



مجلة البحوث المحاسبية

[/https://abj.journals.ekb.eg](https://abj.journals.ekb.eg)
كلية التجارة – جامعة طنطا

العدد : الثانى

ديسمبر 2022

أثر كفاءة الاستثمار، استقلال الإدارة والملكية الأجنبية على توزيعات
الأرباح من منظور المؤشر المصري لمسئولية الشركات - دراسة تجريبية

د. عرفات حمدي عبد النعيم على *

مدرس بقسم المحاسبة - كلية التجارة - جامعة بنى سويف

dr.a.hamdy2017@gmail.com

* أستاذ مساعد - جامعة المجمعة - المملكة العربية السعودية

أثر كفاءة الاستثمار، استقلال الادارة والملكية الأجنبية على توزيعات الأرباح من منظور المؤشر المصري لمسئولية الشركات- دراسة تجريبية

ملخص البحث

هدف ومنهج البحث: يهدف البحث بصفة أساسية إلى بيان أثر كفاءة الاستثمار، استقلال الادارة والملكية الأجنبية على كل من إدراج الشركات، الوزن النسبي لمستوى الإفصاح واستمرار بقاء الشركات بالمؤشر المصري لمسئولية الشركات ESG، بالإضافة إلى، قياس انعكاس ذلك على دقة تنبؤات المحللين الماليين مقاسة بتوزيعات الأرباح المتوقعة، وذلك بالاعتماد على تصميم دراسة تجريبية لعينتين إحداهما تشمل الشركات المساهمة المقيدة والمدرجة بالمؤشر المصري ESG خلال الفترة من ٢٠١٣م وحتى ٢٠١٩م، والأخرى تشمل بعض الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية وغير المدرجة بالمؤشر المصري ESG خلال نفس الفترة.

نتائج البحث: توصل البحث إلى عدة نتائج هامة، وجود تأثير معنوي إيجابي لكلاً من كفاءة الاستثمار، استقلال الادارة والملكية الأجنبية على إدراج الشركات، الوزن النسبي لمستوى الإفصاح واستمرار بقاء الشركات بالمؤشر المصري ESG، بالإضافة إلى، وجود تأثير معنوي إيجابي لكفاءة الاستثمار على دقة تنبؤات المحللين الماليين مقاسة بتوزيعات الأرباح المتوقعة بالنسبة للشركات المدرجة في المؤشر المصري ESG بالمقارنة بالشركات الأخرى غير المدرجة بنفس المؤشر. علاوة على ذلك، وجود تأثير معنوي إيجابي لاستقلال الادارة والملكية الأجنبية على دقة تنبؤات المحللين الماليين مقاسة بتوزيعات الأرباح المقترحة، ويلاحظ ازدياد هذا التأثير الإيجابي بالنسبة للشركات المدرجة في المؤشر المصري ESG بالمقارنة بالشركات الأخرى غير المدرجة بنفس المؤشر.

أهمية ومساهمة البحث: يستمد البحث أهميته وإسهاماته من خلال، أولاً: إبراز الدور الهام لكفاءة الاستثمار في تعزيز قدرة الشركات للوفاء بمسؤولياتها البيئية والاجتماعية، وذلك على النقيض من الدراسات السابقة والتي ركزت فقط على التأثير الإيجابي لإدراج الشركات بمؤشر الاستدامة على كفاءة الاستثمار بها. ثانياً، إبراز أهمية سمات مجلس الإدارة وتنوع

هيكمل الملكفة فف اسلفاء الشركة لمفلفباف المؤشر المصرى لمسؤلفة الشركة وزفافة ففرة بقائفها بالمؤشر لففرف مففقفبة. أءفرف؁ ففقفم ءلفل عملف على أهملفة إءراف الشركة فف المؤشر المصرى ESG؁ مسفوى الإفصاف وففرة بقاءها بالمؤشر على فحسفن العلاقة بفن كفاءة الاسفثمار؁ اسفقلال الافارة والملكفة الأفنبفة من فاففة؁ وءقة ففبؤاف المفللفن المالففن بفوزفعااف الأرباف المففوقعة من فاففة أءرف.

الكلمات المففاففة: كفاءة الاسفثمار - فوزفعااف الأرباف - المؤشر المصرى ESG - الملكفة الأفنبفة - اسفقلال الإفارة.

Abstract

Study Objective and Methodology: This study aims mainly to examine the impact of investment efficiency, management independence, and foreign ownership on the inclusion of companies, the relative weight of the disclosure level, and the Companies remain in The Egyptian Index of Corporate Responsibility (ESG), Additionally, measure the impact of this on the accuracy of financial analysts' forecasts as measured by the expected dividend, This is based on the design of a pilot study for two samples, one of which includes companies listed and listed in the Egyptian ESG index during the period from 2013 to 2019, and the other consists of some companies listed on the Egyptian Stock Exchange and not listed in the Egyptian ESG index during the same period.

Study Results: The study finds a significant positive effect of investment efficiency, the management independence, and foreign ownership on the inclusion of companies, the relative weight of the disclosure level, and the Companies remaining in the Egyptian ESG index. In addition, investment efficiency has a significant positive impact on the accuracy of financial analysts' predictions, as measured by the expected dividends for companies listed in the Egyptian ESG index, compared to other companies not listed in the same index. Moreover, there is a significant positive impact of the management independence and foreign ownership on the accuracy of financial analysts' forecasts as measured by the proposed dividends, and it is noted that this positive impact increases for the companies listed in the Egyptian ESG index compared to other companies not listed in the same index.

Study Importance and Contribution: The study derives its importance through, first, highlighting the critical role of investment efficiency in enhancing the companies' ability to fulfill their environmental and social responsibilities, in contrast to previous studies, which focused only on the positive impact of including companies in the sustainability index on their investment efficiency. Second, highlights the importance of the board's features, the ownership diversity in the companies included in the Egyptian ESG index requirements, and the increase of their stay in the index for successive periods. Finally, it provides practical evidence of the importance of including companies in the Egyptian ESG index, the disclosure level and their stay period to improve the relationship between investment efficiency, management independence, and foreign ownership, on the other hand, the accuracy of financial analysts' forecasts of expected dividends.

Keywords: Investment Efficiency - Dividends - Egyptian Index ESG - Foreign Ownership – Management Independence.

١. الإطار العام للبحث

١/١ مقدمة البحث:

أصبحت التنمية المستدامة في الوقت الحاضر هدفاً عالمياً، لذلك بدأت الشركات تسعى إلى تحقيقها بجانب تعظيم الربح في الأجل القصير، كما أصبح هناك دليل عملي على أن المعلومات المفصّل عنها وفقاً لمؤشر الاستدامة ESG عند دمجها مع تحليل معلومات الاستثمار وصنع القرار يمكن أن يعود ذلك بالنفع على المستثمرين في الأجل الطويل (Goyal and Aggarwal, 2014, p92). لذا، بدأ التركيز على معايير التنمية المستدامة، خاصة في ظل توجه المستثمرين للربط بين المعايير المالية والأنشطة غير التقليدية للشركات، كالحفاظ على مستويات أداء بيئي جيد، وإتباعها لمعايير الحوكمة الجيدة، حيث أثبت (Yiwei Li et al, 2018, p61) أن الشركات التي لديها إفصاح جيد بشأن الأنشطة البيئية والاجتماعية تكون أكثر جاذبية للمستثمرين، كما يساعد الإفصاح في تسهيل الحصول على رؤوس الأموال.

وفي سبيل ذلك، قامت البورصة المصرية في ٢٢ مارس ٢٠١٠م بالتعاون مع مركز المديرين المصري ومؤسسة ستاندرد آند بورز ببناء مؤشر S&P/EGX ESG، كما أصدرت في سنة ٢٠١٦م الدليل الاسترشادي لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الاستدامة. وفي هذا الصدد، يتعين التركيز على المحددات الهامة التي تسهم في تلبية الشركات لمتطلبات الإفصاح عن الأنشطة البيئية والاجتماعية والحوكمة وفق المؤشر المصري لمسئولية الشركات (ESG)، بالإضافة إلى، بيان الدور التقييمي الذي يمكن أن تقوم به المعلومات المتعلقة بالأنشطة البيئية والاجتماعية وأداء الحوكمة لتحسين دقة تنبؤات المحللين الماليين لتوزيعات الأرباح المتوقعة.

٢/١ مشكلة البحث:

غالباً ما تسبب مشكلة الاحتفاظ بالأرباح مشكلة الوكالة من النوع الأول (الملاك والإدارة)، حيث تتخذ الإدارة قرار الاحتفاظ بأرباح الشركة لتحقيق المصالح الشخصية لها بدلاً من توزيع الأرباح على الملاك، مما قد يؤدي إلى مصادرة حقوق الملاك. وأيضاً النوع الثاني

(كبار المساهمين وأقلية المساهمين)، حيث يتخذ كبار المساهمين قرار الاحتفاظ بأرباح الشركة لمشاريع مستقبلية محفوفة بالمخاطر بدلاً من توزيع الأرباح على جميع المساهمين، مما قد يؤدي إلى مصادرة حقوق المساهمين الأقلية.

وتعد سياسة توزيع الأرباح للشركات مهمة لعدة أسباب، حيث تعطي إشارات حول استقرارها وفرص النمو للمستثمرين (Samuel et al., 2017, p.104)، كما تسهم في تخفيض تكاليف الوكالة من خلال تخفيض الأموال أو النقدية المحتفظ بها داخلياً، وبالتالي تجنب توجيهها إلى مشاريع غير مربحة من قبل الإدارة، وقد أكدت نتائج بعض الدراسات السابقة على أهمية ونفعية المعلومات المتعلقة بتوزيعات الأرباح، حيث أشارت دراسة (Farooq et al., 2018) إلى أن نسب توزيعات الأرباح المرتفعة تؤدي إلى المزيد من نفعية معلومات الأرباح المفصح عنها خاصة في البلدان ذات بيئة المعلومات الضعيفة نسبياً، كما أن الميل إلى زيادة دفع الأرباح لجذب المستثمرين يؤدي إلى زيادة في أسعار الأسهم.

وعلى الرغم من ذلك، قد لا تعكس الأرقام المرتفعة لتوزيعات الأرباح وأسعار الأسهم بالضرورة الأداء الحقيقي وأرباح الشركات، فقد تسعى الإدارة إلى تقديم أفضل صورة للنتائج المالية للشركة من خلال ممارسات إدارة الأرباح، حيث أظهرت نتائج دراسة (Mohammad, 2019) وجود ارتباط إيجابي كبير بين سياسة توزيع الأرباح وإدارة الأرباح، خاصة عندما يكون من غير المرجح أن تقي الشركات بمستوى الأرباح المتوقع من قبل المستثمرين، حيث يكون من الصعب على المديرين تبرير العائد المرتفع للأسهم في حالة انخفاض الدخل أو تحقيق الخسائر، لذا من المرجح أن يعتمد المديرين على إدارة الأرباح كوسيلة لزيادة الدخل (Ruchi, 2019, p.2)، كما أشارت نتائج دراسة (Wen et al., 2017) إلى أن الشركات قد تستخدم سياسات توزيع الأرباح للتخفيف من مخاوف الوكالة وتحقيق سمعة موثوقة وكذلك تسهيل الوصول إلى الأموال الخارجية.

ومن ناحية أخرى، يمكن النظر إلى توزيعات الأرباح باعتبارها انعكاساً أو مقياساً حقيقياً لأداء وكفاءة الاستثمار بالشركات، هذا بجانب ممارسات الحوكمة الفعالة، حيث أكدت الدراسات السابقة (Guadalupe et al., 2020, Rajput and Jhunjhunwala, 2019)،

(Muhammad, 2018, Chang et al., 2018, Samuel et al., 2017) على أن جودة حوكمة الشركات وسياسة توزيعات الأرباح هما مكملان لبعضهما، حيث تقل احتمالية احتفاظ المديرين بالنقد داخل الشركات خاصة في ظل غياب الاستثمارات ذات صافي القيمة الحالية الإيجابية، وفي هذه الحالة تكمل حوكمة الشركات وسياسة توزيع الأرباح بعضهما البعض. وفي المقابل، أكدت بعض الدراسات السابقة الأخرى (Julian and Aaron, 2018, Debarati et al., 2017, p.3) على أن توزيعات الأرباح تعمل كبديل لضعف حوكمة الشركات، حيث تستخدم الشركات توزيعات الأرباح لمعالجة ضعف ممارسات الحوكمة لديها، ويكون من المتوقع أن تدفع الشركات أرباحاً أكبر من أجل الحفاظ على علاقة جيدة مع المساهمين.

وتعتبر سياسة توزيع الأرباح والإفصاحات الطوعية للمسؤولية الاجتماعية للشركات هي قرارات استراتيجية يتخذها مجلس إدارة شركات لتحقيق التوازن بين مصالح أصحاب المصلحة المتعددين. حيث توصلت دراسة (Rama and Sakthi, 2022) إلى أن إفصاحات المسؤولية الاجتماعية للشركات والأرباح هي وسائل تكميلية لإدارة العلاقات بين أصحاب المصلحة. وفي نفس السياق، أشار (De Villiers et al., 2020) إلى أن المديرين يستخدمون كلاً من الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات والأرباح للإشارة إلى الأداء المستقبلي المستدام، بالإضافة إلى ذلك، تشير النتائج إلى أن هذه العلاقة التكميلية بين الأرباح الموزعة والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات تقدر بشكل خاص من قبل المستثمرين.

وفي هذا الصدد، يمكن أن تلعب الإفصاحات المالية وغير المالية للمسؤولية البيئية والاجتماعية للشركات في تحسين العلاقة بين ممارسات الحوكمة وتوزيعات الأرباح، حيث أكد (Allman and Won, 2021) أن متطلبات الإفصاح غير المالي يمكن أن تسهم في التخفيف من مشاكل الاختيار السلبية للشركات التي تعاني من نقص الاستثمار، وخاصة في أسواق الديون، بطريقة مماثلة للإفصاح عن المعلومات المالية، كما أشارت نتائج دراسة (Matos et al., 2020) إلى أن الشركات الأكثر استدامة تعرض توزيعات أرباح أكثر

استقراراً، مما يعكس توافق أفضل على المدى الطويل بين المساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين بسبب تقاسم الأرباح الأكثر استقراراً، كما تدعم نتيجة دراسة (Adrian et al., 2018) الاعتقاد السائد بأن الشركات التي تشارك بشكل أقوى في أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات يجب أن ترتبط بمدفوعات أرباح أعلى.

ومن هذا المنطلق، يحاول البحث الحالي توفير دليلاً عملياً من البيئة المصرية لقياس مدى تأثير كفاءة الاستثمار، استقلال الإدارة والملكية الأجنبية على دقة تنبؤات المحللين الماليين بشأن توزيعات الأرباح المتوقعة، وذلك في ضوء إدراج الشركات في المؤشر المصري لمسؤولية الشركات، وكذلك مستوى الإفصاح عن الأنشطة البيئية والاجتماعية والحوكمة واستمرار بقاء الشركات بالمؤشر. وفي ضوء ما سبق، يمكن تلخيص مشكلة البحث في محاولة التعرف الإجابة على عدة تساؤلات أهمها:

- ما هو تأثير كفاءة الاستثمار على إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG؟
- ما هو تأثير استقلال الإدارة على إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG؟
- ما هو تأثير الملكية الأجنبية على إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG؟
- ما هو تأثير كفاءة الاستثمار على توزيعات الأرباح في وجود إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG؟
- ما هو تأثير استقلال الإدارة على توزيعات الأرباح في وجود إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG؟
- ما هو تأثير الملكية الأجنبية على توزيعات الأرباح في وجود إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG؟

٣/١ هدف البحث:

- يهدف البحث بصفة أساسية إلى قياس أثر كفاءة الاستثمار استقلال الادارة والملكية الأجنبية على توزيعات الأرباح من خلال المؤشر المصري لمسئولية الشركات، ويمكن اشتقاق الأهداف الفرعية التالية:
- اختبار تأثير تأثير كفاءة الاستثمار على إدراج الشركات، مستوى افصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG.
 - اختبار تأثير استقلال الادارة على إدراج الشركات، مستوى افصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG.
 - اختبار تأثير الملكية الأجنبية على إدراج الشركات، مستوى افصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG.
 - اختبار تأثير كفاءة الاستثمار، استقلال الادارة والملكية الأجنبية على توزيعات الأرباح.
 - اختبار مدى وجود اختلاف في تأثير كفاءة الاستثمار، استقلال الادارة والملكية الأجنبية على توزيعات الأرباح من خلال المؤشر المصري ESG.

٤/١ أهمية ومساهمة البحث:

- إبراز الدور الهام لمدى كفاءة الاستثمار في تعزيز قدرة الشركات في ضمان تنفيذ قدر مناسب من الأنشطة البيئية والاجتماعية لما يتطلب ذلك توفير الموارد اللازمة، وذلك على النقيض من الدراسات السابقة والتي ركزت فقط على التأثير الإيجابي لإدراج الشركات بمؤشر الاستدامة على كفاءة الاستثمار بها.
- إبراز الدور الهام للملكية الأجنبية واستقلال الادارة بشأن استيفاء الشركات لمتطلبات المؤشر المصري لمسئولية الشركات وأيضاً الأوزان النسبية لمستوي الإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية والحوكمة وفترة بقائها بالمؤشر لفترات متعاقبة.
- تقديم الدليل العملي لأغراض التحليل المالي بشأن تأثير كل من إدراج الشركات في مؤشر مسئولية الشركات، وأيضاً مستوى الإفصاح عن أنشطتها البيئية والاجتماعية والحوكمة على

تحسين العلاقة بين كفاءة الاستثمار وتوزيعات الأرباح ، بما ينعكس على تحسين مستوى إدراك أصحاب المصلحة لأهمية ونفعية تلك المعلومات في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

٥/١ منهج البحث:

تعتمد الدراسة العملية للبحث على شقين، حيث يركز الشق الأول على تصميم دراسة تطبيقية لبيان تأثير كلاً من كفاءة الاستثمار، استقلال الإدارة والملكية الأجنبية على كل من إدراج الشركات، مستوى افصاحها واستمرار بقائها بالمؤشر المصري ESG، بينما يركز الشق الثاني على بيان تأثير كفاءة الاستثمار، استقلال الإدارة والملكية الأجنبية على توزيعات الأرباح من خلال إدراج الشركات، مستوى افصاحها وفترة بقائها بالمؤشر المصري ESG، وذلك من خلال تصميم دراسة تجريبية لعينتين إحداهما تشمل الشركات المساهمة المدرجة بالمؤشر المصري ESG خلال الفترة من ٢٠١٣م وحتى ٢٠١٩م، والأخرى تشمل بعض الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية وغير مدرجة بالمؤشر المصري ESG خلال نفس الفترة.

٦/١ حدود البحث:

يخرج عن نطاق البحث بعض أشكال توزيعات الأرباح مثل توزيعات الأرباح العينية وتوزيعات الأرباح فى شكل الأسهم، بالإضافة إلى، دراسة تأثير مستوى الإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي ومدى الالتزام بضوابط وآليات الحوكمة كل منهم بشكل مستقل على توزيعات الأرباح المقترحة، كما يستبعد من مجال التطبيق شركات القطاع العام والتي لا تخضع أسهمها للتداول فى البورصة.

٧/١ خطة البحث:

تحقيقاً لهدف البحث والإجابة على التساؤلات التي يطرحها، سوف يستكمل البحث على

النحو التالي:

٢. الإطار المفاهيمي لتوزيعات الأرباح من منظور مؤشر مسؤولية الشركات.

٣. الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث.

٤. الدراسة العملية.

٥. النتائج والتوصيات ومقترحات لأبحاث مستقبلية.

٢. الإطار المفاهيمي لتوزيعات الأرباح من منظور مؤشر مسؤولية الشركات

١/٢ مفهوم ومحددات توزيعات الأرباح وفقاً للنظريات المحاسبية:

يرى (Marcel and Maria, 2018, p.143) أن سياسة توزيع الأرباح هي محدد دقيق لأداء الشركات، وأنها إحدى آليات السيطرة على السلوك الانتهازي للإدارة، كما تعالج أيضاً مشاكل الوكالة بين المديرين والمستثمرين الخارجيين، ويعد هذا القرار هو وظيفة الإدارة المالية التي تحدد نسبة أرباح الشركة التي يمكن توزيعها على المساهمين كعائد على الاستثمار ونسبة ما سيتم الاحتفاظ بها لإعادة الاستثمار. أو التوسع المستقبلي (Armaya'u and Awaisu, 2017, p.7).

وينظر إلى توزيعات الأرباح من وجهات نظر عديدة، فمن ناحية، تشير نظرية الوكالة إلى أن توزيعات الأرباح تسهم في التخفيف من مشاكل الوكالة من خلال تقليل التدفقات النقدية الحرة المتاحة للمديرين والذي يمكن أن يهدر من خلال توجيهه لمشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة (Charles et al., 2014, p.137)، وتعتمد العلاقة بين الوكالة وسياسة توزيع الأرباح على فرضيتين وهما، فرضية النتيجة، وهي تنص على أن الشركات ذات الحوكمة القوية تدفع أرباحاً أعلى لأن المساهمين الأقلية في مثل هذه الشركات هم أكثر قدرة على إجبار المديرين على التخلص من النقد خارج الشركات، وفي المقابل، تشير الفرضية البديلة إلى أن المديرين في الشركات ذات الحوكمة الضعيفة يدفعون أرباحاً أعلى لتسهيل الحصول على رؤوس الأموال الخارجية (Hamdi, 2015, p.556).

ومن ناحية أخرى، تركز نظرية الإشارات على قيمة ومحتوى المعلومات الخاصة بتوزيعات الأرباح، حيث تشير إلى أن توزيعات أرباح الأسهم تُستخدم كإشارة لنقل المعلومات الداخلية المتاحة للمديرين بالشركات إلى المساهمين، فقد تدفع الشركات أرباحاً على حساب مكاسب رأسمالية للإشارة إلى الأداء المستقبلي للشركة، وفي المقابل، يمكن أن يعكس عدم توزيع أرباح الأسهم إشارة سيئة حول أرباح الشركة على المدى الطويل. وبالتالي، فإن سياسة توزيع الأرباح قد تغير تصورات المستثمرين فيما يتعلق باحتمالات أرباح الشركة المستقبلية (Hamdi, 2015, p.557). وقد يفضل المستثمرين العوائد المستمدة من أرباح الأسهم مقارنة

بمكاسب رأس المال أو بعبارة أخرى يفضل المستثمرون الأرباح في شكل توزيعات بدلاً من المكاسب الرأسمالية المستقبلية غير المؤكدة وفقاً لما يعرف بنظرية عصفور في اليد (Muhammad, 2018, p.64)

وفي نفس السياق، تركز نظرية دورة الحياة على فرص الاستثمار المتاحة للشركة، حيث تقوم الشركات بتغيير أرباح الأسهم مع مرور الوقت استجابة لتطور الفرص المتاحة لها، حيث أنه في السنوات الأولى تكون الفرص الاستثمارية أعلى من رأس المال المولد ذاتياً، لذا من المتوقع أن تدفع الشركات أرباحاً ضئيلة، وفي السنوات اللاحقة تتجاوز الأموال المولدة داخلياً فرص الاستثمار المتاحة، لذا من المتوقع أن تدفع الشركات أرباحاً أعلى من أجل التخفيف من احتمالية إهدار التدفقات النقدية الحرة (Omokhudu and Toluwa, 2018, p.326). وأخيراً، وفقاً لنظرية عدم ملائمة التوزيعات، لا ترتبط قيمة الشركة أو تعظيم ثروة المساهمين بالقرارات المتعلقة بإجراء توزيعات أرباح من عدمه، حيث تفسر توزيعات الأرباح بالرغبة في توصيل المعلومات إلى المساهمين أو تلبية الطلب على توزيعات الأرباح (Omokhudu and Toluwa, 2018, p.327).

وتوجد العديد من العوامل الهامة والمؤثرة على قرارات توزيعات الأرباح، حيث يرى (Marcel and Maria, 2018, p.143) أن قرارات توزيعات الأرباح تتأثر بقيود التمويل، خيارات الاستثمار، حجم الشركة، توقعات المساهمين، والمتطلبات التنظيمية وغيرها، حيث أن توزيعات الأرباح لا تعكس الأداء المالي الحالي للشركة فحسب، ولكنها تعد أيضاً مؤشراً للأداء المستقبلي للشركات. كما يرى (Kent and Erhan, 2019) أن فرص النمو، انخفاض الأرباح وتكلفة رأس المال هي الأسباب الرئيسية التي تدفع الشركات إلى عدم إجراء توزيعات أرباح، ويرى أيضاً (Muhammad et al., 2018, p.63) أن الأرباح المحتجزة، فرص الاستثمار، السيولة، أسعار الأسهم، هيكل المساهمين، إمكانية الوصول إلى المصادر الخارجية للأموال والاحتياجات الرأسمالية المستقبلية هي ضمن المحددات الأساسية لسياسة توزيعات الأرباح.

٢/٢ أهمية ومنفعة توزيعات الأرباح من منظور الأداء المالي والأداء الحوكمي للشركات: يرى (Ronny et al., 2018, p.1250) أن توزيعات الأرباح تعد إحدى الطرق لتخفيض تكلفة الوكالة، حيث يقلل توزيعات الأرباح من الأموال الداخلية المحتفظ بها، وبالتالي تقليل مصادر التمويل الداخلي، مما يدفع المديرين نحو السعي إلى تحسين أداء الشركات لزيادة فرص الحصول على رأس المال الخارجي، وبالتالي تحقيق المواءمة بين مصالح كلاً من المساهمين والمديرين.

حيث تحاول الشركات تخفيف مشاكل الوكالة بين المساهمين والمديرين من خلال هيكل وتكوين مجلس الإدارة، باعتباره أحد العناصر الأساسية لحوكمة الشركات، حيث يفترض أنه يمتلك معلومات حول السياسات المالية للشركة، لذلك يمكنه التأثير على قرار توزيعات الأرباح، (Debasis and Inder, 2018, p.111). كما أن الشركات التي تتسم بتركز الملكية تعتبر أكثر عرضة لتوزيعات أرباح أعلى (Fuxiu et al., 2020).

وتعتمد الإدارة على المعلومات غير المتكافئة للتلاعب بالمعلومات المحاسبية المتعلقة بالأداء الاقتصادي للشركة أو للتأثير على النتائج المالية لتحقيق المكاسب الشخصية، و لضمان تحسين القيمة الملائمة لتوزيعات الأرباح وعدم جعلها مجالاً لممارسات إدارة الأرباح، يجب أن ترتبط توزيعات الأرباح بمستوى الأداء الحقيقي للشركات، وفي هذا الصدد، تعتبر كفاءة الاستثمار أحد مؤشرات الأداء المالي للشركات، حيث تعتبر ضرورية لمستخدمي المعلومات المالية، وذلك لتقييم بعض الأنشطة الإدارية، وتتضمن العديد من العناصر المهمة التي تؤثر على الأداء المستقبلي للشركة. وفي سياق ذلك، أظهرت نتائج دراسة (Lenny and Robert, 2019) وجود علاقة معنوية بين الأداء المالي وسياسة توزيع الأرباح للشركات، مما يعني أنه مع تحسن ربحية الشركات فإن ذلك ينعكس على زيادة توزيعات الأرباح النقدية.

وفي نفس السياق، يمكن القول بأن مؤشر مسؤولية الشركات يوفر العديد من المعلومات لمختلف الأطراف المعنية (أصحاب المصلحة وخاصة المستثمرين) بشأن أداء الحوكمة والأنشطة البيئية والاجتماعية التي تمارسها الشركات، مما يساهم في بناء توقعات وتنبؤات المحللين الماليين بشأن الأداء المالي المستقبلي وتوزيعات أرباح الشركات، حيث

يعتمد إدراج الشركات في المؤشر المصري لمسئولية الشركات على مدى استيفاءها مجالين أساسيين* وهما، الحوكمة، وهي تمثل ١٢٧ مؤشراً يقيس الممارسات المتعلقة بالحوكمة، المؤشرات البيئية والمسئولية الاجتماعية، وهي تمثل ٧٠ مؤشراً يقيس الممارسات المتعلقة بالأنشطة البيئية والمسئولية الاجتماعية.

وبالنظر إلى العلاقة بين ممارسات المسئولية الاجتماعية للشركات وتوزيعات الأرباح، يرى (Adrian et al., 2018) أن هناك اتجاهان في هذا الصدد، حيث يشير الاتجاه الأول إلى أنه من المرجح أن تدفع الشركات أرباحاً أقل باعتبار أن أنشطة المسئولية الاجتماعية للشركات تقلل من تكلفة حقوق الملكية، وهذا من منطلق البعد الأخلاقي للمسئولية الاجتماعية والذي يركز على حماية المستثمرين من خلال تحسين مستوي الإفصاح وتقديم معلومات ذات شفافية وموثوقية عالية (بشاي، ٢٠٢١م)، بالإضافة إلى أن قيام الشركات بمثل تلك الأنشطة يستلزم توفير الموارد اللازمة، مما يشجع الشركات على الاستثمار في تلك الأنشطة من خلال الاحتفاظ بالنقدية أو السيولة بدلاً من إجراء توزيعات الأرباح (حسن، ٢٠٢١م). كذلك أظهرت نتائج دراسة (Abubakr and Farah, 2021) أن إفصاحات المسئولية الاجتماعية للشركات لها تأثير سلبي على مدفوعات أرباح الشركات.

بينما يشير الاتجاه الثاني إلى أن أنشطة المسئولية الاجتماعية للشركات تشجع على زيادة مدفوعات الأرباح للمساهمين، وهو ما أكدته (Samet and Jarboui, 2017)، ويمكن إرجاع ذلك إلى التأثير الهام والإيجابي بين المسئولية الاجتماعية والأداء المالي للشركات، وهو ما أكدته (الحناوي، ٢٠٢٠م)، حيث تعتبر أنشطة المسئولية الاجتماعية للشركات بمثابة مشاريع ذات قيمة عالية موجبة، وذلك من خلال تركيز اهتمامها على تحسين الوضع الداخلي للشركات مثل التنوع وعلاقات الموظفين وجودة المنتج، مما يعزز من انتماء الموظفين ويقود لتحسين الإنتاجية.

* لمزيد من التفاصيل يرجع إلى: (البورصة المصرية، منهجية مؤشر S&P EGX ESG للبورصة المصرية، (S&P/EGX ESG: Index Methodology, 2015, p5):

٣. الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث

١/٣ تأثير كفاءة الاستثمار على إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها
بالمؤشر المصري لمسئولية الشركات ESG:

أثبتت نتيجة دراسة (Carlos and Paulo, 2019) وجود ارتباطاً إيجابياً قوياً ذو دلالة إحصائية بين الأداء الاقتصادي للشركات مقياساً بالكفاءة وأداء المسؤولية الاجتماعية للشركات، كما أشار (Allman and Won, 2021) إلى أن كفاءة الاستثمار ترتبط بمستويات الإفصاح عن الأنشطة البيئية والاجتماعية، وأثبتت أيضاً نتيجة دراسة (Lin et al., 2021) وجود علاقة بين كفاءة الاستثمار والمشاركة العالية في المسؤولية الاجتماعية للشركات، وذلك باستخدام عينة من أكثر من ٣٠٠٠ شركة أمريكية مع ١٤٣٧٥ ملاحظة خلال الفترة من عام ١٩٩٦م وحتى عام ٢٠١٦م.

وفي نفس السياق، باستخدام عينة مكونة من ٢١٠٣٠ ملاحظة سنة شركة أمريكية تمثل أكثر من ٣٠٠٠ شركة فردية خلال الفترة من عام ١٩٩٨م وحتى عام ٢٠١٢م، فحصت دراسة (Benlemlih and Bitar, 2018) العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) وكفاءة الاستثمار، وخلصت النتائج إلى وجود أدلة قوية على أن المشاركة العالية في المسؤولية الاجتماعية للشركات ترتبط بتخفيض عدم كفاءة الاستثمار، علاوة على ذلك، تشير النتائج إلى أن مجالات المسؤولية الاجتماعية التي ترتبط ارتباطاً مباشراً بأصحاب المصلحة الأساسيين في الشركات (مثل علاقات الموظفين، وخصائص المنتج، والبيئة، والتنوع) أكثر صلة بالحد من عدم كفاءة الاستثمار مقارنة بتلك المتعلقة بأصحاب المصلحة الثانويين (مثل حقوق الإنسان والمجتمع). كما تسلط النتائج الضوء على الدور المهم الذي تلعبه المسؤولية الاجتماعية للشركات في تشكيل السلوك الاستثماري للشركات وكفاءتها.

كما توصلت نتائج دراسة (Khediri, 2021) إلى وجود ارتباطاً إيجابياً بين درجة المسؤولية الاجتماعية للشركات وكفاءة الاستثمار، كما يزداد هذا الارتباط إحصائياً واقتصادياً في البلدان التي تتمتع بحماية أقوى للمستثمرين. كما أوضحت نتيجة دراسة (Lee, 2020)

ارتباط المسؤولية الاجتماعية للشركات بانخفاض عدم كفاءة الاستثمار للشركات التايوانية ذات الحوكمة القوية، على العكس بالنسبة للشركات ذات الحوكمة الضعيفة. **ووفقاً لنتائج الدراسات السابقة، يمكن اشتقاق الفرض البحثي التالي:** يوجد تأثير معنوي لكفاءة الاستثمار على إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري لمسئولية الشركات ESG. **٢/٣ تأثير استقلال الادارة على إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري لمسئولية الشركات ESG:**

تسهم خصائص مجلس الإدارة دوراً هاماً في توجيه وترشيد سلوك الشركات بشأن مسؤولياتها تجاه مجموعات المصالح المختلفة، حيث تضمن استقلالية مجلس الإدارة تحقيق قدر أكبر من الرقابة والمتابعة. وفي هذا السياق، تناولت العديد من الدراسات السابقة استقلالية وتنوع مجلس الإدارة ومدى تأثيرها على الممارسات البيئية والاجتماعية والحوكمة وفقاً لمؤشر ESG، حيث توصلت دراسة (مليجي، ٢٠١٥م) إلى وجود تأثير معنوي إيجابي لاستقلال أعضاء مجلس الإدارة على مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، كما أثبتت نتيجة دراسة (Aman and Suhaily, 2018) وجود ارتباط إيجابي ومعنوي بين مستوى إفصاح الشركات عن الممارسات البيئية والاجتماعية واستقلال أعضاء مجلس إدارتها. وفي نفس السياق، أشارت نتيجة دراسة (Aminu and Muhammad, 2015) إلى ضرورة الحفاظ على نسبة عالية للمديرين المستقلين (غير التنفيذيين) في مجلس الإدارة، بما يضمن تحقيق الشركات المزيد من الإفصاح المحاسبي خاصة فيما يتعلق بالمسؤولية الاجتماعية. **ووفقاً لنتائج الدراسات السابقة، يمكن اشتقاق الفرض البحثي التالي:** يوجد تأثير معنوي لاستقلال الادارة على إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري لمسئولية الشركات ESG.

٣/٣ تأثير الملكية الأجنبية على إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري لمسئولية الشركات ESG:

باستخدام عينة مكونة من ١٤٣ شركة أندونيسية خلال الفترة من عام ٢٠١٢م وحتى عام ٢٠١٤م، أثبتت نتيجة دراسة (Soetedjo et al., 2018) أن للملكية الأجنبية

تأثير إيجابي هام على الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، حيث تدفع الملكية الأجنبية الشركات إلى الإفصاح عن المزيد من الأنشطة الاجتماعية لاكتساب الشرعية العامة ولضمان استقرار الشركة على المدى الطويل، خاصة أنه بالنسبة للمستثمرين الأجانب، تعتبر المسؤولية الاجتماعية للشركات قضية مهمة يجب الكشف عنها بالتقرير السنوي.

بالإضافة إلى ذلك، وجدت دراسة (Zhe et al., 2021) أن الشركات التي لديها المستثمرين الأجانب تكون أكثر امتثالاً لإرشادات المبادرة العالمية لإعداد التقارير (GRI)، علاوة على ذلك، أظهرت نتائج دراسة (Tokas and Kartik, 2020) أن الملكية الأجنبية مرتبطة بإنفاق أعلى على المسؤولية الاجتماعية مقارنة بالملكية المحلية. وباستخدام بيانات عينة مكونة من ٤٢ شركة مصرية أكثر نشاطاً خلال الفترة من عام ٢٠٠٧م وحتى عام ٢٠٠٩م، تشير نتائج دراسة (Soliman et al., 2012) إلى وجود علاقة إيجابية كبيرة بين استيفاء وتصنيف الشركات وفقاً للمسؤولية الاجتماعية والملكية الأجنبية وهي تتفق مع نتيجة دراسة (Guo and Zheng, 2021)، في حين كشفت نتائج دراسة (Fitri et al., 2017) أن الملكية الأجنبية ترتبط بشكل سلبي بالمسؤولية الاجتماعية. **ووفقاً لنتائج الدراسات السابقة، يمكن اشتقاق الفرض البحثي التالي:** يوجد تأثير معنوي للملكية المؤسسية والملكية الأجنبية على إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري لمسؤولية الشركات ESG.

٤/٣ تأثير كفاءة الاستثمار على توزيعات الأرباح من خلال المؤشر المصري لمسؤولية الشركات ESG:

تعتبر مدفوعات الأرباح أكثر أهمية بسبب تضارب المصالح المتزايد بين المديرين والمستثمرين، حيث أن زيادة تضارب المصالح ومشاكل الوكالة تؤدي إلى الإفراط في الاستثمار وأحياناً نقص الاستثمار، وقد تناولت العديد من الدراسات السابقة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وكفاءة الاستثمار، وفي سياق ذلك، أظهرت نتائج دراسة (saeed and raana, 2018) وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين سياسة توزيع الأرباح وكفاءة الاستثمار، كما تم تخفيض توزيعات الأرباح وفقاً لنقص أو الإفراط في الاستثمار، وتوصلت أيضاً نتيجة دراسة (Chan et al., 2016) إلى وجود ارتباط إيجابي بين نقص الاستثمار وسياسة توزيعات الأرباح، وهي تتفق مع نتيجة دراسة (Raymond et al., 2021)، كما

استنتجت دراسة (kanakriyah, 2020) أن سياسة توزيع الأرباح تفسر الكثير من الأداء المالي للشركات.

ومن ناحية أخرى، تشير نتائج الانحدار لدراسة (Sheikh et al., 2021) إلى أنه كلما زاد عدد أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات والتزاماتها، كلما قل الميل إلى دفع أرباح الأسهم من قبل الشركات، كما أشارت النتائج التجريبية لدراسة (Hyunmin and Sambock, 2021) إلى وجود ارتباط إيجابي بين الإدارة المستدامة للشركات (CSM) وسياسة توزيع الأرباح.

علاوة على ذلك، كشفت نتائج دراسة (Benlemlih, 2019) أن الشركات ذات المسؤولية الاجتماعية العالية تدفع أرباحاً أكثر من الشركات ذات المسؤولية الاجتماعية المنخفضة، بمعنى آخر، تكون توزيعات الأرباح أكثر استقراراً في الشركات ذات المسؤولية الاجتماعية المرتفعة، وفي نفس السياق، أكد (مليجي، ٢٠٢٠م) أن سياسة توزيعات الأرباح ترتبط بعلاقة موجبة وذلك دلالة معنوية بالمسؤولية الاجتماعية، وذلك لعينة مكونة من (٨٦) شركة مساهمة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية ضمن مؤشر (EGX 100) خلال الفترة من عام ٢٠١٤م حتى عام ٢٠١٨م.

كما توصل (سليم، ٢٠٢٠م) بالاعتماد على عينة الدراسة من ٥١ شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية والتي صنفت ضمن المؤشر المصري لمسؤولية الشركات في الفترة من ٢٠١٣م حتى ٢٠١٧م إلى وجود علاقة معنوية إيجابية بين المسؤولية الاجتماعية وتوزيعات الأرباح، كما تشير النتائج إلى وجود علاقة معنوية إيجابية بين الأداء المالي وتوزيعات الأرباح، بينما تظهر النتائج وجود تأثير تفاعلي معنوي سلبي بين الأداء المالي والمسؤولية الاجتماعية على توزيعات الأرباح. **ووفقاً لنتائج الدراسات السابقة، يمكن اشتقاق الفرض البحثي التالي:** يوجد تأثير معنوي لكفاءة الاستثمار على توزيعات الأرباح من خلال المؤشر المصري لمسؤولية الشركات ESG.

٥/٣ تأثير استقلال الادارة على توزيعات الأرباح من خلال المؤشر المصرى لمسئولية الشركات ESG:

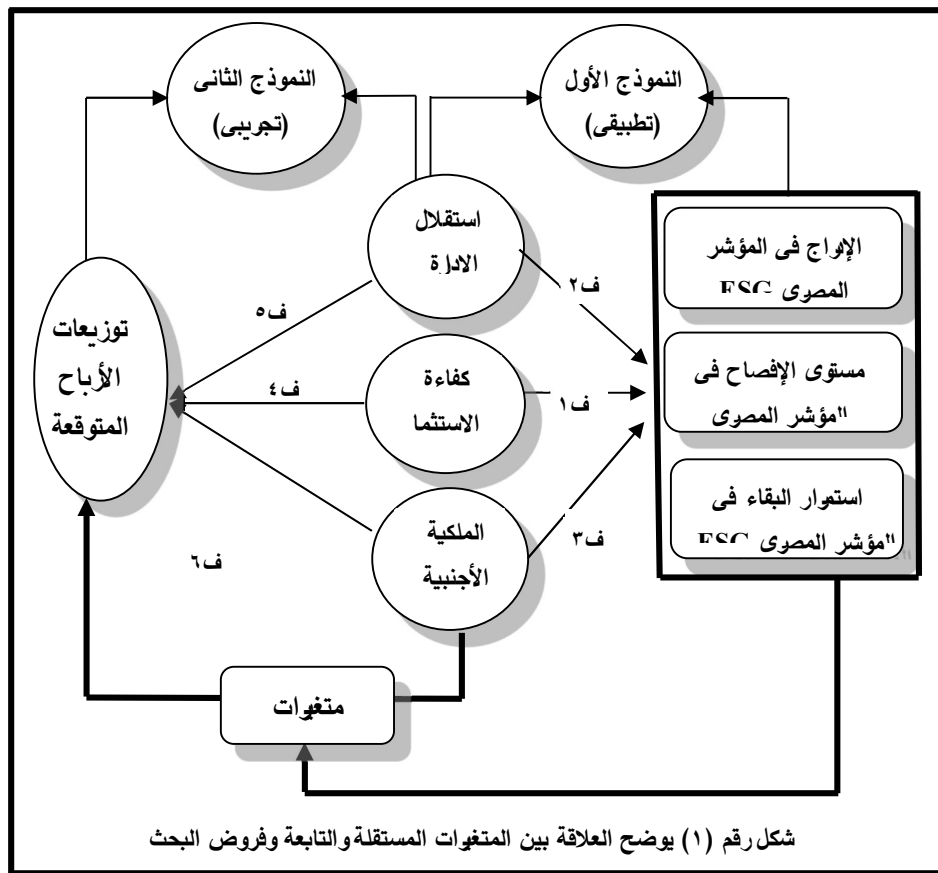
أظهرت نتائج دراسة (Ronny et al., 2018) وجود علاقة معنوية إيجابية بين استقلال مجلس الإدارة وسياسة توزيعات الأرباح، كما أشارت نتيجة دراسة (Rajput and Jhunjhunwala, 2019) إلى وجود علاقة معنوية إيجابية بين استقلال مجلس الإدارة وحجم توزيعات الأرباح باعتبارها أحد المحددات المهمة لقرار دفع أرباح الأسهم، بما يوحي أنه من المرجح أن المزيد من المديرين المستقلين وغير التنفيذيين في مجلس الإدارة ينتج عنه المزيد من توزيعات الأرباح، كما أظهرت نتائج دراسة (Adjaoud and Hermassi, 2017) أن توزيعات أرباح الأسهم تأثرت بشكل كبير باستقلالية أعضاء المجلس، كما تتوافق النتائج مع فكرة أن سياسة توزيع الأرباح هي أداة يستخدمها المديرين للتخفيف من تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة ولحماية المساهمين، وهي تتفق مع نتيجة دراسة (Anthonia, 2018). **ووفقاً لنتائج الدراسات السابقة، يمكن اشتقاق الفرض البحثي التالي:** يوجد تأثير معنوى لاستقلال الادارة على توزيعات الأرباح من خلال المؤشر المصرى لمسئولية الشركات ESG.

٦/٣ تأثير الملكية الأجنبية على توزيعات الأرباح من خلال المؤشر المصرى لمسئولية الشركات ESG:

كشفت نتائج بعض الدراسات السابقة أن المستثمرين الأجانب يحسنون بالفعل ميل الشركات إلى دفع أرباح للأسهم، وفي هذا السياق، أظهرت نتائج دراسة (Zyguła, 2017) أنه مع زيادة حصة المستثمر الأجنبي في ملكية الشركات، فإن احتمال دفع أرباح الأسهم من قبل الشركات يتزايد بشكل كبير. كما لاحظ (Al-dulemy, 2019) وجود تأثير قوي لهيكل الملكية على سياسة توزيع الأرباح، حيث تميل الشركات ذات التركيز الأجنبي إلى دفع أرباح نقدية، علاوة على ذلك، من المرجح أن تدفع الشركات التي لديها فرص نمو أرباح للأسهم. وأوضحت أيضاً نتائج دراسة (Chiang and Lai, 2015) أن الملكية الأجنبية تلعب دوراً مهماً ومحفزاً لقرار توزيع الأرباح.

وفي المقابل، تظهر النتائج التجريبية لدراسة (Al-Najjar and Kilincarslan, 2016) أن الملكية الأجنبية مرتبطة باحتمالية أقل لدفع أرباح الأسهم، بمعنى آخر، تقلل زيادة ملكية المستثمرين الأجانب من الحاجة إلى دفع أرباح الأسهم في السوق التركية، كما كشفت نتائج دراسة (Pagaria and Prasad, 2020) عن عدم وجود علاقة هامة بين نمط هيكل الملكية وإعلان توزيعات الأرباح. ووفقاً لنتائج الدراسات السابقة، يمكن اشتقاق الفرض البحثي التالي: يوجد تأثير معنوي للملكية الأجنبية على توزيعات الأرباح من خلال المؤشر المصري لمسئولية الشركات ESG.

ويوضح الشكل التالي المتغيرات المستقلة والتابعة والفروض والعلاقات فيما بينها:



٤. الدراسة العملية

١/٤ منهجية ومتغيرات الدراسة العملية:

تعتمد منهجية الدراسة العملية على تقسيمها إلى نموذجين رياضيين وهما:
النموذج الأول: العلاقة بين كفاءة الاستثمار، استقلال الإدارة والملكية الأجنبية من ناحية، وإدراج الشركات، مستوى افصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري لمسئولية الشركات ESG من ناحية أخرى:

اعتمد الباحث على صياغة نموذج انحدار متعدد المتغيرات لاختبار العلاقة بين

المتغيرات الخاصة بفروض النموذج الأول للدراسة، وذلك على النحو التالي:

$$ESGIND_{i,t} = \beta 0 + \beta 1 INVEFFE_{i,t-1} + \beta 2 FSIZE_{i,t} + \beta 3 LEV_{i,t} + \beta 4 BVA_{i,t} + \beta 5 OCF_{i,t} + \beta 6 SEGE_{i,t} + E_t \quad (1/1)$$

وفيما يلي وصفاً لمتغيرات النموذج والتعريف الإجرائي لها:

$ESGIND_{i,t}$: يعكس مدى إدراج الشركة (i) في مؤشر ESG خلال الفترة (t) (متغير تابع)، ويتم قياسه باعتباره متغير وهمي يأخذ (١) في حالة إدراج الشركة في مؤشر مسؤولية الشركات أو (صفر) في حالة عدم الإدراج (عمر، ٢٠١٦م، Khediri, 2021).

$INVEFFE_{i,t-1}$: يعكس كفاءة الاستثمار للشركة (i) خلال الفترة (t-1) (متغير مستقل)، ووفقاً لـ (Mali and Lim, 2021) يجب التمييز بين نوعين من الكفاءة، أولاً، الكفاءة النسبية التي يتم حسابها من خلال قيمة الإنتاج (المبيعات) مقسوماً على الموارد (التي يوفرها مقدمي رأس المال) والتي تخضع مباشرة لسيطرة الإدارة. ثانياً، الكفاءة المطلقة التي يتم حسابها بقسمة المبيعات على إجمالي الأصول (وهي ما تم القياس عليها في هذا البحث) وفقاً لدراسة (Allman and Won, 2021, Lin et al., 2021, Khediri, 2021).

$F_SIZE_{i,t}$: يعكس حجم الأصول للشركة (i) في نهاية الفترة (t) (متغير رقابي)، ويقاس من خلال حساب اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام.

$LEV_{i,t}$: يعكس درجة الرافعة المالية للشركة (i) خلال الفترة (t) (متغير رقابي)، وتقاس بإجمالي الالتزامات للشركة (i) مقسوماً على إجمالي الأصول في نهاية الفترة (t).

$BVA_{i,t}$: يعكس القيمة الدفترية للسهم للشركة (i) خلال الفترة (t) (متغير رقابي).

$OCF_{i,t}$: يعكس صافي التدفق النقدي التشغيلي للشركة (i) خلال الفترة (t) (متغير رقابي).
 $SEGE_{i,t}$: يعكس نوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة (i) خلال الفترة (t) (متغير رقابي).
 E_t : يعكس الخطأ العشوائي للمتغير التابع.

$$ESGDISCL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INVEFFE_{i,t-1} + \beta_2 FSIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 BVA_{i,t} + \beta_5 OCF_{i,t} + \beta_6 SEGE_{i,t} + E_t \quad (1/2)$$

حيث أن: $ESGDISCL_{i,t}$ يعكس مستوى إفصاح الشركة (i) المدرجة في مؤشر ESG خلال الفترة (t) عن الممارسات البيئية والاجتماعية والحوكمة (متغير تابع)، ويتم قياسه من خلال اعطاء درجات أو أوزان نسبية تتراوح بين صفر وحتى ٣٠ وذلك وفقاً لترتيب الشركات في المؤشر كما أكدته (Xu, 2018).

$$ESGCC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INVEFFE_{i,t-1} + \beta_2 FSIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 BVA_{i,t} + \beta_5 OCF_{i,t} + \beta_6 SEGE_{i,t} + E_t \quad (1/3)$$

حيث أن: $ESGCC_{i,t}$ يعكس فترة بقاء الشركة (i) في مؤشر ESG خلال الفترة (t) (متغير تابع)، ويتم قياسه باعتباره متغير وهمي يأخذ (١) في حالة إدراج الشركة في المؤشر بالسنة الأولى خلال فترة الدراسة، ويأخذ (٢) في حالة استمرار الشركة في المؤشر بالسنة الثانية، ويأخذ (٣) في حالة استمرار الشركة في المؤشر بالسنة الثالثة، ويأخذ (٤) في حالة استمرار الشركة في المؤشر بالسنة الرابعة، ويأخذ (٥) في حالة استمرار الشركة في المؤشر بالسنة الخامسة، ويأخذ (٦) في حالة استمرار الشركة في المؤشر بالسنة السادسة، ويأخذ (٧) في حالة استمرار الشركة في المؤشر بالسنة السابعة، أو (صفر) في حالة عدم الإستمرار في السنة اللاحقة.

$$ESGIND_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BIND_{i,t-1} + \beta_2 FSIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 BVA_{i,t} + \beta_5 OCF_{i,t} + \beta_6 SEGE_{i,t} + E_t \quad (2/1)$$

حيث يعكس $BIND_{i,t-1}$ استقلال مجلس الإدارة للشركة (i) خلال الفترة (t-1) (متغير مستقل)، ويقاس من خلال نسبة عدد الأعضاء المستقلين إلى إجمالي عدد أعضاء المجلس (مليجي، ٢٠١٥م، Aman and Suhaily, 2018, Aminu and Muhammad, 2015)

$$ESGDISCL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BIND_{i,t-1} + \beta_2 FSIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 BVA_{i,t} + \beta_5 OCF_{i,t} + \beta_6 SEGE_{i,t} + E_t \quad (2/2)$$

$$ESGCC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BIND_{i,t-1} + \beta_2 FSIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 BVA_{i,t} + \beta_5 OCF_{i,t} + \beta_6 SEGE_{i,t} + E_t \quad (2/3)$$

$$ESGIND_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FOROW_{i,t-1} + \beta_2 FSIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 BVA_{i,t} + \beta_5 OCF_{i,t} + \beta_6 SEGE_{i,t} + E_t \quad (3/1)$$

حيث يعكس $FOROW_{i,t-1}$ نسبة الأسهم المملوكة بواسطة الأشخاص أو المؤسسات الأجنبية للشركة (i) في نهاية الفترة (t-1) (متغير مستقل) (Guo and Zheng, 2021, Zhe et al., 2021, Tokas and Kartik, 2020)

$$ESGDISCL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FOROW_{i,t-1} + \beta_2 FSIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 BVA_{i,t} + \beta_5 OCF_{i,t} + \beta_6 SEGE_{i,t} + E_t \quad (3/2)$$

$$ESGCC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FOROW_{i,t-1} + \beta_2 FSIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 BVA_{i,t} + \beta_5 OCF_{i,t} + \beta_6 SEGE_{i,t} + E_t \quad (3/3)$$

النموذج الثاني: الدور التقييمي لكفاءة الاستثمار، استقلال الإدارة والملكية الأجنبية تجاه توزيعات الأرباح من منظور المؤشر المصري لمسئولية الشركات ESG:

اعتمد الباحث على صياغة نموذج انحدار متعدد المتغيرات لاختبار العلاقة بين

المتغيرات الخاصة بفروض النموذج الثاني للدراسة، وذلك على النحو التالي:

$$DP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INVEFFE_{i,t-1} + \beta_2 ESGIND_{i,t-1} * ESGDISCL_{i,t-1} * ESGCC_{i,t-1} + \beta_3 FSIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 BVA_{i,t} + \beta_6 OCF_{i,t} + E_t \quad (4)$$

حيث أن: $DP_{i,t}$ يعكس نصيب السهم العادي من توزيعات الأرباح النقدية، ووفقاً لـ (Hyunmin and Sambock, 2021, Benlemlih, 2019, Adjaoud and Hermassi, 2017) يحسب من خلال قسمة الأرباح النقدية الموزعة على متوسط عدد الأسهم العادية للشركة (i) خلال الفترة (t)، $ESGIND_{i,t-1} * ESGDISCL_{i,t-1} * ESGCC_{i,t-1}$ يعكس إدراج الشركات بالمؤشر المصري ESG مرجحاً بمستوى إفصاحها واستمرار بقاءها لفترات متتالية.

$$DP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BIND_{i,t-1} + \beta_2 ESGIND_{i,t-1} * ESGDISCL_{i,t-1} * ESGCC_{i,t-1} + \beta_3 FSIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 BVA_{i,t} + \beta_6 OCF_{i,t} + E_t \quad (5)$$

$$DP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FOROW_{i,t-1} + \beta_2 ESGIND_{i,t-1} * ESGDISCL_{i,t-1} * ESGCC_{i,t-1} + \beta_3 FSIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 BVA_{i,t} + \beta_6 OCF_{i,t} + E_t \quad (6)$$

٢/٤ عينة الدراسة ومصادر جمع البيانات:

تحقيقاً لهدف البحث، تم اختيار عينتين أحدهما تشمل الشركات المساهمة المدرجة في المؤشر المصري ESG خلال الفترة من ٢٠١٣م وحتى ٢٠١٩م، وتم تتبع تلك الشركات وتحديد مدى استمراريته في المؤشر خلال تلك الفترة، وقد بلغ حجم العينة ٤٤ شركة بإجمالي عدد مشاهدات ٣٠٨ مشاهدة (٧*٤٤)، وتشمل العينة الأخرى الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية وقد بلغت ٥٣ شركة بإجمالي عدد مشاهدات ٣٧١ مشاهدة (٧*٥٣)، وقد روعي في اختيار مفرداتها العينة توافر الشروط التالية، ألا تكون مدرجة في مؤشر الإستدامة المصري ESG خلال عام ٢٠١٣م وحتى ٢٠١٩م، أن تكون مدرجة في البورصة المصرية خلال سنوات الدراسة، انتهاء السنة المالية للشركات في ١٢/٣١ من كل عام، توافر القوائم المالية والمعلومات الكافية لها خلال سنوات الدراسة، ألا تكون ضمن شركات القطاع العام والتي لا تخضع أسهمها للتداول في بورصة الأوراق المالية. ويوضح الجدول التالي عدد الشركات داخل عينتي الدراسة والقطاعات التي تنتمي لها:

جدول رقم (١) عدد الشركات المستخدمة في الدراسة والقطاعات التي تنتمي لها

عينة الشركات غير مدرجة بـ ESG		عينة الشركات المدرجة بـ ESG		القطاع
النسبة %	عدد الشركات	النسبة %	عدد الشركات	
١٨,٨%	١٠	١١,٤%	٥	العقارات
٩,٤%	٥	٩,١%	٤	التشييد ومواد البناء
-	-	٤,٥%	٢	كيماويات
٢٠,٧%	١١	١٨,٢%	٨	خدمات مالية باستثناء البنوك
١,٩%	١	٢,٣%	١	تكنولوجيا
١,٩%	١	٤,٥%	٢	اتصالات
٣,٨%	٢	٦,٨%	٣	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
١٥,٢%	٨	٢,٣%	١	سياحة وترفيه
١,٩%	١	٢,٣%	١	منتجات منزلية وشخصية
١,٩%	١	٢٧,٣%	١٢	موارد أساسية

أغذية ومشروبات	٣	٦,٨%	٩	١٦,٩%
أدوية	-	-	٣	٥,٧%
البنوك	١	٢,٣%	-	-
غاز وبتروول	١	٢,٣%	١	١,٩%
الاجمالي	٤٤	١٠٠%	٥٣	١٠٠%
إجمالي عدد المشاهدات	٣٠٨ (٧*٤٤)		٣٧١ (٧*٥٣)	

وقد اعتمد الباحث في الحصول على كافة البيانات اللازمة لاختبار فروض الدراسة الحالية في الفترة من ٢٠١٣م وحتى ٢٠١٩م على موقع مباشر للبورصة المصرية (www.mubasher.com) وذلك للحصول على تقرير مجلس الإدارة والقوائم المالية لشركات عينتي الدراسة، بالإضافة إلى المواقع الالكترونية لشركات عينتي الدراسة، وأيضاً الموقع الرسمي للمركز المصري لمسئولية الشركات (www.ecrc.org.eg) وذلك للحصول على بيان بالشركات المدرجة في مؤشر مسئولية الشركات والوزن النسبي لتلك الشركات.

٣/٤ اختبار صلاحية بيانات الدراسة:

تم عمل اختبار *Multicollinearity Test* للتأكد من عدم وجود ازدواج أو تعدد خطي بين المتغيرات المستقلة للدراسة، حيث تم حساب معامل تضخم التباين *Variance Inflation Factor (VIF)* لكل متغير من المتغيرات المستقلة، ويمكن توضيح النتائج من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (٢) معامل (VIF) لمتغيرات نموذجي الدراسة

$DP_{i,t}$			$ESG_{i,t}$									المتغيرات المستقلة
(6)	(5)	(4)	(3) ^c			(2) ^b			(1) ^a			
VIF	VIF	VIF	VIF	VIF	VIF	VIF	VIF	VIF	VIF	VIF	VIF	
To.	To.	To.	To.	To.	To.	To.	To.	To.	To.	To.	To.	
		1.014			1.005			1.315			1.315	$INVEFFE_{i,t-1}$
		.986			.995			.761			.761	
	1.083			1.185			1.185			1.113		$BIND_{i,t-1}$
	.923			.844			.844			.898		
1.130			7.559			7.559			7.411			$FOROW_{i,t-1}$
.885			.139			.139			.145			
2.825	2.835	2.845	3.222	1.684	3.303	3.222	1.684	3.357	3.222	3.296	3.357	$F_SIZE_{i,t}$
.345	.333	.332	.310	.594	.303	.310	.594	.298	.310	.303	.298	
2.867	2.885	2.890	1.797	2.738	1.802	1.797	2.738	2.245	1.797	1.856	2.245	$LEV_{i,t}$
.339	.330	.327	.556	.365	.555	.556	.365	.445	.556	.539	.445	
2.604	2.630	2.742	1.732	1.416	1.745	1.732	1.416	1.745	1.732	1.722	1.745	$BVA_{i,t}$
.384	.385	.365	.577	.706	.573	.577	.706	.573	.577	.581	.573	
1.202	1.191	1.199	1.540	1.446	1.596	1.540	1.446	1.598	1.540	1.539	1.598	$OCF_{i,t}$
.832	.840	.834	.650	.692	.627	.650	.692	.626	.650	.650	.626	

			1.203	1.306	1.255	1.203	1.306	1.258	1.203	1.258	1.258	$SEGM_{i,t}$
			.832	.766	.797	.832	.766	.795	.832	.795	.795	
1.183	1.104	1.104										$ESGIND_{i,t-1}^*$
.845	.906	.906										$ESGDISCL_{i,t-1}^*$
												$ESGCC_{i,t-1}^*$

*dependent Variable ($ESGIND_{i,t}$)^bdependent Variable ($ESGDISCL_{i,t}$)^cdependent Variable ($ESGCC_{i,t}$)

يتضح من الجدول رقم (٢) أن قيمة (VIF) أقل من ١٠ وتقترب من الصفر، لذا

فإنه يمكن الحكم بعدم وجود ازدواج خطي بين المتغيرات المستقلة للدراسة.

٤/٤ الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

تم إجراء الإحصاء الوصفي لهذه المتغيرات، وكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (٣) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

Descriptive Statistics					Variables
Std. Dev.	Mean	Max	Min	N	
Depend Variables					
2.4098	7.75927	2.619309	0	611	$DP_{i,t}$
Independ Variables					
.454	.29	1	0	643	$ESGIND_{i,t-1}$
1.734	3.2	7	1	643	$ESGDISCL_{i,t-1}$
.01677	.0085183	.1796806	.0000	644	$ESGCC_{i,t-1}$
5,8729	-19.071.9	8,647016	-3,84946	520	$INVEFFE_{i,t-1}$
.17275	.2509036	.80000	.00000	612	$BIND_{i,t-1}$
6.0186	.6269949	.863	.00	613	$FOROW_{i,t-1}$
Control Variables					
2.4419	8.013363	3.424611	1.00	618	$F_SIZE_{i,t}$
2.0297	5.49419	3.0811	-8.094	618	$LEV_{i,t}$
78.351	18.2735	998.09	.01	615	$BVA_{i,t}$
2,8336	4,64738	4,2310	-7,399	609	$OCF_{i,t}$
3.307	6.08	16	1	644	$SEGE_{i,t}$

- الإحصاء الوصفي للمتغيرات التابعة: بلغ متوسط الأرباح الموزعة ($DP_{i,t}$) (7.75927) وبانحراف معياري قدره (2.4098)، كما بلغت أقل قيمة (0) وأعلى قيمة (2.6193)، ويدل صغر الانحراف المعياري على تركيز شركات العينة.

- الإحصاء الوصفي للمتغيرات المستقلة: تراوحت فترة بقاء الشركات في المؤشر $ESGIND_{i,t}$ بين أقل فترة بقاء (1) وأعلى فترة بقاء (7) وبمتوسط حسابي (3.2) وبانحراف معياري (1.734)، ويدل صغر الانحراف المعياري على تركيز شركات العينة حول المتوسط الحسابي، كما بلغ متوسط الوزن النسبي لإفصاح الشركات في المؤشر $ESGCC_{i,t-1}$ (0.0085183).

وبانحراف معياري (0.0167)، وبلغ أيضاً المتوسط الحسابي لكفاءة الاستثمار $INVEFFE_{i,t}$ (-19.071.91) وبانحراف معياري (5,8729)، وبأقل قيمة (-3,84946) وأعلى قيمة (8,647016)، بينما تتراوح نسبة استقلال أعضاء مجلس الإدارة $BIND_{i,t-1}$ بين أقل قيمة (0) وأعلى قيمة (8). وبمتوسط حسابي قدره (250903). بانحراف معياري قدره (1.1727)، ويدل صغر الانحراف المعياري على تركيز شركات العينة حول المتوسط الحسابي، وأيضاً تمتع شركات العينة باستقلالية مجلس الإدارة يكون في حدود 25% فقط، كذلك بلغت أقل نسبة للملكية الأجنبية $FOROW_{i,t-1}$ (0) وأعلى قيمة (863). وبانحراف معياري قدره (6.0186).

-الإحصاء الوصفي للمتغيرات الرقابية: يتراوح حجم الشركة " F_SIZE_{it} " بين (1.00، 3.4246) تم قياسها باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة، وبانحراف معياري (2.4419)، ويدل صغر الانحراف على تركيز شركات العينة حول المتوسط الحسابي، بينما بلغ متوسط معدل الرافعة المالية " $LEV_{i,t}$ " (5.4941) وبانحراف (2.0297)، ويدل صغر الانحراف المعياري على تركيز شركات العينة حول المتوسط الحسابي، في حين بلغ متوسط القيمة الدفترية للسهم " $BVA_{i,t}$ " (18.2735) وبانحراف معياري (78.3514)، كما بلغ متوسط التدفقات النقدية التشغيلية " $OCF_{i,t}$ " (4,6473) وبانحراف معياري قدره (2,8336) ويدل صغر الانحراف على تركيز شركات العينة حول المتوسط الحسابي.

٤/٥ اختبار فروق المتوسطات الحسابية لمتغيرات الدراسة:

- تم عمل اختبار (t) لتحديد مدى وجود فروق بين المتوسطات الحسابية لمتغيرات الدراسة على مستوى عينتي الدراسة، وكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (٤) نتائج اختبار (t) لتحديد مدى وجود فروق بين المتوسطات الحسابية لمتغيرات

الدراسة على مستوى عينتي الدراسة

المتغيرات	المستوى	Mean	t-value	Sig.	N	F	Sig.
$DP_{i,t}$	^A $DP_{i,t}$	6.73000	-5.150	.000	229	57.432	.000
	^B $DP_{i,t}$	1.41278	-4.278	.000	382		
$INVEFFE_{i,t-1}$	^A $INVEFFE_{i,t-1}$	4.07588	6.962	.000	236	78.176	.000
	^B $INVEFFE_{i,t-1}$	1.09868	5.983	.000	381		
$BIND_{i,t-1}$	^A $BIND_{i,t-1}$	.321025	8.428	.000	237	.012	.911
	^B $BIND_{i,t-1}$	.206587	8.456	.000	375		
$FOROW_{i,t-1}$	^A $FOROW_{i,t-1}$	1.34850	2.365	.018	237	16.420	.000
	^B $FOROW_{i,t-1}$	.172215	1.878	.062	376		

^A قيمة المتغير المستقل لعينة الشركات المدرجة في المؤشر المصري لمسئولية الشركات.

^B قيمة المتغير المستقل لعينة الشركات غير المدرجة في المؤشر المصري لمسئولية الشركات.

- بالنظر إلى نتائج الجدول أعلاه، يلاحظ أن الشركات المدرجة في المؤشر المصري لمسئولية الشركات تجرى توزيعات أرباح نقدية أعلى مقارنة بالشركات غير المدرجة في المؤشر المصري لمسئولية الشركات وذلك عند مستوى معنوية أقل من 0.001، كما ترتفع كفاءة الاستثمار في الشركات المدرجة في المؤشر المصري لمسئولية الشركات مقارنة بالشركات غير المدرجة في المؤشر المصري لمسئولية الشركات وذلك عند مستوى معنوية أقل من 0.001، كذلك يتبين تمتع أعضاء مجلس الإدارة للشركات المدرجة في المؤشر المصري لمسئولية الشركات بنسبة استقلال أعلى مقارنة بالشركات غير المدرجة في المؤشر المصري لمسئولية الشركات، هذا بالإضافة إلى ارتفاع نسبة الملكية الأجنبية في الشركات المدرجة في المؤشر المصري لمسئولية الشركات.

٦/٤ اختبار استقلالية متغيرات الدراسة:

تم إجراء اختبار كاي تربيع *Chi-Square Tests* لقياس مدى وجود استقلالية بين متغيرات الدراسة، وكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (٥) نتائج قياس مدى وجود استقلالية بين متغيرات الدراسة

<i>dependent variable=DP_{i,t}</i>			المتغير المستقل
التعليق	Chi-Square T.		
	Sig.	Value	
معنوى (المتغيران غير مستقلان)	.000	1.3704	<i>INVEFFE_{i,t-1}</i>
معنوى (المتغيران غير مستقلان)	.000	1.8405	<i>BIND_{i,t-1}</i>
معنوى (المتغيران غير مستقلان)	.000	2.4674	<i>FOROW_{i,t-1}</i>
معنوى (المتغيران غير مستقلان)	.000	2.2902	<i>ESGIND_{i,t-1}*</i> <i>ESGDISCL_{i,t-1}*ESGCC_{i,t-1}</i>

- بالنظر إلى نتائج الجدول أعلاه، يلاحظ أن مستوى الدلالة المحسوبة للعلاقات بين المتغيرات أقل من 0.001، لهذا نرفض الفرضية البديلة القائلة بوجود استقلال بين المتغيرات، مما يعنى وجود علاقة بين المتغيرات، وبالتالي يستدعى الأمر قياس مستوى أو درجة تلك العلاقات وكذلك اتجاهها.

٧/٤ تحليل نتائج اختبار فروض الدراسة:

- تحليل نتائج اختبار الفرض الأول:

تم عمل اختبار بيرسون لقياس مستوى العلاقة بين كفاءة الاستثمار وكلاً من إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG، وكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (٦) معاملات الارتباط لقياس العلاقة بين كفاءة الاستثمار وكلاً من إدراج الشركات، مستوى

إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG

بيان	$ESGIND_{i,t}$	$ESGDISCL_{i,t}$	$ESGCC_{i,t}$	$INVEFFE_{i,t-1}$	$F SIZE_{i,t}$	$F LEV_{i,t}$	$S_BVA_{i,t}$	$OCF_{i,t}$	$SEGE_{i,t}$
$ESGIND_{i,t}$	1								
$ESGDISCL_{i,t}$		1							
$ESGCC_{i,t}$			1						
$INVEFFE_{i,t-1}$				1					
$F SIZE_{i,t}$					1				
$F LEV_{i,t}$						1			
$S_BVA_{i,t}$							1		
$OCF_{i,t}$								1	
$SEGE_{i,t}$									1

يتضح من الجدول أعلاه، قوة الارتباط بين متغيرات دراسة، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط بين كفاءة الاستثمار $INVEFFE_{i,t-1}$ وكلاً من إدراج الشركات $ESGIND_{i,t}$ ، مستوى إفصاحها $ESGDISCL_{i,t}$ واستمرار بقاءها بالمؤشر $ESGCC_{i,t}$ من ناحية أخرى (0.081، 0.119، 0.083) عند مستوى معنوية أقل من (0.05، 0.01، 0.05) على الترتيب، مما يعني أن الشركات التي تتمتع بكفاءة استثمار عالية تحظى بمستويات عالية للممارسات البيئية والاجتماعية، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Allman and Won, 2021, Khediri, 2021, Lee, 2020).

وفي ضوء نتائج مصفوفة الارتباط السابقة، تم عمل تحليل انحدار خطي متعدد لتحديد مدى تأثير كفاءة الاستثمار على إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG، وكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (٧) نتائج تحليل الانحدار لتحديد مدى تأثير كفاءة الاستثمار على إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG

$ESGCC_{i,t}$		$ESGDISCL_{i,t}$		$ESGIND_{i,t}$		المتغيرات المستقلة
T-stat.	Coeff.	T-stat.	Coeff.	T-stat.	Coeff.	
-0.755	-8.529	-3.267**	-8.487	-2.658**	-1.340	Constant
1.889*	3.9689	3.840***	8.9271	3.715***	1.6761	$INVEFFE_{i,t-1}$
.823	2.7041	.388	2.7001	1.862	2.5161	$F SIZE_{i,t}$
1.512*	1.797	3.997***	1.114	4.016***	.217	$LEV_{i,t}$
-1.270	-.014	-.879	-.002	-.397	.000	$BVA_{i,t}$
2.464*	4.4771	.775	2.9621	.344	2.5511	$OCF_{i,t}$
2.159*	.560	4.242***	.231	2.603*	.028	$SEGM_{i,t}$
4.261**		7.213***		4.359***		F-stat.
.391		.483		.394		R
.153		.234		.156		R^2

*دالة عند مستوى معنوية أقل من 0.05، **دالة عند مستوى معنوية أقل من 0.01، ***دالة عند مستوى معنوية أقل من 0.001

وفقاً للجدول أعلاه، يتضح أن قيمة F.test بلغت (4.359) عند مستوى معنوية أقل من 0.001، مما يعنى وجود تأثير معنوي لكفاءة الاستثمار (كمتغير مستقل) وحجم الشركة، درجة الرافعة المالية، القيمة الدفترية للسهم، صافي التدفق النقدي التشغيلي ونوع القطاع (كمتغيرات رقابية) ككل على المتغير التابع وهو إدراج الشركات في مؤشر ESG، كما بلغ R^2 (0.156)، مما يعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 15.6% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، وهذه النتيجة تتفق مع نتائج دراسة (Carlos and Paulo, 2019, Allman and Won, 2021, Lee, 2020)، حيث يوجد تأثير معنوي موجب لكل من كفاءة الاستثمار ودرجة الرافعة المالية عند مستوى معنوية أقل من 0.001، كما يوجد تأثير معنوي موجب لنوع القطاع عند مستوى معنوية أقل من 0.05.

يضاف لذلك، يوجد تأثير معنوي لكفاءة الاستثمار (كمتغير مستقل) وحجم الشركة، درجة الرافعة المالية، القيمة الدفترية للسهم، صافي التدفق النقدي التشغيلي ونوع القطاع (كمتغيرات رقابية) ككل على المتغير التابع وهو مستوى إفصاح الشركات في مؤشر ESG، حيث بلغت قيمة F.test بلغت (7.213) عند مستوى معنوية أقل من 0.001، كذلك بلغ R^2 (23.4) مما يعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 23.4% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، كما بلغ R (48.3) مما يعنى أن معامل الارتباط بين جميع المتغيرات 48.3%.

علاوة على ذلك، يوجد تأثير معنوي لكفاءة الاستثمار (كمتغير مستقل) وحجم الشركة، درجة الرافعة المالية، القيمة الدفترية للسهم، صافي التدفق النقدي التشغيلي ونوع القطاع (كمتغيرات رقابية) ككل على المتغير التابع وهو استمرار بقاء الشركات بمؤشر ESG، حيث تفسر المتغيرات المستقلة والرقابية 15.3% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، كما بلغ معامل الارتباط بينها 39.1%.

وبوجه عام، تدعم تلك النتيجة الاعتقاد السائد بأن القيام بمسؤولياتها البيئية والاجتماعية يتطلب توافر الموارد المالية اللازمة التي تكفل تنفيذ البرامج والأنشطة البيئية والاجتماعية المستهدفة، وكذلك تطبيق نظم حماية بيئية عالية المستوى للعاملين بها، ويمكن تحقيق ذلك من خلال تحسين كفاءة الاستثمار بالشركات، والذي يعد ضماناً هامة لتحقيق الأهداف البيئية والاجتماعية المنشودة، وبناءً عليه، يمكن القول بقبول صحة الفرض البحثي الأول.

- تحليل نتائج اختبار الفرض الثاني:

تم عمل اختبار بيرسون لقياس مستوى العلاقة بين استقلال الإدارة وكلاً من إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG، وكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (٨) معاملات الارتباط لقياس العلاقة بين استقلال الإدارة وكلاً من إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG

$SEGE_{it}$	OCF_{it}	S_BVA_{it}	F_LEV_{it}	F_SIZE_{it}	$BIND_{it}$	$ESGCC_{it}$	$ESGDISCL_{it}$	$ESGIND_{it}$	بين
								1	$ESGIND_{it}$
							1		$ESGDISCL_{it}$
						1			$ESGCC_{it}$
				1	.295***	.241***	.289***		$BIND_{it-1}$
			1	.200***	.386***	.461***	.463***		F_SIZE_{it}
			1	.467***	.228***	.289***	.328***		F_LEV_{it}
		1	.482***	.253***	.036	-.107	-.033	-.016	S_BVA_{it}
	1	.009	.458***	.171***	.153***	.294***	.207***	.183***	OCF_{it}
1	.256***	.147*	.259***	.085*	.094*	.284***	.317***	.315***	$SEGE_{it}$

- يتضح من الجدول أعلاه، قوة الارتباط بين متغيرات دراسة، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط بين استقلال مجلس الإدارة $BIND_{it-1}$ وكلاً من إدراج الشركات $ESGIND_{it}$ ، مستوى إفصاحها $ESGDISCL_{it}$ واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري $ESGCC_{it}$ (0.241، 0.289)، (0.295) عند مستوى معنوية أقل من 0.001، مما يعني أن الشركات التي تتمتع بنسبة عالية من أعضاء مجلس الإدارة المستقلين تحظى بمستويات عالية للممارسات البيئية والاجتماعية،

وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (مليجي، ٢٠١٥م، Aman and Suhaily, 2018)، وهو ما يعكس الدور الهام لاستقلال أعضاء مجلس الإدارة في استيفاء الشركات للممارسات البيئية والاجتماعية المنشودة.

- وفي ضوء نتائج مصفوفة الارتباط السابقة، تم عمل تحليل انحدار خطي متعدد لتحديد مدى تأثير استقلال الإدارة على إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG، وكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (٩) نتائج تحليل الانحدار لتحديد مدى تأثير استقلال الإدارة على إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG

$ESGCC_{i,t}$		$ESGDISCL_{i,t}$		$ESGIND_{i,t}$		المتغيرات المستقلة
T-stat.	Coeff.	T-stat.	Coeff.	T-stat.	Coeff.	
-1.723*	-21.551	-2.023*	-5.392	-1.551*	-.701	Constant
2.760**	12.288	.249**	.236	.946*	.178	$BIND_{i,t-1}$
2.133*	2.598	2.752**	.714	1.242*	1.7061	$F SIZE_{i,t}$
1.346	4.5141	.770	5.5081	2.745**	.128	$LEV_{i,t}$
-1.200	-.012	-1.340*	-.003	-.199	-9.3675	$BVA_{i,t}$
2.634**	4.4361	.340	1.2191	.253	1.9131	$OCF_{i,t}$
2.163*	.500	3.323**	.164	2.822**	.028	$SEGM_{i,t}$
4.499***		4.618***		2.597*		F-stat.
.383		.387		.301		R
.147		.150		.090		R ²

- يتضح من الجدول أعلاه، وجود تأثير معنوي لاستقلال مجلس الإدارة (كمتغير مستقل) وحجم الشركة، درجة الرافعة المالية، القيمة الدفترية للسهم، صافي التدفق النقدي التشغيلي ونوع القطاع (كمتغيرات رقابية) ككل على المتغير التابع وهو إدراج الشركات في مؤشر ESG، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 0.05، كما بلغ R^2 (0.090)، مما يعني أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 9% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، وتدعم تلك النتيجة الاعتقاد السائد بأن الدافع وراء القيام بأنشطة المسؤولية الاجتماعية يعتمد أحياناً على السلوك الأخلاقي للشركات.

- حيث يوجد تأثير معنوي لاستقلال الإدارة على إدراج الشركات في مؤشر مسؤولية الشركات عند مستوى معنوية أقل من 0.05، وتتفق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسات (مليجي،

٢٠١٥م، Aman and Suhaily, 2018)، مما يعنى أنه كلما زادت نسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين في مجالس إدارة الشركات فإن ذلك يمكن أن يضمن استيفاء الشركات لمتطلبات الإدراج في مؤشر ESG، فمن المرجح أن يؤدي استقلال أعضاء مجلس الإدارة إلى تحقيق رقابة أكثر فعالية والحد من الفرص الانتهازية الإدارية، مما يدعم دور مجلس الإدارة في ضمان ألا تسعى الشركات لتحقيق أهداف مساهمها فحسب، بل أيضاً تحقيق أهداف أصحاب المصالح الآخرين من خلال ممارسة ضغوطاً على الشركات للوفاء بالمسئوليات البيئية والاجتماعية والحوكمة بشكل فعال.

- علاوة على ذلك، يوجد تأثير معنوي لاستقلال الإدارة (كمتغير مستقل) وحجم الشركة، درجة الرافعة المالية، القيمة الدفترية للسهم، صافي التدفق النقدي التشغيلي ونوع القطاع (كمتغيرات رقابية) ككل على المتغير التابع وهو مستوى إفصاح الشركات في مؤشر ESG، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 0.001، كما بلغ R^2 (0.150)، مما يعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 15% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، ويفسر ذلك بأن توافر الاستقلال لمجلس الإدارة يشكل دافعاً قوياً لتوفير توعية للعاملين بالشركة للقيام بالممارسات الاجتماعية والبيئية. وتدعم النتائج السابقة أيضاً وجود تأثير معنوي لاستقلال الإدارة (كمتغير مستقل) وحجم الشركة، درجة الرافعة المالية، القيمة الدفترية للسهم، صافي التدفق النقدي التشغيلي ونوع القطاع (كمتغيرات رقابية) ككل على المتغير التابع وهو استمرار بقاء الشركات بالمؤشر، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 0.001، حيث يفسر التغير في المتغيرات المستقلة والرقابية ما يعادل 14.7% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، وبناءً عليه، يمكن القول بقبول صحة الفرض البحثي الثاني.

- تحليل نتائج اختبار الفرض الثالث:

تم عمل اختبار بيرسون لقياس مستوى العلاقة بين الملكية الأجنبية وكلاً من إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG، وكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (١٠) معاملات الارتباط لقياس العلاقة بين الملكية الأجنبية وكلاً من إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG

$SEGE_{it}$	OCF_{it}	S_BVA_{it}	F_LEV_{it}	F_SIZE_{it}	$FOROW_{i,t-1}$	$ESGCC_{it}$	$ESGDISCL_{i,t}$	$ESGIND_{i,t}$	بيان
							1	1	$ESGIND_{i,t}$
									$ESGDISCL_{i,t}$
						1			$ESGCC_{it}$
				1	.029*	.030*	.034*		$FOROW_{i,t-1}$
				1	-.010	.315***	.461***	.278***	F_SIZE_{it}
			1	.482***	.045	.340***	.419***	.410***	F_LEV_{it}
		1	.179*	.549***	.017	-.107	-.033	-.016	S_BVA_{it}
	1	.009	.158***	.441***	-.010	.294***	.207***	.183***	OCF_{it}
1	.256**	.147*	.026	.240***	.030	.284***	.317***	.315***	$SEGE_{it}$

يتضح من الجدول أعلاه، قوة الارتباط بين متغيرات دراسة، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط بين الملكية الأجنبية $FOROW_{i,t-1}$ وكلاً من إدراج الشركات $ESGIND_{i,t}$ ، مستوى إفصاحها $ESGDISCL_{i,t}$ واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري $ESGCC_{i,t}$ (0.029، 0.030، 0.034) عند مستوى معنوية أقل من (٠.٠٥)، مما يعني أن الشركات التي تتمتع بنسبة عالية من رؤوس الأموال الأجنبية تحظى بمستويات عالية للممارسات البيئية والاجتماعية، وهو ما يعكس الدور الهام للمستثمرين الأجانب في استيفاء الشركات للممارسات البيئية والاجتماعية المنشودة، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Zhe et al., 2021, Tokas and Kartik, 2020, Soliman et al., 2012)، وفي ضوء نتائج مصفوفة الارتباط السابقة، تم عمل تحليل انحدار خطي متعدد لتحديد مدى تأثير الملكية الأجنبية على إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG، وكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (١١) نتائج تحليل الانحدار لتحديد مدى تأثير الملكية الأجنبية على إدراج الشركات،

مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG

$ESGCC_{it}$		$ESGDISCL_{i,t}$		$ESGIND_{i,t}$		المتغيرات المستقلة
T-stat.	Coeff.	T-stat.	Coeff.	T-stat.	Coeff.	
-.356**	-3.567	-1.804*	-3.777	-1.121*	-.480	Constant
2.452*	5.309	2.191*	.992	1.313*	.122	$FOROW_{i,t-1}$
.585	1.8251	.369	2.4051	1.228	1.6381	F_SIZE_{it}
1.353	1.424	2.611*	.575	2.573*	.116	LEV_{it}
-.956	-.010	-1.028	-.002	-.149	-6.9055	BVA_{it}
2.480*	4.3041	.514	1.8631	.186	1.3811	OCF_{it}
2.190*	.485	4.329***	.200	3.295**	.031	$SEGM_{i,t}$
4.584***		5.941***		3.669**		F-stat.
.386		.430		.351		R
.149		.185		.123		R ²

- يتضح من الجدول أعلاه، وجود تأثير معنوي للملكية الأجنبية (كمتغير مستقل) وحجم الشركة، درجة الرافعة المالية، القيمة الدفترية للسهم، صافي التدفق النقدي التشغيلي ونوع القطاع (كمتغيرات رقابية) ككل على المتغير التابع وهو إدراج الشركات في مؤشر ESG، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 0.01، كما بلغ R^2 (0.123)، مما يعني أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 12.3% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، حيث يوجد تأثير معنوي للملكية الأجنبية على إدراج الشركات في مؤشر مسؤولية الشركات عند مستوى معنوية أقل من 0.05، وتتفق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Soetedjo et al., 2018)، مما يعني أنه كلما زادت نسبة الملكية الأجنبية فإن ذلك يمكن أن يضمن استيفاء الشركات لمتطلبات الإدراج في مؤشر ESG، فمن المرجح أن تدفع الملكية الأجنبية العالية إلى تحقيق رقابة أكثر فعالية والحد من الفرص الانتهازية الإدارية، وكذلك ممارسة ضغوطاً على الشركات لوفاء بالمسؤوليات البيئية والاجتماعية والحوكمة بشكل فعال.

- علاوة على ذلك، يوجد تأثير معنوي للملكية الأجنبية (كمتغير مستقل) وحجم الشركة، درجة الرافعة المالية، القيمة الدفترية للسهم، صافي التدفق النقدي التشغيلي ونوع القطاع (كمتغيرات رقابية) ككل على المتغير التابع وهو مستوى إفصاح الشركات في مؤشر ESG، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 0.05، كما بلغ R^2 (0.185)، مما يعني أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 18.5% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، ويمكن تفسير ذلك بأن الشركات التي تتسم بالملكية الأجنبية العالية قد يتوافر لديها الدوافع للإفصاح الاختياري عن أنشطتها البيئية والاجتماعية وأداؤها الحوكمي. وذلك على عكس الشركات التي تتسم بانخفاض نسبة الأجنبية فقد يكون ذلك عاملاً سلبياً في مستوى الإفصاح الاختياري خاصة مع زيادة الرغبة لدى المساهمين في الحصول على المعلومات الإضافية حتى يتمكنوا من رقابة وتقييم أداء الشركات بشكل سليم.

- وتدعم النتائج السابقة أيضاً وجود تأثير معنوي للملكية الأجنبية (كمتغير مستقل) وحجم الشركة، درجة الرافعة المالية، القيمة الدفترية للسهم، صافي التدفق النقدي التشغيلي ونوع القطاع (كمتغيرات رقابية) ككل على المتغير التابع وهو استمرار بقاء الشركات بالمؤشر، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 0.05، حيث يفسر التغير في المتغيرات المستقلة والرقابية

ما يعادل 14.9% من التغير الذى يحدث فى المتغير التابع، وبناءً عليه، يمكن القول بقبول صحة الفرض البحثى الثالث.

- تحليل نتائج اختبار الفرض الرابع:

تم عمل تحليل انحدار خطى متعدد لتحديد مدى تأثير كفاءة الاستثمار على توزيعات الأرباح المقترحة من خلال إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصرى ESG، وكانت النتائج كالتالى:
جدول رقم (١٢) نتائج تحليل الانحدار لتحديد مدى تأثير كفاءة الاستثمار على توزيعات الأرباح المقترحة من خلال إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصرى ESG

**DP _{it}		*DP _{it}		المتغيرات المستقلة
T-stat.	Coeff.	T-stat.	Coeff.	
3.622**	3.516	7.197***	4.286	Constant
.490	1.1539	1.442**	1.1699	INVEFFE _{it-1}
		2.182*	.019	ESGIN _{it-1} * ESGDISCL _{it-1} * ESGCC _{it-1}
.130	3.09311	2.808**	1.3711	F SIZE _{it}
-.050	-1.55811	-2.998**	-1.8211	LEV _{it}
.026	.001	1.341	.008	BVA _{it}
1.675	9.7401	.842	5.17511	OCF _{it}
1.257		2.553**		F-stat.
.441		.355		R
.195		.126		R ²

* عينة (١) الشركات المدرجة فى المؤشر المصرى لمسئولية الشركات.

** عينة (٢) الشركات غير المدرجة فى المؤشر المصرى لمسئولية الشركات.

- يتضح من الجدول أعلاه، أنه وفقاً للنموذج الأول (الذى يشمل عينة الشركات المدرجة فى المؤشر المصرى ESG)، يوجد تأثير معنوى لكفاءة الاستثمار وإدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصرى ESG (كمتغيران مستقلان) وحجم الشركة، درجة الرافعة المالية، القيمة الدفترية للسهم وصافى التدفق النقدى التشغيلى (كمتغيرات رقابية) ككل على المتغير التابع وهو توزيعات الأرباح النقدية، وهذه النتيجة تتفق مع نتائج دراسة (Hyunmin and Sambok, 2021, Raymond et al., 2021, kanakriyah, 2020, Benlemlih, 2019, Adrian et al., 2018, saeed and raana, 2018 ملىجى، ٢٠٢٠م، سليم، ٢٠٢٠م) بينما تتعارض مع نتيجة دراسة (Sheikh et al., 2021) ، وهو يعنى أن الشركات التي تشارك بشكل أقوى فى أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات

يجب أن ترتبط بمدفوعات أرباح أعلى، علاوة على أن الشركات التي تتمتع بمستوى عالي للمسؤولية الاجتماعية قد تستخدم سياسة توزيعات الأرباح لإدارة مشاكل الوكالة المتعلقة بالاستثمار المفرط، حيث بلغت قيمة F.test (2.553) عند مستوى معنوية أقل من 0.01، كما بلغ معامل التحديد (0.126)، مما يعني أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 12.6% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، حيث يوجد تأثير معنوي إيجابي لكفاءة الاستثمار وحجم الشركة عند مستوى معنوية أقل من 0.01، كما يوجد تأثير معنوي إيجابي لإدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG عند مستوى معنوية أقل من 0.05، وفي المقابل، يوجد تأثير معنوي سلبى لدرجة الرافعة المالية عند مستوى معنوية أقل من 0.01.

– وفي المقابل، ووفقاً للنموذج الثانى (الذى يشمل عينة الشركات غير المدرجة فى المؤشر المصرى ESG)، يتضح عدم وجود تأثير معنوي لكفاءة الاستثمار (كمتغير مستقل) وحجم الشركة، درجة الرافعة المالية، القيمة الدفترية للسهم وصافى التدفق النقدي التشغيلي (كمتغيرات رقابية) ككل على المتغير التابع وهو توزيعات الأرباح النقدية، حيث بلغت قيمة F.test (1.257) عند مستوى معنوية أكبر من 0.05.

ويمكن تفسير ذلك بأن إدراج الشركات فى المؤشر المصرى ESG لا شك يعكس الأداء المالى والتشغلي الجيد للشركات بالمقارنة بالشركات غير المدرجة فى المؤشر، الأمر الذى يزيد من قدرتها على إجراء توزيعات أرباح بشكل مستمر، وبما يجعلها جاذبة للمستثمرين، خاصة وأنهم عادة ما يرغبون فى الاستثمار فى الشركات التى تطبق الحوكمة بشكل جيد بما يضمن توفيرها الحماية لهم والشفافية فى التقارير المالية وتعظيم القيمة المضافة لهم. تلك النتائج تدعم افتراضات نظرية أصحاب المصلحة وذلك من خلال قيام الشركات بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأدائها البيئى والاجتماعى والحوكمة بشكل كافى والتى تساعد أصحاب المصلحة خاصة المساهمين فى تقييم الجوانب غير المالية للشركات وأيضاً التدفقات النقدية المستقبلية، والذى ينعكس بدوره على توزيعات الأرباح المتوقعة. وبناءً عليه، يتضح وجود تأثير معنوي لإدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر

على توزيعات الأرباح المستقبلية من منظور كفاءة الاستثمار، وبناءً عليه، يمكن القول بقبول صحة الفرض البحثي الرابع.

- تحليل نتائج اختبار الفرض الخامس:

تم عمل تحليل انحدار خطي متعدد لتحديد مدى تأثير استقلال الادارة على توزيعات الأرباح المقترحة من خلال إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG، وكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (١٣) نتائج تحليل الانحدار لتحديد مدى تأثير استقلال الادارة على توزيعات الأرباح المقترحة من خلال إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG

** $DP_{i,t}$		* $DP_{i,t}$		المتغيرات المستقلة
T-stat.	Coeff.	T-stat.	Coeff.	
.504	.842	6.055***	4.778	Constant
1.404	5.244	1.145*	2.101	$BIND_{i,t-1}$
		1.879*	.015	$ESGIND_{i,t-1} * ESGDISCL_{i,t-1}$ $ESGCC_{i,t-1}$
.831	1.5631	3.280**	1.4641	$F_SIZE_{i,t}$
-.668	-1.6441	-3.346**	-1.8781	$LEV_{i,t}$
-.481	-.016	1.361	.008	$BVA_{i,t}$
2.091*	9.8741	.947	5.75411	$OCF_{i,t}$
2.706*		4.343**		F-stat.
.354		.664		R
.125		.441		R^2

- يتضح من الجدول أعلاه، أنه وفقاً للنموذج الأول (الذي يشمل عينة الشركات المدرجة في المؤشر المصري ESG)، يوجد تأثير معنوي لاستقلال الادارة (كمتغير مستقل) وحجم الشركة، درجة الرافعة المالية، القيمة الدفترية للسهم وصافي التدفق النقدي التشغيلي (كمتغيرات رقابية) ككل على المتغير التابع وهو توزيعات الأرباح النقدية، حيث بلغت قيمة F.test (4.343) عند مستوى معنوية أقل من 0.01، كما بلغ معامل التحديد (0.441)، مما يعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 44.1% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، وهذه النتيجة تتفق مع النتائج التي توصلت لها دراسة (Rajput and Jhunjunwala, 2019, Ronny et al., 2018, Adjaoud and Hermassi, 2017, Anthonia, 2018)، حيث يوجد تأثير معنوي إيجابي لاستقلال الادارة عند مستوى معنوية

أقل من 0.05. وفي المقابل، ووفقاً للنموذج الثاني (الذي يشمل عينة الشركات غير المدرجة في المؤشر المصري ESG)، يتضح وجود تأثير معنوي للمتغيرات المستقلة والرقابية ككل على المتغير التابع، حيث بلغت قيمة F.test (2.706) عند مستوى معنوية أكبر من 0.05، حيث تفسر المتغيرات المستقلة والرقابية 12.5% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع.

- ويلاحظ تحسن معامل التحديد في ظل النموذج الأول، وهذه النتيجة تعكس قيمة وأهمية المعلومات غير المالية مثل المعلومات البيئية والاجتماعية والحوكمة في ظل فرضية أن المعلومات المالية لها فائدة محدودة بالنسبة للمستثمرين لأنها تقدم فقط معلومات تاريخية على أساس مالي ضيق لا يكفي لتقييم المخاطر وقدرة الشركة على توليد أرباح مستقبلية وذلك من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات وصراعات الوكالة بين المديرين والمستثمرين. وبناءً عليه، يتضح وجود تأثير معنوي لإدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري على توزيعات الأرباح المستقبلية من منظور استقلال مجلس الإدارة، وبناءً عليه، يمكن القول بقبول صحة الفرض البحثي الخامس.

- تحليل نتائج اختبار الفرض السادس:

تم عمل تحليل انحدار خطي متعدد لتحديد مدى تأثير الملكية الأجنبية على توزيعات الأرباح المقترحة من خلال إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG، وكانت النتائج كالتالي:

جدول رقم (٤) نتائج تحليل الانحدار لتحديد مدى تأثير الملكية الأجنبية على توزيعات الأرباح المقترحة من خلال إدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري ESG

**DP _{i,t}		*DP _{i,t}		المتغيرات المستقلة
T-stat.	Coeff.	T-stat.	Coeff.	
7.226***	5.440	6.921***	5.434	Constant
3.469**	5.172	1.554	1.929	FOROW _{i,t-1}
		1.270*	.010	ESGIN _D _{i,t-1} * ESGDISCL _{i,t-1} * ESGCC _{i,t-1}
.707	1.43910	3.660***	1.66910	F SIZE _{i,t}
-.616	-1.63810	-3.838***	-2.20210	LEV _{i,t}
-.638	-.023	1.729	.010	BVA _{i,t}
1.605	7.60910	.969	5.88911	OCF _{i,t}
2.889**		4.235**		F-stat.
.364		.660		R
.133		.435		R ²

- يتضح من الجدول أعلاه، أنه وفقاً للنموذج الأول (الذي يشمل عينة الشركات المدرجة في المؤشر المصري ESG)، يوجد تأثير معنوي للملكية الأجنبية (كمتغير مستقل) وحجم الشركة، درجة الرافعة المالية، القيمة الدفترية للسهم وصافي التدفق النقدي التشغيلي (كمتغيرات رقابية) ككل على المتغير التابع وهو توزيعات الأرباح النقدية، حيث بلغت قيمة F.test (4.235) عند مستوى معنوية أقل من 0.01، كما بلغ معامل التحديد (0.435)، مما يعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 43.5% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع، وهذه النتيجة تتفق مع النتائج التي توصلت لها دراسة (Al-dulemy, 2019, Zyguła, 2017) كما تتعارض مع نتائج دراسة (Abubakr and Farah, 2021, Najjar and Kilincarslan, 2016)، وفي المقابل، ووفقاً للنموذج الثاني (الذي يشمل عينة الشركات غير المدرجة في المؤشر المصري ESG)، يتضح وجود تأثير معنوي للمتغيرات المستقلة والرقابية ككل على المتغير التابع، حيث بلغت قيمة F.test (2.889) عند مستوى معنوية أكبر من 0.01، حيث تفسر المتغيرات المستقلة والرقابية 13.3% من التغير الذي يحدث في المتغير التابع.

- ويلاحظ تحسن معامل التحديد أو التفسير في ظل النموذج الأول، وهو ما يدعم النتائج التي تم التوصل لها سابقاً، وبناءً عليه، يتضح وجود تأثير معنوي لإدراج الشركات، مستوى إفصاحها واستمرار بقاءها بالمؤشر المصري على توزيعات الأرباح المستقبلية من منظور الملكية الأجنبية، وبناءً عليه، يمكن القول بقبول صحة الفرض البحثي السادس.

٥. النتائج والتوصيات ومقترحات لأبحاث مستقبلية

١/٥ النتائج:

يمكن استنتاج بعض النقاط الهامة من خلال الدراسة التطبيقية التجريبية وهي، وجود تأثير هام وقوى لاستقلال الإدارة في استيفاء الشركات لمتطلبات الإدراج في المؤشر المصري ESG، ومستوى إفصاحها وفترة بقاءها بالمؤشر. كما تعكس تلك النتائج وجود وعي واهتمام كبير من قبل المستثمرين بأهمية المعلومات المتعلقة بالممارسات البيئية والاجتماعية والحوكمة بجانب معلومات الأداء الاقتصادي عند تقييم الشركات واتخاذ قرارات الاستثمار، وبما يشكل أيضاً حافزاً قوياً لإدارة الشركات لمزيد من الإفصاح عن تلك الممارسات بما ينعكس إيجابياً على قيمة الشركات، علاوة على ذلك، قيام الشركات بمسؤولياتها البيئية والاجتماعية وتفعيل ممارسات الحوكمة لديها والإفصاح عن ذلك كله يمكن أن يساعد في تحسين العلاقة بين تبنؤات المحللين الماليين تجاه توزيعات الأرباح النقدية للشركات، بما ينعكس على تعزيز علاقات الثقة مع أصحاب المصلحة وتعظيم قيمتها السوقية على المدى الطويل، كما تشجع نتائج هذا البحث المزيد من التحليل التجريبي على مستوى الصناعات.

٢/٥ التوصيات:

يوصى الباحث بضرورة خلق دوافع ومحفزات كافية للشركات لحثها على تعزيز مستويات إفصاحها بشأن أنشطتها البيئية والاجتماعية والأداء الحوكمي لها، بالإضافة إلى ضرورة التوصل لنموذج موحد للإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأنشطة البيئية والاجتماعية وأداء الحوكمة بشكل تفصيلي، بما يسهل معه تقييم المعلومات المفصوح عنها بواسطة الشركة بشكل دوري ومقارنتها مع مثيلاتها في نفس الصناعة من قبل المحللين الماليين والمستثمرين. علاوة على ذلك، قيام البورصة المصرية ومركز مسؤولية الشركات، بالإفصاح الدوري عن الشركات المدرجة بالمؤشر المصري لمسئولية الشركات، وكذلك الأوزان النسبية للممارسات البيئية والاجتماعية والحوكمة للشركات المدرجة، وذلك لأغراض التحليل المالي واتخاذ القرارات الاستثمارية. يضاف لذلك، ينبغي تفهم وإدراك المحللين

المالين لأهمية ونفعية المحتوى المعلوماتي للمسؤولية البيئية والاجتماعية وأداء الحوكمة وذلك لأغراض تقدير الأرباح المتوقع توزيعها على المستثمرين مستقبلاً.

٣/٥ مقترحات لأبحاث مستقبلية:

- دراسة العلاقة بين توزيعات الأسهم غير النقدية وإدراج الشركات في المؤشر المصري لمسئولية الشركات ESG.

- تأثير الاحتفاظ بالنقدية على إدراج الشركات في المؤشر المصري لمسئولية الشركات.

- تأثير لجنة المراجعة والمراجعة الداخلية على العلاقة بين كفاءة الاستثمار وتوزيعات الأرباح النقدية بالتطبيق على الشركات المقيدة المدرجة في مؤشر ESG.

- اختبار العلاقة بين كفاءة الاستثمار والأداء المالي والتشغيلي من منظور المؤشر المصري لمسئولية الشركات.

- الدور الوسيط لأداء المسؤولية الاجتماعية للشركات في العلاقة بين توزيعات الأرباح وعمليات إعادة شراء الأسهم.

مراجع البحث

١. المراجع العربية:

- الحناوى، السيد محمود (٢٠٢٠م)، العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والأداء المالى للشركة فى ظل التأثير المعدل لمراحل دورة حياة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد ٤، العدد ١، ١-٦٤.
- بشاى، مارينا عادل إبراهيم (٢٠٢١م)، دراسة أثر التكاليف السياسية على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وإدارة الأرباح، مجلة الدراسات المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة بني سويف، العدد ٢، ١٣١-١٥٢.
- حسن، محمد جمال عبد الناصر (٢٠٢١م)، دراسة تأثير توزيعات الأرباح على العلاقة بين أنشطة المسؤولية الاجتماعية والأداء المالى فى ظل المدخل غير الخطي، مجلة الدراسات المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة بني سويف، العدد ١، ١٤٣-٢١٣.
- سليم، ندا سعيد عوض الله (٢٠٢٠م)، الأثر التفاعلي للأداء المالى والمسؤولية الاجتماعية للشركات على توزيعات الأرباح: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة بنها، المجلد ٤٠، العدد ٢، ٣٢١-٣٤٥.
- عمر، عبد العظيم رضا (٢٠١٦م)، العلاقة بين الأداء المالى والادارج فى مؤشر مسؤولية الشركات المصرية - دراسة امبريقية، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، المجلد ٣٨، العدد ٢، ١٦٥-١٩٩.
- مليجي، مجدي مليجي عبدالحكيم (٢٠٢٠م)، أثر دورة حياة الشركة والمسؤولية الاجتماعية وجودة المستحقات على سياسة توزيعات الأرباح: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة فى مؤشر EGX-100، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد ٤، العدد ٢، ١-٦٠.
- مليجي، مجدي مليجي عبدالحكيم (٢٠١٥م)، أثر الإفصاح المحاسبى عن ممارسات التنمية المستدامة على جودة الأرباح المحاسبية للشركات المسجلة فى البورصة السعودية، مجلة الفكر المحاسبى، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد ١٩، العدد ٤، ١-٦٠.

٢. المراجع الأجنبية:

- Abubakr, Saeed and Farah, Zami (2021), How Does CSR Disclosure affect Dividend Payments in Emerging Markets?, *Emerging Markets Review*, Vol.46, pp.1-23.
- Adjaoud, Fodil and Hermassi, Nadia (2017), The Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Dividend Policy of Canadian Firms: Empirical Study, *International Journal of Business, Accounting & Finance*, Vol.11(1), pp.90-105.
- Adrian, Cheung, May, Hu and Jörg, Schwiebert (2018), Corporate Social Responsibility and Dividend Policy, *Accounting and Finance*, Vol.58(3), pp.787-816.
- Al-dulemy, Haidar Hamza Jody (2019), Role of State and Foreign Ownership and Dividend Policy: Supply Chain Strategies in Emerging Market Perspective, *International Journal of Supply Chain Management*, Vol.8(2), pp.1-25.
- Allman, Elsa and Won, Joonsung (2021), The Effect of ESG Disclosure on Corporate Investment Efficiency. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3816592>
- Al-Najjar, Basil and Kilincarslan, Erhan (2016), The effect of ownership structure on dividend policy: Evidence from Turkey, *Corporate Governance International Journal of Business in Society*, pp1-32.
- Aman, Z. and Suhaily, N. Bakar (2018), The Influence of The Board of Directors Characteristics on Corporate Sustainability Reporting By Malaysian Public Listed Companies, *Journal of Humanities, Language, Culture and Business*, Vol.2(7), pp.41-55.
- Aminu M. Isa and Muhammad S. (2015), The Impact of Board Characteristics on Corporate Social Responsibility Disclosure: Evidence from Nigerian Food Product Firms, *International Journal of*

Management Science and Business Administration, Vol.1(12), pp. 34-45.

-Anthonia, T. Odeleye (2018), Quality of Corporate Governance on Dividend Payouts: The Case of Nigeria, **African Development Review**, Vol.30(1), pp.1-33.

-Armaya'u Alhaji Sani1 and Awaisu Muhammad Musa (2017), Corporate Board Attributes and Dividend Payout Policy of Listed Deposit Money Banks in Nigeria, **International Journal of Research in IT, Management and Engineering**, Vol.7(1), pp.7-13.

-Benlemlih, Mohammed (2019), Corporate Social Responsibility and Dividend Policy, **Research in International Business and Finance**, Vol.(47), pp.114-138

-Benlemlih, Mohammed and Bitar, Mohammad (2018), Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency, **Journal of Business Ethics**, Vol.148(3), pp.647-671.

-Ben Salah, O. and Ben Amar, A. (2022), Does Corporate Social Responsibility affect Dividend Policy? Empirical Evidence in the French Context, **Journal of Global Responsibility**, Vol.13(3), pp.268-289.

-Carlos, Pinheiro and Paulo, Pereira Silva (2019), Corporate Social Responsibility and Firm Efficiency: A Stochastic Frontier Analysis, **Ifabs 2018 Chile Conference University of Chile**, pp.1-21.

-Chan, Raymond Siu Yeung and Song, Byron Y. and Fan, Lu (2016), Dividend Policy and Investment Efficiency- The Changes of the Mandatory Dividends Payment. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2715220>

-Chang, Bin, Dutta, Shantanu, Saadi, Samir and Zhu, Peng Cheng (2018), Corporate Governance and Dividend Payout Policy: Beyond Country-Level Governance, **Journal of Financial Research**, Vol.41 (4),pp.445-484.

- Charles Yegon, Joseph Cheruiyot and Jane Sang (2014), Effects of Dividend Policy on Firm's Financial Performance: Econometric Analysis of Listed Manufacturing Firms in Kenya, **Research Journal of Finance and Accounting**, Vol.5(12), pp.136-144.
- Chiang, Yi-Chein and Lai, Bo-Song (2015), Dividend payout policy decision: the role of foreign ownership, **Investment Management and Financial Innovations**, Vol.12(2), pp.205-213.
- Debarati Bhattacharyaa, Wei-Hsien Lib and S. Ghon Rheec (2017), Does Better Corporate Governance Encourage Payout? Idiosyncratic Risk, Agency Problem, and Dividend Policy, **Working Paper**, Hitotsubashi Institute for Advanced Study, Hitotsubashi University, pp.1-54.
- Debasis Pahi and Inder Sekhar Yadav (2018), Role of Corporate Governance in Determining Dividend Policy: Panel Evidence from India, **International Journal of Trade, Economics and Finance**, Vol.9(3): pp. 111-116.
- de Villiers, Charl and Ma, Diandian and Marques, Ana Cristina (2020), CSR Disclosure, Dividends and Firm Value – Relations and Mediating Effects. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3700880> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3700880>
- Farooq, O., Shehata, N. and Nathan, S. (2018), Dividend Policy and Informativeness of Reported Earnings: Evidence from the MENA Region, **International Review of Finance**, Vol.18(1), pp.113–121.
- Fitri, Zulvina, Desi, Zulvina, Yani, Zulvina and Makhdalena (2017), Ownership Structure, Independent Commissioner, and Corporate Social Responsibility, **Research Journal of Finance and Accounting**, Vol.8(22), pp.111-118.
- Fuxiu Jiang, Xinni Cai, Zhan Jiang and John R. Nofsinger (2020), Multiple Large Shareholders and Dividends: Evidence from China, **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol.57, pp.54-75.

- Goyal M.M. and Aggarwal K. (2014), ESG Index is Good for Socially Responsible Investor in India, *Asian Journal of Multidisciplinary Studies*, Vol.2(11), pp.92-97.
- Guadalupe D.C.Briano-Turrent, MingshengLi and Hong feng Peng (2020), The Impact of Family-CEOs and Their Demographic Characteristics on Dividend Payouts: Evidence from Latin America, *Research in International Business and Finance*, Vol.51, pp.324-345.
- Guo, M. and Zheng, C. (2021), Foreign Ownership and Corporate Social Responsibility: Evidence from China, *Sustainability*, Vol.13(508), pp1-22.
- Hamdi Ben-Nasr (2015), Government Ownership and Dividend Policy: Evidence from Newly Privatized Firms, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.42(5-6), pp.555-799.
- Hyunmin, O. and Sambock, P. (2021), Corporate Sustainable Management, Dividend Policy and Chaebol, *Sustainability*, Vol.13(13), pp.1-19.
- Julian, Atanassov and Aaron, J. Mandell (2018), Corporate Governance and Dividend Policy: Evidence of Tunneling from Master Limited Partnerships, *Journal of Corporate Finance*, Vol.53, pp.106-132.
- kanakriyah, Raed (2020), Dividend Policy and Companies' Financial Performance, *The Journal of Asian Finance*, Economics and Business, Vol.7(10), pp.531-541
- Kent H. Baker and Erhan Kilincarslan (2019), Why Companies Do Not Pay Cash Dividends: The Turkish Experience, *Global Finance Journal*, Vol.42, pp.1-18.
- Khediri, Karim Ben (2021), CSR and investment efficiency in Western European countries, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, pp.1-16.

- Lee, Ming-Te (2020), Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency: Evidence from an Emerging Asian Market, **Business & Economics Review**, Vol.29(2), p.1-16.
- Lenny P. Mamaro and Robert N. Tjano (2019), The Relationship between Dividend Payout and Financial Performance: Evidence from Top 40 JSE Firms, **Journal of Accounting and Management**, Vol.9(2), pp.5-20.
- Lin, Yu-En, Li, Yi-Wen, Cheng, Teng Yuan and Lam, Keith (2021), Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency: Does business strategy matter?, **International Review of Financial Analysis**, Vol. 73(C), pp.1-60.
- Mali, Dafydd and Lim, Hyoung-Joo (2021), Does relative (absolute) efficiency affect capital costs?, **Annals of Operations Research**, pp.1-24
- Matos P. Verga, Barros V. and Sarmento J. Miranda (2020), Does ESG affect the Stability of Dividend Policies in Europe?, **Sustainability**, Vol.12, pp.1-15.
- Marcel Chinemere and Maria-Gorretti Ebere (2018), Dividend Policy and Performance of Selected Quoted Firms in Nigeria, **Journal of Management Research and Analysis**, Vol.5(1), pp.142-157.
- Mohammad Aladwan (2019), Accrual Based and Real Earning Management Association with Dividends Policy: The Case of Jordan, **Italian Journal of Pure and Applied Mathematics**, Vol.41, pp.691-707.
- Muhammad Abbas, Saif Ullah Qureshi, Muhammad Munir Ahmed and Muhammad Rizwan (2018), Corporate Governance and Dividend Payout Policy: Mediating Role of Leverage, **Pakistan Journal of Social Sciences**, Vol.38(1), pp.62-86.
- Omokhudu, O. Omokhudu and Toluwa, O. (2018), Agency Cost and Dividend Policy in Nigerian Non-Financial Quoted Firms,

International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, Vol. 8(4): pp.325–350.

-Pagaria, CS Mamta and Prasad, Hanuman (2020), Effect of Ownership Structure on Dividend Declaration and Corporate Social Responsibility (Csr) Expenditure: An Empirical Study of The Selected Listed Companies in India, **European Journal of Molecular & Clinical Medicine**, Vol.7(11), pp.7346- 7359.

-Rajput, Monika and Jhunjhunwala, Shital (2019), Corporate Governance and Payout Policy: Evidence from India, **Corporate Governance: The International Journal of Effective Board Performance**, Vol.19(5), pp.1117-1132.

-Rama Seth and Sakthi Mahenthiran (2022), Impact of Dividend Payouts and Corporate Social Responsibility on Firm Value– Evidence from India, **Journal of Business Research**, Vol.146, pp.571-581.

-Raymond, Siu Yeung Chan, Lyu, Fan, Byron, Y. Song (2021), Unintended benefits of mandatory dividend regulations on investment efficiency: evidence from China, **Accounting and Finance**, Vol.61(3), pp1-20.

-Ronny, Malavia Mardani, Moeljadi, Sumiati, and Nur Khusniyah Indrawati, (2018), Ownership Structure, Corporate Governance and Dividend Policy: Evidence from Indonesia, **The 2018 International Conference of Organizational Innovation**, pp.1249-1255.

-Ruchi, S. Joshi (2019), Evaluating the Effect of Earnings Management on Dividend Policy of Selected Indian Companies, **Research Review International Journal of Multidisciplinary**, Vol.4(1), pp.1-4.

-Saeed, anvar khatibi and raana, shahdavar (2018), The Relationship Dividend policy and Investment Efficiency with Emphasis on Firm Life Cycle, **Journal of Accounting and Social Interests**, Vol.8(2), pp.99-120.

-Samet, Marwa and Jarbou, Anis (2017), Corporate social responsibility and payout decisions, **Managerial Finance**, Vol.43(9), pp.982-998.

-Samuel Mongrut Montalvan, Cinzia Delfino Barilla, Gianni Devercelli Ruiz and Diego Lambarri Figueroa (2017), Corporate Governance and

Dividend Policy in Peru: Is there any link?, **Revista Mexicana de Econom'ia y Finanzas**, Vol.12(2), pp.103-116.

-Soliman, M. Moustafa, El Din, Mohamed Bahaa and Ahmed Sakr (2012), Ownership Structure and Corporate Social Responsibility (Csr): An Empirical Study Of The Listed Companies In Egypt, **The International Journal of Social Sciences**, Vol.5(1),pp.63-75.

-Tokas, Kalpana and Kartik, Yadav (2020), Foreign Ownership and Corporate Social Responsibility: The Case of an Emerging Market, **Global Business Review**, pp.1-24.

-Wen He, Lilian Ng, Nataliya Zaiats and Bohui Zhang (2017), Dividend Policy and Earnings Management Across Countries, **Journal of Corporate Finance**, Vol.42, pp.267-286.

-Xu, Shengze (2018), Corporate Social Responsibility and Capital Allocation Efficiency: Evidence from Australia and New Zealand, **Dissertation**, Auckland University of Technology.

-Yiwei Li., Mengfeng Gong, Xiu-Ye Zhang and Lenny Koh (2018), The Impact of Environmental, Social, and Governance Disclosure on Firm Value: The Role of CEO Power, **The British Accounting Review**, Vol.50, pp.60-75.

-Zhe Li, Ping Wang, Tianlong Wu (2021), Do Foreign Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility?, Evidence from listed firms in China, **Journal of Business Finance & Accounting**, Vol.48(1-2), pp.338-373.

-Zyguła, Andrzej (2017), Impact of Foreign Ownership on Dividend Policy in Poland, **Financial Internet Quarterly** , Vol.13(4), pp.76-88.