التآثرية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وكفاءة الاستثمار.

١/١/٦- مفهوم ومحددات كفاءة الاستثمار

تشير كفاءة الاستثمار إلى توجيه استثمارات الشركة نحو مشروعات تحقق قيمة حالية صافية موجبة، بموجب سيناريو خالٍ من احتكاكات السوق، ولتحقيق هذا السيناريو، تحتاج الشركة إلى تعزيز هيكل رأس مالها لتمويل الفرص الاستثمارية الجيدة عند ظهورها (Li and Wang, 2010). وتشير أيضاً إلى مستوى استثمار تتساوى عنده إيراده الحدى مع تكلفته الحدية.

كما تشير أيضاً إلى تجنب إدارة الشركة الاستثمار فى مشروعات ذات قيمة حالية صافية سالبة، تجنباً لحدوث زيادة فى الاستثمار (Biddle et al., 2009). وبذلك، تتعلق كفاءة الاستثمار بنجاح الشركة وقدرتها على التخصيص الأمثل للموارد المتاحة لديها (Chen et al., 2017). ويلعب النشاط الاستثمارى للشركة دوراً مهماً فى عملياتها، حيث إنه محدد مهم لنمو أعمالها وتدفقاتها النقدية المستقبلية. وبالتالي، يكون لكفاءة الاستثمار تأثير مباشر ومهم على أداء وقيمة الشركة (Sun, 2014).

وعملياً، تعيق عملية الاستثمار احتكاكات السوق، والتي ترجع إلى عدة أسباب، أهمها مشاكل الوكالة و/أو عدم تماثل المعلومات، وما يترتب عليه من خطر أخلاقي *Moral hazard* واختيار سلبي *Adverse selection*، وتوفر هذه الاحتكاكات للمديرين فرصة الانحراف عن مستوى الاستثمار الأمثل.

وقد أشار Jensen (1986) إلى أن مشكلة الخطر الأخلاقي تؤدي إلى عدم كفاءة الاستثمار إذا سعى الطرف الذى يمتلك المعلومات (أى الإدارة) إلى تحقيق مصالح شخصية، واستخدم الاحتيال للتسبب فى خسائر الطرف الآخر، فقد تتلاعب الإدارة فى ربحية السهم، ويصبح الاستثمار فى هذا السهم أكثر جاذبية من قبل المساهمين، فيتم شراؤه حتى لو بسعر مرتفع، نظراً لعدم إدراك المساهم لهذا التلاعب، وذلك بسبب وجود فجوة فى المعلومات بين المساهم والإدارة، مما يؤدي إلى توفير أموال إضافية للإدارة، تستخدمها فى تمويل مشروعات استثمارية ذات قيمة حالية صافية سالبة، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمار. وإذا لم توجد هذه الفجوة المعلوماتية وأدرك المساهم هذا التلاعب، فلن يقبل بسعر السهم وسيطلب سعراً أقل، والذي سوف ترفضه الإدارة، وبذلك، لن تستطيع توفير التمويل اللازم لتنفيذ المشروعات الاستثمارية ذات قيمة حالية صافية موجبة- إن وجدت، مما يؤدي إلى نقص الاستثمار (Richardson, 2006; Shahzad et al., 2019)، وبذلك، لا تتحقق كفاءة الاستثمار.

كما أشار Myers and Majluf (1984) إلى أن مشكلة الاختيار العكسي تؤدي إلى عدم كفاءة الاستثمار أيضاً، حيث تسهم في تخفيض كفاءة تخصيص موارد الشركة، حيث لا يكون لدى مقدم التمويل القدرة على التقييم السليم لأداء الشركة، مما يتسبب في امتناعه في تقديم التمويل اللازم لتنفيذ المشروعات، في حالة اعتقادهم أن أداء الشركة ضعيف، وبذلك، ترتفع تكلفة تمويل هذه المشروعات، ومن ثم عدم استغلالها، ويحدث نقص استثمار، أو تحدث زيادة استثمار إذا اعتقد مقدم التمويل أن أداء الشركة جيد على خلاف الحقيقة (Ferrero et al., 2016).

وقد اختبرت الدراسات السابقة مجموعة من العوامل والمحددات التي تؤثر في كفاءة الاستثمار، مثل التدفق النقدي الحر (Jensen, 1986; Richardson, 2006)، جودة التقارير المالية (Biddle et al., 2009; Cheng et al., 2013; Balakrishnan et al., 2014)، المنافسة (Laksmana and al., 2009; Cheng et al., 2013; Balakrishnan et al., 2014)، خصائص مجلس الإدارة (جمعه، استقلاليته، والتنوع بين الجنسين) (Bzeouich et al., 2019)، والتحفظ المحاسبي (Laux and Ray, 2020).

وفي بيئة الأعمال المصرية، أشارت نتائج دراسة على (٢٠١٧) إلى أن ٣٦% من العينة المستخدمة في الدراسة (٧٣ شركة لمدة عامين) تعاني من وجود زيادة استثمار، وباقي العينة (٦٤%) تعاني من وجود نقص في الاستثمار، مما يشير إلى وجود صعوبات في تمويل الشركات المصرية لمشروعات استثمارية ذات تدفقات نقدية صافية موجبة. كما أشارت النتائج إلى أن جودة التقارير المالية تؤثر سلباً على كفاءة الاستثمار، حيث تسهم في وجود نقص استثمار، في حين أنها تسهم في وجود زيادة استثمار ولكن بدرجة غير معنوية.

في المقابل، أشارت نتائج دراسة خلف (٢٠٢٠) إلى أن ارتفاع جودة التقارير المالية للشركات الصناعية المقيدة بالبورصة المصرية يؤثر إيجاباً على كفاءة الاستثمار، حيث ينخفض مستوى زيادة ونقص الاستثمار، حيث إنها تلعب دوراً مهماً في تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المديرين ومقدمي رأس المال، كما تسهم في تخفيض مشاكل الوكالة، كما أشارت النتائج أيضاً إلى انخفاض زيادة الاستثمار في حالة جودة القوائم المالية لتلك الشركات ووجود مراقب حسابات متخصص صناعياً.

٦/١/٢ - تحليل العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وكفاءة الاستثمار

عرفت مفوضية الاتحاد الأوروبي *European Commission* المسؤولية الاجتماعية على أنها مسؤولية الشركات عن الآثار الناجمة عن ممارسة عملياتها واستراتيجياتها على المجتمع والتزامها بالتشريعات واللوائح المتعلقة بالبعد الاجتماعي، وذلك من خلال الاعتبارات الاجتماعية والبيئية والأخلاقية وحقوق الإنسان والمستهلك، وذلك بالتعاون مع أصحاب المصالح بشكل طوعي (شعبان، ٢٠١٩؛ European commission, 2011). كما تم تعريفها أيضاً بأنها عقد اجتماعي بين طرفين (الشركة

والمجتمع)، من أجل تحقيق توقعات الطرف الثانى على المدى الطويل، وتشمل الأنشطة المدعومة للبعد الاجتماعى والخيرى والبيئى والقانونى والاقتصادى (الحناوى، ٢٠٢٠). وقد أصبحت المسئولية الاجتماعية أداة تُسهم فى تحسين عملية الإفصاح وجودة المعلومات المفصح عنها (سرور، ٢٠١٨).

وفى مصر، قامت البورصة المصرية فى ٢٢ مارس ٢٠١٠ بالتعاون مع كل من مركز المديرين المصرى ومؤسسة ستاندرد آند بورز *Standard & Poor's* بإطلاق مؤشر المسئولية الاجتماعية (مؤشر الاستدامة) *S&P/EGX ESG Index*، ويتضمن المؤشر أفضل ٣٠ شركة من بين أفضل ١٠٠ شركة مقيدة بالبورصة المصرية مرتبة حسب إجمالى رأس المال السوقى، يتم اختيارها وترتيبها من خلال عملية مكونة من مرحلتين ومبنية على تقييم بالدرجات، تركز المرحلة الأولى على البيئية والمسئولية الاجتماعية، بينما تركز الثانية على حوكمة الشركات. ويقوم المؤشر بربط الممارسات الاجتماعية والبيئية وممارسات الحوكمة بأداء أسعار الأسهم، على أن يتم إجراء مراجعات سنوية على هذا الاختيار. ويعد هذا المؤشر الأول من نوعه فى منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، والثانى على مستوى الأسواق الناشئة، بعد نجاح إطلاق المؤشر فى الهند *S&P/India ESG* فى يناير ٢٠٠٨^(٢).

لا يوجد إجماع فى الأدبيات السابقة بشأن اتجاه وقوة تأثير المسئولة الاجتماعية على كفاءة الاستثمار، فقد توصلت إلى نتائج مختلفة فى هذا الصدد، فمن المحتمل أن تعكس المستويات المختلفة للمسئولة الاجتماعية دوافع مختلفة، وبالتالي، يختلف التأثير على كفاءة عملية الاستثمار باختلاف هذه الدوافع. وبشكل عام، يمكن أن تؤثر الإفصاحات المتعلقة بممارسات المسئولية الاجتماعية للشركات على كفاءة الاستثمار بإحدى طريقتين.

بطريقة أولى، تلعب المسئولية الاجتماعية دورًا أساسيًا فى كفاءة الاستثمار، حيث تعمل على تحسين بيئة وجود المعلومات، وبالتالي، تخفيض عدم تماثلها (Sun et al., 2017)، والذى يؤدي إلى تخفيض القيود المالية التى تواجه الشركات، حيث تُسهم فى تسهيل الوصول إلى التمويل الخارجى (Cheng et al., 2014)، مما يسمح للشركات القيام بالاستثمارات التى تحقق تدفقات نقدية صافية موجبة (Stein, 2003). فقد أوضح Dhaliwal et al. (2014) أن المعلومات غير المالية المتوفرة عن إفصاحات المسئولية الاجتماعية للشركات يمكن أن تكون بمثابة تدعيم للمعلومات المالية، لا سيما عندما يتعلق الأمر بتخفيض عدم تماثل المعلومات، وإذا ارتبطت المسئولية الاجتماعية بمعلومات أكثر، وشفافية أعلى، وإدارة أرباح أقل، ينعكس ذلك إيجابًا على كفاءة استثمار الشركات.

وقد أشار Scherer et al. (2006) إلى أن إفصاح الشركات عن ممارسات المسئولية الاجتماعية يُسهم فى الحد من تضارب المصالح بين مختلف الأطراف بها. كما أشار Belgacem and Omri (2015) إلى أن الإفصاح عن تلك الممارسات تقيد السلوك الانتهازى للإدارة وإدارة الأرباح وزيادة

(٢) لمزيد من التفاصيل، يمكن الرجوع إلى: مركز المديرين المصرى، http://www.eiod.org/newsdetails_AR.aspx?ID=19.

الاستثمار. ويؤكد على ذلك ما أوضحه El Ghouli et al. (2016) بأن ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات تزيد من عدد أصحاب المصالح الرئيسيين، وبالتالي ارتفاع عدد مراقبي السلوك الإداري، وفي ضوء التوافق والمواءمة بين أصحاب المصالح والمساهمين وعدم الإفراط في عملية المراقبة، من المتوقع أن تخفف هذه المراقبة من نزاعات الوكالات، ويمكن استخدامها لمراقبة كلاً من مشكلتي زيادة ونقص الاستثمار، وبذلك، تتحسن كفاءة الاستثمار.

وقد قدم Cui et al. (2012) دليلاً تجريبياً يفيد بانخفاض عدم تماثل المعلومات مع ارتفاع أداء الشركات لممارسات المسؤولية الاجتماعية، حيث تسهم في انخفاض إدارة الأرباح وتقصص عن معلومات أكثر شفافية وموثوقية للمستثمرين. ويؤكد على هذا ما توصل إليه Cho et al. (2013)، حيث قدم دليلاً على أنه مع ارتفاع ممارسات الشركات للمسؤولية الاجتماعية ينخفض تعرضها للانخراط في إدارة الأرباح المحاسبية و/أو إدارة الأنشطة التشغيل الحقيقية. كما توصل Wu and Shu (2015) إلى انخفاض عدم تماثل التكلفة مع التزام إفصاح الشركات عن ممارسات أنشطة المسؤولية الاجتماعية. وأشارت نتائج Aboud and Diab (2018) إلى ارتفاع قيمة الشركات المدرجة في المؤشر المصري للمسؤولية الاجتماعية مقارنة بتلك المدرجة في مؤشر *EGX100*، كما أن الشركات ذات الترتيب الأعلى في مؤشر المسؤولية الاجتماعية ترتفع قيمتها بدرجة أعلى.

وبخصوص الأدلة العملية التي تعكس أهمية ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات وما يرتبط بها من إفصاحات في تحقيق كفاءة الاستثمار، توصل Samet and Jarboui (2017) في دراسته التطبيقية على ٣٩٨ شركة أوروبية مدرجة في *STOXX Europe 600* خلال الفترة (٢٠٠٩-٢٠١٤)، إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تعزز كفاءة الاستثمار، حيث تخفض المسؤولية الاجتماعية للشركات نقص الاستثمار من خلال التخفيف من عدم تماثل المعلومات، ويخفض زيادة الاستثمار من خلال التخفيف من مشكلة التدفق النقدي الحر. كما توصلت دراسة Benlemlih and Bitar (2018) إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات الأمريكية تخفض من عدم كفاءة الاستثمار (أي تزيد من كفاءة الاستثمار)، وأن مكونات المسؤولية الاجتماعية للشركات التي ترتبط ارتباطاً مباشراً بأصحاب المصالح الرئيسيين في الشركات (مثل: علاقات الموظفين، خصائص المنتج، البيئة، والتنوع) أكثر صلة بالحد من عدم كفاءة الاستثمار مقارنة بتلك المتعلقة بأصحاب المصالح الثانوية (مثل: حقوق الإنسان والمشاركة الاجتماعية)، لأن الفئة الأخيرة أقل إثارة للاهتمام فيما يتعلق بكفاءة الاستثمار، فمن غير المحتمل أن يؤثر على قرارات الاستثمار، على عكس أصحاب المصالح الرئيسيين.

وأشارت نتائج دراسة Cook et al. (2018) إلى أن الشركات الأمريكية ذات الأداء المرتفع في مجال المسؤولية الاجتماعية للشركات تستثمر بشكل أكثر كفاءة، حيث إنها تكون أقل عرضة للاستثمار في مشروعات ذات قيمة حالية صافية سالبة (زيادة الاستثمار) وأقل عرضة للتخلي عن مشروعات ذات قيمة

حالية صافية موجبة (نقص في الاستثمار)، حيث تسهم المسؤولية الاجتماعية في توسيع وتفعيل مراقبة السلوك الانتهازي للإدارة، بالإضافة إلى إنها تخفض من عدم تماثل المعلومات، وبالتالي، تحسين بيئة المعلومات، مما يؤدي إلى كفاءة عملية اتخاذ القرارات، ومنها القرارات المتعلقة بالاستثمار.

كما أشارت نتائج دراسة (Shahzad et al. (2018)، على عينة مكونة من ١٩٠ شركة مدرجة في بورصة باكستان للأوراق المالية خلال الفترة (٢٠٠٧-٢٠١٦)، إلى أن الشركات الأداء المرتفع للمسؤولية الاجتماعية - مقارنة بذات الأداء المنخفض - تتسم بكفاءة الاستثمار، وأن هذا التأثير أعلى في الشركات العائلية مقارنة بالشركات غير العائلية، حيث إنها أكثر استعدادًا للانخراط في أنشطة المسؤولية الاجتماعية بشكل إيجابي. وأظهرت نتائج (Zeng et al. (2019) أن المسؤولية البيئية للشركات الصينية (كبعد من أبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات) تؤثر بشكل إيجابي على كفاءة الاستثمار، ويكون لها تأثير أكبر في المناطق التي تتمتع ببيئة مؤسسية جيدة، كما يمكن للشركات التي تتحمل المسؤولية البيئية معالجة نقص الاستثمار في حالة تحسين الوعي البيئي للمستهلك.

كما أظهرت نتائج دراسة (Lee (2020) أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تخفض من عدم كفاءة الاستثمار للشركات التايوانية في حالة وجود آليات حوكمة شركات جيدة (كمتغير معدل للعلاقة)، إلا أن المسؤولية الاجتماعية بمفردها لا تؤثر على عدم كفاءة الاستثمار. وتوصل (Erawati et al. (2021) بالتطبيق على عينة من ٢١٠ شركة تصنيع مدرجة في البورصة الإندونيسية خلال الفترة (٢٠١٦-٢٠١٨) إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تخفض من نقص الاستثمار بالشركات العائلية، كما أنها تخفف من التأثير السلبي للملكية العائلية على كفاءة الاستثمار، حيث تتجنب الشركات العائلية القرارات المحفوفة بالمخاطر، وتهتم أكثر بمكانة وسمعة عائلاتهم، فيحدث نقص استثمار. كما توصل (Liu and Tian (2021) إلى أن الإفصاح الإلزامي عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات الصينية يسهم في انخفاض عدم كفاءة الاستثمار، وخاصة المتعلقة بزيادة الاستثمار، من خلال الحد من مشاكل الوكالة، ويكون هذا التأثير أكثر وضوحًا في الشركات المملوكة للدولة، والشركات ذات الملكية المؤسسية الأقل.

في المقابل، وبطريقة ثانية، قد تستخدم الإدارة ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات بطريقة انتهازية لتحقيق أهداف تتعارض مع الأهداف العامة للشركة، من خلال المبالغة في هذه الممارسات لبناء إمبراطورية وسمعة خاصة بها. فقد أوضح (Barnett (2007) بأن تنفيذ أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات يكبد تكاليف إضافية، وتستخدم كأداة للتغطية على هدر موارد الشركات، مما يؤدي إلى ضعف أداء الشركة والمزيد من النزاعات بين الإدارة والمساهمين. لذلك، قد تؤثر هذه الأنشطة سلبًا على كفاءة الاستثمار وتخفيض قيمة الشركة. بالإضافة إلى ذلك، من المرجح أن يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى تنفيذ المسؤولية الاجتماعية للشركات للتغطية على سوء سلوك الشركة وسلوك اكتناز الأخبار السيئة للإدارة. وبذلك، من المرجح أن تنشأ مشاكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات من تنفيذ المسؤولية الاجتماعية للشركات، مما يؤدي إلى عدم كفاءة الاستثمار (Lee, 2020).

كما قد يقوم المديرون بالإفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات منخفضة الكفاءة، ولكنها تحظى بدعاية كبيرة، ويتم تصميمها لتلبية مطالب بعض أصحاب المصالح دون أن يكون لها أى تأثير حقيقى على سلوك الشركة وعملياتها وكفاءة استثماراتها (Jo and Na, 2012). وتؤدى الثقة الإدارية المفرطة إلى القيام بمشروعات استثمارية محفوفة بالمخاطر بطبيعتها، وإذا أثرت هذه الثقة فى مبادرات المسؤولية الاجتماعية للشركات، لا سيما الوهمية منها، قد تفشل فى إيجاد ارتباط بين أداء المسؤولية الاجتماعية للشركات وكفاءة الاستثمار (Oh et al., 2016). كما أشار Samet and Jarboui (2018); Maniora (2017) إلى أنه مع ارتفاع (انخفاض) المسؤولية الاجتماعية تميل الشركات إلى زيادة الاستثمار (نقص الاستثمار). ويؤكد على ذلك، ما توصلت إليه دراسة (Lin et al. (2021) باستخدام عينة من أكثر من ٣٠٠٠ شركة أمريكية خلال الفترة (١٩٩٦ - ٢٠١٦)، إلى أن الشركات ذات الممارسات المرتفعة للمسؤولية الاجتماعية تميل إلى زيادة الاستثمار، إلا أن استراتيجية الدفاع Defend strategy يمكن أن تخفف من ذلك من خلال التفاعل المشترك مع تلك الممارسات، ويكون هذا التأثير أكثر وضوحاً بالنسبة لشركات صناعة التكنولوجيا غير الفائقة التى تتعرض للضغوط غير الأخلاقية.

وعلى الرغم من نتائج طريقتى التأثير السابق عرضهما، أشار (Attig (2011 إلى أن الاختلافات فى نتائج بعض دراسات المسؤولية الاجتماعية للشركات قد تكون بسبب استخدام مقاييس عامة للمسؤولية الاجتماعية للشركات تختلف عن المقاييس التى تستخدمها دراسات أخرى.

ويتبين من التحليلات والنتائج السابقة أن الدراسات التى تمت مناقشتها أعلاه توفر أدلة عملية لوجود تأثير إيجابى بدرجة أكبر من التأثير السلبى للمسؤولية الاجتماعية للشركات على كفاءة الاستثمار، وذلك فى أسواق مالية متقدمة (كالولايات المتحدة) وأخرى ناشئة (كتايوان)، إلا أن الدراسات المتعلقة بأسواق مالية عربية عامّة ومصرية خاصة تنسم بالندرة، إن لم توجد - على حد اطلاع الباحث.

وفى ضوء الأدلة التى قدمتها الدراسات السابقة، يمكن القول بأن إدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسؤولية الاجتماعية يتوفر عنه معلومات غير مالية تدعم المعلومات المالية، والذى يؤدى إلى تحسين بيئة المعلومات، فيخفض عدم تماثلها، وبالتالي، إمكانية الحصول على التمويل اللازم لتمويل المشروعات ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة بتكلفة منخفضة. كما تزيد المسؤولية الاجتماعية من أصحاب المصالح الرئيسيين، فترتفع عملية الرقابة على الإدارة، مما يؤدى إلى انخفاض مشكلة الوكالة، وبذلك، تنقيد قدرة الإدارة فى استخدام التدفق النقدى الحر فى تمويل مشروعات ذات تدفقات نقدية صافية سالبة. فى المقابل، إذا استخدمت الإدارة ممارسات المسؤولية الاجتماعية بطريقة انتهازية لتحقيق أهداف شخصية وبناء إمبراطورية وسمعة خاصة بها، فسوف يترتب عليه عدم كفاءة الاستثمار سواء بسبب زيادة الاستثمار أو نقصه. وبدون تبنى اتجاه محدد للتأثير، يتم اشتقاق الفرض الأول للبحث على النحو التالى:

ف ١: يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لإدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية على كفاءة استثمار.

وينقسم هذا الفرض إلى الفرضين الفرعيين التاليين:

ف ١/أ: يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لإدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية على زيادة الاستثمار.

ف ١/ب: يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لإدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية على نقص الاستثمار.

٢/١/٦ - تحليل أثر التفاعل المشترك بين المسؤولية الاجتماعية للشركات والملكية الإدارية على كفاءة الاستثمار

تتمثل الملكية الإدارية فى ملكية أفراد الإدارة العليا والتنفيذية لأسهم فى الشركات التى يديرونها (Mandacı and Gumus, 2010). ويترتب على فصل الملكية عن الإدارة نشأة نزاعات الوكالة، فقد لا يعمل المديرون دائماً فى مصالح المساهمين، حيث يتخذون إجراءات تزيد من مصالحهم الشخصية على حساب مصالح المساهمين، وتصبح مصالح وحوافز الطرفين غير متوافقة.

وقد يؤثر مستوى الملكية الإدارية على مشكلة وتكلفة الوكالة بطريقتين هما (خليل وإبراهيم، ٢٠١٥): (١) تأثير اختلاف المصالح، ففى ظل امتلاك أفراد الإدارة لنسبة منخفضة من الأسهم، تكون لديهم دوافع منخفضة للعمل فى صالح تحقيق أهداف الشركة ومصالح الملاك، والذى يؤدى بدوره إلى ارتفاع نزاعات وتكاليف الوكالة. فى حين يؤدى ارتفاع مستوى نسبة الملكية الإدارية إلى تقارب المصالح *Convergence of Interests*، ومن ثم تخفيض السلوك الانتهازى للإدارة (Navissi and Naiker, 2006). وبالتالي، انخفاض احتمال قيامهم بإجراءات تخفض من ثروة المساهمين، لأنهم سيتحملون تكاليف مثل هذه الإجراءات (Withisuphakorn and Jiraporn, 2018). وقد توصل (Ang et al. (2000 إلى انخفاض تكاليف الوكالة بارتفاع حصة الملكية الإدارية بالشركات الأمريكية الصغيرة. (٢) تأثير التحصين الإدارى، ففى حالة ارتفاع نسبة ملكية الإدارة لأسهم الشركة، يتولد لديهم سلطة كبيرة تدفعهم للقيام بالسلوك الانتهازى، والذى يضر بمصالح الشركة وحقوق الأقلية.

وتتسم الدراسات التى تناولت أنماط هيكل الملكية كمتغير معدل للعلاقة بين المسؤولية الاجتماعية وكفاءة الاستثمار بالندرة الشديدة، فقد تم اختبار الملكية العائلية كمعدل على هذه العلاقة (Shahzad et al., 2018)، وتم اختبار أثر التفاعل بين الملكية الإدارية والمسئولية الاجتماعية للشركات على الأداء (Javeed and Lefen, 2019). لذلك، من أجل اختبار الملكية الإدارية كمعدل لهذه العلاقة، سوف يتم تناول الدراسات التى اختبرت أثر الملكية الإدارية على المسؤولية الاجتماعية وكفاءة الاستثمار.

ويمكن أن تؤثر الملكية الإدارية على العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية وكفاءة الاستثمار بإحدى طريقتين. ففي ظل الطريقة الأولى، يمكن حل نزاعات الوكالة من خلال مشاركة المديرين في المسؤولية الاجتماعية للشركات. وبذلك، يتخذ المديرون المشاركون في المسؤولية الاجتماعية إجراءات تفيد المساهمين. وتشير نظرية الوكالة إلى أن كبار المديرين لديهم القدرة على تخصيص الموارد بين مجموعة من أصحاب المصالح بطريقة تضمن دعمهم. كما تشير النظرية أيضاً إلى أن امتلاك المديرين للأسهم تعد وسيلة فعالة للتخفيف من مشاكل الوكالة من النوع الأول *Agency problem I*، من خلال توافق ومواءمة مصالح المديرين والملاك، وتوفر حافزاً للاستثمار في المشروعات ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة (Jensen and Meckling, 1976)، كما ينخفض مستوى عدم تماثل المعلومات والذي يخفض فجوة المعلومات، وينخفض السلوك الانتهازي للمديرين، فيتم الحد من الخطر الأخلاقي والاختيار العكسي (Shahzad et al., 2019)، وتؤدي هذه العوامل إلى كفاءة الاستثمار.

وقد أشار Ongsakul et al. (2021) إلى أنه بقدر ما يتم إجراء استثمارات تتعلق بأنشطة المسؤولية الاجتماعية للتخفيف من مخاطر الشركة، بقدر ما يصبح لدى المديرين ذوى الملكية الأكبر حماساً أكبر للاستثمار أكثر في المسؤولية الاجتماعية للشركات، خاصة عندما تواجه الشركات حالة من عدم التأكد بشأن الظروف الاقتصادية.

وقد قدمت دراسات سابقة أدلة عملية تفيد التأثير الإيجابي للملكية الإدارية على المسؤولية الاجتماعية، فقد توصل Surroca and Tribo (2008) إلى أن الشركات التي تتمتع بقدر أكبر من التحصين الإداري تشارك بشكل أكبر في أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات. ووجدت دراسة Uwalomwa (2011) أن الملكية الإدارية تؤثر إيجاباً على مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات النيجيرية. كما وجد Jia and Zhang (2013) أن الملكية الإدارية المرتفعة تؤثر إيجاباً على ارتفاع مشاركة الشركات الخاصة الصينية مجتمعياً، من خلال التبرع والأعمال الخيرية. وتوصل Garas and ElMassah (2018) إلى وجود تأثير إيجابي للملكية الإدارية على إفصاحات ممارسات المسؤولية الاجتماعية ١٤٧ شركة من دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة (٢٠٠٧-٢٠١٢).

كما توصل Javeed and Lefen (2019) إلى وجود تأثير إيجابي للتفاعل المشترك بين الملكية الإدارية والمسؤولية الاجتماعية على أداء الشركات الصناعية الباكستانية. وأشارت نتائج Ongsakul et al. (2021) إلى أنه عند مواجهة المزيد من عدم التأكد بشأن السياسة الاقتصادية *Economic policy uncertainty*، فإن الشركات ذات الملكية الإدارية الأكبر تستثمر بدرجة كبيرة في أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات، ويتفق مع فرضية تخفيف المخاطر، حيث تقدم المسؤولية الاجتماعية للشركات حماية شبيهة بالتأمين ضد الأحداث السلبية.

وقدمت الدراسات السابقة أيضاً أدلة تفيد التأثير الإيجابي للملكية الإدارية على كفاءة الاستثمار، وعلى أداء الشركات باعتبارها نتيجة لكفاءة الاستثمار، فقد وجد Cho et al. (1998) أن الملكية

الإدارية تؤثر بشكل إيجابي على كفاءة الاستثمار. واختبر (Mueller and Spitz-Oener (2006) العلاقة بين الملكية الإدارية وأداء الشركات المتوسطة والصغيرة في قطاع الخدمات المتعلقة بالأعمال التجارية الألمانية خلال الفترة (١٩٩٧-٢٠٠٠)، وتوصل إلى ارتفاع أداء تلك الشركات بنسبة تصل إلى حوالى ٤٠% بارتفاع الملكية الإدارية.

وقد استخدمت دراسة (Lin et al. (2011 مسح البنك الدولي لعدد ١٠٨٨ شركة تصنيع خاصة خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠٠٢) لاختبار كفاءة استثمارات الشركات فى البحث والتطوير، وقد وجدت الدراسة ارتفاع كفاءة الاستثمار فى الشركات التى يمتلك رؤسائها التنفيذيون حصصًا كبيرة فى شركاتهم. كما توصل (Chen et al. (2017 إلى وجود تأثير إيجابي للملكية الإدارية على كفاءة الاستثمار بالشركات الصينية. وتوصل (Azhar et al. (2019 إلى أن الملكية الإدارية تسهم فى كفاءة الاستثمار للشركات الباكستانية. كما توصل (Vijayakumaran (2021 إلى أن الملكية الإدارية تؤثر إيجابًا على قرارات الاستثمار فى الشركات الصينية، نظرًا للتوافق والمواءمة بين حوافز الإدارة ومصالح المساهمين. **فى المقابل وفى ظل الطريقة الثانية،** تفترض نظر الوكالة أن مشاركة الإدارة فى ممارسات المسؤولية الاجتماعية يكون بغرض تحقيق منافع خاصة بها، ولكنها لا تعزز بالضرورة ثروة الملاك (Barnea and Rubin, 2010). فعندما يشارك المديرين فى هذه الممارسات، فإنهم يتمتعون بالدعاية ويكتسبون ظهورًا إعلاميًا، مما يسهم فى بناء سمعة خاصة بهم، ووفقًا لوجهة النظر هذه، يؤدي ارتفاع الملكية الإدارية إلى مشاركة أقل فى ممارسات المسؤولية الاجتماعية، حيث يتحمل المديرين بشكل متزايد تكاليف أنشطة المسؤولية الاجتماعية مع ارتفاع ملكيتهم، كما تسمح الملكية الإدارية بتوفير موارد إضافية يمكن استخدامها فى استثمارات ذات صافى تدفق نقدى سالب (Jensen and Meckling, 1976).

وتمنح الملكية الإدارية كبار الملاك من المديرين القدرة على تجاهل مصالح صغار المساهمين، مما يجعلهم محصنين ضد سيطرة الملاك الخارجيين، وإذا كان تأثير التحصين الإدارى أكبر من تأثير التوافق والمواءمة بين المصالح، فإن الملكية الإدارية تسهم فى انخفاض كفاءة استثمار الشركة وأدائها (Mueller and Spitz-Oener, 2006). فوفقًا لفرضية التحصين فى مشاكل الوكالة من النوع الثانى *Agency problem II*، يؤدي ارتفاع الملكية الإدارية إلى تقاوم الصراع بين الملاك والإدارة، مما يترتب عليه ارتفاع عدم تماثل المعلومات، الناتج عن انخفاض جودة التقارير المالية (Shahzad et al., 2019).

وقد قدمت دراسات سابقة أدلة عملية تفيد التأثير السلبى للملكية الإدارية على المسؤولية الاجتماعية، فقد وجد (Barnea and Rubin (2010 أنه مع ارتفاع الملكية الداخلية *Insider ownership* تتخفف ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات، حيث تبالغ الإدارة فى الاستثمار فى المسؤولية الاجتماعية لمصالحها الخاصة (مثل تحسين السمعة والتغطية الإعلامية)، ومع ارتفاع ملكية الإدارة، فإنهم يتحملون تكلفة أكبر مرتبطة بهذا النشاط المخفض للقيمة، وبذلك يشاركون بدرجة منخفضة فى المسؤولية الاجتماعية. وأشارت نتائج (Paek et al. (2013 إلى أن الملكية الإدارية تؤثر بشكل سلبى

على علاقات الموظفين (كأحد أبعاد المسؤولية الاجتماعية) للشركات التي تعمل في صناعة الضيافة (الفنادق والمطاعم) الأمريكية، مع عدم تأثيرها على أبعاد: المجتمع والبيئة والمنتج. كما أن الملكية الإدارية تؤثر سلبًا على المسؤولية الاجتماعية للشركات الكورية وفق نتائج دراسة Chang et al (2015)، والشركات الصناعية الماليزية وفق نتائج دراسة (Zulvina et al. (2017)، والشركات الصناعية الاندونيسية وفق نتائج دراسة (Nurleni et al. (2018).

وتوصل (Withisuphakorn and Jiraporn (2018) إلى أن ارتفاع الملكية الإدارية يخفض من ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات الأمريكية، نظرًا لأن المديرين يمتلكون حصة أكبر من الأسهم، فإنهم يتحملون تكاليف أكبر للمسؤولية الاجتماعية للشركات، كما أظهرت نتائج التحليل الإضافي أنه ليست كل أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات مدفوعة بمشاكل الوكالة فقد تبين أن أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات المتعلقة بحقوق الإنسان والمنتجات تعزز ثروة المساهمين. وأشارت نتائج (Ongsakul et al. (2021 أن عندما لا يتم أخذ عدم التأكد بشأن السياسة الاقتصادية في الاعتبار، يستثمر المديرون الذين لديهم حصص ملكية مرتفعة بدرجة منخفضة في أنشطة المسؤولية الاجتماعية، مما يشير إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات مدفوعة بصراع الوكالة. ونظرًا لأن المديرين يمتلكون المزيد من الأسهم، فإنهم يخضعون لتكاليف أكبر تتعلق بالمسؤولية الاجتماعية. وفي بيئة الأعمال المصرية، توصل (Soliman et al (2013؛ إبراهيم وزايد (٢٠١٧) إلى وجود تأثير سلبي ذو دلالة احصائية للملكية الإدارية على المسؤولية الاجتماعية.

وفيما يتعلق بالتأثير السلبي للملكية الإدارية على كفاءة الاستثمار وأداء الشركات، توصل (Acharya and Bisin (2009 إلى ارتفاع (انخفاض) أداء الشركة بانخفاض (ارتفاع) نسبة الملكية الإدارية. وأشارت نتائج (Chen and Yu (2012 إلى أن الملكية الإدارية تؤثر سلبًا على أداء الشركات التايوانية. وكشفت نتائج (Wahba (2014 أن الملكية الإدارية تعدل العلاقة بين الدين وأداء الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، حيث يؤثر الدين سلبًا (إيجابًا) على الأداء في وجود (غياب) الملكية الإدارية. وتوصل (Nor et al. (2017 إلى أن ارتفاع الملكية الإدارية يعيق تحقق كفاءة اتخاذ قرارات الاستثمار الشركات الماليزية. كما توصل (Kuo et al. (2019 إلى أن الملكية الإدارية لها تأثير سلبي على كفاءة الشركات التايوانية، والتي ترجع إلى وجود مشاكل الوكالة.

وفي نتائج مغايرة لما قدمته الدراسات السابقة، لم يجد (Davies et al. (2005 تأثيرًا معنويًا للملكية الإدارية على كفاءة عملية الاستثمار. وباستخدام بيانات ٣٥ شركة مدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة (٢٠٠٦: ٢٠١٥)، أشارت نتائج (Rashed et al. (2018 إلى أن الملكية المؤسسية وتركيز الملكية وملكية المدير الخارجى جميعها سلبًا على كفاءة الاستثمار، في حين لا تؤثر الملكية الإدارية على كفاءة الاستثمار.

وفي ضوء ما تقدم، إذا اسهمت ملكية الإدارة العليا والتنفيذية في إضفاء المواعمة والتوافق بين مصالح الملاك من أفراد الإدارة وباقي الملاك، فسوف تفعل الملكية الإدارية من ممارسات الشركات فيما يتعلق بالمسئولية الاجتماعية، والذي قد يؤثر إيجاباً على كفاءة الاستثمار. في المقابل، إذا ترتب على الملكية الإدارية وجود حصانة إدارية لأفراد الإدارة، فسوف يتولد لدى الإدارة سلطة كبيرة تدفعهم للقيام بالسلوك الانتهازي التي يضر بممارسات المسئولية الاجتماعية، والذي قد يؤثر سلباً على كفاءة الاستثمار. وبدون تأييد اتجاه محدد للتأثير، يتم اشتقاق الفرض الثانى للبحث على النحو التالى:

ف٢: يختلف التأثير المعنوى ذو الدلالة الإحصائية لإدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار باختلاف الملكية الإدارية.

وينقسم هذا الفرض إلى الفرضين الفرعيين التاليين:

ف٢/أ: يختلف التأثير المعنوى ذو الدلالة الإحصائية لإدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية على زيادة الاستثمار باختلاف الملكية الإدارية.

ف٢/ب: يختلف التأثير المعنوى ذو الدلالة الإحصائية لإدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية على نقص الاستثمار باختلاف الملكية الإدارية.

٢/٦ - منهجية البحث

تحقيقاً لهدف البحث واختبار فرضيه، يقوم الباحث بدراسة تطبيقية تتضمن عناصر عديدة، تشمل: أهداف الدراسة التطبيقية، مجتمع وعينة الدراسة التطبيقية، نموذج البحث وتوصيف وقياس المتغيرات، أدوات وإجراءات الدراسة التطبيقية، تحليل النتائج واختبار فرضى البحث فى ظل التحليل الأساسى، ونتائج التحليل الإضافى واختبار الحساسية.

١/٢/٦ - أهداف الدراسة التطبيقية

تستهدف الدراسة التطبيقية اختبار فرضى البحث، من خلال اختبار أثر إدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار، من خلال الاسترشاد بأدبيات سابقة فى بيئات مختلفة (e.g. Samet and Jarboui, 2017; Benlemlih and Bitar; 2018; Cook et al., 2018; Liu and Tian, 2019; Lin et al., 2021)، وأدبيات أخرى اختبرت أثر المسئولية الاجتماعية للشركات على متغيرات أخرى بخلاف كفاءة الاستثمار (على سبيل المثال: حسن، ٢٠١٧؛ صبيح، ٢٠١٧؛ عبدالمنعم، ٢٠١٧). واختبار التفاعل المشترك لإدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية والملكية الإدارية على كفاءة الاستثمار، من خلال الاسترشاد بأدبيات سابقة قامت بقياس أثر المشترك للإفصاح عن المسئولية الاجتماعية للشركات والملكية العائلية على كفاءة الاستثمار (e.g. Shahzad et al., 2018)، وذلك بالتطبيق على الشركات غير المالية التى أدرجت بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية خلال الفترة (٢٠١٢-٢٠١٨).

يتمثل مجتمع الدراسة التطبيقية في جميع الشركات التي أدرجت بالمؤشر المصري للمسئولية الاجتماعية خلال أى عام لفترة الدراسة البالغة سبعة أعوام (٢٠١٢-٢٠١٨). فعلى سبيل المثال، إذا أدرجت إحدى الشركات بالمؤشر عام ٢٠١٤ فقط، يتم إدخالها ضمن عينة البحث، ويتم تمثيلها بسبع مشاهدات (على افتراض توافر البيانات اللازمة لقياس جميع المتغيرات خلال الأعوام السبعة)، ويأخذ المتغير الوهمي الخاص "الإدراج في مؤشر المسؤولية الاجتماعية" القيمة (١) خلال عام ٢٠١٤ فقط، ويأخذ القيمة (٠) خلال الأعوام الستة السابقة واللاحقة لهذا العام. وقد فضل البحث استخدام هذا الإجراء، حيث تصنيف مشاهدات نفس الشركة إلى مشاهدات تتعلق بالمسئولية الاجتماعية وأخرى لا تتعلق بالمسئولية الاجتماعية، بدلاً من اختيار مجموعة من الشركات قد أدرجت بالمؤشر لعام أو أكثر خلال فترة الدراسة ومقارنتها بأخرى لم تدرج نهائياً خلال نفس الفترة، وتعكس الطريقة التي يتم استخدامها تجانساً أفضل للملاحظات التي تمثل المسؤولية الاجتماعية، وتعتبر النتائج في هذه الحالة عن مدى تأثيرها على كفاءة الاستثمار بشكل أدق، حيث تم مقارنتها بملاحظات أخرى لنفس الشركة التي أدرجت بالمؤشر، بدلاً من مقارنتها بملاحظات متعلقة بشركات أخرى لم تدخل ضمن المؤشر نهائياً. وبذلك، إذا أدرجت إحدى الشركات ضمن المؤشر لعام أو أكثر خلال فترة الدراسة، يتم تمثيلها في عينة الدراسة بسبع مشاهدات.

وقد تم استبعاد الشركات التي تنتمي للقطاعين الماليين (البنوك والخدمات المالية باستثناء البنوك)، لخضوع هذه الشركات لقواعد تنظيمية ومتطلبات قياس وإفصاح خاصة بها، والتي لا تتسق مع نظيرتها في باقي القطاعات، وقد تم هذا الاستبعاد استرشاداً بما قامت به أدبيات سابقة (e.g. Benlemlih and Bitar, 2018; Cook et al., 2018; Zeng et al. 2019) التي لا تتوافر بياناتها وتلك التي تعرض قوائمها المالية بعملة خلاف الجنيه المصري، بغرض تحقيق التجانس في عملية القياس. بالإضافة إلى ضرورة أن تكون الشركة مقيدة بالبورصة قبل عام القياس t بعامين على الأقل ($t-1, t-2$)، وذلك من أجل إمكانية قياس المتغير التابع "كفاءة الاستثمار"، الذي يتطلب توافر بيانات عن إيرادات الشركة عن عامين سابقين.

وتبلغ عدد الشركات التي تدرج بالمؤشر المصري للمسئولية الاجتماعية سنوياً خلال الفترة (٢٠١٢-٢٠١٨) ٣٠ شركة (باستثناء عام ٢٠١٢ فقد أدرج ٢٨ شركة فقط) وذلك وفق ترتيب من (١) حتى (٣٠)، ولكن عدد الشركات التي أدرجت بالمؤشر خلال تلك الفترة ٥٨ شركة (بعضها تكرر إدراجه ضمن المؤشر أكثر من عام على مدار السبعة أعوام)، وبالتالي تبلغ عدد المشاهدات لجميع الشركات التي أدرجت بالمؤشر (ولو لعام واحد) ٤٠٦ مشاهدة (٥٨ × ٧ أعوام)، منها ١١ شركة تابعة للقطاعين الماليين بـ ٧٧ مشاهدة، بالإضافة إلى ٤ شركات عرضت قوائمها المالية بعملة بخلاف الجنيه المصري، فضلاً عن ٤ شركات لم تتوفر عنها بيانات لقياس أحد المتغيرات أو بعضها بإجمالي مشاهدات ٦٦ مشاهدة، كما تم استبعاد القيم الشاذة والمتطرفة التي بلغت ١٧ مشاهدة. وبذلك، وصل عدد المشاهدات ٢٤٦ مشاهدة. وقد تم تحديد عدد المشاهدات وفق خطوات الجدول رقم (١).

جدول ١: إجراءات تحديد عينة البحث

عدد المشاهدات	إجراءات اختيار العينة
٤٠٦	مشاهدات متعلقة بـ ٥٨ شركة غير مالية أدرجت بالمؤشر المصري للمسئولية الاجتماعية على مدار سبعة اعوام (٢٠١٢-٢٠١٨)
	استبعاد:
(٧٧)	مشاهدات متعلقة بشركات تنتمي للقطاعات المالية (٧ × ١١)
(٦٦)	مشاهدات متعلقة بشركات تعرض قوائمها بعملة بخلاف الجنية المصري، بالإضافة لمشاهدات تتعلق بشركات لم يتم التمكن من قياسها متغيراتها
(١٦٠) (١٧)	مشاهدات ذات قيم شاذة ومتطرفة
٢٤٦	= مشاهدات لاختبار فرضي البحث

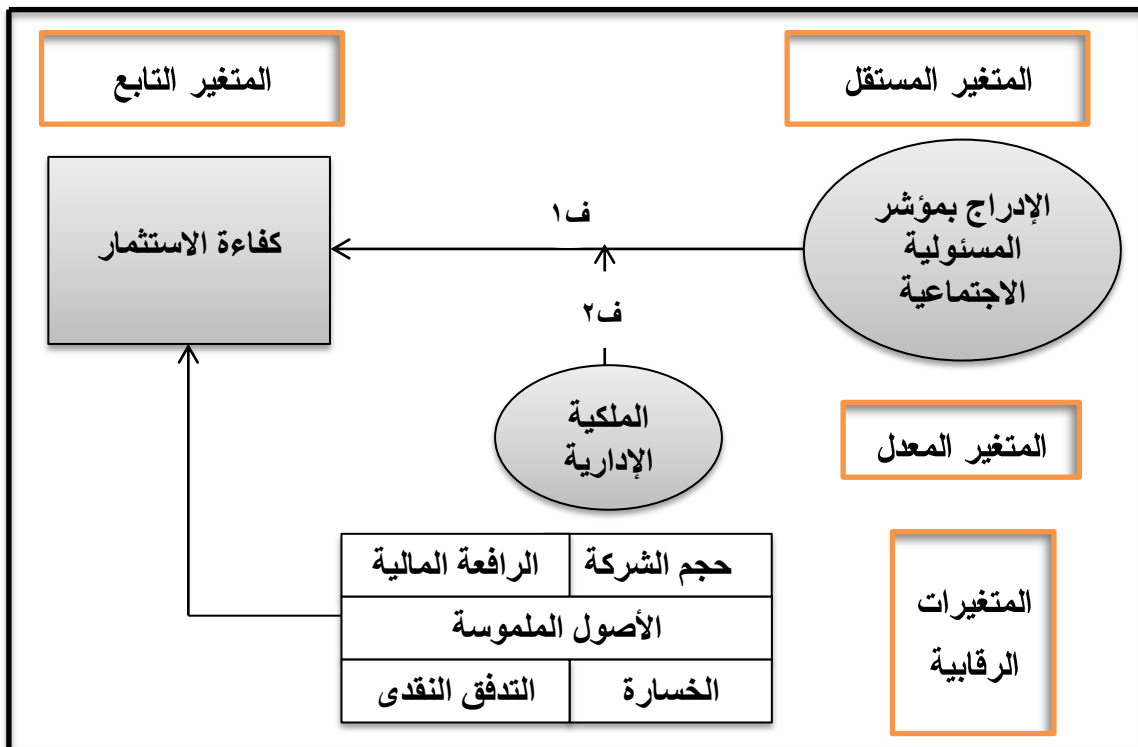
٣/٢/٦ - نموذج البحث وتوصيف وقياس متغيرات الدراسة

تتم صياغة وعرض نموذج البحث في ظل التحليل الأساسي، وكذلك توصيف وقياس متغيرات الدراسة على النحو التالي:

١/٣/٢/٦ - نموذج البحث

يوضح الشكل رقم (١) النموذج المستخدم في البحث، من حيث المتغير التابع، المتغير المستقل، المتغير المعدل، والمتغيرات الرقابية.

شكل ١: النموذج الأساسي للبحث



٢/٣/٢/٦ - توصيف وقياس متغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم (٢) توصيف وقياس المتغير التابع، المستقل، المعدل، والمتغيرات الرقابية.

المتغيرات الرقابية

<p>كلما أرتفع حجم الشركة وتوسعت عملياتها تلتزم بجودة تقاريرها المالية، وتنخفض لديها القيود المالية. وبالتالي، يمكن التخفيف من مشكلتي الوكالة وعدم تماثل المعلومات، وما يترتب عليهما من الخطر الأخلاقي الاختيار العكسي، وبذلك يتقارب الفرق بين مستويي الاستثمار الفعلى والمتوقع من الصفر. ويتوقع أن يكون التأثير إيجابياً على كفاءة الاستثمار (Biddle et al., 2009). ويُقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام الحالى. وقد استخدم كمتغير رقابى فى دراسات سابقة: (Biddle et al., 2009; Chen et al., 2011; Lee, 2020; Ding et al., 2020; Ismail 2020; على، 2017؛ شرف، 2019).</p>	<p>حجم الشركة (SIZE)</p>
<p>يشير ارتفاع الرافعة المالية إلى المزيد من عدم كفاءة الاستثمار، لأن الشركات التى تقترض بحجم كبير تتوفر لديها الأموال الإضافية، مما يفاقم من مشاكل الوكالة، ومن المتوقع أن تؤثر سلباً على كفاءة الاستثمار (Jensen, 1986; Lee, 2020). وتقاس بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول في نهاية العام الحالى. وقد استخدم كمتغير رقابى فى دراسات سابقة: (Lee, 2020; Ismail, 2020; على، شرف، 2019).</p>	<p>الرافعة المالية (LEV)</p>
<p>يشير ارتفاع نسبة الأصول الملموسة إلى زيادة الاستثمار، والذي يؤثر سلباً على كفاءة الاستثمار (Benlemlih and Bitar, 2018; Lee, 2020). وتقاس بنسبة الأصول الملموسة إلى إجمالي الأصول العام الحالى. وقد استخدم كمتغير رقابى فى دراسات سابقة: (Biddle et al., 2009; Chen et al., 2011; Lee, 2020; Benlemlih and Bitar, 2018; Cook et al., 2018; على، 2017).</p>	<p>نسبة الأصول الملموسة (TANG)</p>
<p>قد يصبح السلوك الاستثمارى للمديرين أكثر حذرًا وتحفظًا للغاية فى خططهم الاستثمارية عندما تتعرض الشركة لخسارة، مما قد يؤدي إلى ارتفاع كفاءة الاستثمار (Benlemlih and Bitar, 2018). وبذلك، من المتوقع أن تؤثر إيجابياً على كفاءة الاستثمار. وتقاس بمتغير وهمى يأخذ القيمة (1) فى حالة تحقق دخل سالب، ويأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك. وقد استخدم كمتغير رقابى فى دراسات سابقة: (Gomariz and Ballesta, 2014; Lee, 2020; Benlemlih and Bitar, 2018).</p>	<p>الخسارة (LOSS)</p>
<p>يعمل توفير صافى التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى توافر النقدية لدى الإدارة فى تنفيذ مشروعات استثمارية، حتى لو كانت ذات تدفقات نقدية سالبة، أى وجود زيادة استثمار. وبذلك، من المتوقع أن تؤثر هذه التدفقات سلباً على كفاءة الاستثمار. وتقاس بنسبة صافى التدفقات التشغيلية إلى إجمالي الأصول فى نهاية العام. وقد استخدم كمتغير رقابى فى دراسات سابقة: (Chen et al., 2017; Benlemlih and Bitar, 2018; Cook et al., 2018).</p>	<p>التدفقات النقدية التشغيلية (CFO)</p>

٤/٢/٦ - أدوات وإجراءات الدراسة التطبيقية واختبار فرضى البحث فى ظل التحليل الأساسى

تتضمن الدراسة التطبيقية مجموعة من الأدوات والإجراءات، لاختبار فرضى البحث، وذلك كما يلى:

١/٤/٢/٦ - أدوات وإجراءات الدراسة التطبيقية

تمثلت أدوات الدراسة التطبيقية فى الاعتماد على البيانات الثانوية الواردة بالقوائم المالية وإيضاحاتها المتممة للشركات المدرجة بالعينة. والتى تم تحديد شركات ومشاهدات العينة من خلال الاعتماد على أكثر من مصدر، تمثلت فى: موقع شركة مصر لنشر المعلومات <http://www.egidegypt.com>، موقع الهيئة العامة للرقابة المالية

موقع مركز المديرين المصري http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_ar/index.jsp،
 الموقع الإلكتروني للشركات المدرجة بالعينة، موقع http://www.eiod.org/default_AR.aspx،
 البورصة المصرية <https://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx>، وموقع مباشر للمعلومات <http://www.mubasher.inf.com>.

وقد تمثلت إجراءات الدراسة التطبيقية في الحصول على القيم من المصادر السابقة، وتم إدراجها في جداول إلكترونية، وقد تم قياس متغيرات الدراسة، سواء بشكل مباشر أو باستخدام النسب أو من خلال النماذج الرياضية والإحصائية الملائمة لقياسها، وتم استخدام نتائج قياس المتغيرات في إجراء الاختبارات الإحصائية واختبار فروض البحث باستخدام نموذج الانحدار المتعدد باستخدام برنامج SPSS.

٢/٤/٢/٦ - اختبار اعتدالية الأخطاء العشوائية Normality

يتم إجراء اختبار Kolmogorov-Smirnov للتحقق من اعتدالية المتغيرات المتصلة، ومدى اقترابها من التوزيع الطبيعي، ويُظهر الجدول رقم (٣) نتائج الاختبار على النحو التالي:

جدول ٣: نتائج اختبار Kolmogorov-Smirnov لقياس اعتدالية متغيرات البحث

معامل التفرطح	معامل الالتواء	Kolmogorov-Smirnov test		المتغيرات المتصلة
		p.value	Kol.-Smi.	
14.584	-0.120	0.000	3.160	عدم كفاءة الاستثمار (E)
-0.884	0.805	0.000	5.317	الملكية الإدارية
1.255	1.627	0.000	6.941	الإدراج بمؤشر المسؤولية الاجتماعية
2.349	-1.373	0.000	2.123	حجم الشركة
-0.744	-0.415	0.000	2.039	الرافعة المالية
-0.866	0.418	0.031	1.446	نسبة الأصول الملموسة
1.447	0.597	0.001	1.963	نسبة التدفق النقدي التشغيلي

تتمثل قاعدة قبول (رفض) فرض العدم بأن البيانات المتعلقة بالمتغيرات المتصلة غير معتدلة ولا تتبع التوزيع الطبيعي، إذا كان مستوى معنوية الاختبار أقل (أكبر) من ١%. ويتبين من تطبيق هذه القاعدة أن جميع المتغيرات المتصلة غير معتدلة ولا تتبع التوزيع الطبيعي، لأن مستوى المعنوية أقل من ١%. وبخصوص هذه المشكلة (أى عدم الاعتدالية)، يرى (Verbeek (2014؛ حسين (٢٠٢٠) أنه مع ارتفاع حجم العينة، الذى يبلغ ٢٤٦ مشاهدة، لا يؤثر هذا الشرط على صحة نتائج التحليل الإحصائي للنماذج التطبيقية للدراسة.

يتم إجراء إحصاءات وصفية لكل من المتغيرات المتصلة والمتغيرين الوهميين بالبحث، وذلك كما يلي:

(أ) - الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتصلة

- يتبين من الجدول رقم (٤) الخصائص الأساسية للمتغيرات المتصلة بالبحث، وذلك كما يلي:
- يبلغ المتوسط الحسابي لبواقي معادلة كفاءة الاستثمار ٠%، ويتساوى مع نظيره في دراسة Benlemlih and Bitar (2018) في الولايات المتحدة.
- يبلغ الوسيط لبواقي معادلة كفاءة الاستثمار ١,٧%، وينخفض عن نظيره في دراسة Ismail (2020) في الشركات المصرية والذي بلغ ٢,١%، ويُعد مرتفعاً مقارنةً بنظيره في دراسة بلال (٢٠٢٠) والذي بلغ ١% تقريباً.
- يبلغ الانحراف المعياري لبواقي معادلة كفاءة الاستثمار ٧,٩%، والذي يقترب مع نظيره في دراسة بلال (٢٠٢٠) والذي بلغ ٧,٢%.
- تبلغ نسبة البواقي الموجبة (زيادة الاستثمار) ٦٣% (١٥٤ ÷ ٢٤٦)، مقارنةً بنقص الاستثمار ٣٧%، على عكس نتائج على (٢٠١٧) الذي توصل إلى نسبيته ٣٦%، ٦٤ على الترتيب.
- يبلغ المتوسط الحسابي للملكية الإدارية ٢٥,٣%، وتعد مرتفعة مقارنةً بنظيره في دراسة إبراهيم وزايد (٢٠١٧)؛ (Rashed et al. (2018) في الشركات المصرية وبلغ ١٨%، ٥,٨% على الترتيب.
- بلغت الحد الأقصى للملكية الإدارية ٩٢%، وتشير إلى وجود نسبة أسهم مرتفعة مملوكة للإدارة العليا والإدارة التنفيذية في بعض الشركات.
- يقترب الوسط الحسابي لكل متغير من وسيطه، كما ينخفض الانحراف المعياري لكل متغير عن الفرق بين الحدين الأقصى والأدنى، مما يشير إلى عدم وجود تشتت كبير بين مشاهدات العينة.

جدول ٤: الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتصلة

المتغيرات	المتوسط الحسابي	الوسيط	الانحراف المعياري	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المشاهدات
عدم كفاءة الاستثمار (E)	0.000	0.017	0.079	-0.471	0.559	246
زيادة الاستثمار (E>0)	0.040	0.035	0.049	0.000	0.559	154
نقص الاستثمار (E<0)	-0.067	-0.039	0.074	-0.471	0.000	92
الملكية الإدارية	0.253	0.000	0.316	0.000	0.920	246
حجم الشركة	9.354	9.523	0.959	6.050	10.980	246
الرافعة المالية	0.524	0.590	0.228	0.020	0.970	246
نسبة الأصول الملموسة	0.312	0.288	0.227	0.010	0.860	246
التدفق النقدي التشغيلي	0.074	0.058	0.121	-0.340	0.470	246

(ب) - الإحصاءات الوصفية للمتغيرين الوهميين

يتبين من الجدول رقم (٥) الخصائص الأساسية للمتغيرين الوهميين بالبحث، وذلك كما يلي:

- يبلغ متوسط نسبة المشاهدات الخاصة بالشركات المدرجة بمؤشر المسؤولية الاجتماعية خلال فترة الدراسة (٢٠١٢-٢٠١٨) ٥٩%، والتي ترتفع عن نسبة المشاهدات المتعلقة بنفس الشركات غير المدرجة بالمؤشر المسؤولية الاجتماعية عن نفس الفترة ٤١%.
- تبلغ نسبة المشاهدات المتعلقة بشركات حققت خسارة خلال فترة البحث ٢٠%، وتعد منخفضة مقارنة بباقي مشاهدات الشركات التي لم تشهد خسارة خلال نفس الفترة.

جدول ٥: الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الوهمية

المتغيرات	عدد المشاهدات		تكرار	
	(١)	(٢)	%	%
الإدراج بمؤشر المسؤولية الاجتماعية	246	146	59	100
الخسارة	246	48	20	198

٤/٤/٢/٦ - تحليل نتائج الارتباط

- يتبين من نتائج مصفوفة الارتباط لبيرسون بالجدول رقم (٦) ما يلي:
- توجد علاقة ارتباط سالبة^(٤) غير معنوية بين كفاءة الاستثمار والإدراج بمؤشر المسؤولية الاجتماعية.
- توجد علاقة ارتباط موجبة غير معنوية بين كفاءة الاستثمار والملكية الإدارية.
- توجد علاقة ارتباط سالبة معنوية بين كفاءة الاستثمار وكل من المتغيرين الرقابيين: حجم الشركة والخسارة.
- توجد علاقة ارتباط موجبة معنوية بين كفاءة الاستثمار وكل من المتغيرين الرقابيين: نسبة الأصول الملموسة ونسبة التدفق النقدي التشغيلي.
- توجد علاقة ارتباط سالبة غير معنوية بين كفاءة الاستثمار والمتغير الرقابي: الرافعة المالية.
- تبلغ أقصى قيمة لمعامل ارتباط بين المتغير المستقل والمعدل والمتغيرات الرقابية وبعضها البعض ٠,٥٣٦. وطالما أنها لم تتجاوز ٠,٨ بين أي متغيرين وفقاً لرأى (Gujarati (2003)، أو ٠,٩ وفقاً لرأى (Tabachnick and Fidell (2013)، فلا توجد مشكلة ازدواج خطى بين تلك المتغيرات.
- لا يمكن التسليم بصحة علاقات الارتباط الموجودة بمصفوفة الارتباط لبيرسون، لحين التوصل إلى نتائج تشغيل للفروض الإحصائية باستخدام نموذج الانحدار الخطى المتعدد، لمعرفة قوة واتجاه هذه العلاقات، ومدى تأثير المتغير المستقل والمعدل والمتغيرات الرقابية في المتغير التابع.

(٤) تعتبر عدم كفاءة الاستثمار مؤشر عكسي لكفاءة الاستثمار، ولذلك علاقة الارتباط الموجبة المتعلقة ببواقي معادلة الانحدار (كمؤشر لعدم كفاءة الاستثمار) أصبحت سالبة بالنسبة لكفاءة الاستثمار.

جدول ٦: نتائج ارتباط بيرسون

(٨)	(٧)	(٦)	(٥)	(٤)	(٣)	(٢)	(١)	المتغيرات	
							1	Pearson Correlation	كفاءة الاستثمار (١)
							-----	Sig. (2-tailed)	
						1	0.063	Pearson Correlation	الإدراج بمؤشر
						-----	0.311	Sig. (2-tailed)	المسئولية الاجتماعية (٢)
					1	-0.028	-0.041	Pearson Correlation	الملكية الإدارية (٣)
					-----	0.650	0.505	Sig. (2-tailed)	
			1	0.032	0.081	0.106*		Pearson Correlation	حجم الشركة (٤)
			-----	0.602	0.191	0.086		Sig. (2-tailed)	
		1	0.012	-0.266***	-0.053	0.098		Pearson Correlation	الرافعة المالية (٥)
		-----	0.841	0.000	0.390	0.113		Sig. (2-tailed)	
		1	-0.037	-0.263***	-0.068	-0.124**	-0.232***	Pearson Correlation	نسبة
		-----	0.553	0.000	0.275	0.045	0.000	Sig. (2-tailed)	الأصول الملموسة (٦)
	1	0.022	0.206***	-0.056	-0.179***	-0.180***	0.133**	Pearson Correlation	الخسارة (٧)
	-----	0.726	0.001	0.367	0.004	0.003	0.031	Sig. (2-tailed)	
1	-0.412***	0.165***	-0.536***	-0.041	0.143**	0.012	-0.273***	Pearson Correlation	نسبة التدفق
-----	0.000	0.007	0.000	0.506	0.020	0.841	0.000	Sig. (2-tailed)	النقدى التشغيلي (٨)

* يشير إلى دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١٠٪ فأقل، بين متغيرين.

** يشير إلى دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ٥٪ فأقل، بين متغيرين.

*** يشير إلى دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١٪ فأقل، بين متغيرين.

٦/٢/٤/٥ - تحليل النتائج واختبار فروض البحث في ظل التحليل الأساسي

تتناول هذه الجزئية من البحث اختبار نتائج كل فرض من فرضى البحث، وذلك على النحو التالي:

٦/٢/٤/٥/١ - نتيجة اختبار الفرض الأول

يستهدف الفرض الأول اختبار أثر الإدراج بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار. وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطى المتعدد، وفقاً للمعادلة التالية (e.g. Samet and Jarboui, 2017; Benlemlih and Bitar, 2018; Cook et al., 2018; Shahzad et al., 2018) كفاءة الاستثمار = دالة (المسئولية الاجتماعية، المتغيرات الرقابية)، أى:

$$INVEF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR-list_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 TANG_{i,t} + \beta_5 LOSS_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (2)$$

حيث:

$INVEF$ = تشير إلى عدم كفاءة الاستثمار (كمؤشر عكسى لكفاءة الاستثمار).
 $CSR-list$ = تشير إلى إدراج المشاهدة المتعلقة بالشركة المدرجة فى مؤشر المسئولية الاجتماعية.
 $SIZE \dots TANG$ = المتغيرات الرقابية بالنموذج.
 ε = بواقي نموذج الانحدار.

ولاختبار الفرض الأول يتم تحويله لفرض عدم كالتالى:

ف.: لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لإدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية على كفاءة استثمار.

كما يتم تحويل الفرضين الفرعيين لعدم كالتالى:

ف٠: لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لإدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية على زيادة الاستثمار.

ف٠: لا يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية لإدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية على نقص الاستثمار.

وبخصوص المتغيرات الرقابية، يسعى البحث للإجابة على السؤال التالى:

هل يوجد تأثير للمتغيرات الرقابية التالية: حجم الشركة، الرافعة المالية، نسبة الأصول الملموسة، الخسارة، وصافى التدفقات النقدية التشغيلية، - كل على حدة، على كفاءة الاستثمار، فى سياق العلاقة مجال الدراسة بالنموذج الأول؟

وتشير نتائج تشغيل النموذج الأول بالجدول رقم (٧) إلى ما يلى:

- اختبار الازدواج الخطى المتعدد *Multi-collnearity*

يمكن اختبار مدى وجود الازدواج الخطى المتعدد بين المتغير المستقل والمعدل والمتغيرات الرقابية وبعضها البعض باستخدام مقياس *Collnearity Diagnostics*، من خلال تحديد معامل تضخم التباين

Variance Inflation Factor (VIF) ويرى (O'Brien 2007) أنه طالما لم يتجاوز كل معامل القيمة (١٠)، فلا توجد مشكلة العلاقة الخطية التامة أو الإزدواج الخطي. وقد تبين أن أكبر قيمة للمعامل بلغت ١,٦٩٢، ١,٩٧٦، ١,٦٣٨ في حالة إجمالي عينة البحث وزيادة ونقص الاستثمار على الترتيب. وجميع هذه القيم لم تتجاوز القيمة (١٠)، مما يدل على قوة كل نموذج في تفسير تأثير المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية على المتغير التابع.

- اختبار الارتباط الذاتي *Autocorrelation*

تنشأ مشكلة الارتباط الذاتي لوجود علاقة ارتباطية بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث يجب استقلال الأخطاء عن بعضها البعض، بحيث إذا وجد خطأ في مشاهدة معينة، لا يجب أن يؤثر هذا الخطأ على المشاهدات الأخرى السابقة والتالية. ويستخدم اختبار *Durban Watson* لاختبار مدى وجود هذه المشكلة من عدمها، فإذا تبين أن قيمة هذا المعامل تقع ضمن المدى المقبول (١,٥ - ٢,٥)، يشير هذا إلى عدم وجود هذه المشكلة. وقد بلغت قيمة الاختبار ١,٩٦١، ٢,٠٣٢، ١,٥٣٩ في حالة إجمالي عينة البحث وزيادة ونقص الاستثمار على الترتيب، وتقع هذه القيم داخل المدى المقبول (١,٥ - ٢,٥).

- اختبار *F-test*

بلغت قيمة اختبار *F*، وذلك لاختبار معنوية جودة نموذج الانحدار المتعدد، ٥,٧٦٢ بمستوى معنوية أقل من ١% في حالة إجمالي عينة البحث، وبلغت ٢,٤٠٦ بمستوى معنوية أقل من ٥% في حالة زيادة الاستثمار، وبلغت ٣,٧١١ بمستوى معنوية أقل من ١% في حالة نقص الاستثمار، ويشير كل هذا إلى تأثير متغيرات كل نموذج على المتغير التابع.

- اختبار قوة التأثير

- بلغ معامل التحديد المعدل *Adj. R-squared* ٩,٨% من التغير الكلي في كفاءة الاستثمار في حالة إجمالي عينة البحث، ويُعد مرتفعاً مقارنةً بقيمة معامل التحديد *R-squared* في دراسة Samet and Jarboui (2017) في عدة دول أوروبية والذي بلغ ٦,٣% تقريباً، وعند مقارنته بنظيره في دراسة Lee (2020) في تايوان والذي بلغ قيمته ٨,٥% تقريباً، وعند مقارنته أيضاً بنظيره في دراسة Lin et al. (2021) والذي بلغ ٥,٣% في الولايات المتحدة.
- بلغ معامل التحديد المعدل ٤,٩% من التغير الكلي في زيادة الاستثمار، ويُعد منخفضاً مقارنةً بقيمة معامل التحديد *R-squared* في دراسة Samet and Jarboui (2017) والذي بلغ ٩,٢% تقريباً.
- بلغ معامل التحديد المعدل ١٤,٦% من التغير الكلي في نقص الاستثمار، ويقترّب من قيمة معامل التحديد *R-squared* في دراسة Samet and Jarboui (2017) والذي بلغ ١٣,٥%.

• ترجع النسبة الباقية فى كل حالة (من قيمة معامل التحديد المعدل *Adj. R-squared*) إلى الخطأ العشوائى فى نموذج الانحدار المتعدد، أو لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى لم يتم إدراجها بنموذج الانحدار المتعدد.

- نتيجة اختبار الفرض الأول:

• لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لإدراج الشركات فى المؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار. وبناءً عليه، يتم قبول فرض العدم ورفض الفرض البديل. ويشير هذا إلى أن إدراج الشركات فى المؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية لا يؤدي إلى كفاءة الاستثمار. وتتوافق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Lee (2020) فى تاوان. وتخالف هذه النتيجة ما توصلت إلى دراسات سابقة فى بيئات عمل مختلفة، كدراسة (Samet and Jarbouï (2017 على مجموعة من الشركات الأوروبية، ودراسة (Benlemlih and Bitar (2018 فى الولايات المتحدة، وتوصلا إلى وجود تأثير إيجابى للمسئولية الاجتماعية للشركات^(٥) على كفاءة الاستثمار.

• لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لإدراج الشركات فى المؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية على زيادة الاستثمار. وبناءً عليه، يتم قبول فرض العدم ورفض الفرض البديل. وتخالف هذه النتيجة ما توصلت إليه دراسة (Cook et al. (2018; Samet and Jarbouï (2017)، فى أن المسئولية الاجتماعية تسهم فى انخفاض زيادة الاستثمار.

• لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لإدراج الشركات فى المؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية على نقص الاستثمار. وبناءً عليه، يتم قبول فرض العدم ورفض الفرض البديل. وتخالف هذه النتيجة ما توصلت إليه دراسة (Zeng et al. (2018; Cook et al. (2017; Samet and Jarbouï (2019)، فى أن المسئولية الاجتماعية تسهم فى انخفاض نقص الاستثمار.

وتشير هذه النتائج إلى أن إدراج الشركات فى المؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية وما يترتب عليها من إفصاحات لا تخفف بشكل ملحوظ من مشاكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات بين المديرين وأصحاب المصالح، مما يؤدي إلى الحد غير الكافى من زيادة أو نقص الاستثمار، ومن ثم، عدم الكفاءة.

- تأثير المتغيرات الرقابية:

يوجد تأثير للمتغيرين الرقابيين (نسبة الأصول الملموسة ونسبة التدفق النقدى التشغيلى) على كفاءة الاستثمار فى حالة إجمالى عينة البحث، كما يؤثران على زيادة الاستثمار، فى حين يوجد تأثير للمتغير الرقابى (نسبة التدفق النقدى التشغيلى) على نقص الاستثمار.

^(٥) يتم قياس المسئولية الاجتماعية فى هذه الدراسات - غالبًا - بمؤشر مجمع لعناصر مختلفة، اعتمادًا على أسلوب تحليل المحتوى Content analysis، وليس عن طريق المتغير الوهمى (١، ٠).

جدول ٧: نتائج اختبار أثر إدراج الشركات بالمؤشر المصري للمسئولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار

نقص الاستثمار ($\epsilon < 0$)				زيادة الاستثمار ($\epsilon > 0$)				إجمالي العينة (ϵ)				المتغيرات
معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	
-	0.489	-0.694	-0.062	-	0.312	1.015	0.043	-	0.926	-0.093	-0.005	ثابت الإنحدار
0.196	0.635	0.477	0.007	1.095	0.404	0.837	0.007	1.056	0.432	0.787	0.008	الإدراج بمؤشر المسؤولية الاجتماعية
1.437	0.894	0.134	0.001	1.017	0.856	0.181	0.001	1.080	0.416	0.815	0.004	حجم الشركة
1.601	0.594	0.535	0.021	1.422	0.364	-0.911	-0.018	1.414	0.469	-0.725	-0.017	الرافعة المالية
1.638	0.514	-0.655	-0.027	1.109	0.010	-0.2.600	-0.046	1.124	0.005	-2.822	-0.016	نسبة الأصول الملموسة
1.204	0.274	1.101	0.024	1.473	0.264	1.121	0.012	1.262	0.390	0.862	0.011	الخسارة
1.586	0.004	-2.944	-0.194	1.976	0.047	2.006	0.100	1.692	0.001	-3.233	-0.161	نسبة التدفق النقدي التشغيلي
0.146				0.049				0.098				معامل <i>Adj. R-squared</i>
3.711(0.002)				2.406(0.030)				5.762(0.000)				قيمة <i>F</i> (دالاتها)
1.539				2.032				1.961				قيمة <i>Durban Watson</i>
92				154				246				المشاهدات

٢/٥/٤/٢/٦ - نتيجة اختبار الفرض الثانى

يستهدف الفرض الثانى اختبار أثر التفاعل المشترك بين إدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية والملكية الإدارية على كفاءة الاستثمار. وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار الخطى المتعدد، وفقاً للمعادلة التالية، قياساً على أدبيات سابقة (e.g. Shahzad et al., 2018; Lee, 2020). كفاءة الاستثمار (زيادة ونقص) = دالة (الإدراج بمؤشر المسئولية الاجتماعية، الملكية الإدارية، المتغيرات الرقابية)، أى:

$$INVEF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_list_{i,t} + \beta_2 MO_{i,t} + \beta_3 (ESG_list_{i,t} * MO_{i,t}) + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 LOSS_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (3)$$

حيث:

MO = تشير إلى الملكية الإدارية.
 $ESG_list * MO$ = تشير إلى التفاعل المشترك بين متغيرى الإدراج بمؤشر المسئولية الاجتماعية والملكية الإدارية.

ولاختبار الفرض الأول يتم تحويله لفرض عدم كالتالى:

ف٠: لا يختلف التأثير المعنوى ذو الدلالة الإحصائية لإدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار باختلاف الملكية الإدارية.

كما يتم تحويل الفرضين الفرعيين لعدم كالتالى:

ف٠: لا يختلف التأثير المعنوى ذو الدلالة الإحصائية لإدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية على زيادة الاستثمار باختلاف الملكية الإدارية.
 ف٠: لا يختلف التأثير المعنوى ذو الدلالة الإحصائية لإدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية على نقص الاستثمار باختلاف الملكية الإدارية.

وبخصوص المتغيرات الرقابية، يسعى البحث للإجابة على السؤال التالى:

هل يوجد تأثير للمتغيرات الرقابية التالية: حجم الشركة، الرافعة المالية، نسبة الأصول الملموسة، الخسارة، وصافى التدفقات النقدية التشغيلية، - كل على حدة، على كفاءة الاستثمار، فى سياق العلاقة مجال الدراسة بالنموذج الثانى؟

تشير نتائج تشغيل النموذج الثانى بالجدول رقم (٨) إلى ما يلى:

- اختبار الازدواج الخطى المتعدد: تبين أن أكبر قيمة لمعامل تضخم التباين (VIF)، قد بلغت ٢,٩٨٠، ٢,٩٤٤، ٣,٨٩٥ فى حالة إجمالى عينة البحث وزيادة ونقص الاستثمار على الترتيب، فلم تزيد عن ١٠، أى لا توجد مشكلة العلاقة الخطية التامة أو الإزدواج الخطى، مما يدل على قوة كل نموذج فى تفسير تأثير المتغير المستقل والمعدل والمتغيرات الرقابية على المتغير التابع.

- اختبار الارتباط الذاتي: بلغت قيمة اختبار *Durbin-Watson*، لقياس الارتباط الذاتى بين الأخطاء ، ٢,٠١٧، ٢,٠٢٩، ١,٦٢٣ فى حالة إجمالى عينة البحث وزيادة ونقص الاستثمار على الترتيب، وتقع هذه القيم داخل المدى المقبول (١,٥ - ٢,٥).
- اختبار *F-test*: بلغت قيمة اختبار *F*، وذلك لاختبار معنوية جودة نموذج الانحدار المتعدد، ٤,٢٢٧ بمستوى معنوية أقل من ١% فى حالة إجمالى عينة البحث، وبلغت ١,٨٠٥ بمستوى معنوية أقل من ١٠% فى حالة زيادة الاستثمار، وبلغت ٣,٥٤٨ بمستوى معنوية أقل من ١% فى حالة نقص الاستثمار، ويشير كل هذا إلى تأثير متغيرات كل نموذج على المتغير التابع.
- اختبار قوة التأثير: بلغ معامل التحديد المعدل *Adj. R-squared* ٩,٥% من التغير الكلى فى كفاءة الاستثمار فى حالة إجمالى عينة البحث، وبلغ ٤% من التغير الكلى فى زيادة الاستثمار، وبلغ ١٨,٣% من التغير الكلى فى نقص الاستثمار.

- نتيجة اختبار الفرض الثانى:

- يوجد تأثير سلبى^(٦) ذو دلالة إحصائية للتفاعل المشترك بين إدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية والملكية الإدارية على كفاءة الاستثمار، عند مستوى معنوية أقل من ١٠%. وبناءً عليه، يتم رفض فرض عدم وقبول الفرض البديل.
- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتفاعل المشترك بين إدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية والملكية الإدارية على زيادة الاستثمار. وبناءً عليه، يتم قبول فرض عدم ورفض الفرض البديل.
- يوجد تأثير إيجابى^(٧) ذو دلالة إحصائية للتفاعل المشترك بين إدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية والملكية الإدارية على نقص الاستثمار، عند مستوى معنوية أقل من ١%. وبناءً عليه، يتم رفض فرض عدم وقبول الفرض البديل.

وتشير النتائج إلى أن ارتفاع الملكية الإدارية يسهم فى وجود تحصيل إدارى أعلى مقارنة بالتوافق بين مصالح الملاك من أفراد الإدارة والأقلية، ويؤدى إلى ارتفاع عدم تماثل المعلومات، الناتج عن انخفاض جودة التقارير المالية، فترتفع تكلفة التمويل، مما يخفض توفير التمويل، فيحدث نقص استثمار. كما ينعكس ارتفاع الملكية الإدارية سلباً على ممارسات الشركة بشأن المسئولية الاجتماعية، فتصبح هذه الممارسات دعاية للإدارة ولتحقيق سمعة خاصة بها، فلا تتحقق كفاءة الاستثمار.

- تأثير المتغيرات الرقابية: يوجد تأثير للمتغيرين الرقابيين (نسبة الأصول الملموسة ونسبة التدفق النقدى التشغيلى) على كفاءة الاستثمار فى حالة إجمالى عينة البحث، كما يؤثران على زيادة الاستثمار، فى حين يوجد تأثير للمتغير الرقابى (نسبة التدفق النقدى التشغيلى) على نقص الاستثمار.

(٦) يشير التأثير الإيجابى إلى البواقي (أو عدم كفاءة الاستثمار)، وباعتبار البواقي مؤشر عكسى لكفاءة الاستثمار، فإن التأثير يصبح سلبى.

(٧) تشير البواقي السالبة لحالة نقص الاستثمار، وهى صورة من عدم كفاءة الاستثمار، فلا يتطلب الأمر عكس حالة التأثير.

جدول ٨: نتائج اختبار التفاعل المشترك لإدراج الشركات بالمؤشر المصري للمسئولية الاجتماعية والملكية الإدارية على كفاءة الاستثمار

نقص الاستثمار ($\epsilon < 0$)				زيادة الاستثمار ($\epsilon > 0$)				إجمالي العينة (ϵ)				المتغيرات
معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	
-	0.655	-	-	-	0.405	0.835	0.045	-	0.419	0.810	0.053	ثابت الإنحدار
1.972	0.164	-	-	1.708	0.504	0.671	0.007	1.708	0.477	-0.711	-0.009	الإدراج بمؤشر المسئولية الاجتماعية
2.957	0.017	-	-	2.496	0.284	-	-	2.435	0.079	-1.765	-0.042	الملكية الإدارية
3.895	0.005	2.900	0.148	2.944	0.975	0.031	0.001	2.980	0.054	1.936	0.061	الإدراج بمؤشر المسئولية الاجتماعية × الملكية الإدارية
1.521	0.830	0.215	0.002	1.079	0.702	0.383	0.002	1.132	0.908	0.116	0.001	حجم الشركة
1.901	0.973	-	-	1.659	0.194	-	-	1.672	0.210	-1.256	-0.036	الرافعة المالية
1.738	0.771	0.293	0.013	1.207	0.010	-	-0.51	1.115	0.006	-2.785	-0.064	نسبة الأصول الملموسة
1.262	0.22	1.212	0.027	1.462	0.334	0.969	0.011	1.295	0.562	0.850	0.008	الخسارة
1.864	0.005	-	-	2.079	0.089	1.713	0.102	1.832	0.001	-3.501	-0.205	نسبة التدفق النقدي التشغيلي
	0.183				0.040				0.095			معامل <i>Adj. R-squared</i>
	3.548(0.001)				1.805(0.081)				4.227(0.000)			قيمة <i>F</i> (دالتها)
	1.623				2.029				2.017			قيمة <i>Durban Watson</i>
	92				154				246			المشاهدات

يتناول التحليل الإضافي معالجة الملكية الإدارية كمتغير رقابي بدلاً من كونه مُعدل، وبذلك سوف يتم إعادة تشغيل النموذج الثاني فقط، للإجابة على السؤال التالي:

- هل تؤثر الملكية الإدارية، كمتغير رقابي بدلاً من كونه مُعدل، على كفاءة الاستثمار، في سياق العلاقة محل الدراسة، بالفرض الثاني؟

وقد تم إعادة صياغة النموذج الثاني على النحو التالي:

$$INVEF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_list_{i,t} + \beta_2 MO_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 TANG_{i,t} + \beta_6 LOSS_{i,t} + \beta_7 CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (4)$$

وبالتركيز على الإجابة عن السؤال المتعلق بالتحليل الإضافي بالجدول رقم (٩)، يتبين ما يلي:

لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية للملكية الإدارية - كمتغير رقابي - على كفاءة الاستثمار سواء في حالة إجمالي العينة أو زيادة الاستثمار أو نقص الاستثمار، حيث إن مستوى المعنوية في جميع الحالات أكبر من ١٠%.

يتناول اختبار الحساسية استخدام مؤشر بديل لقياس المسؤولية الاجتماعية، فقد كان يعتمد المؤشر الأساسي على معيار إدارج الشركات في المؤشر المصري للمسؤولية الاجتماعية بمتغير وهمي (١،٠)، بينما يعتمد المؤشر البديل على معيار الوزن النسبي لترتيب الشركات داخل المؤشر قياساً على Aboud and Diab (2018)؛ شعبان (٢٠١٩) في البيئة المصرية. وفي ظل المؤشر البديل تحصل كل شركة على وزن نسبي لترتيبها في مؤشر المسؤولية الاجتماعية، بحسب وفق الخطوتين التاليتين:

- (١) يتم إعطاء الشركات نقاط بشكل معكوس لترتيبها، فخلال كل عام من أعوام الدراسة، تأخذ الشركة رقم (١) في الترتيب بمؤشر المسؤولية الاجتماعية (٣٠) نقطة^(٨)، وتأخذ الشركة رقم (٢) في الترتيب بالمؤشر (٢٩) نقطة، وهكذا، حتى الشركة رقم (٣٠) في الترتيب بالمؤشر تأخذ نقطة واحدة، وهكذا لباقي الشركات. مع مراعاة تخطي (استبعاد) النقاط المتعلقة بالشركات التي لم تدخل بعينة البحث.
- (٢) يتم حساب الوزن النسبي لترتيب كل شركة، من خلال قسمة ما حصلت عليه من نقاط على ٣٠^(٩) (إجمالي عدد الشركات المدرجة بالمؤشر كل عام)، فالشركة التي حصلت على (٣٠) نقطة يكون الوزن النسبي لترتيبها بالمؤشر ١ (٣٠ ÷ ٣٠)، والشركة التي حصلت على ٢٩ نقطة يكون وزنها ٠,٩٦٧ تقريباً (٢٩ ÷ ٣٠)، والشركة التي حصلت على نقطة واحدة يكون وزنها ٠,٠٣٣ تقريباً (١ ÷ ٣٠)، وهكذا لباقي الشركات.

^(٨) تحصل أول شركة في الترتيب عام ٢٠١٢ على ٢٨ نقطة، لأنها يمثل إجمالي عدد الشركات التي أدرجت في المؤشر في ذلك العام.

^(٩) يتم القسمة على العدد ٢٨ في عام ٢٠١٢، لأنه يمثل إجمالي عدد الشركات التي أدرجت في المؤشر في ذلك العام.

جدول ٩: نتائج إعادة اختبار أثر إدراج الشركات بالمؤشر المصري للمسئولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار

في ظل الملكية الإدارية كمتغير رقابي (التحليل الإضافي)

نقص الاستثمار ($\epsilon < 0$)				زيادة الاستثمار ($\epsilon > 0$)				إجمالي العينة (ϵ)				المتغيرات
معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	
-	0.463	-0.737	-0.086	-	0.390	0.863	0.044	-	0.790	0.266	0.017	ثابت الإنحدار
1.186	0.598	0.529	0.009	1.098	0.390	0.863	0.007	1.049	0.534	0.623	0.006	الإدراج بمؤشر المسؤولية الاجتماعية
1.171	0.779	-0.281	-0.007	1.264	0.140	-1.485	-0.021	1.168	0.597	-0.530	-0.009	الملكية الإدارية
1.518	0.738	0.336	0.004	1.037	0.691	0.398	0.002	1.082	0.597	0.530	0.003	حجم الشركة
1.851	0.674	0.422	0.019	1.657	0.192	-1.310	-0.031	1.663	0.269	-1.108	-0.032	الرافعة المالية
1.586	0.571	-0.569	-0.025	1.145	0.009	-2.664	-0.051	1.114	0.008	-2.694	-0.062	نسبة الأصول الملموسة
1.260	0.293	1.058	0.024	1.452	0.329	0.978	0.011	1.290	0.489	0.693	0.010	الخسارة
1.818	0.022	-2.328	-0.186	2.055	0.085	1.732	0.102	1.788	0.001	-3.222	-0.187	نسبة التدفق النقدي التشغيلي
0.111				0.047				0.085				معامل <i>Adj. R-squared</i>
2.622(0.017)				2.077(0.050)				4.247(0.000)				قيمة <i>F</i> (دالاتها)
1.527				2.029				1.987				قيمة <i>Durban Watson</i>
92				154				246				المشاهدات

ويتم إجراء اختبار الحساسية على النحو التالي:

(أ) إعادة تشغيل النموذج الأول:

$$INVEF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_rank_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 TANG_{i,t} + \beta_5 LOSS_{i,t} + \beta_6 CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (5)$$

حيث:

ESG_rank = مؤشر بديل لقياس المسؤولية الاجتماعية، يتعلق بترتيب الشركات بمؤشر المسؤولية الاجتماعية.

وبالتركيز على نتائج اختبار الفرض الأول بالجدول رقم (١٠)، يتبين ما يلي:

- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لترتيب الشركات في المؤشر المصري للمسؤولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار.
- يوجد تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لترتيب الشركات في المؤشر على زيادة الاستثمار.
- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لترتيب الشركات في المؤشر على نقص الاستثمار.
- تشير هذه النتائج إلى أن ارتفاع ترتيب الشركات في المؤشر المصري للمسؤولية الاجتماعية يؤدي إلى ارتفاع مشاكل وكالة، يترتب عليها استخدام الإدارة للتدفق النقدي الحر أو التمويل المتاح لديها في مشروعات ذات قيمة حالية صافية سالبة، أي ارتفاع زيادة الاستثمار.

(ب) إعادة تشغيل النموذج الثاني:

$$INVEF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ESG_rank_{i,t} + \beta_2 MO_{i,t} + \beta_3 (ESG_rank_{i,t} * MO_{i,t}) + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 LOSS_{i,t} + \beta_8 CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (6)$$

حيث:

$ESG_rank * MO$ = تشير إلى التفاعل المشترك بين متغيري ترتيب الشركات بمؤشر المسؤولية الاجتماعية والملكية الإدارية.

وبالتركيز على نتائج اختبار الفرض الثاني بالجدول رقم (١١)، يتبين ما يلي:

- لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتفاعل المشترك بين ترتيب الشركات في المؤشر المصري للمسؤولية الاجتماعية والملكية الإدارية على كفاءة الاستثمار.
- يوجد تأثير سلبي (إيجابي) ذو دلالة إحصائية للتفاعل المشترك بين ترتيب الشركات بالمؤشر المصري للمسؤولية الاجتماعية والملكية الإدارية على زيادة (نقص) الاستثمار.
- تشير هذه النتائج إلى أن امتلاك الإدارة العليا والتنفيذية لأسهم في الشركة التي يديرونها يخفض من استخدامها للتدفق النقدي الحر أو التمويل المتاح في مشروعات ذات قيمة حالية صافية سالبة، أي انخفاض زيادة الاستثمار، إلا أنها في المقابل، تخفض الملكية الإدارية من استخدام الإدارة لمصادر السيولة في مشروعات ذات قيمة حالية صافية موجبة، أي ارتفاع نقص الاستثمار.
- يتبين من النتائج السابقة، اختلاف النتائج في ظل معيارى الإدراج بالمؤشر المصري للمسؤولية الاجتماعية (التحليل الأساسى) والوزن النسبى لترتيب الشركات بالمؤشر (اختبار الحساسية).

جدول ١٠: نتائج اختبار أثر ترتيب الشركات بالمؤشر المصري للمسئولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار (تحليل الحساسية)

نقص الاستثمار ($\epsilon < 0$)				زيادة الاستثمار ($\epsilon > 0$)				إجمالي العينة (ϵ)				المتغيرات
معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	
-	0.606	-0.517	-0.058	-	0.682	0.410	0.021	-	0.857	-0.180	-0.011	ثابت الإنحدار
1.420	0.705	0.381	0.010	1.021	0.007	2.727	0.037	1.027	0.553	0.594	0.009	الترتيب بمؤشر المسؤولية الاجتماعية
1.443	0.964	0.045	0.000	1.016	0.593	0.535	0.003	1.083	0.367	0.905	0.006	حجم الشركة
1.788	0.577	0.559	0.026	1.549	0.361	-0.917	-0.020	1.535	0.367	-0.903	-0.025	الرافعة المالية
1.915	0.637	-0.474	-0.023	1.098	0.006	-2.767	-0.052	1.118	0.004	-2.885	-0.067	نسبة الأصول الملموسة
1.226	0.335	0.970	0.022	1.329	0.213	1.250	0.014	1.216	0.377	0.886	0.012	الخسارة
1.777	0.016	-2.471	-0.209	2.025	0.050	1.977	0.108	1.774	0.020	-2.347	-0.138	نسبة التدفق النقدي التشغيلي
0.129				0.098				0.071				معامل <i>Adj. R-squared</i>
3.145(0.008)				3.762(0.002)				4.093(0.001)				قيمة <i>F</i> (دالاتها)
1.881				2.013				2.177				قيمة <i>Durban Watson</i>
92				154				246				المشاهدات

جدول ١١: نتائج اختبار التفاعل المشترك بين ترتيب الشركات بالمؤشر المصري للمسئولية الاجتماعية والملكية الإدارية على كفاءة الاستثمار (تحليل الحساسية)

نقص الاستثمار ($\epsilon < 0$)				زيادة الاستثمار ($\epsilon > 0$)				إجمالي العينة (ϵ)				المتغيرات
معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	معامل VIF	المعنوية Sig.	قيمة t	معامل B	
-	0.457	-0.748	-0.083	-	0.670	0.427	0.023	-	0.973	0.034	0.002	ثابت الإنحدار
2.153	0.354	-0.933	-0.030	2.036	0.001	3.289	0.062	1.985	0.995	0.006	0.000	الترتيب بمؤشر المسؤولية الاجتماعية
2.259	0.107	-1.631	-0.059	1.825	0.738	-0.336	-0.005	1.808	0.432	-0.788	-0.017	الملكية الإدارية
3.373	0.036	2.131	0.191	2.757	0.064	-1.867	-0.093	2.662	0.554	0.593	0.035	الترتيب بمؤشر المسؤولية الاجتماعية × الملكية الإدارية
1.516	0.703	0.383	0.004	1.047	0.620	0.496	0.003	1.098	0.416	0.816	0.005	حجم الشركة
1.887	0.822	0.225	0.010	1.689	0.330	-0.976	-0.022	1.672	0.278	-1.087	-0.031	الرافعة المالية
2.233	0.720	0.359	0.019	1.159	0.012	-2.549	-0.048	1.123	0.004	-2.916	-0.068	نسبة الأصول الملموسة
1.266	0.345	0.950	0.021	1.347	0.255	1.143	0.012	1.243	0.430	0.791	0.011	الخسارة
1.802	0.008	-2.707	-0.227	2.091	0.017	2.408	0.131	1.829	0.017	-2.412	-0.145	نسبة التدفق النقدي التشغيلي
0.159				0.125				0.066				معامل <i>Adj. R-squared</i>
3.005(0.005)				3.732(0.001)				3.132(0.002)				قيمة <i>F</i> (دالاتها)
1.741				1.959				2.174				قيمة <i>Durban Watson</i>
92				154				246				المشاهدات

٣/٦ - نتائج البحث وإسهاماته وحدوده وتوصياته ومجالاته المقترحة

١/٣/٦ - نتائج البحث

اختبر البحث أثر إدراج الشركات بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية (نتيجة لإفصاحاتها بشأن ممارسات المسئولية الاجتماعية) على كفاءة الاستثمار، والذي من المتوقع أن يؤثر (إيجاباً أو سلباً) على كفاءة الاستثمار، وكذلك من المتوقع أن يؤثر أيضاً على زيادة ونقص الاستثمار. وقد أشارت نتائج البحث إلى عدم وجود تأثير لإدراج الشركات بالمؤشر على كفاءة الاستثمار، وكذلك على زيادة ونقص الاستثمار. أى لم تسند الشركات التى أدرجت فى المؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية من الإفصاحات المتعلقة بممارسات المسئولية الاجتماعية فى تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف المطلعة وغير المطلعة وتخفيض مشاكل الوكالة بين الملاك والإدارة، وما ينتج عن ذلك من الخطر الأخلاقى والاختيار السلبى، والذي لم ينعكس على تحقق كفاءة الاستثمار أو تخفيض زيادة ونقص الاستثمار.

كما اختبر البحث مدى اختلاف أثر الإدراج بمؤشر المسئولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار باختلاف مدى ملكية أفراد الإدارة لأسهم بالشركة. وقد دعمت نتائج البحث، أنه فى ظل ارتفاع الملكية الإدارية، يؤثر إدراج الشركات بالمؤشر سلباً على كفاءة الاستثمار، ويؤثر إيجاباً على نقص الاستثمار، ولا يؤثر على زيادة الاستثمار. وتشير هذه النتائج إلى أن ارتفاع ملكية الأسهم لأفراد الإدارة يؤدي إلى وجود تعارض فى أهداف الإدارة والشركة، كما ترتفع مشاكل عدم تماثل المعلومات، مما يؤدي إلى صعوبة حصول الشركة على تمويل للمشروعات ذات التدفقات النقدية الصافية الموجبة، كما تشير إلى تفضيل الإدارة للحياة الهادئة بعيداً عن الدخول فى استثمارات، مما يؤدي إلى نقص الاستثمار، ومن ثم عدم كفاءته.

وقد تم إجراء تحليل إضافى لقياس مدى تأثير الملكية الإدارية - كمتغير رقابى بدلاً من كونه معدل، على كفاءة الاستثمار. وقد دعمت نتائج البحث عدم وجود تأثير للملكية الإدارية على كفاءة الاستثمار.

كما تم إجراء اختبار حساسية من خلال الاعتماد على معيار الوزن النسبى لترتيب الشركات داخل المؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية فى كل عام بدلاً من معيار الإدراج بالمؤشر، وقد تبين وجود تأثير إيجابى لترتيب الشركات بالمؤشر على زيادة الاستثمار، أى أن ترتيب الشركات بالمؤشر يعزز من مشاكل ونزاعات الوكالة، حيث يؤدي إلى استخدام الإدارة للتدفق النقدى الحر لديها فى مشروعات ذات قيمة حالية صافية سالبة. كما تبين اسهام الملكية الإدارية فى وجود تأثير سلبى لترتيب الشركات بالمؤشر على زيادة الاستثمار، وتأثير إيجابى على نقص الاستثمار، أى أن الملكية الإدارية قد قيدت قدرة الإدارة على زيادة الاستثمار، إلا أنها اسهمت فى عزوفها عن الاستثمار فى مشروعات ذات قيمة حالية صافية

موجبة، أى وجود نقص استثمار. وبذلك تختلف النتائج فى ظل معيار إدراج الشركات بمؤشر المسؤولية الاجتماعية (التحليل الأساسى) عن معيار ترتيبها داخل المؤشر (اختبار الحساسية).

٢/٣/٦ - إسهامات البحث وحدوده وتوصياته

تضيف الدراسة الحالية إلى الأدب المحاسبى من خلال تقديم دليل تطبيقى بشأن وجود تأثير سلبى للتفاعل المشترك بين الملكية الإدارية والإدراج بالمؤشر المصرى للمسؤولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار، ووجود تأثير إيجابى لهذا التفاعل على نقص الاستثمار بالشركات غير المالية المدرجة بالمؤشر المصرى للمسؤولية الاجتماعية. والذى لم يتم اختباره فى بيئة الأعمال المصرية والعربية - على حد اطلاع الباحث. ويشير ذلك إلى أن امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لأسهم فى الشركة يُسهم فى يّودى إلى استغلال ممارسات المسؤولية الاجتماعية فى تحقيق منافع شخصية للإدارة، والذى بدوره يسهم فى عدم كفاءة الاستثمار بشكل عام ونقص الاستثمار بشكل خاص.

كما يحاول البحث تقليل الفجوة البحثية فى الأدب المحاسبى فى بيئة الأعمال المصرية بشأن الموضوع مجال البحث. ومن المتوقع أن تكون النتائج محل اهتمام المديرين، المستثمرين، المحللين الماليين، وأصحاب المصالح الآخرين.

وتتمثل أحد أوجه القصور لهذه الدراسة فى انخفاض قيمة معامل التحديد المعدل (*Adj. R-squared*) التى بلغت ٠,٠٩٨، ٠,٠٤٩، ٠,١٤٦ بشأن اختبار أثر الإدراج بالمؤشر المصرى للمسؤولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار فى حالة إجمالى العينة وعينة زيادة ونقص الاستثمار على الترتيب. مما يشير إلى أن هناك متغيرات أخرى - بخلاف المستخدمة - يمكنها تفسير ٠,٩٠٢، ٠,٩٥١، ٠,٨٥٤ على الترتيب، من التغير فى كفاءة الاستثمار، خاصة تتخفص قيمة المعامل فى الحالة الثانية (زيادة الاستثمار) عن قيمة المعامل فى دراسات أخرى، كدراسة (Samet and Jarbouï (2017) التى بلغت ٠,٠٩٢. كما يتمثل أحد أوجه القصور أيضاً فى انخفاض حجم العينة، البالغة ٢٤٦ مشاهدة، مقارنة بحجمها فى دراسات سابقة أخرى، كدراسة (Lee (2020) التى بلغت ٢١٠٣٢ مشاهدة بالتطبيق على إحدى الدول الناشئة (تايوان). كذلك، من ضمن القيود، وجود مؤشرات أخرى - بخلاف المستخدمة فى الدراسة - لقياس متغيرات الدراسة، يّودى استخدامها إلى الحصول على نتائج مختلفة. فضلاً عن وجود متغيرات رقابية أخرى قد تؤثر فى كفاءة الاستثمار، والتى قد يّودى تضمينها نتائج مختلفة.

وفى ضوء النتائج التى توصلت إليها الدراسة، يمكن اقتراح التوصيات التالية:

- ضرورة الاسترشاد بما صدر عن البورصة المصرية بشأن الإفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية، والذى يُسهم بدوره فى توفير معلومات غير مالية بجانب المعلومات المالية التى توفرها القوائم المالية، والذى من شأنه يخفص من عدم تماثل المعلومات، والذى يّودى إلى الحصول على مصادر تمويل بتكلفة منخفضة.

- إصدار معيار محاسبي يتناول عمليتي القياس والإفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات.
- إجراء مزيداً من البحوث التي تتناول محددات كفاءة الاستثمار، لضمان تحسين عملية الاستثمار بالشركات، ومن ثم تعظيم ثروة الملاك.

٦/٣/٣ - مجالات البحث المقترحة

- في ضوء نتائج البحث وحدوده، يمكن اقتراح مجموعة من المقترحات البحثية التالية:
- أهمية البحث عن أسباب عدم التوصل إلى نتائج متسقة بشأن عدم معنوية تأثير الإفصاح عن ممارسات الأنشطة الاجتماعية على كفاءة الاستثمار، وبذلك، ضرورة إجراء بحوث مستقبلية لتحديد الأسباب بشكل تطبيقي.
- أهمية التحقق من صدق النتائج التي تم التوصل إليها، من خلال استخدام مؤشرات بديلة لقياس الإفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية بخلاف المستخدمة في هذا البحث.
- اختبار أثر محددات أخرى (مثل: الملكية المؤسسية والعائلية وتركيز الملكية، إدارة الأرباح بالاستحقاقات والأنشطة الحقيقية، التحفظ المحاسبي، قابلية القوائم المالية للمقارنة، وسعة مكتب المراجعة) على كفاءة الاستثمار.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- إبراهيم، محمد زيدان؛ زايد، محمد عبد المنعم (٢٠١٧). أثر هيكل الملكية على مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في ضوء المؤشر المصري لمسؤولية الشركات بالتطبيق على الشركات المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ١(١)، ٥٥٠-٦٢٥.*
- بلال، السيد حسن سالم (٢٠٢٠). أثر تغطية المحللين الماليين للشركات على كفاءة الاستثمار: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، ٢(٢)، ٧٨٨-٨٤٥.*
- حسين، علاء على أحمد. (٢٠٢٠). تأثير الخصائص المحاسبية لمراحل دورة حياة المنشأة على العلاقة بين كثافة الإنفاق على البحث والتطوير وتقلبات عوائد الأسهم: دليل تطبيقي من الشركات غير المالية المتداول أسهمها ضمن مؤشر EGX 100. *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٤(٢)، ٩٤٢-٩٩٤.*
- حسن، محمد جمال عبدالناصر رجب حسن (٢٠١٧). قياس أثر سمعة المنشأة محل المراجعة على أتعاب مكتب المراجعة. *رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية التجارة.*
- الحناوي، السيد محمود (٢٠٢٠). العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والأداء المالي للشركة في ظل التأثير المعدل لمراحل دورة حياة الشركة - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٤(١)، ٢٢٧-٢٩٠.*
- خلف، محمد سامي سلامة (٢٠٢٠). أثر التخصص الصناعي للمراجع وجودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة الصناعية المقيدة بالبورصة المصرية. *الفكر المحاسبي، جامعة عين شمس، كلية التجارة، ٢٤(٤)، ٤٦٠-٤١٠.*
- خليل، على محمود مصطفى؛ إبراهيم، منى مغربي محمد (٢٠١٥). أثر أنماط هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على جودة التقرير المالي عبر الإنترنت بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *الفكر المحاسبي، جامعة عين شمس، كلية التجارة، ١٩(١)، ٦١٣-٦٧٣.*

سرور، عيبر عبدالكريم إبراهيم (٢٠١٨). انعكاسات المحاسبة عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على تكلفة رأس المال: دراسة اختبارية في ضوء المؤشر المصري لمسؤولية الشركات. رسالة دكتوراة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة بنها.

شرف، إبراهيم أحمد إبراهيم (٢٠١٩). أثر ممارسات إدارة الأرباح على كفاءة الإستثمار بالشركات - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٣(٢)، ٢٢٨-٢٨٨.

شعبان، محمد رمضان محمد (٢٠١٩). أثر الإفصاح المحاسبى عن الإستدامة على قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في مؤشر مسئولية الشركات المصري. *مجلة البحوث المحاسبية*، جامعة طنطا - كلية التجارة - قسم المحاسبة، ٦(١)، ٣٧-٨٠.

صبيح، على سعيد على محمد (٢٠١٧). أثر الإدراج في مؤشر مسئولية الشركات (ESG) على إدارة الدخل في الشركات المساهمة المصرية: دراسة إمبريقية. *مجلة البحوث التجارية*، جامعة الزقازيق، كلية التجارة، ٣٩(١)، ٧٧-١٠٦.

عبدالحليم، أحمد حامد محمود (٢٠١٨). قياس أثر الإفصاح المحاسبى عن المسؤولية الاجتماعية على تكلفة رأس المال وقيمة الشركة : أدلة عملية من الشركات المدرجة في المؤشر المصري للمسؤولية ESG. *مجلة البحوث المحاسبية*، جامعة طنطا، كلية التجارة، ٥(٢)، ٣٩٤-٤٦٣.

عبدالمنعم، ريم محمد محمود (٢٠١٧). أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على ممارسات إدارة الأرباح: دراسة اختبارية في الشركات المساهمة المصرية. *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، جامعة المنصورة، كلية التجارة، ٤١(٢)، ٦١-١٠٣.

على، جابر محمد حسن (٢٠١٧). أثر جودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المصرية المسجلة بالبورصة. *مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٥٤(١)، ١-٣٣.

مركز المديرين المصري، http://www.eiod.org/newsdetails_AR.aspx?ID=19

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

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

Acharya, V., and Bisin, A. (2009). Managerial hedging, equity ownership, and firm value. **The RAND Journal of Economics**, 40(1), 47-77.

Aguilera, R., and Crespi-Cladera, R. (2016). Global corporate governance: On the relevance of firms' ownership structure. **Journal of World Business**, 51 (1), 50-57.

Ang, J., Cole, R. and Lin, J. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Finance**, 55(1), 81-106.

Attig, N. (2011). Intangible assets, organizational capital and corporate social responsibility: Evidence from U.S. manufacturing firms. **Working paper**, Saint Mary's University, Halifax, NS. DOI:[10.2139/ssrn.2223105](https://doi.org/10.2139/ssrn.2223105)

Azhar, A., Abbas, N., Waheed, A., and Malik, Q. (2019). The Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Investment Efficiency: An Empirical Study from Pakistan Stock Exchange (PSX). **Pakistan Administrative Review**, 3(2), 84-98.

Balakrishnan, K., Core, J. E., and Verdi, R. (2014). The relation between reporting quality and financing and investment: Evidence from changes in financing capacity. **Journal of Accounting Research**, 52(1), 1-36.

Barnea, A., and Rubin, A. (2010). Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders. **Journal of Business Ethics**, 97(1), 71-86.

- Barnett, M. L. (2007). Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility. **Academy of Management Review**, 32(3), 794–816.
- Belgacem, I. and Omri, A. (2015). Does Corporate Social Disclosure Affect Earnings Quality? Empirical Evidence from Tunisia. **International Journal of Advanced Research**, 3(2), 73–89.
- Benlemlih, M., and Bitar, M. (2018). Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency. **Journal of Business Ethics**, 148(3), 647-671.
- Biddle, G., Hilary, G., and Verdi, R. (2009). How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? **Journal of Accounting and Economics**, 48(2–3), 112–131.
- Blanchard, O., Lopez-de-Silanes, F., and Shleifer, A. (1994). What do firms do with cash windfalls? **Journal of Financial Economics**, 36(3), 337–360.
- Bzeouich, B., Lakhal, F., and Dammak, N. (2019). Earnings management and corporate investment efficiency: does the board of directors matter? **Journal of Financial Reporting and Accounting**. 17(4), 650-670.
- Castrillo, L., Marcos, S., and San Martin, J. (2010). Corporate governance, legal investor protection, and performance in Spain and the United Kingdom. **Corporate Ownership Control**, 7 (4), 416–429.
- Chang, Y., Oh, W., Park, J., and Jang, M. (2015). Exploring the relationship between board characteristics and csr: empirical evidence from Korea. **Journal of Business Ethics**, 140(2), 225–242.
- Chen, C., and Yu, C. (2012). Managerial ownership, diversification, and firm performance: Evidence from an emerging market. **International Business Review**, 21(3), 518-534.
- Chen, F., O., Hope, Q., Li, and X., Wang. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. **The Accounting Review**, 86 (4), 1255–1288.
- Chen, N., Sung, H.-C., and Yang, J. (2017). Ownership structure, corporate governance and investment efficiency of Chinese listed firms. **Pacific Accounting Review**. 29(3), 266-282.
- Cheng, B., Ioannou, I., and Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. **Strategic Management Journal**, 35(1), 1–23.
- Cheng, M., Dhaliwal, D., and Zhang, Y. (2013). Does investment efficiency improve after the disclosure of material weaknesses in internal control over financial reporting? **Journal of Accounting and Economics**, 56(1), 1-18.
- Cho, M. (1998). Ownership structure, investment and the corporate value: An empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, 47(1), 103-121.
- Cho, S., Lee, C., and Pfeiffer, R. (2013). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. **Journal of Accounting and Public Policy**, 32(1), 71–83.
- Cook, K., Romi, A., Sánchez, D., and Sánchez, J. (2018). The influence of corporate social responsibility on investment efficiency and innovation. **Journal of Business & Accounting**, 46(3-4), 494-537.
- Cui, J., Jo, H. and Na, H. (2012). Does corporate social responsibility reduce information asymmetry? **Journal of Business Ethics**, 148(3), 1-24.

- Davies, J., Hillier, D., and McColgan, P. (2005). Ownership structure, managerial behaviour and corporate value. *Journal of Corporate Finance*, 11(4), 645–660.
- Desender, K., Aguilera, R., Crespi, R., and García-cestona, M. (2013). When does ownership matter? Board characteristics and behavior. ***Strategic Management Journal***, 34(7), 823–42.
- Dhaliwal, D., Huang, S., Khurana, I., and Pereira, R. (2014). Product market competition and conditional conservatism. ***Review of Accounting Studies***, 19(4), 1309–1345.
- Ding, Y.-F., Liu, D., and Zhu, F.-X. (2020). Research on the Impact of Equity Concentration Degree on Investment Efficiency. ***International Conference on Education, Culture, Economic Management and Information Service***, DOI:[10.12783/dtssehs/ecemi2020/34673](https://doi.org/10.12783/dtssehs/ecemi2020/34673)
- El Ghoul, S., Guedhami, O. and Kim, Y. (2016). Country-level institutions, firm value, and the role of corporate social responsibility initiatives. ***Journal of International Business Studies***. 48(3), 360–385.
- Erawati, N., HARIADI, B., SARASWATI, E. (2021). The Role of Corporate Social Responsibility in the Investment Efficiency: Is It Important? ***The Journal of Asian Finance, Economics and Business***, 8(1), 169–178.
- European Commission, Employment&Social Affairs, Green Paper (2001), Promoting a European framework for corporate social responsibility Green Paper, COM (2001) 366 final, ISBN 92-894-1478-2, available at: http://www.europa.eu.int/comm/enterprise/csr/index_forum.htm
- Fazzari, S., Hubbard, R. and Petersen, B. (1988). Financing constraints and corporate investment. ***Brookings Papers on Economic Activities***, 19(1), 141-206.
- Ferrero, J., Cano, D., and Sánchez, I. (2016). The Causal Link between Sustainable Disclosure and Information Asymmetry: The Moderating Role of the Stakeholder Protection Context. ***Corporate Social Responsibility and Environmental Management***, 23(5), 319-332.
- Freeman, I., and Hasnaoui, A. (2011). The meaning of corporate social responsibility: The vision of four nations. ***Journal of Business Ethics***, 100(3), 419-443.
- Garas, ElMassah, S. (2018). Corporate governance and corporate social responsibility disclosures: The case of GCC countries. ***Critical perspectives on international business***, 14(1), 2-26
- Gomariz, C., and Ballesta, S. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. ***Journal of Banking and Finance***, 40(1), 494–506.
- Gujarati, D. (2003). ***Basic Econometrics***, 4th Edition, McGraw Hill, New York.
- Herbert, J. and Harto, P. (2021). The effect of financial reporting quality and family ownership on investment efficiency with audit quality as moderating variable (empirical study on manufacture firms listed on Indonesia stock exchange in the year of 2015-2019). ***Diponegoro Journal of Accounting***, 10(1), 1-12.
- Hu, Y. and Izumida, S. (2008). The Relationship between Ownership and Performance: A Review of Theory and Evidence. ***International Business Research***, 1(4), 72-81.
- Ismail, M. (2020). The Interaction Effect of Auditor Industry Specialization and Ownership Concentration on Investment Efficiency: Evidence from Egyptian Stock Exchange. ***Alexandria Journal of Accounting Research***, faculty of commerce, Alexandria University, 4(3), 1-45.

- Javeed, S., and Lefen, L. (2019). An Analysis of Corporate Social Responsibility and Firm Performance with Moderating Effects of CEO Power and Ownership Structure: A Case Study of the Manufacturing Sector of Pakistan. **Sustainability**, 11(1), 1-25.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, 76(2), 323-329.
- _____, and Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 3(4), 305-360.
- Jia, M. and Zhang, Z. (2013). Managerial Ownership and Corporate Social Performance: Evidence from Privately Owned Chinese Firms' Response to the Sichuan Earthquake. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 20(1), 257-274.
- Jo, H., and Na, H. (2012). Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors. **Journal of Business Ethics**, 110(4), 441–456.
- Kuo, K.-C., Lu, W.-M., Dinh, T. (2019). Firm performance and ownership structure: Dynamic network data envelopment analysis approach. **Managerial and Decision Economics**, 41(4), 608-623.
- Laksmana, I., and Yang, Y.-W. Product market competition and corporate investment decisions. **Review of Accounting and Finance**, 14(2), 128-148.
- Laux, V. and Ray, K. (2020). Effects of accounting conservatism on investment efficiency and innovation. **Journal of Accounting and Economics**. 70(1). 1-23.
- Lee, M.-T. (2020). Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency: Evidence from an Emerging Asian Market. **Business & Economics Review**, 29(2), 1–16.
- Li, Q., and Wang, T. (2010). Financial reporting quality and corporate investment efficiency: Chinese experience. **Nankai Business Review**, 1(2), 197-213.
- Lin, C., Ma, Y., and Xuan, Y., (2011). Ownership structure and financial constraints: evidence from a structural estimation. **Journal of Financial Economics**, 102(2), 416–431.
- Lin, Y.-E., Li, Y.-W., Cheng, T.Y. (2021). Corporate social responsibility and investment efficiency: Does business strategy matter? **International Review of Financial Analysis**, 73(C), 1-61.
- Linhares, F., Costa, F., and Beiruth, A. (2018). Earnings management and investment efficiency. **Review of Business Management**, 20(2), 295-310.
- Liu, L., Tian, G. (2021). Mandatory CSR disclosure, monitoring and investment efficiency: evidence from China. **Accounting & Finance**, 61(1), 595–644.
- Mandaci, P., and Gumus, G. (2010). Ownership concentration, managerial ownership and firm performance: Evidence from Turkey. *South East Eur. J. Econ. Bus.* 2010, 5(1), 57–66.
- Maniora, J. (2018). Mismanagement of Sustainability: What Business Strategy Makes the Difference? Empirical Evidence from the USA. **Journal of Business Ethics**, 152(4), 931-947.
- Modigliani, F. and Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, 48(3), 261-297.

- Mueller, E., and Spitz-Oener, A. (2006). Managerial Ownership and Company Performance in German Small and Medium-Sized Private Enterprises. **German Economic Review**, 7(2), 233–247.
- Myers, S., and Majluf, N. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do not have. **Journal of Financial Economics**, 13(2), 187-221.
- Navissi, F. and Naiker, V. (2006). Institutional ownership and corporate value. **Managerial Finance**, 32(3), 247-256.
- Nor, N., Nawawi, A., and Salin, A. (2017). The Influence of Board Independence, Board Size and Managerial Ownership on Firm Investment Efficiency. **Pertanika Journal of Social Science and Humanities**, 25(3),1039-1058.
- Nurleni, N., Bandang, A., Darmawati, and Amiruddin (2018). The effect of managerial and institutional ownership on corporate social responsibility disclosure. **International Journal of Law and Management**, 60(4), 979-987.
- O'Brien, R. (2007). A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors. **Quality & Quantity**, 41(5), 673-690.
- Oh,W., Chang, Y. , and Cheng, Z. (2016).When CEO career horizon problems matter for corporate social responsibility: The moderating roles of industry-level discretion and blockholder ownership. **Journal of Business Ethics**, 133(3), 279–291.
- Ongsakul, V., Jirapornc, P., and Treepongkaruna, S. (2021). Does managerial ownership influence corporate social responsibility (CSR)? The role of economic policy uncertainty. **Accounting & Finance**, 61(1), 763–779.
- Paek, S., Xiao, Q., L., Seoki, and Song, H. (2013). Does managerial ownership affect different corporate social responsibility dimensions? An empirical examination of U.S. publicly traded hospitality firms. **International Journal of Hospitality Management**, 34(1), 423– 433.
- Rashed, A., Abd El-Rahman, E., Ismail, E., and Abd El-Samea, D. (2018). Ownership Structure and Investment Efficiency: Evidence from Egypt. **International Journal of Accounting and Financial Reporting**, 8(4), 1-21.
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. **Review of Accounting Studies**, 11(2/3), 159-189.
- Samet, M. and Jarboui, A., How does corporate social responsibility contribute to investment efficiency? **Journal of Multinational Financial Management**, 48(C), 33-46.
- Scherer, A., Palazzo, G., and Baumann, D. (2006). Global Rules and Private Actors: Toward a New Role of the Transnational Corporation in Global Governance. **Business Ethics Quarterly**, 16(4), 505-532.
- Shahzad, F., Rehman, I., Colombage, S., and Nawaz, f. (2019). Financial reporting quality, family ownership, and investment efficiency: An empirical investigation. **Managerial Finance**, 45(4). 513-535.
- _____, Nawaz, F. and Nawab, N. (2018). Does family control explain why corporate social responsibility affects investment efficiency? **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 25(5), 880-888.

- Soliman, M., Bahaeldin, M., and Sakr, A. (2012). Ownership Structure And Corporate Social Responsibility (CSR): An Empirical Study Of The Listed Companies In Egypt. **The International Journal Of Social Science**, 5(1), 63-74.
- Stein, J. (2003). Agency, information and corporate investment. Handbook of the Economics of Finance, in: G.M. Constantinides & M. Harris & R. M. Stulz (ed.), **Handbook of the Economics of Finance**, 1th ed., vol. 1, ch. 2, 111-165.
- Stoughton, N., Wong, K., and Yi, L. (2017). Investment efficiency and product market competition. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 52(6), 2611–2642.
- Sun, K. (2014). The relationship between ownership structure and investment efficiency in china-focusing on soes and foreign owned enterprises. **Master Thesis**, Faculty of the Graduate School of Arts and Sciences, Georgetown University, available at: https://repository.library.georgetown.edu/bitstream/handle/10822/709902/SUN_georgetown_0076M_12603.pdf?sequence=1
- Surroca, J., and Tribo, J., (2008). Managerial Entrenchment and Corporate Social Performance. **Journal of Business, Finance, and Accounting**, 35(5-6), 748–789.
- Tabachnick, G., and Fidell, S. (2013). **Using multivariate statistics**. (6th ed.). Boston, MA: Allyn & Bacon.
- Uwalomwa, U. (2011). An Examination of the Relationship between Management Ownership and Corporate Social Responsibility Disclosure: A Study of Selected Firms in Nigeria. **Research Journal of Finance and Accounting**. 2(6), 23-30.
- Verbeek, M. (2014). **A Guide to Modern Econometrics**. 4th Edition, John Wiley & Sons. available at: https://www.academia.edu/34753984/Marno_Verbeek_A_Guide_to_Modern_Econometrics_Wiley
- Vijayakumaran, R. (2021). Impact of managerial ownership on investment and liquidity constraints: Evidence from Chinese listed companies. **Research in International Business and Finance**, 55(C), 1-20.
- Wahba, H. (2014). Capital structure, managerial ownership and firm performance: evidence from Egypt. **Journal of Management & Governance**, 18(4), 1041-1061.
- Wang, H. Wu, J., Yang, Y., Li, R., and Liu, Y. (2019). Ownership Concentration, Identity and Firm Performance: Evidence from China's Listed Firms. **Emerging Markets Finance & Trade**, 55(15), 3653–3666.
- Withisuphakorn, P., and Jiraporn, P. (2018). Deciphering the motives behind corporate social responsibility (CSR) using managerial ownership: evidence from heteroskedastic identification. **Applied Economics Letters**, 26(12), 1-8.
- Wu, L., and Shu, C. (2015). Corporate Social Responsibility and Information Asymmetry. **Journal of Applied Finance & Banking**, 5(3), 105-122.
- Xu, X., Wang, X., and Han, N. (2012). Accounting conservatism, ultimate ownership and investment efficiency. **China Finance Review International**, 2(1), 53-77.
- Zeng, S., Qin, Y., and Zeng, G. (2019). Impact of Corporate Environmental Responsibility on Investment Efficiency: The Moderating Roles of the Institutional Environment and Consumer Environmental Awareness. **Sustainability**, 11(17), 1-21.
- Zulvina, F., Zulvina, D., Zulvina, Y., and Makhdalena (2017). Ownership Structure, Independent Commissioner, and Corporate Social Responsibility. **Research Journal of Finance and Accounting**, 8(22), 111-118.

ملحق البحث: أسماء الشركات (*) بعينة الدراسة

الشركة	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧	٢٠١٨
الإسكندرية لتداول الحاويات	√			√	√	√	
الإسكندرية للزيوت المعدنية	√	√	√	√			
البويات والصناعات الكيماوية (باكين)			√	√	√	√	√
الحديد والصلب المصرية	√		√				
الخدمات الملاحية والبترولية (ماريديف)			√				
السادس من أكتوبر للتنمية والإستثمار (سوديك)	√	√	√	√	√	√	√
السويدي إلكترونيك	√	√	√	√			
السويس للأسمنت			√	√	√	√	
العربية المتحدة للشحن والتفريغ					√	√	
العربية للأسمنت	√	√	√	√	√	√	√
العز الدخيلة للصلب - الإسكندرية					√	√	
العز للسيراميك والبورسلين (الجوهرة)		√			√	√	
القابضة المصرية الكويتية	√	√	√	√	√	√	√
القاهرة للدواجن							√
القناة للتوكيلات الملاحية			√				
المصرية لخدمات النقل (إيجيترانس)	√	√	√	√	√	√	√
المصرية للاتصالات	√		√	√	√	√	√
المصرية للمنتجات السياحية				√			
النساجون الشرقيون للسجاد	√	√	√	√	√	√	√
أبوقير للأسمدة							√
اوراسكوم للاستثمار القابضة (للاتصالات القابضة سابقاً)	√	√					
اوراسكوم للتنمية مصر	√						
إعمار مصر للتنمية	√	√	√	√			
إيديتا للصناعات الغذائية	√	√	√	√			
بالم هيلز للتعمر	√	√	√	√			√
جهينة للصناعات الغذائية	√	√	√	√			
جى بى أوتو	√	√	√	√			
حديد عز		√	√	√	√	√	√
دلتا للإنشاء والتعمير				√	√	√	√
راية القابضة للتكنولوجيا والاتصالات	√	√	√	√	√	√	√
سيدي كرير للبترولكيماويات	√	√	√	√	√	√	√
شركة أسيك للتعدين (إسكوم)				√	√	√	√
ليسيكو مصر					√	√	√
مجموعة بورتو القابضة	√	√	√	√			
مجموعة طلعت مصطفى القابضة		√	√	√	√	√	√
مجموعة عامر القابضة	√	√	√	√	√	√	√
مدينة نصر للإسكان والتعمير	√	√	√	√	√	√	√
مستشفى كليوباترا	√	√	√				

(*) هذه الشركات أدرجت بالمؤشر المصرى للمسئولية الاجتماعية لعام أو أكثر خلال الفترة (٢٠١٢-٢٠١٨)، ولم تتضمن الشركات غير المالية، والشركات التي تعرض قوائمها بعملة بخلاف الجنيه المصرى، والشركات التي لا تتوفر بياناتها عن السبع أعوام كاملة. وقد بلغت هذه الشركات ٣٩ شركة بعدد ٢٧٣ مشاهدة (١٥٥ مشاهدة تُمثل بواحد صحيح ذات علامة √، ١١٨ تُمثل بصفر) خلال ٧ أعوام، استبعد منها ٢٧ مشاهدة لعدم توافر بيانات لشركات في بعض الأعوام ووجود قيم شاذة ومتطرفة، وبذلك، تبلغ عدد مشاهدات العينة ٢٤٦ مشاهدة (١٤٦ مشاهدة تُمثل بواحد صحيح، ١٠٠ تُمثل بصفر).