



أثر مستوى الإفصاح عن أبعاد مسئولية الشركات
على العائد الرأسمالي للسهم
"دراسة اختبارية"

إعداد

مريم منصور حبيب منصور

باحث ماجستير محاسبة

كلية التجارة جامعة الزقازيق

mariam.mansour2@icloud.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد الخامس والأربعين - العدد الأول يناير 2023

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

ملخص

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين مستوى الإفصاح عن أبعاد مسؤولية الشركات والعائد الرأسمالي للسهم في الشركات المساهمة المصرية، وتكونت عينة الدراسة من 93 شركة غير مالية مقيدة ومتداول أسهما في بورصة الأوراق المالية المصرية تنتمي إلى خمسة عشر قطاعاً اقتصادياً غير مالي في الفترة من عام 2016م حتى عام 2018م. وقد اعتمدت الباحثة على نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل مستوى الإفصاح عن أبعاد مسؤولية الشركات والمتغير التابع العائد الرأسمالي للسهم، وقد أوضحت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة موجبة بين مستوى الإفصاح عن أبعاد مسؤولية الشركات والعائد الرأسمالي للسهم، وتفسر الباحثة ذلك بسبب التأثير الجيد لحوكمة الشركات في التأثير على أنشطة الإدارة واتخاذ القرارات التي تحقق مصلحة كافة الأطراف، بالإضافة إلى تأثير الإفصاح الاجتماعي والبيئي على تحسين مستوى الشفافية وتخفيض ظاهرة عدم تماثل المعلومات وتحسين كفاءة سوق الأوراق المالية المصري وانعكاس ذلك على العائد الرأسمالي للسهم، وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة وعلاقتها بالمتغير التابع فقد أشارت نتائج تحليل الانحدار إلى وجود علاقة موجبة بين الرفع المالي والعائد الرأسمالي للسهم، بينما لا توجد علاقة بين كل من (حجم الشركة، ونوع الصناعة) والعائد الرأسمالي للسهم.

الكلمات الدالة: مسؤولية الشركات، حوكمة الشركات، الإفصاح الاجتماعي، الإفصاح البيئي، العائد الرأسمالي للسهم، حجم الشركة، الرفع المالي، نوع الصناعة.

مقدمة ومشكلة الدراسة:

يقصد بمسئولية الشركات الأنشطة البيئية والاجتماعية المقدمة من الشركات تجاه المجتمع والبيئة وقواعد الحوكمة المطبقة، حيث تعرف الأنشطة البيئية بأنها كافة الأنشطة التي تقوم بها الشركة من شأنها منع أو تخفيف الأضرار البيئية الناتجة عن أنشطتها (الأبجي، 2010). وتعرف الأنشطة الاجتماعية بأنها التزام الشركات بالسلوك الأخلاقي تجاه المجتمع والعاملين لتحقيق الأهداف الاجتماعية للشركة والأهداف الاقتصادية أيضاً (Matten and Moon, 2008). وتعرف حوكمة الشركات بأنها نظام شامل يتضمن مقاييس للأداء الجيد للإدارة، وكذلك الأساليب الرقابية التي تمنع أي طرف من الأطراف ذات العلاقة بالمنشأة داخلياً أو خارجياً من التأثير السلبي علي أنشطة المنشأة، وبالتالي ضمان الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بما يخدم مصالح جميع الأطراف بطريقة عادلة لصالح ملاكها ولصالح المجتمع ككل (الحيزان، 2005).

ومن المعلوم أن المعايير المحاسبية تقرر عادة الحد الأدنى من متطلبات الإفصاح، ولكنها لا تحظر قيام الإدارة بإفصاح اختياري فوق الحد الأدنى المطلوب. وباستثناء المعلومات الداخلية التي تختص الإدارة بها والتي قد يضر الإفصاح عنها بالموقف التنافسي للشركة، قد تختار الإدارة أن تفصح طواعية عن معلومات إضافية فوق متطلبات الإفصاح الإلزامي والتي قد تعين المستثمرين علي التوصل إلي تقدير أفضل لحقيقة الأداء الاقتصادي للشركة (أبو العز، 2013).

حيث أن طلب مستخدمي المعلومات اتجه نحو المعلومات الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات، مما يستلزم توفير هذه المعلومات من خلال الإفصاح المحاسبي عنها بإعداد تقارير مالية أوسع تتضمن تلك الممارسات (أحمد، 2013؛ العطار، مروان، 2014).

وتعتبر مسؤولية الشركات أحد الأبعاد الرئيسية ضمن استراتيجية الشركة وثقافتها، وذلك من خلال توسيع مجالات اهتمامات الشركة وهي تمارس أعمالها لتشمل المحافظة علي البيئة والموارد الطبيعية ومراعاة مصالح الأطراف ذات العلاقة، كما أن توفير معلومات عن تلك الأنشطة يساعد علي ترشيد قرارات مستخدمي المعلومات كالمستثمرين والمحللين الماليين ومانحي الإئتمان (الشويمان، 2012).

كما أن قواعد الحوكمة تعد من الأدوات الفعالة لتشجيع وجذب الإستثمار، حيث أن حوكمة الشركات توفر مجموعة من الآليات تضمن قيام المديرين ومتخذي القرارات بالشركات بالالتزام بالممارسات المحاسبية السليمة التي تعود بالنفع علي المستثمرين (المرسي، 2009؛ Duffy, 2004).

وتشير دراسة (خليل، 2002؛ Eugene and Imohff, 2002؛ Compers et al., 2001) إلى وجود علاقة ايجابية بين مستوي تطبيق الحوكمة في العديد من الدول وبين درجة نمو وتطور أسواقها المالية وأداء الأسهم بها.

وفيما يتعلق بتفسير قيام الشركة بالأنشطة الإجتماعية والبيئية وعلاقته بالربحية، هناك اتجاهين في الفكر المحاسبي حول تفسير هذه العلاقة (Preston and O'Bannon, 1997; Zhang and Stern, 2007; Makni et al., 2008; Uwuigbe and Egbiide, 2012)

الاتجاه الأول: أن الشركات مرتفعة الربحية تميل إلى الإستثمار في الأنشطة الإجتماعية والبيئية أكثر من الشركات التي تحقق معدلات متدنية من الربحية، حيث يتوافر لدى هذه الشركات الإمكانيات لتحمل التكاليف الإجتماعية والبيئية لتوفر بيئة عمل جيدة، ويكون لديها الموارد اللازمة للإستثمار في الممارسات التي تهتم أصحاب المصالح خصوصاً موظفيها من خلال تدريبهم ورعاية صحتهم وسلامتهم وتحقيق تكافؤ الفرص لهم، حيث أن الإفصاح عن هذه المعلومات ينعكس علي تقييم المحللين الماليين للمنشأة من حيث جدوي الإستثمار في أسهمها، حيث أن قرارات أغلب المستثمرين تعتمد علي تلك التنبؤات؛ مما يسهم في ترشيد قرارات المستثمرين بشأن الإستثمار في أسهم الشركة، ومن ثم تحسين أسعار وعوائد أسهمها.

الاتجاه الثاني: إن قيام الشركة بالممارسات الإجتماعية والبيئية سوف يكلف الشركة تكاليف كثيرة وبالتالي سوف يقلل من الأرباح وثروة المساهمين، فكلما كانت الشركة تحقق معدلات مرتفعة من الربحية فإن المديرين يميلوا إلي تقليل النفقات الإجتماعية والبيئية من أجل تعظيم أهدافهم الخاصة، والعكس عندما تحقق الشركة معدلات متدنية من الربحية، فإن المديرين قد يشاركون في البرامج الإجتماعية والبيئية من أجل إبعاد النظر عن أدائهم الضعيف.

وتتخذ الباحثة موقفاً حيادياً حيال هذين الإتجاهين، والسبب في ذلك أنه من الصعب تحديد ما إذا كان الإنفاق علي الجوانب البيئية والإجتماعية في بيئة الأعمال المصرية سينتج عنه منافع تعظم عوائد الأسهم أم تؤدي إلي تدنيها.

مما سبق يمكن صياغة المشكلة البحثية في التساؤل التالي:

هل هناك علاقة بين مستوي الإفصاح عن أبعاد مسؤولية الشركات والعائد الرأسمالي للسهم؟

أهداف الدراسة:

1- قياس مستوي الإفصاح عن أبعاد مسؤولية الشركات في الشركات المساهمة المصرية.

2- اختبار العلاقة بين مستوي الإفصاح عن أبعاد مسؤولية الشركات والعائد الرأسمالي للسهم لتفسير أسباب التباين في عوائد الأسهم بين الشركات المساهمة المصرية.

أهمية الدراسة:

ترجع أهمية دراسة العلاقة بين مستوي الإفصاح عن أبعاد مسؤولية الشركات والعائد الرأسمالي للسهم إلي العديد من الأسباب لعل من أهمها ما يلي:

1- تسهم النتائج المتوقعة للدراسة في توفير منافع لمتخذي القرار كالمستثمرين، والمحللين الماليين، ومانحي الإئتمان في ترشيد قراراتهم.

2- تسهم نتائج الدراسة في تشجيع الشركات علي تطبيق آليات الحوكمة وتوفير معلومات إضافية عن الجوانب البيئية والاجتماعية فوق متطلبات الإفصاح الإلزامي مما يساعد في الحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات، وينعكس علي تحسين كفاءة سوق الأوراق المالية المصري وأسعار وعوائد الأسهم.

3- اختبار ما إذا كانت المتغيرات التي وجد الباحثون أنها ذات دلالة في تفسير التباين في العائد الرأسمالي للسهم في الدول الأجنبية تنطبق علي الشركات المساهمة المصرية.

خطة الدراسة:

في ضوء العرض السابق يمكن تقسيم خطة الدراسة على النحو التالي:

أولاً: الدراسات السابقة.

ثانياً: مفهوم وأهمية حوكمة الشركات في الفكر المحاسبي.

ثالثاً: مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات في الفكر المحاسبي.

رابعاً: أهمية الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات.

خامساً: النظريات المفسرة للعلاقة بين حوكمة الشركات، الإفصاح الاجتماعي البيئي وعوائد الأسهم.

سادساً: الدراسة الاختبارية.

أولاً: الدراسات السابقة:

يناقش هذا القسم أهم الدراسات التي تناولت دراسة واختبار أثر مستوى الإفصاح عن أبعاد مسؤولية الشركات على عائد السهم لتحليل هذه الدراسات وماتوصلت إليه من نتائج للإستفادة منها في إتمام الدراسة الحالية تعرضها الباحثة على النحو التالي:

(1) الدراسات التي تناولت العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية والبيئية والعائد الرأسمالي للسهم:

- دراسة (Brammer et al., 2005):

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين الأداء الاجتماعي للشركات وعوائد الأسهم، وتم تطبيق الدراسة علي 296 شركة في إنجلترا في عام 2002م، واعتمدت الدراسة علي نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل الأداء الاجتماعي معبراً عنه بعدد البنود البيئية المفصّل عنها إلي إجمالي البنود بالمؤشر، والمتغير التابع عوائد الأسهم معبراً عنها بربحية السهم العادي، مع استخدام حجم الشركة كمتغير ضابط، وقد أشارت نتائج الدراسة إلي وجود علاقة عكسية بين الأداء الاجتماعي للشركات وعائد السهم.

- دراسة (Lean, 2011):

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وعوائد الأسهم بالتطبيق علي عينة من الشركات في يتوان خلال التفرّة من عام 2005 حتى عام 2009، واعتمدت الدراسة علي نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، وقد أشارت نتائج الدراسة إلي وجود علاقة طردية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وعوائد الأسهم.

- دراسة (Balatbat, 2012):

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين درجة الإفصاح الاجتماعي والبيئي والحوكمة، وأداء الشركة، وتم تطبيق الدراسة علي 208 شركة أسترالية في الفترة من 2008م حتي 2010م، واعتمدت الدراسة علي ثلاثة نماذج انحدار متعدد لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل درجة الإفصاح الاجتماعي والبيئي والحوكمة معبراً عنها بعدد البنود الاجتماعية والبيئية والحوكمة المفصّل عنها إلي إجمالي عدد البنود بمؤشر الإفصاح والمتغير التابع أداء الشركة معبراً عنه بالعائد علي حقوق الملكية، العائد علي الأصول، ربحية السهم العادي، العائد الرأسمالي للسهم، توزيعات الأرباح معبراً عنها بتوزيعات الأرباح للسهم، وقد أشارت نتائج الدراسة إلي وجود علاقة طردية غير قوية بين درجة الإفصاح الاجتماعي والبيئي والحوكمة وأداء الشركة ممثلاً في العائد علي حقوق الملكية، العائد علي الأصول، ربحية السهم العادي، عائد السهم، توزيعات الأرباح.

- دراسة (De-Klerk et al., 2015):

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين مستوي الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وأسعار وعوائد الأسهم، وتم تطبيق الدراسة علي 100 شركة من المملكة المتحدة في الفترة من 2007م حتي 2008م، واعتمدت الدراسة علي نموذجي الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل مستوي الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية معبراً عنه بعدد البنود الاجتماعية

المفصح عنها إلى إجمالي البنود بالمؤشر والمتغيرات التابعة أسعار الأسهم معبراً عنها بالسعر السوقي للسهم، عائد السهم معبراً عنه بربحية السهم العادي، مع استخدام حجم الشركة ودرجة الرافعة المالية كمتغيرات ضابطة، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وكل من أسعار وعوائد الأسهم.

– دراسة (Vujicic, 2015):

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية والبيئية للشركات وعائد السهم، وتم تطبيق الدراسة على عينة من الشركات الأمريكية في الفترة من 2002م حتى 2003م، واعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل درجة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والبيئية معبراً عنها بعدد البنود الاجتماعية والبيئية المفصح عنها إلى إجمالي عدد البنود بمؤشر الإفصاح الاجتماعي والبيئي. والمتغير التابع عائد السهم معبراً عنه بربحية السهم العادي، العائد الرأسمالي للسهم مقاساً بـ (سعر السهم للشركة في الفترة – سعر السهم للشركة في الفترة السابقة) ÷ سعر السهم للشركة في الفترة السابقة، مع استخدام نوع الصناعة متغير ضابط، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين درجة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية البيئية وكل من ربحية السهم العادي والعائد الرأسمالي للسهم، بينما لا يوجد تأثير لنوع الصناعة على عائد السهم.

– دراسة (Zhang, 2020):

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وعوائد الأسهم، وتم تطبيق الدراسة على عينة من الشركات الصينية خلال الفترة من عام 2010م حتى عام 2017م، واعتمدت الدراسة على نماذج الانحدار لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، مع استخدام الرفع المالي، حجم الشركة، معدل النمو، درجة المخاطرة المنتظمة Beta كمتغيرات ضابطة، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وعوائد الأسهم.

– دراسة (Tasi and Wu, 2021):

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وأداء الأسهم معبراً عنه بالعائد الرأسمالي للسهم، وتم تطبيق الدراسة على عينة مكونة من 30 شركة أمريكية خلال الفترة من عام 1991م حتى عام 2012م، واعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، وأشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وأداء الأسهم.

(2) الدراسات التي تناولت العلاقة بين الحوكمة والعائد الرأسمالي للسهم:

- دراسة (Bauer et al., 2003):

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين حوكمة الشركات، وكل من عوائد الأسهم، قيمة الشركة، الأداء، وتم تطبيق الدراسة علي عينة من الشركات بالمملكة المتحدة في الفترة من 2000م إلي 2001م، واعتمدت الدراسة علي ثلاثة نماذج انحدار متعدد لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل حوكمة الشركات معبراً عنها كمتغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كانت الشركة مصنفة ضمن الشركات جيدة الحوكمة، (0) بخلاف ذلك. والمتغيرات التابعة، عوائد الأسهم معبراً عنها بربحية السهم العادي، قيمة الشركة معبراً عنها بالقيمة السوقية إلي القيمة الدفترية، الأداء معبراً عنه بالعائد علي حقوق الملكية، وأشارت نتائج الدراسة إلي وجود علاقة طردية بين حوكمة الشركات وكل من عوائد الأسهم، قيمة الشركة، العائد علي حقوق الملكية.

- دراسة (Othman et al., 2010):

استهدفت هذه الدراسة اختبار أثر الملكية الإدارية كأحد آليات حوكمة الشركات على عوائد الأسهم للشركات المدرجة في بورصة ماليزيا، وذلك بالتطبيق على 150 شركة مدرجة في بورصة ماليزيا في عام 2008، واعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، مع استخدام حجم الشركة متغير ضابط، وقد أشارت نتائج الدراسة إلي عدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية وعوائد الأسهم.

- دراسة (Chen et al., 2013):

استهدفت هذه الدراسة اختبار أثر الملكية المؤسسية كأحد آليات حوكمة الشركات على عوائد لأسهم للشركات الصينية، وذلك بالتطبيق على 1458 شركة صينية خلال الفترة من 199م حتى 2008 ، واعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، مع استخدام حجم الشركة، والرافعة المالية كمتغيرات ضابطة، وقد أشارت نتائج الدراسة إلي وجود علاقة بين الملكية المؤسسية وعوائد الأسهم .

- دراسة (Rostami et al., 2016):

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين مكونات حوكمة الشركات وكل من العائد على الأصول وعائد السهم، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من 67 شركة مدرجة في بورصة طهران خلال الفترة من عام 2006م حتى عام 2012م، واعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة

عكسية بين حجم مجلس الإدارة وعوائد الأسهم، بينما توجد علاقة طردية بين كل من (استقلالية مجلس الإدارة، إزدواجية دور المدير التنفيذي، الملكية المؤسسية) وعائد السهم.

- دراسة (Khan, 2019):

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين حوكمة الشركات وعائد السهم حول العالم، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من 338 شركة تنتمي إلى 42 دولة خلال الفترة من عام 2009م حتى عام 2017م، واعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين حوكمة الشركات وعوائد الأسهم.

تحليل نتائج الدراسات السابقة:

- اختلفت الدراسات السابقة من حيث توصيف المتغير المستقل والتعريف الإجرائي له فبعض الدراسات استخدمت واحد أو أكثر من مكونات أبعاد مسؤولية الشركات (الحوكمة والجوانب البيئية والاجتماعية) وهناك دراسات جمعت بينهما في مؤشر واحد، وهناك دراسات قامت بقياس كل مكون منفرداً.

- اعتمدت أغلب هذه الدراسات على أسلوب تحليل محتوى التقارير المالية لقياس مستوي تطبيق قواعد مسؤولية الشركات عن طريق إجمالي عدد البنود المفصّل عنها بالتقرير المالي السنوي إلى إجمالي البنود التي يمكن الإفصاح عنها بالمؤشر، إلا أنها اختلفت فيما بينها من حيث المؤشر الذي اعتمدت عليه كل دراسة، كذلك اختلفت من حيث الإعتماد على المنهج المرجح وغير المرجح للبنود، إلا أن أغلب الدراسات اعتمدت على المنهج غير المرجح.

- تعد هذه الدراسة امتداداً للدراسات السابقة، إلا أنها تختلف عن الدراسات الأجنبية من حيث بيئة التطبيق حيث يصعب تعميم ما توصلت إليه من نتائج في بيئة الأعمال المصرية، لذلك تقوم الدراسة الحالية باختبار المتغيرات التي وجد الباحثون أنها ذات دلالة في تفسير التباين في عوائد الأسهم في الدول الأجنبية وهل تنطبق على الشركات المساهمة المصرية.

- هناك تضارب في بعض نتائج الدراسات السابقة فيما يخص العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، وقد يرجع ذلك إلى بعض العوامل مثل اختلاف كل من فترة التطبيق، وبيئة التطبيق، والتعريفات الإجرائية المستخدمة لنفس المفهوم النظري.

صياغة فرض البحث:

في ضوء الفجوة المتمثلة في اختلاف بيئية تطبيق الدراسة الحالية حيث أن معظم الدراسات كانت دراسات أجنبية يصعب تعميم ما توصلت إليه من نتائج في بيئة الأعمال المصرية بالإضافة

إلى اختلاف فترة التطبيق، وعليه يمكن صياغة فرض الدراسة في صورة فرض العدم على النحو التالي:

لا توجد علاقة بين مستوى الإفصاح عن أبعاد مسؤولية الشركات والعائد الرأسمالي للسهم.

ثانياً: مفهوم وأهمية حوكمة الشركات في الفكر المحاسبي:

أ- مفهوم حوكمة الشركات:

نظراً لتعدد المفاهيم التي قدمتها الإصدارات العلمية والمهنية في الأدب والفكر المحاسبي التي لم تلاقى الإتفاق التام حول ما هي حوكمة الشركات، وفيما يلي عرض بعض المفاهيم في محاولة لاستخلاص مفهوم عام لحوكمة الشركات وذلك على النحو التالي:

حيث تم تعريف الحوكمة وفقاً لدليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بأنها مجموعة من الأسس والمبادئ والنظم التي تحكم العلاقة بين مجلس الإدارة من ناحية وبين ملاك الشركة والأطراف الأخرى المتعاملة معها من ناحية أخرى، بهدف تحقيق أفضل حماية وتوازن بين مصالح تلك الأطراف (الدليل المصري لحوكمة الشركات، ٢٠١٦).

وقد خلصت الباحثة الي أن حوكمة الشركات هي "إطار تنظيمي يمكن من خلاله تحديد أهداف الشركات وسبل تحقيقها وإحكام الرقابة علي أدائها من أجل تضيق دائره الفساد المالي وذلك لتحقيق التوازن بين إداره الشركة من ناحية والمستثمرين وأصحاب المصالح من ناحية أخرى وتعزيز الإفصاح والشفافية.

ب- أهمية حوكمة الشركات:

تظهر أهمية حوكمة الشركات في العديد من النقاط (خليل، 2006؛ سليمان، 2008؛ عفيفي، 2008؛ أبو سالم، 2012) يمكن عرضها على النحو التالي:

- تعتبر حوكمة الشركات أحد الحلول للحد من مشاكل الوكالة حيث أن تطبيقها يقوي من الرقابة الداخلية للشركات ويوفر أساليب رقابية مشددة للشركة للتقليل من انتهازية الإدارة وعدم تماثل المعلومات، مما يعني صعوبة احتفاظ المديرين لبعض المعلومات الخاصة لتحقيق منافعهم الشخصية في ظل وجود بيئة رقابية مشددة، مما يشير إلى شمولية وجودة التقارير المالية، وخلوها من حالات التضليل التي من المحتمل أن تضر بمصالح الأطراف ذات المصلحة.
- تطبيقها يساعد المستثمرين علي تقييم المركز المالي للشركات مما يؤثر علي قراراتهم بشأن الاستثمار في الشركة مما ينعكس علي سعر وعائد أسهم الشركة وبالتالي تدعيم قدرتها التنافسية.

- الحوكمة أحد عوامل تحسين النمو الاقتصادي مما يجذب مصادر تمويل محليه وعالمية تؤدي الي خلق فرص عمل جديدة وتدعم استقرار أسواق المال والأجهزة المصرفية وتخفيض تكلفة رأس المال.

- تخفيض حدوث المشاكل المحاسبية والمالية، وذلك بسبب استخدام آليات وأساليب رقابية تساعد علي الاستخدام الأمثل لموارد الشركة مما يؤدي علي دعم الشركات العاملة بالاقتصاد، وبالتالي الحد من حدوث انهيارات بأسواق المال المحلية والعالمية، مما يساعد علي استقرار أسواق المال.

- تدعيم عنصر الشفافية في كافة معاملات الشركات بالشكل الذي يؤدي الي تجحيم الفساد المالي والإداري وسوء الإدارة، وتجنب حدوث المشاكل المالية والمحاسبية، بما يعمل علي تدعيم واستقرار نشاط الشركات، و الحفاظ علي ثقة المستثمرين والمساهمين فيها بالشكل الذي يسمح لهم علي جذب رؤوس الأموال بسلاسة وكفاءة

- تسهل الحوكمة عملية الرقابة والإشراف علي أداء الشركة من خلال تحديد دور الرقابة الداخلية، وتشكيل اللجان المتخصصة، وتطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح، بالإضافة إلي تدعيم استقلال مراقبي الحسابات عن طريق تحديد مهامهم ومسئولياتهم عند فحص نظام الرقابة الداخلية.

ثالثاً: مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات في الفكر المحاسبي

لا يوجد اتفاق عام حول مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات وبدون أدني شك أن الشركات لها تأثير علي المجتمع الذي تعمل فيه ولذلك يجب عليها أن تقلل من الآثار السلبية الناتجة عن أنشطتها وأن تهتم بمتطلبات أصحاب المصالح (Estanesti, 2013).

- عرفها (Khasharmeh and Desoky, 2013) علي أنها الوسائل التي من خلالها تحسن الشركات صورتها وتحفظ بقدرتها علي الاستمرار وأشار إلي أن الشركات تشارك بأنشطة عديدة منها الحفاظ علي البيئة ورعاية الباحثين وتحسين جوده المنتجات.

- يري (Bedi, 2009) أن المسؤولية الاجتماعية هي تصرف أخلاقي بمعنى أن يكون كل كيان مسؤولي تجاه المجتمع ككل سواء كان هذا الكيان حكومة أو شركة أو فرد.

- عرفها مجلس الأعمال العالمي للتنمية المستدامة بأنها عبارة عن الإلتزام المستمر من قبل الشركات في التصرف بشكل أخلاقي، والمساهمة في تنمية الاقتصاد وتحسين نوعية الظروف المعيشية للقوي العاملة وعائلاتهم وكذلك المجتمع المحلي والمجتمع بشكل عام (WBCSD,1998).

- عرفها (العشماوي، 2009 ، ص: 63) بأنها ثقافة إلتزام أخلاقي بين الشركة والمجتمع تسعى من خلاله الي تقوية الروابط بينها وبين المجتمع بما يعزز مكانتها في أذهان المجتمع والذي ينعكس بدوره علي نجاحها وتحسين أدائها المالي المستقبلي ويحقق التنمية المستدامة للمجتمع.

رابعاً: أهمية الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات

(بركات، 2018 ؛ Ponnun and Bayoud and Kavanage,2012; Bayoud et al.,2012;

Okoth; Khan et al.,2009; Tan, 2005; O'Donovan,2002)

- تحسين سمعة الشركة أمام أصحاب المصالح وتجنب ردود الفعل السالبة تجاه عملياتها، كما يؤدي الي إنترام الموظفين وولائهم ورفع معنوياتهم وكفاءتهم وأيضاً يحسن القدرة علي جذب المستثمرين الأجانب، ويؤدي الي إرضاء العملاء ومن ثم يؤدي الي منافع تجارية بما يحسن أدائها، فضلاً عن أنه يؤدي الي تلبية اهتمامات أصحاب المصالح، ويوضح مساهمة الشركة في أنشطة المسؤولية الاجتماعية.

- قصور مؤشرات الربحية وحدها في تقييم أداء الشركات وظهور مؤشرات جديدة مثل الأداء الاجتماعي والبيئي لتعظيم منفعة المعلومات المحاسبية المقدمة لجميع الفئات، ومن ثم فهو يساعد المستثمرين علي اتخاذ القرارات المناسبة

- لكي تستمر الشركات في النجاح، فيجب أن تعمل علي النحو الذي يجعل سلوكها مقبولاً اجتماعياً.

- رغبة الشركات في الإدراج ضمن المؤشرات الاجتماعية والبيئية المحلية والعالمية مثل المؤشر المصري لمسؤولية الشركات ESG.

- يلعب الإفصاح المحاسبي الاجتماعي من خلال ما ينقله من رسائل للسوق دوراً بارزاً في تخفيض حدة عدم تماثل المعلومات Information Asymmetry بين إدارة المنشأة وأصحاب المصالح الأساسيين وذلك فيما يتعلق بدرجة وفاء المنشأة بمسئوليتها الاجتماعية، ويتم ذلك بهدف توفير المصداقية والقناعة الكافية لدى أصحاب المصالح بأن المنشأة أكثر تميزاً عن غيرها في الوفاء بمسئوليتها الاجتماعية، وهو ما ينعكس إيجابياً على الأداء المالي للشركة ومن ثم على أسعار وعوائد الأسهم للشركة.

- تمكين المنشأة من اقتناص العديد من الفرص الخارجية مثل تحمل تكلفة أقل لرأس المال ، وتحقيق منافع اجتماعية هامة مثل المحافظة علي الصحة العامة للمجتمع.

- تحسين الصورة العامة للشركة وبالتالي تحسين المركز التنافسي وذلك بسبب تخفيض الأثار السلبية البيئية.

- زيادة الحصة السوقية للشركات كنتيجة لتلبيتها إحتياجات معينة للعملاء بمنتجات صديقة للبيئة تلقي قبولاً أكثر من مثيلاتها الغير صديقة للبيئة.

- تقليل الدعاوي القضائية ضد الشركات نتيجة كثرة معدلات تلوث البيئة وتجنب وقوع غرامات مالية علي الشركات من قبل الحكومة نتيجة مخالفتها للقوانين والنظم البيئية.

خامساً: النظريات المفسرة للعلاقة بين حوكمة الشركات، الإفصاح الاجتماعي والبيئي وعوائد الأسهم

- نظرية الوكالة Agency Theory

عرفها (Jensen and Meckling, 1976, p.309) بأنها اتفاق بين الأصيل (الملاك) والوكيل (المديرين) بإدارة الشركة واتخاذ قرارات نيابة عن الأصيل. وقد أدى انفصال الملكية عن الإدارة الي وجود تعارض في المصالح بين الأصيل والوكيل حيث أن كل طرف يسعى الي تعظيم منفعته الذاتية فإنه في حالة تعارض مصالح الإدارة مع الملاك فإن الإدارة تسعى الي تحقيق مصالحها علي حساب مصالح الملاك حيث يتوفر لدي الإدارة معلومات لاتكون متاحة للملاك فيما يعرف بظاهرة عدم تماثل المعلومات بين الأصيل والوكيل. لذلك فإن التطبيق الجيد لحوكمة الشركات يحقق المزيد من الإفصاح الاختياري فوق متطلبات الإفصاح الالزامي حيث أن تطبيقها يقوي من الرقابة الداخلية للشركات ويوفر أساليب رقابية مشددة للشركة للتقليل من انتهازية الإدارة وعدم تماثل المعلومات، مما يساعد المستثمرين علي تقييم المركز المالي للشركات مما يؤثر علي قراراتهم بشأن الاستثمار في الشركة مما ينعكس علي سعر وعائد أسهم الشركة وبالتالي تدعم قدرتها التنافسية (عفيفي، 2008، ص 444).

- نظرية الإشارة Signaling Theory

تقدم نظرية الإشارة حلاً لخفض ظاهرة عدم تماثل المعلومات كأحد المشاكل الرئيسة للوكالة الناتجة عن انفصال الملكية عن الإدارة وتوضح النظرية كيف يمكن تخفيض عدم تماثل المعلومات بواسطة طرف لديه معلومات أكثر يقوم بإرسالها لطرف أو مجموعة من الأطراف الأخرى وذلك في وجود نظام رقابي جيد توفره الحوكمة وفيما يتعلق بالإفصاح الاختياري عن معلومات تفيد المستثمرين أو الأطراف الأخرى فإن هذا يعمل علي تقييم المركز المالي للشركة ومن ثم تحفيزهم لاتخاذ الاقرار بالاستثمار في الشركة بما يترتب عليه زيادة أسعار وعوائد الأسهم (عفيفي، 2008، ص 43-45).

- نظرية العهدة Steward Theory

نظرية اجتماعية تقوم علي افتراض بأن هناك توافق في المصالح بين كافة الأطراف أصحاب المصالح بالمنشأة (إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وأصحاب المصالح الآخرين) لذلك يجب تحفيز و تشجيع الإدارة من خلال تحديد الأهداف لتحقيقها وإدخال تحديات في العمل ويتم هذا من خلال التطبيق الجيد للحوكمة مما يدعم عنصر الشفافية في كافة معاملات الشركات كما أن

تطبيق الحوكمة يعمل علي توفير نظام رقابي وتفعيل مبدأ المسائلة مما يعمل علي الاستخدام الأمثل لعناصر الإنتاج والمحافظة علي أصول الشركة مما يؤثر بالإيجاب علي أسعار وعوائد الأسهم (Christopher, 2010)

- نظرية الشرعية Legitimacy Theory

تبنى هذه النظرية علي وجود علاقة تعاقدية بين الشركة والمجتمع سواء كان صريح أو ضمني ويترتب علي ذلك قيام المنشأة بوظيفتين رئيسيتين هما (وظيفة الإنتاج، ووظيفة التوزيع) إنتاج: أي تقديم منتجات وخدمات مفيدة ومرغوبة للمجتمع، توزيع: أي توزيع العوائد والمكاسب علي المجتمع بعدالة. وتستند إلى أن علي الشركة الاستغلال الأمثل للموارد وتوزيعها علي المجتمع بعدالة، مما يعطي المنشأة قبولاً من جميع الاطراف مما يساعدها علي البقاء والنمو مما يؤثر علي الربحية وبالتالي أسعار وعوائد الأسهم (نوفان، 2010).

- نظرية المساهم (النظرية النيوكلاسيكية)

يشير العالم الأمريكي Milton Friedman إلي أن ممارسة المسؤولية الاجتماعية يكون من خلال القرارات الموجهة لتحسين الربحية، مما يعظم من ربحية المساهمين والذي بدوره يجذب المستثمرين للاستثمار في الشركة مما يؤدي الي زياده أسعار وعوائد الأسهم (زيارة ، 2009).

- نظرية اصحاب المصالح The Stakeholder Theory

تؤكد هذه النظرية إلي أن الهدف الرئيسي للشركات هو تعظيم القيمة لكل شخص أو جماعة تبدي إهتماماً بأعمال الشركة وبالتالي فإنه علي الشركات أن لاتؤخذ في الاعتبار احتياجات المساهمين فقط وإنما هناك مجموعة أخرى لها مصالح من الشركة يجب أن تؤخذ في الإعتبار مثل العاملين، العملاء، الموردين، والمقرضين، البيئة المحيطة والمجتمع ككل مما يضمن ولاء العمال وإخراج أفضل ما لديهم من قدرات مما يؤثر علي الإنتاج والربحية وأسعار وعوائد الأسهم. (Freeman, 1984).

سادساً: الدراسة الاختبارية:

(1) نموذج الدراسة

سوف يتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين مستوي الإفصاح عن أبعاد مسئولية الشركات والعائد الرأسمالي للسهم، وبذلك يمكن صياغة نموذج الانحدار علي النحو التالي:

$$CRit = \beta_0 + \beta_1ESGLit + \beta_2SIZEit + \beta_3LEVit + \beta_4INDit + \varepsilon it$$

حيث:

CRit: العائد الرأسمالي لسهم الشركة (i) خلال الفترة (t)،

β_0 : ثابت الانحدار.

β_1 : معامل انحدار المتغير المستقل.

$\beta_2\beta_4$: معاملات انحدار المتغيرات الضابطة.

ESGL it: مستوي الإفصاح عن أبعاد مسؤولية الشركات (المتغير المستقل).

SIZEit: حجم الشركة (i) في نهاية الفترة (t)،

LEVit: الرفع المالي للشركة (i) في نهاية الفترة (t)،

INDit: نوع الصناعة للشركة (i) خلال الفترة (t)،

εit: الخطأ العشوائي للشركة (i) في الفترة (t).

(2) التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة:

(أ) المتغير التابع:

جدول رقم (1) التعريفات الإجرائية للمتغيرات التابعة

| التعريف الإجرائي للمتغيرات التابعة | المتغيرات التابعة | |
|--|-------------------|------------------------|
| | رمز المتغير | اسم المتغير |
| {(سعر السهم للشركة في الفترة - سعر السهم للشركة في الفترة السابقة) ÷ سعر السهم للشركة في الفترة السابقة} | CRit | العائد الرأسمالي للسهم |

(ب) المتغير المستقل

جدول رقم (2) التعريف الإجرائي للمتغير المستقل

| التعريف الإجرائي للمتغير المستقل | المتغير المستقل | |
|---|-----------------|--|
| | رمز المتغير | اسم المتغير |
| عدد آليات الحوكمة المطبقة والبنود الإجتماعية والبيئية التي أفصحت عنها الشركة إلي إجمالي عدد البنود التي يمكن الإفصاح عنها (إجمالي بنود مؤشر مسؤولية الشركات المرفق) | ESGLit | مستوي الإفصاح عن أبعاد مسؤولية الشركات |

وقد تم الاعتماد علي مؤشر دراسة (Hossain et al., 2006)، والمرفق بالمقترح وذلك بعد تعديله بموجب إضافة بنود حوكمة الشركات وتعديل بعض بنود المؤشر في ضوء ما توصلت إليه الباحثة نتيجة فحص وتحليل محتوى التقارير المالية لعينة من الشركات المصرية.

جدول رقم (3) التعريفات الإجرائية للمتغيرات الضابطة

| التعريف الإجرائي للمتغيرات الضابطة | المتغيرات الضابطة | |
|---|-------------------|--------------|
| | رمز المتغير | اسم المتغير |
| اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة. | SIZE | حجم الشركة |
| نسبة إجمالي الإلتزامات إلى إجمالي الأصول للشركة. | LEV | الرفع المالي |
| متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كانت الشركة صناعية، و(0) بخلاف ذلك | IND | نوع الصناعة |

(3) مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل المجتمع المستهدف تعميم نتائج الدراسة عليه في الشركات غير المالية المقيدة والتي يتم تداول أسهمها في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من عام 2016 م حتي عام 2018م، وتتمثل عينة الدراسة في عينة تتكون من 93 شركة من مجتمع هذه الشركات موزعة علي 15 قطاعاً اقتصادياً غير مالي وذلك بعد استبعاد قطاعي البنوك والخدمات المالية نظراً للطبيعة الخاصة لتقاريرهما المالية، وفيما يلي التوزيع القطاعي لعينة الدراسة كما بالجدول.

(4) مصادر الحصول علي البيانات:

اعتمدت الباحثة علي المصادر التالية لإتمام الدراسة الاختبارية وهي:

- التقرير المالي السنوي للشركة.

- السعر السوقي للسهم.

- نموذج تقرير مجلس الإدارة السنوي للشركة.

(5) حدود الدراسة:

يقصر تطبيق الدراسة الاختبارية علي 93 شركة من الشركات غير المالية المقيدة والتي يتم تداول أسهمها في بورصة الأوراق المالية المصرية والتي تنتمي إلي 15 قطاعاً اقتصادياً غير مالي في الفترة من عام 2016م حتي عام 2018م بعد استبعاد الشركات التي تنتمي إلي قطاعي البنوك والخدمات المالية نظراً للطبيعة الخاصة لتقاريرهما المالية، كذلك الشركات المتوقفة في ممارسة أنشطتها، بالإضافة إلي الشركات التي لم يتوافر لها تقرير مجلس الإدارة.

(6) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

يتناول الجدول رقم (4) بعض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة وذلك علي النحو التالي:

جدول رقم (4) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

| الانحراف المعياري | المتوسط | الحد الأقصى | الحد الأدنى | عدد المشاهدات | متغيرات الدراسة |
|---------------------------|----------|-------------|-------------|---------------|-----------------------------------|
| المتغيرات التابعة: | | | | | |
| 0.697769 | 0.078553 | 3.202099 | 0.915396- | 276 | العائد الرأسمالي |
| المتغير المستقل: | | | | | |
| 0.090786 | 0.263540 | 0.516670 | 0.116670 | 279 | مستوي تطبيق قواعد مسؤولية الشركات |
| المتغيرات الضابطة: | | | | | |
| 1.574395 | 20.51934 | 24.24304 | 17.29805 | 279 | حجم الشركة |
| 0.240968 | 0.440462 | 0.950000 | 0.018000 | 279 | الرفع المالي |
| 0.495758 | 0.569892 | 1.000000 | 0.000000 | 279 | نوع الصناعة |

وبتحليل ما يتضمنه الجدول السابق من إحصاءات وصفية لمتغيرات الدراسة يتضح الآتي:

- تتراوح عدد المشاهدات الخاصة بمتغيرات الدراسة ما بين (276 - 279) مشاهدة لعينة مكونة من 93 شركة مساهمة مصرية تنتمي إلى 15 قطاع إقتصادي غير مالي لسلسلة زمنية مدتها 3 سنوات.

- تشير الإحصاءات الوصفية للمتغيرات التابعة الخاصة بالدراسة الحالية إلى وجود مدى واسع لقيم المتغير التابع العائد الرأسمالي بين (-0.92، 3.2) بمتوسط 0.08 وانحراف معياري 0.70 تقريباً.

- يتضح من عرض الإحصاءات الوصفية للمتغير المستقل الإفصاح عن أبعاد مسؤولية الشركات وجود تفاوت كبير لقيم المتغير على مستوى شركات عينة الدراسة، حيث يتراوح بين (0.12، 0.52) بمتوسط 0.30، وإنحراف معياري 0.091 تقريباً.

- تظهر نتائج الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الضابطة وجود انخفاض في نسبة شركات عينة الدراسة كبيرة الحجم، حيث يتراوح أحجامها بين (17.3، 24.2) بمتوسط 20.5 وانحراف معياري قدره 1.6 تقريباً، كما أن هناك انخفاض في نسبة شركات عينة الدراسة التي ترتفع فيها

نسبة الرفع المالي، حيث تتراوح بين (0.018، 0.950) بمتوسط 0.44 وانحراف معياري قدره 0.24، بينما هناك ارتفاع في نسبة الشركات الصناعية على مستوى شركات عينة الدراسة، حيث بلغت في المتوسط حوالي 0.57 وانحراف معياري قدره 0.50 تقريباً.

(7) نتائج تحليل الانحدار العام:

قامت الباحثة بالتحقق أولاً من مدى وقوع نموذج الانحدار المقدر فأى مشكلة من مشاكل القياس وذلك على النحو التالي:

مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء Autocorrelation:

يقصد بالارتباط الذاتي وجود علاقة ارتباط بين أخطاء نموذج الانحدار المقدر أي عدم استقلال الأخطاء عن بعضها البعض، وتعد مشكلة الارتباط الذاتي من أخطر مشاكل تقدير نماذج الانحدار والتي إذا وقع فيها النموذج لا نستطيع الاعتماد على نتائجه، وقد اعتمد الباحث علي اختبار (Wooldridge) للتحقق من مدى وقوع النماذج في مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء حيث كانت قيمة معنوية الاختبار أكبر من 5% وبناء عليه تبين أنه لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء لنموذج الانحدار المقدر.

مشكلة الأزواج الخطي Multi-Collinearity:

يقصد بالأزواج الخطي وجود ارتباط مؤثر بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض، وقد قامت الباحثة بالتحقق مما إذا كانت درجة الأزواج الخطي في النموذج خطيرة أم لا من خلال قياس معامل التضخم "VIF" فوجد أن جميع قيم معاملات التضخم "VIF" لمتغيرات نموذج الانحدار لم تتجاوز 10، حيث بلغت أقصى قيمة لمعامل التضخم 1.42، وهو ما يعني عدم وقوع النموذج المقدر في مشكلة الأزواج الخطي بين المتغيرات المستقلة والضابطة.

مشكلة عدم اعتدالية الأخطاء العشوائية Normality:

يقصد بعدم اعتدالية الأخطاء العشوائية أن الأخطاء العشوائية لنموذج الانحدار المقدر لا تتبع التوزيع الطبيعي، وفي سبيل التحقق من خلو النموذج من مشكلة عدم اعتدالية الأخطاء العشوائية، فقد تم الاعتماد علي اختبار Shapiro-wilk، واختبار Skewness/Kurtosis، ولوحظ ان الفرض غير متحقق وأن الأخطاء العشوائية لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث كانت قيمة (P-value < 0.5)، وبالتالي فقدت طريقة المربعات الصغرى أهم شرط من شروط استخدامها، ولحل هذه المشكلة قامت الباحثة باستخدام أسلوب Winsorizing لتحويل القيم الشاذة الى أقرب قيم مقبولة ومن ثم اختبارها

باستخدام طريقة المربعات الصغرى كما في دراسة (Veprauskaite and Adams, 2013;)
(Larker et al., 2007)

تم الاعتماد على الإصدار التاسع من برنامج E-views في إجراء التحليل الإحصائي لبيانات
الدراسة، واستخدمت الباحثة طريقة تحليل الانحدار Panel Data بهدف الوصول إلى العلاقة بين
مستوي تطبيق قواعد مسئولية الشركات وأسعار وعوائد الأسهم، وذلك علي النحو التالي:

جدول رقم (5) نتائج تحليل الانحدار العام

| معامل التضخم (VIF) | الدلالة sig (قيمة P) | قيمة t | معاملات الانحدار β | المتغيرات المفسرة |
|-----------------------|-------------------------|---------------------------------------|---|--------------------------------|
| | 0.2334 | 1.194272- | 0.342496- | المقدار الثابت |
| 1.42 | 0.0225 | 2.294719 | 0.801893 | مستوي تطبيق مسئولية الشركات |
| 1.39 | 0.5621 | 0.580514 | 0.009274 | حجم الشركة |
| 1.17 | 0.0608 | 1.882728 | 0.208716 | الرفع المالي |
| 1.18 | 0.5124 | 0.655901 | 0.025558 | نوع الصناعة |
| | | قيمة $F = 7.547178$ | حجم العينة $(N) = 93$ | |
| | | دلالة $F = 0.000009$ | معامل التحديد $(R^2) = 0.100232$ | |
| | | قيمة اختبار $Durbin-Watson = 2.65952$ | معامل التحديد المعدل $(R^2) = 0.086951$ | |

وبتحليل ما يتضمنه الجدول السابق من نتائج يتضح الآتي:

تم إجراء تحليل الانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين مستوى الإفصاح عن أبعاد مسئولية الشركات
والعائد الرأسمالي للسهم وأظهرت النتائج معنوية نموذج الانحدار للعلاقة بين مستوى الإفصاح عن أبعاد
مسئولية الشركات والعائد الرأسمالي للسهم وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F) والتي تعادل
(0.000) وهو ما يشير إلى أن نموذج الانحدار المقدر معنوي عند أقل من 1%.

وقد أشارت نتائج تحليل الانحدار إلى انخفاض القوة التفسيرية لنموذج الانحدار للعلاقة بين مستوى
تطبيق قواعد مسئولية الشركات والعائد الرأسمالي للسهم، حيث بلغت قيمة معامل التحديد 10%، مما
يشير إلى أن المتغيرات المفسرة في نموذج الانحدار تساهم في تفسير 10% من التباين في عوائد أسهم
شركات عينة الدراسة، وهو ما يشير إلى ضرورة إدراج متغيرات تفسيرية أخرى لتفسير أسباب التباين
في العائد الرأسمالي للسهم.

(8) نتائج الدراسة:

وجود علاقة موجبة بين مستوى الإفصاح عن أبعاد مسؤولية الشركات والعائد الرأسمالى للسهم عند مستوى معنوية 5%، وتفسر الباحثة وجود علاقة موجبة حيث يظهر جلياً تأثر العائد الرأسمالى للسهم بصورة طردية مع زيادة درجة تطبيق حوكمة الشركات ومستوى الإفصاح الاجتماعى والبيئى، نظراً لتفعيل الدور الرقابى لحوكمة الشركات فى إحكام سلوك الإدارة والتأثير على القرارات الإدارية وتأثير ذلك بالإيجاب على عائد السهم، فضلاً عن أهمية مستوى الإفصاح والشفافية فى تخفيض ظاهرة عدم تماثل المعلومات وتحسين حركة سيولة الأسهم وعوائدها، بناء عليه يتم رفض فرضية الدراسة القائلة بعدم وجود علاقة بين مستوى الإفصاح عن أبعاد مسؤولية الشركات والعائد الرأسمالى للسهم، وقبول الفرض البديل القائل بمعنوية العلاقة بين مستوى الإفصاح عن أبعاد مسؤولية الشركات والعائد الرأسمالى للسهم.

(9) توصيات الدراسة

- 1- توصى الدراسة بضرورة اهتمام الشركات بالتوسع فى تطبيق آليات حوكمة الشركات نظراً لقدرتها على إحكام الرقابة على السلوك الإنتهازى الذى قد تقوم به الإدارة لتعظيم منفعتها الذاتية على حساب مصلحة كافة الأطراف، فضلاً عن دور هذه الآليات الرقابية فى تبنى منهج التوسع فى الإفصاح والذى يعمل على تخفيض ظاهرة عدم تماثل، ومن ثم تحسين سيولة الأسهم وحجم تداولها وانعكاس ذلك على كفاءة سوق الأوراق المالية وأسعار وعوائد أسهم الشركات المصرية.
- 2- ضرورة الفصل بين منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذى الأول (العضو المنتدب) كما نادى دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات فى مصر والعديد من الدول، حيث أنه من المفترض الرقابة على أنشطة المدير التنفيذى الأول من قبل رئيس مجلس الإدارة. مما يعمل على تفعيل آليات الحوكمة الرقابية المطبقة وانعكاس ذلك على مصلحة كافة الأطراف المتعاملة بالبورصة المصرية.
- 3- أن تولى الشركات اهتمامها بشأن تحقيق التشكيل الأمثل لمجلس الإدارة، بحيث يتضمن مجلس الإدارة من عدد كافى من الأعضاء يسمح توأجدهم بوجود وجهات نظر مختلفة للنقاش لاتخاذ أفضل القرارات الإدارية، كما يجب أن يتضمن مجلس الإدارة أعضاء مستقلين وغير مستقلين من ذوى الخبرات فى مجالات مختلفة من داخل ومن خارج الشركة.
- 4- ضرورة اهتمام المحللين الماليين عند اتخاذ قرار الاستثمار بالشركة بمستوى وجودة الإفصاح عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية والبيئية وآليات حوكمة الشركات الواردة بالقوائم المالية وإيضاحتها

وتقرير مجلس الإدارة السنوي ومدلولاتها المحاسبية أي ما وراء هذه الأرقام، حيث أن أغلب قرارات المستثمرين تعتمد على تنبؤات المحللين الماليين.

(10) الدراسات المستقبلية:

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة الحالية من نتائج، هناك العديد من الأفكار البحثية التي تشكل أساساً لدراسات مستقبلية في بيئة الأعمال المصرية تعرضها الباحثة على النحو التالي:

- اختبار أثر مستوى تطبيق قواعد مسؤولية الشركات على المتغيرات التي لم تختبرها الدراسة الحالية مثل جودة التقارير المالية، الأداء المالي، الأداء التشغيلي، الأداء السوقى، درجة التحفظ المحاسبى، مؤشرات التنبؤ بالتعثر المالي، تنبؤات المحللين الماليين.
- اختبار أثر مستوى تطبيق قواعد مسؤولية الشركات على أسعار وعوائد الأسهم بالتطبيق على شركات القطاع المالي والتي تختلف في طبيعة تقاريرها المالية وسياساتها التمويلية عن مثيلتها في الشركات غير المالية التي تم إجراء الدراسة الحالية عليها.
- اختبار المتغيرات المنظمة للعلاقة بين مستوى تطبيق قواعد مسؤولية الشركات وأسعار وعوائد الأسهم للشركات المساهمة المصرية.
- اختبار أثر مستوى تطبيق قواعد مسؤولية الشركات على أسعار وعوائد الأسهم في شركات قطاع الأعمال العام مقابل شركات قطاع الأعمال الخاص.
- اختبار العوامل المؤثرة على مستوى تطبيق قواعد مسؤولية الشركات مثل جودة المراجعة، هيكل الملكية، إدارة الدخل، درجة المخاطرة المنتظمة، خصائص الشركة.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية:

أبو العز، محمد السعيد، 2013، "تحليل القوائم المالية لأغراض الإستثمار والإئتمان"، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

أبوسالم، سيد سالم محمد، 2012، "العلاقة بين مستوي تطبيق آليات حوكمة الشركات وإدارة الدخل: دراسة اختبارية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

أحمد، محمد عبدالله محمود، 2013، "أثر الإفصاح المحاسبي عن الأداء البيئي والإجتماعي علي القدرة التنافسية للوحدات الاقتصادية"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة بني سويف، العدد الثالث.

الأبجي، كوثر عبد الفتاح، 2010، "محاسبة المسؤولية عن حماية البيئة في ضوء الفكر الإسلامي المعاصر"، مجلة مصر المعاصرة، العدد 497.

الحيزان، أسامة ابن فهد، 2005، "نظام إدارة ومراقبة المنشآت(الحوكمة): حالة هيئة المحاسبة والمراجعة لدول مجلس التعاون لدول الخليج العربي" المؤتمر السنوي العلمي الخامس، حوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدارية والإقتصادية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، الجزء الثاني، 8-10 سبتمبر.

العشماوي، محمد عبدالفتاح، 2009، "إطار محاسبي مقترح لدور المسؤولية الاجتماعية في تقييم الأداء الاستراتيجي للشركات المساهمة المقيدة في بورصة الأوراق المالية (مدخل التوازن بين العائد الاجتماعي والإقتصادي)"، مجلة آفاق جديدة للدراسات التجارية، كلية التجارة جامعة المنوفية، العدد الأول والثاني.

القطار، حسن عبدالحميد؛ مروان، جمال علي سعد، 2014، "المحاسبة والمراجعة البيئية"، بدون ناشر.

المرسي، أحمد ممدوح أحمد، 2009، "نحو مقترح للنظريه الإيجابية في المحاسبة في بيئة الحوكمة: دراسة نظرية تطبيقية، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة بنها.

الهيئة العامة للرقابة المالية، مركز المديرين المصري، ٢٠١٦، دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية. الإصدار الثالث، متاح علي:

<http://www.kantakji.com/media/9434/file1268.pdf>

بركات، خالد سعيد، 2018، "جوانب الإفصاح المحاسبي الاجتماعي وعلاقتها بإدارة الأرباح في الشركات السعودية، *مجلة المحاسبة المصرية*، كلية التجارة، جامعة عين شمس.

خليل، عبد اللطيف محمد، 2006، "إطار مقترح لنطاق مسؤولية المراجع الخارجي في الإلتزام بتطبيق قواعد ومعايير الحوكمة بالشركات المصرية: دراسة تحليلية"، *مجلة البحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الأول.

زيارة، فريد فهمي، 2009، "مدخل معاصر في المحاسبة"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع.

سليمان، محمد مصطفى، 2008، "حوكمة الشركات ودور أعضاء مجالس الإدارة والمديرين التنفيذيين"، *الدار الجامعية*، الاسكندرية.

عامر، غزال عبد العزيز، 2015، "الإقتصاد القياسي وتحليل السلاسل الزمنية"، كلية الدراسات العليا للدراسات الإحصائية، جامعة القاهرة.

عفيفي، هلال عبد الفتاح، 2008، "العلاقة بين تطبيق حوكمة الشركات ومستوي الإفصاح الاختياري في التقارير السنوية: دراسة اختبارية في البيئة المصرية"، *مجلة البحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الأول.

عنانى، محمد عبد السميع، 2011، "التحليل القياسي والإحصائي للعلاقات الإقتصادية: مدخل حديث باستخدام SPSS"، الطبعة الثالثة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

نوفان، محمد حامد، 2010، "القياس المحاسبي لتكاليف أنشطة المسؤولية الاجتماعية والإفصاح عنها في القوائم المالية الختامية"، رسالة دكتوراة غير منشورة، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق.

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية

- Baltagi, B., 2008, "*Econometric Analysis of Panel Data*", John wiley & sons.
- Balatbat, M., 2012, "ESG Scores and its Influence on Firm Performance: Australian Evidence", *Available at: www.ssrn.com*.
- Bauer, R., N. Guenster, and R. Otten, 2003, "Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe: The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance", *Journal of Asset Management*, Vol. 5, No. 2, PP.91-104.
- Bayond, N., M. Kavanagh, and G. Slaughter, 2010, "Corporate Social Responsibility Disclosure and Employee Commitment :Evidence

- from Libya ", *International Journal of Economics* ,Vol . 4, No. 5, PP. 37-50.
- Bayoud, N., and M. Kavanagh, 2012,"Corporate Social Responsibility Disclosure : Evidence from Libyan Managers", *Journal of Business Research*, Vol. 6, No. 5, PP. 73-83.
- Brammer, S., C. Brooks, and S. Pavelin, 2005,"Corporate Social Performance and Stock Returns: UK Evidence from Disaggregate Measures", Available at: www.ssrn.com.
- Cadbury Report, 1992, "Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance", Chaired by sir Adrian Cadbury, London, Gee Publishing.
- Chen, Z., J. Du, D. Li, and R. Ouyang, 2013, "Does foreign institutional ownership increase return volatility? Evidence from China", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 37, No. 2, PP. 660-669.
- De-Klerk, M., C. Devilliers, and C. V. Staden, 2015,"The Influence of Corporate Social Responsibility Disclosure on Share Price", *Pacific Accounting Review*, Vol. 27, No. 2, PP. 208-228.
- Duffy, M., 2004, "*Corporate Governance and Client Investing*", Available at: www.aicpa.org.
- Esanesti, S., 2013,"A Ranking of the corporate Social Responsibility In Public Financial Institutes: A Survey of Two Iranian Public Banks", *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 5, No.5, PP. 217-227.
- Freeman, R., 1984, "*Strategic Management: Astakeholders Approach* ,Pitman Publishing ,Boston.
- Hossain, M., Islam, K. and J. Andrew, 2006, "Corporate Social and Environmental Disclosure in Developing Countries: Evidence from

- Bangladesh", *Pacific Conference on International Accounting Issues*, University of Wollongong.
- Jensen, M. and W. Meckling, 1976, "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economic*, Vol.50, No. 4, PP. 305-360.
- Khan, M., A. Halabi, and M. Samy, 2009, "Corporate Social Responsibility (CSR) Reporting : A Study of Selected Banking Companies in Bangladesh " *Social Responsibility Journal*, Vol .5, No.3, PP. 344-357.
- Khan, M., 2019, Corporate Governance, ESG, and Stock Returns Around the World, *Financial Analysts Journal*, Vol. 75, No. 4, PP.103-123
- Khasharmeh H. A. and A. M. Desoky, 2013, "On-line Corporate Social Responsibility Disclosures: The case of the Gulf Cooperation Council (GCC) Countries", Global", *Review of Accounting and Finance*, Vol. 4, No. 2, PP. 39-64.
- Lean, H. H., 2011, "Corporate Social Responsibilities and Stock Returns: Stochastic Dominance Approach, *African Journal of Business Management*, Vol. 5, No. 4, PP.1277-1285.
- Makni, R., C. Francoeur, and F. Bellavance., 2008, "Causality Between Corporate Social Performance and Financial Performance: From Canadian Firms", *Available at: www.ssrn.com*
- Matten, D., and J. Moon, 2008, "Implicit and Explicit CSR: A Conceptual Framework for A Comparative Understanding of Corporate Social Responsibility", *Available at: www.ssrn.com*.
- O'Donovan, G., 2002, "Environmental Disclosures in the Annual Report: Extending the Applicability and Predictive Power of legitimacy Theory" *Accounting, Auditig & Accountability Journal*, Vol. 15, No.3, PP. 344-371.

- Organization for Economic Co-operation and Development (OECD), 1999, "OECD Principles of Corporate Governance", *Available at: www.oecd.org*.
- Othman, R., R. Arshad C. S. Ahmad, and N. A. A. Hamzah, 2010, "The Impact of Ownership Structure on Stock Returns", *International Conference on Science and Social Research*, Vol. 1, No.2, PP. 217- 221
- Ponnu , C., and M. Okoth , 2009,"Corporate Social Responsibility Disclosure in Kenya: The Nairobi Stock Exchange", *African Journal of Business management* ,Vol .3, No. 10, PP. 601-608.
- Preston, L., E. and D. P. O'Bannon, 1997, "The Corporate Social Financial Performance Relationship: A Typology and Analysis", *Journal of Business and society*, Vol. 36, No. 4, PP. 419-429.
- Rostami, S., Z. Rostami, and S. Kohansal , 2016, "The effect of Corporate Governance Components on Return on Assets and Stock Return of Companies Listed in Tehran stock Exchange", *Economics and Finance*, Vol. 36, No. 16, PP.137-146.
- Tan, L. P., 2005, "Implementing ISO14001:is it Beneficial for Firms in Newly Industrialized Malaysia ?", *Journal of Cleaner Production*, Vol. 13, No. 2, PP. 397-404.
- Tasi, J., and Y. Wu, 2021, "Changes in Corporate Social Responsibility and Stock Performance", *Journal of Business Ethics*, Vol. 174, No. 2, PP. 1 - 21.
- Uwugbe, U., and B. Egbide, 2012, "Corporate Social Responsibility Disclosures in Nigeria: A Study of Listed Financial and Non-Financial Firms", *Journal of Management and Sustainability*, Vol. 2, No.1, PP. 160-169.

- Vujicic, T., 2015, "Corporate Social Responsibility and Stock Returns: Examining US Stock Performance", *Available at: www.ssrn.com*.
- World Business Council of Sustainable Development WBCSD,1998,"*Corporate Social Responsibility*", Geneva :WBCSD publications.
- Zhang, R., and D. Stern, 2007, "Firms' Environmental and Financial Performance: An Empirical Study", *Available at: www.ssrn.com*.
- Zhang, Y., W. Liu, L. Xie, 2020, "The Nonlinear Impact of Corporate Social Responsibility on Stock Returns", *Scientific Research Publishing*, Vol. 10, No. 1, PP.17-39

مؤشر مسؤولية الشركات

يضم (معلومات الحوكمة، المجتمع، العاملين، المنتج، البيئة).

أولاً: معلومات حوكمة الشركات وتتمثل في:

- 1- كبر حجم مجلس الإدارة.
 - 2- تكرار اجتماعات مجلس الإدارة.
 - 3- استقلال غالبية أعضاء مجلس الإدارة.
 - 4- عدم ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول.
 - 5- عضوية العنصر النسائفي لمجلس الإدارة.
 - 6- مراجعة الشركة من قبل أحد مكاتب المراجعة الأربعة الكبار.
 - 7- كبر حجم لجنة المراجعة.
 - 8- تكرار اجتماعات لجنة المراجعة.
- ثانياً: معلومات المجتمع، وتتمثل في:
- 9- المساهمة في إنشاء مشروعات البيئية التحتية.
 - 10- المساهمة في تطوير وتحسين المرافق العامة في الدولة.
 - 11- دعم حالات الكوارث الطبيعية كالزلازل والفيضانات.
 - 12- المساهمة في ظل الأزمات مثل تفشي فيروس كورونا المستجد.
 - 13- تقديم التوعية المجتمعية لصالح لكافة أفراد المجتمع.
 - 14- المساهمة في إنشاء المؤسسات الخيرية ودور رعاية الأيتام وكبار السن.
 - 15- التبرع لصالح المؤسسات الخيرية والمستشفيات ودور رعاية الأيتام وكبار السن.
 - 16- تقديم المنح التعليمية للمتفوقين.
 - 17- المساهمة في إقامة الأنشطة الرياضية والثقافية.
 - 18- توفير فرص عمل مناسبة للمعاقين.
 - 19- تدريب وتوظيف الطلاب فبالأجازة الصيفية.
 - 20- إنشاء النوادي الرياضية والترفيهية.
 - 21- المساهمة في حل المشكلات العامة للمجتمع.
- ثالثاً: معلومات العاملين، وتتمثل في:
- 22- توفير بيانات عن العاملين.
 - 23- تحسين أجور العاملين لمواجهة غلاء المعيشة.
 - 24- المنح المقدمة للعاملين في المناسبات والأعياد.

- 25 إنشاء المدارس ودور الحضانة لأبناء العاملين.
- 26 الأنشطة الترفيهية المقدمة للعاملين وأسرهم.
- 27 الأنشطة الثقافية للعاملين وأسرهم.
- 28 البرامج التدريبية والتعليمية المقدمة للعاملين.
- 29 الرعاية الصحية للعاملين وأسرهم.
- 30 برامج التأمين الخاص للعاملين.
- 31 السلف والقروض الممنوحة للعاملين.
- 32 الوجبات المقدمة للعاملين.
- 33 توفير سكن للعاملين.
- 34 توفير مواصلات لنقل العاملين.
- 35 سياسة تحفيز العاملين.
- 36 سياسة ترقية العاملين.
- 37 نصيب العاملين فى الأرباح.
- رابعاً: معلومات المنتج، وتتمثل فى:
- 38 توفير بيانات عن المنتج.
- 39 توافر المواصفات القياسية لجودة المنتج.
- 40 تعبئة وتغليف المنتج بصورة آمنة للمستخدم.
- 41 توعية المستخدم بالمنتج وطرق استخدامه.
- 42 تطوير المنتجات التى تقدمها المنشأة.
- 43 أنشطة البحوث والتطوير التى يتم إجراؤها على المنتج.
- 44 الإلتزام بتعليمات وشروط السلامة والصحة المهنية.
- 45 الحصول على شهادة الجودة للمنتجات مثل شهادة الأيزو.
- 46 البحوث التسويقية التى تجريها المنشأة على المنتج.
- 47 إضافة منتجات جديدة.
- 48 الاهتمام بشكاوى ومقترحات العملاء.
- 49 خدمات ما بعد البيع المقدمة للعملاء.

خامساً: معلومات البيئة وتتمثل في:

- 50 السياسة البيئية للمنشأة.
- 51 دعم وتطبيق برامج حماية البيئة.
- 52 ابتكار أساليب إنتاج لتخفيض النفايات الضارة بالبيئة.
- 53 الإنفاق على وسائل مكافحة التلوث.
- 54 تخفيض التلوث الناتج عن استخدام المنتج.
- 55 إعادة تدوير المخلفات.
- 56 مكافحة مصادر التلوث البيئي.
- 57 الالتزام بقوانين المحافظة على البيئة.
- 58 برامج حماية البيئة وتجميلها.
- 59 المحافظة على الموارد البيئية.
- 60 استخدام المعدات التي تقلل من انبعاث المخلفات البيئية.

Descriptive Statistics

| | ESGL | CR | LEV | SIZE | IND |
|--------------|----------|-----------|----------|----------|-----------|
| Mean | 0.263540 | 0.078553 | 0.440462 | 20.51934 | 0.569892 |
| Median | 0.233000 | -0.087195 | 0.432000 | 20.53051 | 1.000000 |
| Maximum | 0.516670 | 3.202099 | 0.950000 | 24.24304 | 1.000000 |
| Minimum | 0.116670 | -0.915396 | 0.018000 | 17.29805 | 0.000000 |
| Std. Dev. | 0.090786 | 0.697769 | 0.240968 | 1.574395 | 0.495758 |
| Skewness | 1.029204 | 2.076462 | 0.229126 | 0.070895 | -0.282342 |
| Kurtosis | 3.309417 | 8.644020 | 2.242872 | 2.560691 | 1.079717 |
| Jarque-Bera | 67.15809 | 754.9391 | 12.14020 | 3.302999 | 62.09850 |
| Probability | 0.000000 | 0.000000 | 0.002311 | 0.191762 | 0.000000 |
| Sum | 98.03703 | 28.98611 | 163.8520 | 7633.195 | 212.0000 |
| Sum Sq. Dev. | 3.057803 | 179.1725 | 21.54232 | 919.6053 | 91.18280 |
| Observations | 279 | 276 | 279 | 279 | 279 |

Regression Analysis

Dependent Variable: Returns

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: 03/31/21 Time: 15:33

Sample: 2016 2018

Periods included: 3

Cross-sections included: 93

Total panel (unbalanced) observations: 276

Linear estimation after one-step weighting matrix

White period standard errors & covariance (no d.f. correction)

| Variable | Coefficien t | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|-----------------|-------------------------|-------------------|--------------------|---------------|
| ESGL | 0.801893 | 0.349451 | 2.294719 | 0.0225 |
| SIZEW1 | 0.009274 | 0.015976 | 0.580514 | 0.5621 |
| LEVW1 | 0.208716 | 0.110858 | 1.882728 | 0.0608 |
| IND | 0.025558 | 0.038966 | 0.655901 | 0.5124 |
| C | -0.342496 | 0.286782 | -1.194272 | 0.2334 |

Weighted Statistics

| | |
|------------------------------------|------------------------------------|
| R-squared 0.100232 | Mean dependent var 0.250014 |
| Adjusted R-squared 0.086951 | S.D. dependent var 0.770062 |
| S.E. of regression 0.730794 | Sum squared resid 144.7302 |
| F-statistic 7.547178 | Durbin-Watson stat 2.659521 |
| Prob(F-statistic) 0.000009 | |

Unweighted Statistics

| | |
|-----------------------------------|------------------------------------|
| R-squared 0.004836 | Mean dependent var 0.211701 |
| Sum squared resid 152.0321 | Durbin-Watson stat 3.322693 |
