

دور الحوكمة والمسؤولية المجتمعية للشركات في تعظيم ثروة الملاك
"دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في البورصة المصرية"
The Role of Corporate Governance, Societable Responsibility
in Maximizing Shareholders Wealth
"An Applied Study on Industrial Companies Listed on EGX "

د/ محمد سمير محمد المتولي
مدرس إدارة الأعمال
المعهد العالي للدارسات التعاونية والإدارية
dr_mohamed_samir88@yahoo.com

ملخص البحث:

الهدف من هذه الدراسة ذو شقين أولهما التعرف على اتجاهات وتطور الشركات نحو تطبيق قواعد الحوكمة ومدى التزامها بالمسؤولية المجتمعية. ثانيهما تفسير أثر تطبيق الحوكمة والالتزام بمدى مساهمة القطاع الصناعي بالمسؤولية المجتمعية على تعظيم ثروة الملاك. وقد اعتمدت هذه الدراسة على بيانات ربع سنوية لـ ٦ شركات صناعية مدرجة في البورصة المصرية في مؤشر (S&P ESG EGX) على مدار الفترة الزمنية من (٢٠١٤) إلى (٢٠٢١)، وتم تحليل "بيانات البانل" (Panel Data) باستخدام نموذج الانحدار التجمعي، ونموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية. وخلصت نتائج الدراسة إلى: (١) يوجد تأثير معنوي إيجابي للحوكمة والمسؤولية المجتمعية معاً، على ربحية السهم، وعلى القيمة السوقية/القيمة الدفترية. (٢) يوجد تأثير معنوي إيجابي للحوكمة على معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حق الملكية. (٣) يوجد تأثير معنوي سلبي للمسؤولية المجتمعية على معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية. ولهذه الدراسة آثار مهمة على صانعي السياسات، المديرين، المستثمرين وغيرهم من الأطراف أصحاب المصلحة في الشركات الصناعية.

الكلمات المفتاحية: الحوكمة، المسؤولية المجتمعية، تعظيم ثروة الملاك، أصحاب المصلحة.

Abstract:

The purpose of this study is twofold, First, this study investigates the companies' tendency towards implementing the rules of governance and the extent of their commitment to societal responsibility. Second, this study examines the impact of the applying governance and commitment on Maximizing Shareholders wealth. This study relied on quarterly data for 6 companies listed on the Egyptian Stock Exchange in the S&P ESG EGX index over the time from 2014 to 2021. Panel data was analyzed using Pooled regression model, fixed effects model, and random effects model.

The study concluded: (1) There is a positive significant effect of corporate societal responsibility together on earnings per share, market value/book value. (2) There is a positive significant effect of governance on the rate of return on assets and the rate of return on equity, (3) There is a negative significant effect of societal responsibility on the rate of return on equity. Return on assets and rate of return on equity. This study has important implications for policy makers, managers, investors, and other stakeholders in industrial companies.

Keywords: Governance, Societal Responsibility, Maximizing Shareholders Wealth, Stakeholders.

المبحث الأول: الإطار المنهجي

مقدمة:

تعتبر الحوكمة والمسؤولية المجتمعية بالفعل من الموضوعات الهامة والجوهرية لواجبي السياسات والمستثمرين المؤسسيين والشركات، فإنها تصبح بشكل متزايد جزءاً من قرار الاستثمار (Bofinger et al.,2022). لذلك اكتسب موضوع الحوكمة (الإدارة الرشيدة) أهمية خلال السنوات الأخيرة من القرن الماضي، وذلك لما شهده العالم من تقلبات في معظم أسواق سوق المال النامية والمتقدمة وخاصة بعد النكسات المالية التي حدثت لكبرى الشركات على المستوى العالمي والمحلي، والتي كان أحد أهم أسبابها عدم الإفصاح الكامل والشفافية فيما يتعلق بالمعلومات المالية للعديد من الشركات والوحدات الاقتصادية والأطراف أصحاب المصلحة (Adedeji et al.,2020). وخاصة بعد انهيار بعض الشركات العملاقة في الولايات المتحدة الأمريكية ودول أخرى نتيجة التلاعب المحاسبي من أجل إخفاء الخسائر والتلاعب بحقوق المساهمين والأطراف أصحاب المصلحة، (وعد، ٢٠١٤ & محمد، ٢٠١٧).

ونتيجة لحدوث العديد من الأزمات المالية بسبب التلاعب المحاسبي، وما أسفرت عنه من قلة ثقة أصحاب المصلحة في الشركات التجارية، مما أثر على تنافسية الشركات وربحياتها وبالتبعية على ثروة الملاك، لذلك بدأت الشركات في تطبيق برامج المسؤولية المجتمعية لتحسين سمعتها واستعادة ثقة أصحاب المصلحة (Servaes & Tamayo, 2013).

وتؤكد المسؤولية المجتمعية لمنظمات الأعمال على مفهوم المشاركة المجتمعية، وتقر بأن يتخطى دور المنظمة المتمثل في تحقيق الأرباح أو تعظيم القيمة السوقية إلى اتخاذ قرارات تبين العلاقة بين كل من المسؤولية المجتمعية وأخلاقيات الأعمال من أجل المساهمة في تحسين نوعية الحياة للمساهمين بصفة خاصة والمجتمع المحيط بصفة عامة (Mwangi & Jerotich, 2013)، ويمكن تحقيق ذلك من خلال الانخراط في المجتمع بما يحقق مصالح حملة الأسهم والعاملين

والعملاء والمجتمع والحكومات، وبذلك تتحدد المسؤولية المجتمعية لمتخذي القرارات في تعزيز وتنفيذ السياسات التي من شأنها أن تطور المجتمع والبيئة التي تعمل فيها الشركات (Jesuka & Peixoto, 2021).

وعليه، فقد استهدفت هذه الدراسة معرفة مساهمة وتأثير الحوكمة والمسؤولية المجتمعية في تعظيم ثروة الملاك للشركات الصناعية المدرجة في مؤشر حوكمة الشركات ومسؤوليتها المجتمعية والبيئية في مصر والذي يعرف باسم "S&P ESG EGX".
أولاً: الدراسة الاستطلاعية:

قام الباحث بدراسة استطلاعية وذلك لتحقيق الأهداف التالية: زيادة الإحاطة بموضوع الدراسة، تحديد المتغيرات، حسن صياغة المشكلة، واقتراح بعض المقاييس البحثية وذلك من خلال المسح المستندي لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في مؤشر حوكمة الشركات ومسؤوليتها المجتمعية والذي يعرف باسم "S&P ESG EGX"، وقد اعتمد الباحث في إجراء هذه الدراسة الاستطلاعية على ما يلي:

1. الإفصاحات الدورية مثل: (القوائم المالية، تقارير الاستدامة، تقارير مجلس الإدارة)، الإفصاحات غير الدورية مثل: (الإفصاحات عن الأحداث الجوهرية المتعلقة بموضوع البحث).
2. دراسة عينة مبدئية ميسرة، قوامها ثلاث شركات من مفردات مجتمع الدراسة وهي: (حديد عز، الإسكندرية للزيوت، سيدي كرير للبتروكيماويات)، وذلك بهدف التعرف على مدى التزام الشركات المدرجة في المؤشر (S&P ESG EGX) بتطبيق الحوكمة والمسؤولية المجتمعية لهذه الشركات محل الدراسة خلال الفترة الزمنية من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٩.
3. تضمنت الدراسة الاستطلاعية حساب المؤشرات التالية: مؤشر الحوكمة، ويتضمن (نسبة ملكية أكبر مساهم، حجم مجلس الإدارة، نسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين، استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، فصل مناصبي رئيس المجلس والمدير التنفيذي، ملكية المديرون). ومؤشر الممارسات المجتمعية، والقيمة

السوقية للأسهم في سوق التداول: ويمكن توضيح نتائج الدراسة الاستطلاعية التي توصل إليها الباحث من خلال الأشكال التالية.

١/٣- مبادئ الحوكمة الرشيدة: قام الباحث بقياس هذا المتغير كوحدة واحدة، وذلك للحصول على متغير متصل يصف نسبة تطبيق الشركة لأبعاد الحوكمة الستة، حيث تم قياس هذا المتغير بالاعتماد على المعادلة التالية: $DCG = \text{Mean}(\sum_{i=1}^6 DCG_i)$ ، حيث: تشير (DCG) إلى نسبة أو مستوى الإفصاح عن الحوكمة، (i) من ١ إلى ٦، (DCG_i) تعبر عن أبعاد الحوكمة (Braune et al.,2020).

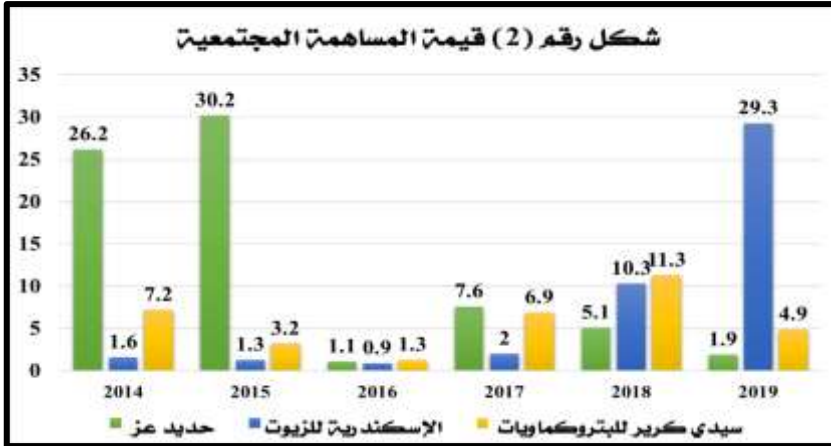


-المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الإفصاحات الدورية وغير الدورية.

وباستعراض البيانات الواردة بالشكل رقم (١) نلاحظ أن هناك تذبذب في مبادئ الحوكمة للشركات محل الدراسة، حيث كانت نسبة تطبيق الحوكمة مستقرة لشركة حديد عز خلال الأعوام (٢٠١٤، ٢٠١٥، ٢٠١٦، ٢٠١٧، ٢٠١٨) مع زيادة النسبة في (٢٠١٩) ويفسر الباحث هذا الاستقرار في هذه الشركة لأنها تعتبر من الشركات العائلية، وعلى ذلك هناك تقارب بين شركة الإسكندرية للزيوت وسيدي كرير للبتروكيماويات في تطبيق قواعد الحوكمة.

٢/٣- قيمة المساهمة المجتمعية للشركات:

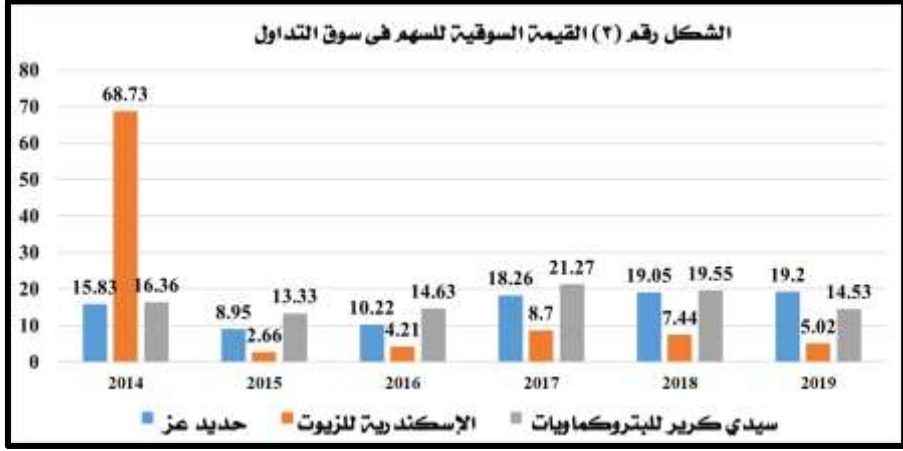
يلاحظ من الشكل رقم (٢) أن هناك تباين في الممارسات المجتمعية، سواء بين الشركات وبعضها البعض، أو من خلال التطور التاريخي للشركة ذاتها كحالة شركة حديد عز حيث سجل مجمل الإنفاق على الممارسات المجتمعية (٢٦.٢) مليون جنيه، مقابل (١.٦) مليون جنيه لشركة الإسكندرية للزيوت و (٧.٢) مليون جنيه لشركة سيدي كرير للبتروكيماويات وذلك خلال عام ٢٠١٤، بينما في عام ٢٠١٩ كان مجمل الإنفاق على الممارسات المجتمعية لشركة الإسكندرية للزيوت (٢٩.٣) مليون جنيه وهي كانت الأعلى إنفاقاً مقارنة بالشركات الأخرى في نفس العام.



-المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على الإفصاحات الدورية وغير الدورية.

٣/٣- القيمة السوقية للسهم في سوق التداول:

يتضح من خلال الشكل رقم (٣) أن هناك تذبذب في القيمة السوقية للسهم في سوق التداول، ومن خلال التطور التاريخي لشركة حديد عز يتبين أن النطاق السعري يتراوح (من ٨.٩٥) إلى (١٩.٥) جنيه، وذلك خلال الفترة من (٢٠١٤ - ٢٠١٩)، بينما النطاق السعري لشركة الإسكندرية للزيوت يتراوح من (٦٨.٧٣) إلى (٢.٦٦) جنيه، بينما كانت شركة سيدي كرير للبتروكيماويات يتراوح نطاقها السعري يتراوح من (١٣.٣٣) إلى (٢١.٢٧) جنيه عن نفس الفترة.



-المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على أسعار الأسهم.

من خلال نتائج الدراسة الاستطلاعية والتحليلات السابقة توصل الباحث إلى أهمية النقاط التالية:

1. هناك تفاوت في تطبيق الحوكمة بين هذه الشركات محل الدراسة (راجع الشكل رقم 1)، وربما يرجع هذا الاختلاف في التطبيق إلى وجود بعض الشركات التي تندرج تحت الشركات العائلية (Family Companies).
2. هناك تباين في ممارسات الشركات المصرية نحو الممارسات المجتمعية، ويرجع هذا التباين إلى تنوع توجهات الشركات نحو هذه الممارسات (مجالات التعليم والتدريب، تنمية المجتمع بالاعتماد على الأدوات التكنولوجية غير التقليدية، وأيضا في مجالات الصحة، وتمكين الشباب والمرأة، تواصل هذه الشركات سياسة الاستدامة وإعلان ممارستها بشكل علني).
3. وجود تذبذب ملحوظ في القيمة السوقية للسهم في التداول لهذه الشركات، وقد يرجع هذا التذبذب إلى اختلاف التطبيق في مبادئ الحوكمة وقيمة المساهمة في الممارسات المجتمعية لهذه الشركات.

ثانياً- البحوث والدراسات السابقة:

تعددت وتنوعت البحوث والدراسات التي تناولت موضوع حوكمة الشركات ومسؤوليتها المجتمعية، فقد لاقت هذه الموضوعات اهتمام العديد من الباحثين في مجالات وتخصصات مختلفة مثل إدارة الأعمال، الاقتصاد، المحاسبة، التمويل وغيرها، وهو ما نتج عنه تنوع في الجوانب التي تناولت تلك المفاهيم (حوكمة الشركات، المسؤولية المجتمعية)، وخاصة بعد أن أدت مشكلة الوكالة والتقلبات في الأسواق الى التوجه نحو خلق حوكمة الشركات، وذلك للسيطرة على سلوك المديرين والحفاظ على حقوق المساهمين، (Abdeljawad et al., 2020; AlHares, 2020; Saleem et al., 2021). ويقسم الباحث الدراسات السابقة إلى محورين اساسيين هما:

المحور الأول: الحوكمة ودورها في تعظيم ثروة الملاك.

ومن أهم الدراسات التي تناولت موضوع الحوكمة دراسة (Anmann et al., 2011) والتي حاول فيها قياس حوكمة الشركات باستخدام (٦٤) مؤشر في (٢٢) دولة متقدمة، وقد توصلت النتائج إلى أن هناك علاقة إيجابية بين مؤشرات الحوكمة وقيمة الشركات، وهو ما أكدت عليه نتائج دراسة (Müller, 2014) والتي أشارت إلى أن هناك علاقة إيجابية بين حوكمة الشركات وأداء الشركة عندما تم قياس أداء الشركة بنسبة معدل العائد على الأصول للعام الحالي، كذلك الحال فيما يتعلق بدراسة (هبة، ٢٠١٨) والتي توصلت فيها إلى أن هناك تأثير للحوكمة على أداء الشركات عندما تم قياسها باستخدام معدل العائد على الاصول.

ومن جانب آخر قام (طلال وآخرون، ٢٠١٤) بدراسة تأثير الحوكمة على سعر السهم باعتبار الحوكمة أحد العوامل المؤثرة على سعر السهم في السوق ومعرفة طبيعة العلاقات المتداخلة بينهم، وقد تبين أن هناك تأثير معنوي للحوكمة على سعر السهم، وهو ما توصلت إليه نتائج دراسة (Saha & Kabra, 2019) عندما تم قياس قيمة الشركة بالسعر السوقي للسهم، وأيضاً كذلك الحال مع دراسة (Iutz et al., 2020) عندما تم قياس قيمة الشركة بنسبة كيو توبين، وهذا على خلاف ما توصلت إليه نتائج دراسة (هاني، ٢٠٢١) والتي أسفرت عن عدم وجود أثر معنوي

لآليات حوكمة الشركات على القيمة السوقية، وأوصت بدراسة تلك الآليات على القطاعات الأخرى في بورصة فلسطين.

وعلى الرغم من ذلك، تفسر مبادئ الحوكمة التباين الذي يحدث في الأداء المالي في الشركات الصناعية في السوق السعودي وهذا التأثير إيجابي وذو دلالة معنوية، وتمت الإشارة إلى ضرورة إلزام الشركات بتطبيق مبادئ الحوكمة لأنها تحسن أداء الشركات (محمد، ٢٠١٦) ويتفق مع ذلك دراسة (Abdallah & Ismail, 2017) في أن هناك تأثيراً إيجابياً لجودة الحوكمة على أداء (٥٨١) شركة في سبع دول في مجلس التعاون الخليجي، وكذلك الحال في دراسة (بسام، ٢٠٢١) التي توصلت إلى وجود تأثير معنوي لأبعاد الحوكمة على كل من العائد على الأصول وصافي التدفق النقدي التشغيلي من عمليات التشغيل كأبعاد لمتغير استمرارية الشركات، وتؤكد دراسة (أماني، ٢٠١٩) أن حوكمة الشركات لها تأثير جوهري على أداء الشركات وفعالية الرقابة على الشركة، وتعتبر بعض مبادئ الحوكمة بمثابة نقاط مرجعية لصانعي السياسات والقرارات والمتمثلة في (حقوق حملة الأسهم، وظائف الملكية الرئيسية، المعاملة المتكافئة لحملة الأسهم، ودور أصحاب المصلحة في حوكمة الشركات، الإفصاح والشفافية، مسؤوليات مجلس الإدارة)، وعلى خلاف ذلك أيضاً قامت دراسة (Wang et al., 2019) بدراسة تأثير حجم مجلس الإدارة وهيكل الملكية على أداء الشركات المدرجة في مؤشر البورصة الباكستانية (١٠٠)، من عام (٢٠١١) وحتى عام (٢٠١٤)، وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين حجم مجلس الإدارة وتنوع مجلس الإدارة واجتماعات مجلس الإدارة على الأداء.

أما (زيدان، ٢٠١٧) فقد قام بدراسة خصائص مجلس الإدارة في الشركات العائلية المصرية وعلاقتها بحوكمة الشركات، حيث اختبرت تأثير كل من العمر التنظيمي والحجم التنظيمي والأجيال المالكة والمديرة على تطور هيكل مجلس الإدارة، وتطور أدوار مجلس الإدارة وتطور أدوار ورؤساء مجالس الإدارة في هذه الشركات، وقد توصلت النتائج إلى عدم وجود تأثير. وفي المقابل خلصت دراسة (عبير، ٢٠٢٢) إلى وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين كل من حجم مجلس الإدارة،

والتدقيق الداخلي، والإفصاح والشفافية، وحجم المؤسسة وبين إدارة الأرباح، وكذلك الحال في دراسة (أسامة & أحمد، ٢٠٢٢) حيث توصلت إلى وجود تأثير لممارسات الشركات المجتمعية والبيئية على كل من معدل العائد على حق الملكية ومعدل العائد على الأصول والقيمة السوقية للسهم العادية.

المحور الأول: المسؤولية المجتمعية ودورها في تعظيم ثروة الملاك.

سعت دراسة (Cormier, & Magnan, 2014) إلى استكشاف العلاقة بين إفصاح الشركات عن ممارسات المسؤولية المجتمعية وحوكمة الشركات ونسبة الإفصاح عند المحللين الماليين، من خلال قدرتهم على التنبؤ بأرباح الشركة. وتشير نتائج الدراسة إلى أن هناك علاقة مباشرة بين إفصاح الشركات عن المسؤولية المجتمعية وحوكمة الشركات، ونسبة المعلومات لأن مزيد من الإفصاح يزيد من توقعات الأرباح ويقلل من نسب التشتت في التوقعات. بينما هدفت دراسة (Said et al., 2017) إلى فحص العلاقة بين حوكمة الشركات والإفصاح عن المسؤولية المجتمعية للشركات، وتوصلت إلى أنه يجب على المنظمات عندما تتبنى مبادئ التنمية المستدامة عند اتخاذ قراراتها ليس أخذ العوامل الاقتصادية والمالية فقط بل يجب أخذ العوامل المجتمعية طويلة الأجل، وإضافة إلى ذلك أن حوكمة الشركات هي إحدى محركات المسؤولية المجتمعية للشركات الماليزية.

كما سعت دراسة (Zaid et al., 2019) إلى معرفة تأثير الحوكمة على ممارسات المسؤولية المجتمعية للشركات غير المالية المدرجة في البورصة فلسطين (٢٠١٣-٢٠١٦) كآليتين مكمليتين تستخدمهما الشركات لتعزيز الارتباط مع أصحاب المصلحة. في ذات السياق تشير دراسة (Alshbili et al., 2019) إلى اختبار أثر هيكل حوكمة الشركات ونوع الملكية على المسؤولية المجتمعية للشركات في الدول النامية، وتوصلت نتائج الدراسة إلى أنه على الرغم من أن مستوى المسؤولية المجتمعية للشركات في ليبيا منخفض مقارنةً بالشركات الأجنبية إلى أن عوامل الملكية لها تأثير إيجابي كبير على المسؤولية المجتمعية. بالإضافة إلى ذلك أن اجتماعات مجلس الإدارة يكون لها تأثير إيجابي على المسؤولية المجتمعية للشركات.

بشكل عام، تدعم النتائج السابقة دليل نظري على أن الضغوط التي تمارسها الحكومة وأصحاب المصلحة الخارجيون لها تأثير كبير في تعزيز أنشطة المسؤولية المجتمعية للشركات. كما أشارت دراسة (Abdel Jawad et al., 2020) إلى أن حجم مجلس الإدارة و هيكل الملكية، تحسن من جودة الشركات الفلسطينية، بالإضافة إلى ذلك اتفقت تلك الدراسات (DixonFowler et., 2013; Ambec&Lanoie,2008; Orlitzky et al., 2003) على وجود علاقة إيجابية بين الأداء المجتمعي والأداء المالي للشركات. بينما أشارت دراسة (Soana, 2011) إلى عدم وجود علاقة بين المسؤولية المجتمعية على الأداء المالي للشركات.

تعليق الباحث على الدراسات السابقة:

من خلال استقراء الدراسات السابقة اتضح الآتي:

1. باستعراض الدراسات السابقة وبالتحديد الدراسات المتعلقة بالحوكمة تبين أن الحوكمة تؤثر بشكل إيجابي على قيمة المنشأة ومن ثم ثروة الملاك كدراسة (طلال وآخرون، ٢٠١٤: هبة، ٢٠١٨: عبيد، ٢٠٢٢) (Iutz et. al., 2020; Saha&Kabra,2019; Müller,2014; Anmann et al.,2011) ، بينما توصلت دراسات أخرى إلى عدم وجود تأثير للحوكمة على ثروة الملاك كدراسة (هاني، ٢٠٢١) (Wang et al., 2019).
2. فيما يتعلق بالدراسات التي تناولت المسؤولية المجتمعية، يلاحظ وجود تضارب في النتائج التي توصلت إليها حيث تبين أن هناك تأثير لقيمة المساهمة المجتمعية على ثروة الملاك (أسامة & أحمد، ٢٠٢٢)، وعلى الأداء المالي دراسة (Dixon-Fowler et al., 2013; Ambec & Lanoie,2008). بينما بعض الدراسات الأخرى قد توصلت نتائجها إلى عدم وجود تأثير للمساهمة المجتمعية على الأداء المالي مثل (Soana, 2011). وبالتالي فإن الباحث سوف يقوم بالكشف عن طبيعة العلاقة بين قيمة المساهمة المجتمعية على ثروة الملاك في قطاع الصناعة.

٣. وجود اختلاف في معظم الدراسات السابقة حول قياس مؤشر حوكمة الشركات فمنهم استخدم الاستبيان كدراسة (زيدان، ٢٠١٧)، ومنهم استخدم المتغيرات الوهمية كدراسة (Wang et al., 2019)، وهو ما يحتم ضرورة دراسة مؤشرات الحوكمة والتعرف على الطريقة الأكثر دقة للتقدير.

ثالثاً: مشكلة الدراسة:

بعد عقود من ظهور نظرية المنشأة، يظل هناك الحاجة إلى استكشاف قواعد تعمل على تحسين أداء الشركة مع التخفيف من حدة مشكلة الوكالة وهذا كان موضع للدراسة في أدبيات التمويل حيث توصلت إلى أن مشكلة الوكالة لها آثار كبيرة على قيمة المنشأة (Jensen & Meckling, 1976)، ولذلك ركزت الدراسات المعاصرة على تحسين حوكمة الشركات ومسؤوليتها المجتمعية، وهي مبادئ تحكم العلاقة بين المديرين والمساهمين وتؤثر أيضاً على الأطراف المعنية (AlHares, 2020; Saleem et al., 2021).

وعليه، يعتبر التطبيق الجيد للحوكمة وسيلة متميزة لتحسين وتعظيم ثروة المساهمين، هذا فضلاً عن دفع التنمية في ظل المقايضة السديدة بين المخاطرة والعائد، ولذا أصبحت حوكمة الشركات إحدى أهم أساليب الرقابة والإشراف والتي تسعى للحد من صور الفساد الإداري والمالي بمختلف أشكاله عبر الشفافية، فضلاً عن تحقيق التميز الإداري، لذلك اتجهت كل الجهات الرقابية والتنظيمية بأسواق الأوراق المالية بالاهتمام بتطبيق الحوكمة والممارسات المجتمعية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، حيث تم التدشين بواسطة البورصة المصرية بالتعاون مع مؤسسات دولية ومحلية عام ٢٠١٠ المؤشر المصري لحوكمة الشركات ومسؤوليتها المجتمعية والبيئية The Egyptian Index of Corporate Governance, Social and Environmental Responsibility (S&P/EGX ESG) ، ليكون أول مؤشر يتابع أداء الاستثمار للشركات في ظل الاتجاه نحو الاستدامة حيث يرتب المؤشر أفضل ثلاثون شركة مصرية وذلك في ضوء الحوكمة والمسؤولية المجتمعية والبيئية.

وبالإضافة إلى ما سبق، يتضح من الدراسات الاستطلاعية والدراسات السابقة أن هناك اختلافات بين الشركات في تطبيق الحوكمة وممارستها المجتمعية وأيضاً وجود تذبذب في القيمة السوقية للأسهم المتداولة للشركات، وعلى الجانب الآخر في الدراسات السابقة تبين أن هناك اختلافات في النتائج المتعلقة بتطبيق الحوكمة. إن التطبيق الجيد لحوكمة الشركات من ناحية، والالتزام بالمسؤولية المجتمعية من ناحية أخرى، يمكن الشركات من تخفيض المخاطرة الكلية التي تواجهها ويمكنها من الاستمرار والمنافسة، مما ينعكس ذلك على القيمة السوقية للأسهم وحجم تداولها، وتساهم الحوكمة الرشيدة والمسؤولية المجتمعية في تحسين طبيعة المعلومات المفصح عنها من حيث الجودة والحيادية بما يضمن فرص متكافئة لمتخذي القرارات الاستثمارية. وعليه، فإن مشكلة هذه الدراسة تتمثل في محاولة الإجابة على سؤال الدراسة الرئيسي وهو: ما هو أثر تطبيق مبادئ الحوكمة والالتزام بالمسؤولية المجتمعية في شركات القطاع الصناعي المدرجة في مؤشر "S&P ESG EGX" بالبورصة المصرية على تعظيم ثروة الملاك؟

ويتفرع من هذا السؤال الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- ١- هل يعد الالتزام بقواعد الحوكمة والمسؤولية المجتمعية أحد مولدات القيمة لحملة الأسهم العادية؟
- ٢- هل يعد الالتزام بمبادئ الحوكمة والمسؤولية المجتمعية أحد مولدات الربحية للشركات محل الدراسة؟
- ٣- ما مدى مساهمة حوكمة الشركات والمسؤولية المجتمعية في تدنية عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية؟

رابعاً: أهداف الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في شقين: أولاً: التعرف على اتجاهات وتطور الشركات نحو تطبيق قواعد الحوكمة ومدى التزامها بالمسؤولية المجتمعية. ثانياً: تفسير أثر تطبيق الحوكمة والالتزام بمدى مساهمة القطاع الصناعي بالمسؤولية

المجتمعية على تعظيم ثروة الملاك، ويمكن تحقيق هذا الهدف الرئيسي من خلال الأهداف الفرعية التالية:

١. التعرف على الحوكمة ومبادئها وتأثيرها على تعظيم ثروة حملة الأسهم.
٢. التعرف على مفهوم المسؤولية المجتمعية للشركات في ضوء تعظيم ثروة حملة الأسهم.
٣. تقديم توصيات للشركات الصناعية محل الدراسة، في إطار التكامل بين حوكمة الشركات والمسؤولية المجتمعية تساعد على تعظيم ثروة الملاك.

خامساً: أهمية الدراسة.

تتبع أهمية الدراسة من معرفة أثر التزام الشركات بتطبيق الحوكمة وممارستها للمسؤولية المجتمعية على تعظيم ثروة الملاك وتنقسم هذه الأهمية إلى:

- **الأهمية العلمية:** تبرز أهمية هذه الدراسة في تناولها في تناولها موضوعاً حيوياً وعلى درجة كبيرة من الأهمية في الوقت الحالي ألا هو دور الحوكمة والمسؤولية المجتمعية في تعظيم ثروة الملاك وأصحاب المصلحة (Ansu et al.,2021; Ogachi, & Zoltan, 2020)، حيث تتناول الدراسة قياس وتحليل وتقييم الشركات الصناعية العاملة في السوق المصري والمقيدة بمؤشر "S&P ESG EGX" بالبورصة المصرية، ومدى التزامها بمبادئ الحوكمة، ومدى مساهمتها إيجابياً في تحقيق دورها المجتمعي المنشود من خلال مسؤولياتها المجتمعية.
- **الأهمية العملية:** تبرز الأهمية العملية من تلبية حاجة كل الأطراف أصحاب المصلحة ذات العلاقة بشركات القطاع الصناعي في البيئة المصرية، باعتبار أن القطاع الصناعي هو المحرك الرئيسي لأي اقتصاد نامي، ويعتبر القطاع الصناعي الأكبر من حيث عدد الشركات المدرجة في مؤشر S&P ESG EGX، وتعتبر الصناعة هي الاستثمار الحقيقي على أرض الواقع، حيث توظف عدداً كبيراً من العمالة، وتدفع عجلة الاقتصاد القومي، وتستفيد من جميع الموارد بأفضل طريقة على الإطلاق، الأمر الذي قد يؤثر على ثروة الملاك لتلك الشركات الصناعية والتي تمثل مؤشراً محورياً لنجاحها ونموها.

سادساً- فروض البحث:

- في ضوء ما تم عرضه من الدراسة الاستطلاعية والدراسات السابقة ومشكلة البحث يمكن استعراض فروض البحث في صيغة فرض العدم على النحو التالي:
١. **الفرض الأول:** لا يوجد تأثير معنوي لحوكمة الشركات والممارسات المجتمعية معاً، على ربحية السهم، للشركات الصناعية المدرجة في المؤشر (S&P ESG EGX).
 ٢. **الفرض الثاني:** لا يوجد تأثير معنوي لحوكمة الشركات والممارسات المجتمعية معاً، على القيمة السوقية / القيمة الدفترية، للشركات الصناعية المدرجة في المؤشر (S&P ESG EGX).
 ٣. **الفرض الثالث:** لا يوجد تأثير معنوي لحوكمة الشركات والممارسات المجتمعية معاً، على معدل العائد على حق الملكية، للشركات الصناعية المدرجة في المؤشر (S&P ESG EGX).
 ٤. **الفرض الرابع:** لا يوجد تأثير معنوي لحوكمة الشركات والممارسات المجتمعية معاً، على معدل العائد على الأصول، للشركات الصناعية المدرجة في المؤشر (S&P ESG EGX).

سابعاً: هيكل الدراسة:

- يمكن استعراض هيكل الدراسة على النحو التالي:
- المبحث الأول: الإطار المنهجي.
 - المبحث الثاني: الإطار الفكري.
 - المبحث الثالث: الإطار التطبيقي.
 - المبحث الرابع: النتائج والتوصيات.

المبحث الثاني: الإطار الفكري

أولاً: مفهوم الحوكمة (الإدارة الرشيدة)

إن هذا المفهوم يرتبط ارتباطاً وثيقاً بمفهوم أصحاب المصلحة، فالحوكمة في الأساس ظهرت نتيجة مشكلة الوكالة والتقلبات السوقية والسيطرة على سلوك المدراء والحفاظ على حقوق المساهمين وإعادة ثقة المستثمرين الحاليين والمرقبين في أسواق الأوراق المالية (Abdeljawad et al.,2020; AlHares, 2020;Saleem et al., 2021). فجاءت الحوكمة بما تفرزه من قواعد ومبادئ وآليات لتعمل على تندية المخاطرة التي تحيط بالاستثمارات في الأسواق المالية، من خلال توفير المعلومات للجميع من أجل الحكم والتقويم لأداء الشركات بما ينعكس ذلك على ثروة المساهمين (هاني، ٢٠٢١).

ولقد اختلف تعريف الحوكمة (الإدارة الرشيدة) باختلاف الهدف الذي يتم تبنيه، وهل هو تعظيم ثروة حملة الأسهم أم تعظيم قيمة الشركة ككل (Gerad& Benjamin, 2011)، فوفقاً لهدف تعظيم ثروة الملاك (المدخل الانجلو الأمريكي) فيتم تعريف الحوكمة في ضوء مفهومين: أولاً المفهوم الضيق، حيث يُعرّف (Jamali et al., 2008) " الحوكمة بأنها "النظام الذي من خلاله يتم توجيه ورقابة الشركة، وأن مجلس الإدارة والمدراء مسؤولون عن حوكمة شركاتهم، كما أن دور حملة الأسهم في الحوكمة هو دعم المدراء والمراجعين وإشباع احتياجاتهم، من أجل إقرار هيكل حوكمة مناسب"، ثانياً المفهوم العريض: يشير إلى أن الحوكمة تصف العلاقات بين الشركة وبين أصحاب المصلحة في المجتمع وهذا التوصيف يغطي مجموعة من القوانين واللوائح والقواعد التي تحكم ممارسات القطاع الخاص بالشكل الذي يُعين الشركات على جذب رأس المال، والأداء الكفاء، مع الوفاء بالأبعاد البيئية والتوقعات المجتمعية العامة" (Garas, & ElMassah, 2018).

كما أن هناك مفهوم أكثر اتساعاً من المفهومين السابقين، هو الذي قدمته منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) وهي منظمة دولية تضم حكومات الدول الملتزمة بالديموقراطية واقتصاد السوق وتستهدف دعم استدامة النمو

الاقتصادي والتوظيف ورفع مستوى المعيشة والحفاظ على الاستقرار المالي، وقد قدمت التعريف التالي للحوكمة (الإدارة الرشيدة) " هي النظام الذي من خلاله يتم توجيه ورقابة منظمات الأعمال، ويحدد هيكل الحوكمة توزيع الحقوق والمسؤوليات على مختلف الأطراف بالشركة، مثل مجلس الإدارة، المدراء، حملة الأسهم، أصحاب المصالح الأخرى، كما يتم تحديد قواعد وطرق اتخاذ القرارات في شؤون الشركة، بجانب أهداف الشركة وسبل تحقيقها ومتابعة الأداء" (Braune et al., 2020).

و في ظل المنظور المصري، فقد عرف دليل حوكمة الشركات الخاصة المقيدة في البورصة المصرية، و الصادر عن مركز المديرين التابع لوزارة الاستثمار في أكتوبر ٢٠٠٥، حوكمة الشركات بأنها: " القواعد والنظم والإجراءات التي تحقق أفضل حماية وتوازن بين مصالح مديري الشركة والمساهمين فيها، وأصحاب المصالح الأخرى، أما التحديث الأخير لدليل الحوكمة المصري والصادر عن مركز المديرين أيضاً في أغسطس ٢٠١٦ فقد عرف 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 جميع الأطراف" (الدليل المصري لحوكمة الشركات، ٢٠١٦).

ويشير الباحث إلى أن الحوكمة في ظل هذا المفهوم العريض تعتبر النظام الكلي للحقوق، والعمليات، والنظم الرقابية، والتي يتم بنائها داخلياً وخارجياً، بهدف إدارة كيان الأعمال من أجل تحقيق الحماية لأصحاب المصلحة، وأصحاب المصلحة في ظل هذا المفهوم هم، الملاك، رجال الأعمال، العاملون، أصحاب المصالح الأخرى مثل: الموردون والعملاء والدائنون والسلطات الرقابية والتجمعات التي تنشأ بينها الشركة (Ansu et al.,2021). ومن خلال استعراض التعريفات السابقة تجدر الإشارة إلى أن مفهوم الحوكمة، لا يختلف باختلاف أهداف الشركات فقط، ولكن أيضاً باختلاف وجهات النظر للمعنيين بهذا الأمر، فنجد القانونيين يبتازعون للتركيز على الجوانب التعاقدية لوظيفة الحوكمة، بينما رجال التمويل والاقتصاد يُعنون بالأهداف

واتخاذ القرارات، أما المستشارون الإداريون فينتازون عون للاهتمام بجانب المهام وبالجانب الاقتصادي.

ينوه الباحث إلى أنه لا يوجد تعريف متفق عليه لمفهوم الحوكمة (الإدارة الرشيدة)، نتيجة تشابك وتعدد الأطراف الفاعلة فيها، وغفل الكثير من التعريفات عن أهمية دور شركات الأعمال في التنمية المستدامة، وكذلك دورها المجتمعي والبيئي. وفي ضوء ما سبق يعتقد الباحث أن الحوكمة لم تعد مجرد أنظمة وإجراءات يتم تطبيقها في الشركات من أجل حماية المساهمين وأصحاب المصلحة فقط، بل لتصبح أداة لتحسين أداء هذه الشركات مما ينعكس على تعظيم ثروة الملاك.

ثانياً: أهداف الحوكمة في ضوء تعظيم ثروة الملاك: يمكن إيضاح أهم أهداف الحوكمة في ضوء تعظيم ثروة الملاك على النحو التالي: (بهاء الدين، ٢٠٢٢، ص ٢٥).

- تبني الإفصاح والشفافية فيما يتم نشره من خلال القوائم المالية، من أجل القضاء على الفساد المستشري في العديد من الشركات، وإيقاف التلاعب المحاسبي الذي يؤدي إلى إظهار الأرباح على غير الحقيقة.
- محاولة التغلب على الأزمات التي تتعرض لها الشركات والتي قد تقودها إلى الإفلاس، وهو الأمر الذي يستدعي دعم آليات الرقابة على أداء الشركات ودعم حسن إدارة المخاطر بها.
- التأكيد على ضرورة الالتزام بالضوابط الأخلاقية المهنية، والالتزام بدقة بمواثيق الشرف المعتمدة، وتغليظ العقوبات على الأطراف المخالفة.
- حماية حقوق الأقلية من المساهمين.

ثالثاً: مبادئ الحوكمة (الإدارة الرشيدة) الجيدة: يمكن إيجاز مبادئ الحوكمة الرشيدة في الآتي: عدم الاستعانة في مجلس الإدارة بأكثر من عضوين من الأعضاء المنتدبين الحاليين والسابقين، عدم السماح للمدراء التنفيذيين بالشركة، بأن يكونوا مراجعين للمجلس أو لتحديد المكافآت والتعويضات، أو مرشحين بلجان المجلس، يطلب من أعضاء المجلس حضور ما لا يقل عن ٧٥% من الجلسات، لا يسمح أبداً بالتدخل

الإداري بين المسؤولين. (بهاء الدين، ٢٠٢٢، ص ٢٦) & (أماني، ٢٠١٨) & (جميل & علي، ٢٠١٦).

رابعاً: العلاقة بين حوكمة الشركات وهدف تعظيم ثروة الملاك:

إن هدف تعظيم ثروة حملة الأسهم، يوفر الإطار الرشيد لاتخاذ القرارات على مستوى المنشأة، والذي يتسق مع التخصيص الكفء للموارد على مستوى المجتمع، وفي الواقع يمكن النظر إلى العلاقة بين حملة الأسهم وبين الإدارة في إطار نظرية العلاقات التعاقدية، حيث أن ما يربط الطرفين هو عقد الوكالة، فحملة الأسهم هم الطرف الرئيس (وهو الموكل) والإدارة تمثل طرف الوكيل (بهاء الدين، ٢٠٢٢، ص ٣٨).

وفي حقيقة الأمر، فإن حملة الأسهم يملكون العديد من الأدوات والتي تضمن سيطرتهم على توجهات الإدارة وتدنية تكاليف ومشاكل الوكالة وأن الحوكمة المثلى للشركات تؤثر على التدفقات النقدية و / أو المعدل الذي يتم به خصم هذه التدفقات النقدية وتضمن كفاءة الأداء التشغيلي وقرارات الشركة المثلى وبما يحقق في النهاية تعظيم ثروة حملة الأسهم (Shakri et al. 2022).

علاوة على ذلك، أن النظرية والممارسات تتسق مع فكرة رقابة حملة الأسهم على أعضاء الفريق الإداري، مع ضرورة الاعتراف بإمكانية قيام الإدارة في أوقات معينة بالعمل على تحقيق أهداف تتعارض مع مصلحة حملة الأسهم (Bofinger et al., 2022). ويظل مع ذلك هدف تعظيم ثروة الملاك هو الهدف الأكثر قبولا، لأن قبول أي هدف آخر يقود إلى نمو أقل في ثروة الملاك، وإلى تخصيص أقل أمثلية للأموال على مستوى الاقتصاد ككل، وهذا ما أسفر عن ضرورة تبني قواعد الحوكمة.

خامساً: المسؤولية المجتمعية للشركات ومفهوم المواطنة الصالحة

على الرغم من أن الهدف الأساسي للشركة هو تعظيم ثروة المساهمين بطريقة أخلاقية، فمن المتوقع أيضاً أن الشركة تعمل بطريقة تقي بالالتزام المجتمعي، وتتضمن المسؤولية المجتمعية للشركات القيام بعمل جيد لمختلف أصحاب المصلحة، جنباً إلى جنب مع المساهمين، في إطار استراتيجية عمل شاملة. (Flammer, 2018;

Godfrey, 2005; Hillman & Keim, 2001; Margolis & Walsh, 2001; Orlitzky et al., 2003; Price & Sun, 2017).

عرف البنك الدولي المسؤولية المجتمعية على أنها التزام الشركات في المساهمة بالتنمية المستدامة من خلال العمل مع العاملين والمجتمع ككل من خلال القيام بالأعمال التجارية بشكل جيد يسعى للتنمية الشاملة في آن واحد (Bofinger, et al., 2022). وقد عرف (Ghoul & Karoui, 2017) أيضاً المسؤولية المجتمعية للشركات على أنها " تشمل كافة تفاعلات الشركة مع موظفيها ومورديها وعملائها والمجتمع الذي تعمل فيه، بالإضافة إلى الحماية البيئية.

بينما أشارت (European Commission, 2002) المسؤولية المجتمعية للشركات على أنها: عمل تطوعي لتكامل العمليات التجارية من الناحية البيئية والمجتمعية وتفاعلها مع أصحاب المصلحة ". تعرف (WBCSD, 2001) المسؤولية المجتمعية للشركات على أنها التزام الشركات بالمساهمة في التنمية المستدامة من خلال العمل مع الموظفين ومجتمعاتهم المحلية.

طالما أن الشركة تمارس أنشطتها عبر استخدام موارد ومقدرات الدولة، فإنه يجب النظر إليها وكأنها مواطن صالح له حقوق، وعليه واجبات، فهناك العديد من المسؤوليات المجتمعية والتي أصبحت من الأمور التي يفترض أن تلتزم بأدائها المنشآت، وعلى الأخص إذا اتصل الأمر بدفع الأجور العادلة للعاملين وعدم التهرب الضريبي وحماية المستهلك وتدبير وسائل الأمن والأمان سواء داخل المنشأة أو عند استخدام العميل لمنتج المنشأة (Jamali et al., 2008).

إن الإخلال بأداء مثل هذه المسؤوليات، يمكن أن يعرض المنشأة للمساءلة القانونية أو يدفعها إلى الدخول في صراعات مع المنظمات أو الاتحادات المدافعة عن الأطراف المستفيدة، مما يلحق ضرر مادي ومعنوي بالمنشأة، ولكن هناك نوع آخر من المسؤوليات المجتمعية غير ملازمة، وذلك مثل المساهمة في رصف الطرق وإنشاء المدارس وفصول محو الأمية وإقامة الكباري ومكافحة التلوث البري والجوي

والبحري وتشجير المنطقة المحيطة وإقامة وحدات علاجية تخدم العاملين وذويهم وأبناء البيئة المحيطة وغير ذلك من المسؤوليات المجتمعية المختلفة.

سادساً: العلاقة بين المسؤولية المجتمعية وهدف تعظيم ثروة الملاك:

على الرغم من أن المسؤولية المجتمعية للشركات (CSR) أصبحت موضوعاً حيوياً، إلا أن الآراء لا تزال مختلفة حول ما إذا كان نشاط المسؤولية المجتمعية للشركات يوفر مزايا اقتصادية أم لا؟ ولقد اختلفت النتائج في وصف العلاقة (Choi et al., 2020). ولم يكن هناك توافق أو اتساق وصنفت الدراسات هذه العلاقة إلى: العلاقة الإيجابية، العلاقة السلبية.

- **الاتجاه الإيجابي:** أن الاستثمار في المسؤولية المجتمعية سيؤدي إلى زيادة الأرباح وتخفيض مخاطرة عدم تماثل المعلومات وزيادة الكفاءة (Albuquerque et al., 2019; Boutin & Savaria, 2004; Luo & Bhattacharya, 2009) وفي حالة إعفاء الأموال التي تصرف على أنشطة المسؤولية المجتمعية من الضرائب، وكذلك فإن استثمار المنشأة في تطوير أداء الموظفين لا يكلف الشركة الكثير بل يرفع من كفاءتهم وإنتاجيتهم، بالإضافة إلى ذلك فإن الشركة التي تقوم بالمساهمة في أنشطة المسؤولية المجتمعية تصبح لها شعبية كبيرة عند أفراد المجتمع ، مما يزيد من ربحيتها وارتفاع أسعار أسهمها في السوق بالإضافة إلى ذلك حصول الشركة على امتيازات ضريبية وقانونية من الحوكمة (Orlitzky et al., 2003; Waddock & Graves, 1997).
- **الاتجاه السلبي:** يرى كل من (Griffin & Mahon, 1997; McWilliams & Siegel, 2001) أن الشركات التي لا تنتهج المسؤولية المجتمعية ترى أن إنفاق مبالغ ضخمة في أنشطة المسؤولية المجتمعية، سيقبل من فرص هذه الشركات، وأن هذه المبالغ الضخمة التي تصرف مثلاً على إجراءات مكافحة التلوث، تعود بمكاسب قليلة جداً على الشركة، الأمر الذي يؤدي إلى تقليل ربحية الشركة.

المبحث الثالث: الإطار التطبيقي

أولاً: مجتمع وعينة البحث:

يتكون مجتمع البحث من الشركات الصناعية المصرية المدرجة في مؤشر حوكمة الشركات ومسئوليتها المجتمعية والبيئية بالبورصة المصرية، والذي يعرف باسم " S&P/ ESG EGX" والبالغ عددها (١١) شركة، وذلك في الفترة من الربع الأول من عام (٢٠١٤) إلى الربع الأخير من عام (٢٠٢١). حيث تم الاعتماد على البيانات المالية الربع سنوية للشركات محل الدراسة. وقد تم اختيار عينة تحكمية من شركات الصناعة المدرجة في مؤشر "S&P/ ESG EGX". بناءً على الشروط التالية:-

- يجب أن تكون الشركات مقيدة بالبورصة المصرية.
- يجب أن يكون تأسيس الشركات في الفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠٢١ وقابلة للتداول أيضاً، وأن هذه الشركات تتعهد أو تشارك في أي أنشطة مجتمعية والالتزام أيضاً ببعض مبادئ الحوكمة وأن هذا الأنشطة يتم نشرها في تقريرها السنوي.
- توافر البيانات الكافية مثل أسعار الأسهم التاريخية اليومية والميزانية العمومية وقائمة الدخل من أجل احتساب مؤشرات مالية بصورة دقيقة، ومن خلال النظر في البنود السابقة.

وبعد فحص بيانات الشركات تم استبعاد الشركات التي لا تتوافر بها الشروط المحددة، وعليه فقد بلغ حجم العينة موضع البحث (٦) شركات لها حصة سوقية من إجمالي (١١) شركة بنسبة (٥٥%) من حجم المجتمع. وبالتالي تصبح الشركات محل الدراسة وفقاً لكونها رويترز وهي: [حديد عز (ESRS)، الإسكندرية للزيوت المعدنية (AMOC)، سيدي كيرير للبتر وكيموايات (SKPC)، القابضة المصرية الكويتية (EKHO)، النجاجون الشرقيون (ORWE)، السويدي الكتريك (SWDY)].

ثانياً: منهج وأسلوب الدراسة

لتحليل بيانات الدراسة الحالية اعتمد الباحث على منهج تحليل المحتوى والقياس الكمي كما أشارت دراسة (هاني، ٢٠٢١) & (بدر الدين & مولود، ٢٠٢١)، وتم استخدام

البيانات المقطعية الزمنية (Panel Data)، حيث أنها تجمع بين بيانات الشركة الصناعية الواحدة (Cross-Section)، وبين فترة زمنية محددة (Time Series)، وتم استخدام برنامج (EViews,12) الاحصائي لتحليل واختبار فرضيات الدراسة.

ثالثاً: متغيرات الدراسة وطريقة قياسها.

يعرض الجدول رقم (١) المؤشرات المالية لمتغيرات الدراسة التابعة المتمثلة في: (ربحية السهم، القيمة السوقية / القيمة الدفترية، معدل العائد على حق الملكية، معدل العائد على الأصول) المستخلصة من القوائم المالية والتقارير السنوية للشركات الصناعية محل البحث ومدلول هذه المؤشرات منها كما كانت في دراسة: (Lu et al.,2021;Harun et al., 2020;Braune et al., 2020) & (أسامة & أحمد، ٢٠٢٢؛ بسام، ٢٠٢١؛ عبد المطلب، ٢٠١٥)

الجدول رقم (١)
قياس متغيرات الدراسة التابعة

بيان المتغير	الرمز	المتغيرات التابعة	تعزيز ثروة الملاك
حصة السهم العادي من أرباح الشركة ÷ المتوسط المرجح لعدد الأسهم المصدرة.	EPS	ربحية السهم	
(القيمة السوقية ÷ القيمة الدفترية) وهي إحدى المؤشرات المهمة التي تقيس قدرة المنشأة على خلق القيمة للملاك، فكلما زادت النتيجة عن الواحد الصحيح، فيكون هناك خلق للقيمة، أما إذا كان الناتج سالباً، فإن ذلك يدل على تدهور قيمة المنشأة وينعكس بالتبعية على ثروة الملاك.	M/B	القيمة السوقية ÷ القيمة الدفترية	
يتم الاعتماد على المعدل المنوي على أساس متوسط إجمالي حقوق الملكية لبدأية ونهاية السنة المالية.	ROE	معدل العائد على حق الملكية	
يتم الاعتماد على المعدل المنوي على أساس متوسط إجمالي الأصول لبدأية ونهاية السنة المالية.	ROA	معدل العائد على الأصول	

ويظهر الجدول رقم (٢) آلية قياس متغيرات الدراسة المستقلة المتمثلة في مبادئ الحوكمة كنسبة ملكية أكبر مساهم من مساهمي الشركة، حجم مجلس الإدارة،

واستقلالية أعضائه، الفصل بين مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، ملكية المدبرون، قيمة المساهمة المجتمعية للشركات محل الدراسة، ويظهر الجدول المتغيرات الرقابية الممثلة في حجم الشركة، الرافعة المالية، وزن الشركة في المؤشر كما كانت في دراسة: (أسامة & أحمد، ٢٠٢٢) & (Bofinger, et al. 2022) & (Fan, et al., 2022) & (بسام، ٢٠٢١) & (Zagorchev,&Gao, 2015) & (Fatemi,et al.,2015)&(Gao& Zhang,2015).

الجدول رقم (٢)
قياس متغيرات الدراسة المستقلة والضابطة

المتغيرات	الرمز	بيان المتغير
المتغيرات المستقلة	X1	نسبة ملكية أكبر مساهم من اسهم الشركة: يجب ألا تزيد نسبة الملكية لأكثر مساهم عن ٢٠٪ من الأسهم المصدرة، فإذا حققت الشركة هذا المبدأ تُعطي للشركة رقم (١) وفي حالة عدم التحقق تُعطي (٠).
	X2	حجم مجلس الإدارة: يجب ألا يقل عدد الأعضاء المجلس عن (٧) ولا يزيد عن (١٣) عضو، فإذا حققت الشركة هذا المبدأ تُعطي للشركة رقم (١) وفي حالة عدم التحقق تُعطي (٠).
	X3	نسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين: يجب ألا تزيد نسبة ملكية أكبر ثلاثة مساهمين بالشركة عن ٥٠٪ من الأسهم المصدرة، فإذا حققت الشركة هذا المبدأ تُعطي للشركة رقم (١) وفي حالة عدم التحقق تُعطي (٠).
	X4	استقلالية أعضاء مجلس الإدارة: يجب أن يتكون أعضاء مجلس الإدارة من ٥٠٪ من الأعضاء المستقلين غير التنفيذيين، فإذا حققت الشركة هذا المبدأ تُعطي للشركة رقم (١) وفي حالة عدم التحقق تُعطي (٠).
	X5	فصل مناصبي رئيس المجلس والمدير التنفيذي: يجب أن يكون هناك فصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، فإذا حققت الشركة هذا المبدأ تُعطي للشركة رقم (١) وفي حالة عدم التحقق تُعطي (٠).
	X6	ملكية المدبرون: يجب ألا تزيد ملكية المديرين باسهم الشركة عن ٢٠٪ من الأسهم المصدرة، فإذا حققت الشركة هذا المبدأ تُعطي للشركة رقم (١) وفي حالة عدم التحقق تُعطي (٠).
متغيرات ضابطة	CSR	قيمة المساهمة المجتمعية: التي قامت بها الشركة خلال العام المالي، حيث تم الاعتماد على القيمة اللوغاريتمية لقيمة المساهمة المجتمعية.
	SIZE	حجم الشركة: يتم الاعتماد على القيمة اللوغاريتمية للشركة.
	LEV	الرافعة المالية: يتم الاعتماد على المعدل المئوي لمساهمة الدين في تمويل أصول الشركة.
	S.P	وزن الشركة في المؤشر "S&P/ ESG EGX".
	Sector	القطاع: الشركة المدرج في مؤشر (S&P ESG EGX)، والذي سيتم اعتباره كأعداد افتراضية منذ البداية ليكون القطاع الصناعي، لذلك لا داعي لأخذها في الاعتبار.

رابعاً: تحليل اتجاه القطاع الصناعي نحو الحوكمة والمسؤولية المجتمعية:

تم قياس المسؤولية المجتمعية (CSR) للقطاع الصناعي الذي يضم ست شركات خلال الفترة من (٢٠١٤) إلى (٢٠٢١) بالاعتماد على القيمة اللوغاريتمية لقيمة المساهمة المجتمعية للشركات الصناعية المدرجة في المؤشر، وذلك بهدف التخلص من مشاكل اختلاف قيمة المساهمة المجتمعية فيما بين الشركات الصناعية ولتحقيق التجانس مع المتغيرات المستقلة الأخرى الواردة في نموذج الدراسة (Kohli & Saha, 2008).

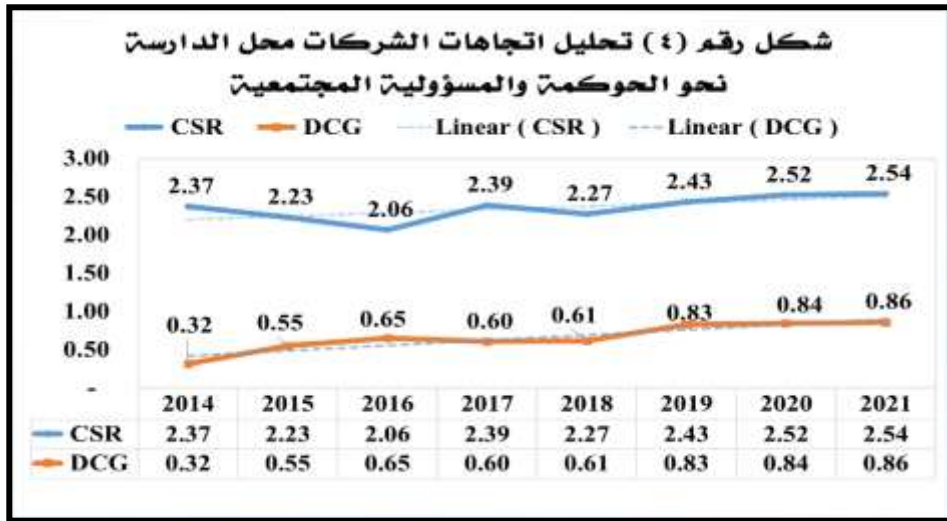
يوضح الشكل رقم (٤) أن هناك تذبذب في قيمة المساهمة المجتمعية من عام (٢٠١٤ حتى ٢٠١٨) ثم بدأت قيمة المساهمة المجتمعية في تزايد لهذا القطاع من عام (٢٠١٩ حتى ٢٠٢١)، وهذا هو اتجاه إيجابي لقطاع الصناعة على الرغم من أن هذه الفترة كان يمر الاقتصاد العالمي بصفة عامة والاقتصاد المصري بصفة خاصة بالأزمات الاقتصادية منها جائحة فيروس كورونا المستجد إلا أن هذا القطاع كان حريصاً على المساهمة المجتمعية.

تؤكد دراسة (Stuebs & Sun, 2015) ودراسة (علي، ٢٠٢٠) على أن الاتجاه الإيجابي نحو المسؤولية المجتمعية يعزز من شفافية الشركة، وتحسن سمعة وصورة الشركة، وتساعد في تقديم معلومات مفيدة لمتخذي قرار الاستثمار بصورة مثلى. كما تشير دراسة (Bajic & Yurtoglu, 2018) إلى أن المسؤولية المجتمعية للشركات تعزز من القيمة السوقية للشركة.

ومن خلال الشكل رقم (٤)، نلاحظ أن عام ٢٠١٤ كانت القيمة اللوغاريتمية للمساهمة المجتمعية (٢٠٣٧) بما يعادل (٢٣٣.٧) مليون جنيه، حيث بلغت قيمة المساهمة المجتمعية عام ٢٠٢١ (٢.٥٤) بما يعادل (٣٤٥.٨٥) مليون جنيه مما يشير ذلك على التزام القطاع الصناعي بالأعمال الخيرية والتطوعية والرعاية وغيرها من المساهمة المجتمعية.

إلى جانب ذلك يظهر الشكل رقم (٤) حوكمة الشركات (DSG) التي تم قياسها بالمعادلة تم الإشارة إليها في الدراسة الاستطلاعية من الدراسة، يظهر الشكل

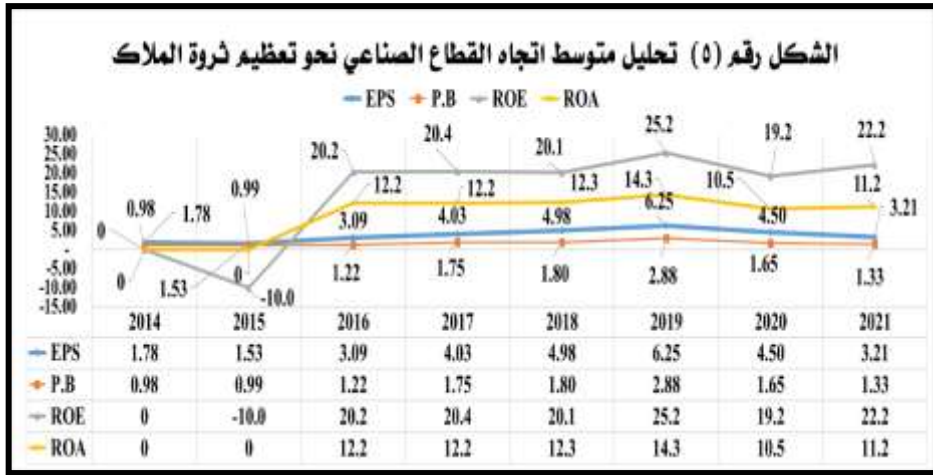
سعي الشركات الصناعية لتطبيق الحوكمة حيث زاد مستوى الاهتمام بالحوكمة من (٣٢%) الي (٨٦%) من عام (٢٠١٤) حتى (٢٠٢١) وهوما يظهر اتجاهاً تصاعدياً للاهتمام بالحوكمة. وتؤكد دراسة (Braune et al.,2020) أن التطبيق الجيد لقواعد الحوكمة الرشيدة يؤدي إلى تحسين أداء السهم وزيادة ربحيتها ويولد الثقة لدى المستثمر وحملة الأسهم، وفي هذا السياق تشير دراسة (Harun et al.,2020) إلى أن التطبيق الجيد للحوكمة يؤدي إلى زيادة قدرة المنظمة على المنافسة في الأجل الطويل نظراً لما تتمتع به المنظمة من شفافية في معاملاتها مع المساهمين، أما دراسة (Jesuka & Peixoto,2021) تؤكد أن الحوكمة لها دور في تلبية تكاليف الوكالة والتهديدات المحتملة ومخاطر الإفلاس وتحسين أداء الشركة وزيادة ربحيتها، وتوفير الحماية لصاحب المصلحة.



المصدر: من إعداد الباحث في ضوء المسح المستندي للقوائم المالية للشركات الصناعية
خامساً: تحليل اتجاه القطاع الصناعي نحو تعظيم ثروة الملاك:

يوضح الشكل رقم (٥) تطور ربحية السهم (EPS)، والقيمة السوقية /القيمة الدفترية (M.B)، ومعدل العائد على حق الملكية (ROE)، معدل العائد على الأصول (ROA) للقطاع الصناعي خلال فترة الدراسة من (٢٠١٤ إلى ٢٠٢١)، كان هناك

عدم قدرة القطاع الصناعي خلال الفترة من (٢٠١٤) إلى (٢٠١٥) على خلق قيمة للمساهمين (M.B)، وعدم القدرة أيضا على تحقيق ربحية (ROA, ROE) خلال هذه الفترة، ولكن بدأ القطاع الصناعي في التعافي خلال الست سنوات الأخيرة مع وجود تذبذب ملحوظ عندما بدأت في الانخفاض عامي (٢٠٢٠، ٢٠٢١)، وقد يرجع ذلك إلى جائحة فيروس كورونا المستجد التي مر بها العالم وما خلفته من أزمات وعلى الرغم من ذلك كان هذا القطاع قادر على خلق قيمة للملاك خلال هذه الفترة.



المصدر: من إعداد الباحث في ضوء المسح المستندي للقوائم المالية وبيانات التداول ومن جانب آخر، يلاحظ أن العائد على حقوق المساهمين (ROE) لهذا القطاع الصناعي خلال الفترة من عام (٢٠١٦-٢٠١٨) كان ثابتاً تقريباً ثم بدأ في الارتفاع عام (٢٠١٩) ثم أخذ في التذبذب خلال عامي (٢٠٢٠، ٢٠٢١)، علاوة على ذلك نجد أن العائد على الأصول لهذا القطاع الصناعي خلال الفترة من (٢٠١٦-٢٠١٨) كان ثابتاً تقريباً، ثم بدأ في الارتفاع عام (٢٠١٩). وتجدر الإشارة إلى أن القطاع الصناعي يتأثر بالأزمات التي تحدث من حوله، وأن تطور مؤشرات تعظيم ثروة الملاك غير مستقرة، ويمكن أن يؤثر هذا الموقف على طبيعة العلاقة بين هذه المؤشرات والحوكمة والمسؤولية المجتمعية للشركات في القطاع الصناعي.

سادساً: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

بالاعتماد على بيانات الشركات الصناعية للفترة من (الربع الأول ٢٠١٤ حتى الربع الأخير ٢٠٢١)، يعرض الجدول رقم (٣) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، وذلك كما يلي:

الجدول رقم (٢) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الدراسية

SIZE	LEV	S.P	CSR	DCG	MB	EPS	ROE	ROA	variable
15.742	14.375	2.491	2.351	0.5902	1.622	4.595	0.135	0.0872	Mean
24.767	124.54	5.634	1.787	1.000	3.314	29.160	0.458	0.340	Maximum
-21.168	-40.80	0.000	-2.221	0.166	0.457	-3.290	-1.260	-0.210	Minimum
16.464	18.79	1.805	0.158	0.238	0.520	4.604	0.175	0.051	Std. Dev.
-1.7771	1.9941	-0.306	-1.101	-0.532	0.422	2.487	-3.124	0.677	Skewness
4.1793	9.010	1.824	3.900	1.967	4.215	7.516	6.891	4.216	Kurtosis
192	192	192	192	192	192	192	192	192	Observations

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews إصدار 12.

يعرض الجدول رقم (٣) الإحصائيات الوصفية للمتغيرات التابعة والمستقلة والخاضعة للرقابة المستخدمة في تحليل الانحدار. وقد بلغ متوسط درجة العائد على الأصول (ROA) (٨.٧٢٪) بانحراف معياري قدره (٥.١٪) ويتم تأكيد الاختلافات في العائد على الأصول كما هو موضح في الانحراف المعياري من خلال قيم أعلى مشاهدة وأقل مشاهدة، البالغة (٣٤٪، -٢١٪) على التوالي. وبلغ أيضاً معدل العائد على حقوق المساهمين (ROE) بمتوسط (١٣٪) بانحراف معياري مرتفع بنسبة (١٧,٥٪). ويمكن تأكيد ذلك من خلال التباين الحاصل في معدل العائد على حقوق الملكية في الشكل رقم (٥)، وهذا يشير إلى أن القطاعي الصناعي حريص على تحقيق عائد بنسبة (١٣,٠٪) لاستثمارات المساهمين.

ومن جانب آخر بلغ متوسط ربحية السهم (EPS) (٤,٥٩) جنيه وهي أعلى من (ROA، ROE) والتباين في هذه القيمة مرتفع جداً أيضاً، كما يتضح من الانحراف المعياري (٤.٦٠٤). بالإضافة إلى ذلك يعتبر هذا المؤشر من أهم المؤشرات التي يعتمد عليها المساهمون لأنها توضح القيمة التي حققها سهم الشركة خلال الفترة

المالية، كما بلغ متوسط مؤشر القيمة السوقية \ القيمة الدفترية (M.B) (١,٦٢) بانحراف معياري قدره (٠,٥٢٠)، وقد تراوحت القيمة بين أعلى مشاهدة وأقل مشاهدة (٣,٣١٤، ٠,٤٥٧) على التوالي. ويمكن تأكيد ذلك من خلال التباين بين القيم الذي في الشكل رقم (٥) وعلى الرغم من ذلك كان القطاع الصناعي حريص على خلق قيمة للملاك بنسبة (١,٦٢) وخاصة من بعد عام ٢٠١٥.

المتوسط الحسابي لحوكمة (DCG) الشركات بلغ حوالي (٥٩٪) كما يتضح أنه تعدى (٥٠٪) مما يشير إلى سعي الشركات نحو الالتزام بتطبيق الحوكمة وهناك تطور ملحوظ في تطبيق الحوكمة بالنسبة للقطاع الصناعي. بالإضافة إلى ذلك يلاحظ أن المتوسط الحسابي للمسؤولية المجتمعية (CSR) للقطاع الصناعي قد بلغ (٢,٣٥١) لوغاريتم والتي تعادل (٢٢٥,٣) مليون جنيهه إلى أن هذا القطاع الصناعي ينظر لأنشطة المسؤولية المجتمعية على أنها ذات توجه استراتيجي، الانحراف المعياري (٠,١٥٨) لوغاريتم بما يعادل (١,٤) مليون جنيهه ومن الملاحظ التباين والاختلاف كبير في قيمة المساهمة المجتمعية قد يرجع ذلك إلى نسب قيمة المساهمة المجتمعية بين الشركات داخل القطاع الصناعي، وهذا يشير إلى أن المسؤولية المجتمعية للشركات الصناعية المدرجة في المؤشر لا تزال في مراحلها الأولى. بلغ متوسط الوزن النسبي الشركات في المؤشر (S.P) لهذا القطاع خلال فترة الدراسة حوالي (٢,٤٩)، وتراوحت قيمة أقل مشاهدة وأعلى مشاهدة (صفر إلى ٥,٦)، مع انحراف معياري عن هذا المتوسط بحوالي (١,٨).

علاوة على ذلك، يلاحظ أن المتوسط الحسابي للرافعة المالية (LEV) للقطاع الصناعي حوالي (١٤,٣٧٪) من حقوق الملكية كإجمالي الالتزامات مما يشير بوجه عام إلى أن هذه الشركات محفوفة بالمخاطر، ويلاحظ أيضاً أن المتوسط الحسابي للحجم (SIZE) لهذا القطاع خلال فترة الدراسة حوالي (١٥,٧)، حيث تراوحت قيمة أقل مشاهدة وأعلى مشاهدة (٢١,١- إلى ٢٤,٧٦) على التتابع، مع انحراف معياري عن هذا الوسط بنحو (١٦,٥).

سابعاً: مصفوفة الارتباط لنماذج الدراسة

يتم إجراء تحليل الارتباط بين المتغيرات المستقلة للنماذج المستخدمة في الدراسة، وذلك من أجل تحديد طبيعة علاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض، وذلك للتحقق من الازدواج الخطي Multicollinearity أو التعددية الخطية بين المتغيرات موضع البحث ويتم عرض مصفوفة الارتباط للمتغيرات في الجدول رقم (٤) من أجل فحص الارتباط الموجود بين المتغيرات:

الجدول رقم (٤) مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة

SIZE	LEV	S.P	CSR	DCG	EPS	M.B	ROE	ROA	VIF	المتغيرات
								1	----	ROA
								----		Probability
							1	0.838*	----	ROE
							----	0.000		Probability
						1	0.248	0.453	----	M.B
						----	0.092	0.089		Probability
					1	0.425*	0.323*	0.361*	----	EPS
					----	0.000	0.000	0.000		Probability
				1	0.478*	0.379*	0.269*	0.353*	1.652	DCG
				----	0.000	0.000	0.000	0.000		Probability
			1	0.061	0.502*	-0.127	-0.301*	-0.487*	1.068	CSR
			----	0.467	0.012	0.100	0.023	0.005		Probability
		1	-0.018	0.066	0.274	0.130	0.208	0.210*	1.050	S.P
		----	0.828	0.428	0.089	0.092	0.098	0.043		Probability
	1	-0.217	0.039	0.017	0.306*	0.229*	0.359*	-0.491*	1.532	LEV
	----	0.088	0.638	0.832	0.000	0.009	0.026	0.010		Probability
1	0.108*	0.212	0.116	0.124	0.206	0.448*	0.286*	0.408*	1.091	SIZE
----	0.000	0.074	0.092	0.082	0.079	0.000	0.000	0.011		Probability

- المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews إصدار 12.

- * تشير إلى دلالة معنوية لمعامل الارتباط بين المتغيرات

يظهر الجدول رقم (٤) الارتباط بين متغيرات الدراسة، ويستكشف العلاقات ثنائية التغير بين المتغيرات، ما يقرب من نصف معاملات الارتباط أقل من (٠,٥٠%) باستثناء القيمة (٠,٨٣٨) بين (ROE & ROA)، وقد تؤدي نتائج الارتباط المنخفضة بين المتغيرات المستقلة وبعضها إلى إزالة مشكلة التعددية الخطية في النموذج المستخدم، نلاحظ من الجدول رقم (٤) أن عامل تضخم التباين أقل من (١٠)، مما يؤكد على عدم وجود علاقة خطية بين المتغيرات الخاضعة للدراسة. ووفقاً للنتائج نلاحظ أن هناك ارتباطاً طردياً معنوياً ضعيفاً بين (DCG) و (EPS,M.B,ROE,ROA) (٠,٣٥، ٠,٢٦، ٠,٣٧، ٠,٤٧) على التوالي، وعلاقة سلبية ذو دلالة معنوية بين (CSR) و (M.B,ROE,ROA) (-٠,٤٨، -٠,٣٠) - (٠,١٢)، وعلاقة طردية ذو دلالة معنوية بين (CSR) و (EPS) (٠,٥٠)، وهناك ارتباط إيجابي معنوي ما بين (LVE) و (EPS,M.B,ROE) (٠,٣٥) (٠,٣٠، ٠,٢٢) على التوالي. وهناك ارتباط عكسي معنوي ما بين (LVE) و (ROA) بقيمة (-٠,٤٩)، وهناك ارتباط طردي ذو دلالة معنوية ما بين (SIZE) و (EPS,PB,ROE,ROA) (٠,٤٠٨، ٠,٢٨٦، ٠,٢٠٦، ٠,٤٤٨) على التوالي.

ثامناً: اختبار سكون السلاسل الزمنية المقطعية:

قبل استخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) يجب التأكد من سكون السلاسل الزمنية المستخدمة في النموذج، وذلك بدراسة جذر الوحدة، للتأكد من ثبات كلاً من المتوسط والتباين. ولإجراء ذلك اعتمد الباحث على اختبارات (IPS) & (LLC) & (Fisher-ADF)، وهذه الاختبارات هي الأكثر شيوعاً واستخداماً لمعرفة ما إذا كان هناك وجود جذر الوحدة (السكون) في البيانات أم لا (Gujarati,2019,p465). ويتضح من البيانات الواردة بالجدول رقم (٥) أن جميع سلاسل متغيرات الدراسة ساكنة عند المستوى I(0) حيث قيمة P-Value أقل من ٠,٠٥، وبذلك يمكن اعتبار متغيرات الدراسة ساكنة عند هذا المستوى.

جدول رقم (٥)

نتائج اختبار (IPS، ADF، ADF) لدراسة استقراره متغيرات الدراسة

(Fisher-ADF) Fisher and Dickey, Fuller	(IPS) Im, Pesaram and Shin2003	(LLC) Liven,lin and chu2002	المتغير
44.845 (0.0001)	3.2351 (0.0425)	2.5475 (0.0002)	ROA
47.550 (0.0125)	4.1662 (0.0235)	3.8909 (0.0000)	ROE
55.455 (0.0000)	3.1524 (0.0000)	8.0123 (0.0000)	M.B
56.008 (0.0000)	6.3015 (0.0000)	7.0884 (0.0000)	EPS
69.602 (0.0000)	6.4281 (0.0000)	7.6261 (0.0000)	DCG
16.132 (0.0005)	-0.1824 (0.0007)	-1.5523 (0.0315)	ECSR
66.536 (0.0011)	-6.1744 (0.0014)	-7.1154 (0.0004)	WSP
40.779 (0.0000)	-3.1017 (0.0000)	-1.7154 (0.0000)	LEV
22.853 (0.0236)	-1.4641 (0.0110)	-3.1245 (0.0085)	SIZE

- المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews إصدار 12.

- القيم الأولى في الجدول تمثل الإحصائية الاختبار المستخدم، القيم بين القوسين تمثل P-Value.

تاسعاً: تقدير النموذج القياسي المستخدم لقياس فرضيات الدراسة:

استناداً لنتائج الاختبارات السابقة، ولتقدير نماذج السلاسل الزمنية المقطعية، يشير الباحث إلى أن هناك عدة نماذج خاصة بها يجب الاختيار فيما بينها لتقدير النموذج الملائم لفرضيات الدراسة الرئيسية وهي: نموذج الانحدار التجمعي (Pooled Regression Model)، نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effect Model) يفترض أن كل شركة تختلف في حدها الثابت، نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effect Model) يفترض أن كل شركة تختلف في حد الخطأ. ولتحديد أي من هذه النماذج يتم الاعتماد عليه في الدراسة، سيتم استخدام اختبار (Lagrange Multiplier (Breusch-pagan Test) من أجل المفاضلة بين نموذج الانحدار التجمعي ونموذج الأثر العشوائية. كما سيتم استخدام

اختبار (Hausman test) في حالة معنوية اختبار (Breusch-pagan Test) من أجل المفاضلة بين نموذج الآثار العشوائية ونموذج الآثار الثابتة (عماد، ٢٠٢١) & (Matuszak & Rózańska, 2017).

وبناءً على مشكلة الدراسة، واختبار فرضية الدراسة يتم الصياغة العامة للنموذج القياسي على مجموعة من المعادلات، وفيما يلي المعادلات المراد تقدير معالمها:

$$EPS_{(it)} = \alpha_{iT} + \beta_{1,it} DCG_{(it)} + \beta_{2,it} CSR_{(it)} + \beta_{3,it} SP + \beta_{4,it} SIZE_{(it)} + \beta_{5,it} LEV_{(it)} + \varepsilon_{(it)} \dots (1)$$

$$M.B_{(it)} = \alpha_{iT} + \beta_{1,it} DCG_{(it)} + \beta_{2,it} CSR_{(it)} + \beta_{3,it} SP + \beta_{4,it} SIZE_{(it)} + \beta_{5,it} LEV_{(it)} + \varepsilon_{(it)} \dots (2)$$

$$ROE_{(it)} = \alpha_{iT} + \beta_{1,it} DCG_{(it)} + \beta_{2,it} CSR_{(it)} + \beta_{3,it} SP + \beta_{4,it} SIZE_{(it)} + \beta_{5,it} LEV_{(it)} + \varepsilon_{(it)} \dots (3)$$

$$ROA_{(it)} = \alpha_{iT} + \beta_{1,it} DCG_{(it)} + \beta_{2,it} CSR_{(it)} + \beta_{3,it} SP + \beta_{4,it} SIZE_{(it)} + \beta_{5,it} LEV_{(it)} + \varepsilon_{(it)} \dots (4)$$

حيث إن:

ربحية السهم للمفردة I، في الفترة الزمنية t.	$= EPS_{(it)}$
القيمة السوقية / القيمة الدفترية للمفردة I، في الفترة الزمنية t.	$= M.B_{(it)}$
العائد على حق الملكية للمفردة I، في الفترة الزمنية t.	$= ROE_{(it)}$
العائد على الأصول للمفردة I، في الفترة الزمنية t.	$= ROA_{(it)}$
مستوى الالتزام عن أبعاد الحوكمة للمفردة I، في الفترة الزمنية t.	$= DCG_{(it)}$
قيمة المساهمة المجتمعية للمفردة I، في الفترة الزمنية t.	$= CSR_{(it)}$
الحجم للمفردة I، في الفترة الزمنية t.	$= SIZE_{(it)}$
الرافعة المالية للمفردة I، في الفترة الزمنية t.	$= LEV_{(it)}$
وزن الشركة في المؤشر للمفردة I، في الفترة الزمنية t.	$= S.P_{(it)}$
القاطع أو الجزء الثابت.	$= \alpha_{iT}$
معاملات المطلوب تقديرها.	$= \beta_{it}$
تمثل المفردة أو الوحدة المقطعية (الشركات محل الدراسة).	$= I$
تعبر عن الزمن (سنوات هذه الدراسة)	$= T$
الخطأ العشوائي للنموذج.	$= \varepsilon$

عاشراً: اختبار فرضيات الدراسة

يعرض الجدول (٦) المعاملات المقدرة من تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) لربحية السهم (EPS) كمتغير تابع. (تم تقدير نموذج الانحدار التجمعي (PRM) واستخدام اختبار Lagrange Multiplier (Test Breusch-pagan) من أجل المفاضلة بين نموذج الانحدار التجمعي (PRM) و نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) وأظهرت نتائج الاختبار إلى أن قيمة $\chi^2 = 2,235$ بمستوى معنوية أقل من $(0,05)$ إذ أن نموذج التأثيرات الثابتة مناسباً للاستخدام بدلاً من نموذج الانحدار التجمعي، بالإضافة إلى ذلك، تم استخدام إحصائيات اختبار (Hausman test) للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية وكانت النتيجة $(17,425)$ ، بمستوى معنوية أقل من $(0,05)$ وتشير إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة أفضل مقارنة بنموذج التأثيرات العشوائية، ولذلك تم أخذ نتائج نموذج التأثيرات الثابتة في الاعتبار.

يهدف نموذج التأثيرات الثابتة (FEM) Fixed Effects Model إلى معرفة سلوك كل شركة على حدى، وبذلك يكون الحد الثابت من النموذج مختلفاً من شركة إلى أخرى، مع ثابت معاملات الانحدار لكل شركة، والسبب في استخدام هذا النموذج هو وجود بعض المتغيرات غير الملحوظة بين المفردات (الشركات في هذه الدراسة) والتي تؤثر على المتغير التابع، ولا تتغير عبر الزمن. ويشير نموذج التأثيرات الثابتة بأن معلمة (α_{1i}) لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير عبر الزمن، وهذا النموذج يعكس الفروق والاختلافات بين عينة الدراسة (Matuszak & RózańskaE. 2017).

وفقاً للنتائج المعروضة في الجدول (٦)، كان معامل التقدير معنوياً إيجابياً للحوكمة (DCG) والمسؤولية المجتمعية (CSR) للقطاع الصناعي $(1,659,2,875)$ على التوالي، مما يعني أن الشركات الصناعية تبذل جهوداً بصورة أكبر لتطبيق الحوكمة، وتحسين مؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات قد يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين.

وأظهرت النتائج وجود تأثير معنوي للرافعة المالية (LEV) بقيمة (٠,٦٧٤)، مع عدم وجود أثر معنوي لمتغير الحجم (SIZE) ووزن الشركات في المؤشر (S.P). كما تم التأكد من الارتباط الذاتي بين الأخطاء (u) التي توجد في النموذج، وبهدف التأكد من أن قيم المتغير العشوائي التي تحدث خلال فترة معينة (UT) لا ترتبط بقيم المتغير العشوائي التي تسبقها أو التي تلحقها (هاني، ٢٠٢١)، وقد أظهرت النتائج أن اختبار قيمة داربون واتسون (D.W)، قد بلغت قيمته (١,٩٨) وهي قيمة مقبولة إحصائياً وتشير إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء الداخلة في النموذج، وهذا يدل على عدم وجود تقديرات زائفة لهذا النموذج. نلاحظ أيضاً من الجدول اختلاف قيم معامل القطع بين الشركات فقد بلغ (٠.٨١٩٢١٥) لشركة حديد عز (ESRS)، وكانت (٠.٩٩٠١٤٨) لشركة السويدي اليكتريك (SWDY)، وهكذا بالنسبة لباقي الشركات محل الدراسة، الأمر الذي قد يعود إلى خصوصية كل شركة مما يؤثر على طبيعة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع من شركة إلى أخرى.

وفسرت المتغيرات المستقلة المقدمة ما يقرب من (٦٧,٧٪) من التباين في المتغير التابع، وهو ربحية السهم (EPS). ينوه الباحث إلى أن هذه الخطوة مرتبطة بتحليل الفرض الأول من الدراسة، وهو ما يثبت عدم صحة الفرض الرئيس الأول وعليه، يمكن القول أنه يوجد تأثير معنوي لحوكمة الشركات والممارسات المجتمعية على ربحية السهم، للشركات الصناعية المدرجة في المؤشر (S&P ESG EGX).

الجدول رقم (٦)
معلومات نموذج الدراسة المقدر (EPS) باستخدام النماذج الثلاثة

المتغير التابع: يمثل ربحية السهم (EPS)			
Time: (Q:2014; Q:2021) N=6; T32		Observations =192	
نموذج التأثيرات العشوائية (RFM)	نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)	نموذج الإتحاد التجمعي (PRM)	المتغيرات التفسيرية Variable
-0.681 (-0.201)	1.842** (0.471)	-0.984 (-0.302)	Constant
2.852** (1.529)	2.193** (1.659)	2.859** (1.529)	DCG
-2.646** (-2.510)	1.765** (2.875)	2.652** (2.510)	CSR
-0.233 (-0.080)	-0.350 (-0.170)	-0.234 (-0.080)	S. P
5.610*** (0.581)	4.802*** (0.674)	5.624*** (0.581)	LEV
0.7077 (0.317)	0.110 (0.168)	0.709 (0.317)	SIZE
			<i>Dummy Variables</i>
-----	0.819215	-----	ESRS
-----	0.731222	-----	AMOC
-----	0.289918	-----	SKPC
-----	0.469146	-----	EKHO
-----	0.143100	-----	ORWE
-----	0.990148	-----	SWDY
0.667	0.677	0.667	<i>R-squared</i>
0.655	0.653	0.655	<i>Adjusted R-squared</i>
0.5684	1.982	0.8592	<i>Durbin-Watson stat</i>
55.379	27.991	55.379	<i>F-statistic</i>
0.000	0.000	0.000	<i>Prob(F-statistic)</i>
-----	2.253***	-----	<i>(Test Breusch-pagan)</i>
17.425***	-----	-----	<i>(Hausman test)</i>

- المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews إصدار 12.
- **, *** تمثل الدلالة الإحصائية لـ t-Statistic يعني أن المعلمة معنوية عند مستوى 5٪، 1٪ على التوالي.
- القيم بين القوسين تشير إلى Coefficient لمتغيرات الدراسة.

تم إجراء اختبار نموذج مماثل للنموذج الأول، الثاني، الثالث من الدراسة ويعرض الجدول رقم (٧) المعاملات المقدرة من تحليل بيانات الزمنية المقطعية للقيمة السوقية / القيمة الدفترية (M.B) كمتغير تابع للشركات الصناعية المدرجة في المؤشر (S&P ESG EGX). بعد إجراء الاختبارات التالية، اختبار (Breusch-pagan Test) (Hausman test) (١٣، ٦، بمستوي معنوية أقل من ٠,٠٥) واختبار (١٧، ٢٣٧) (Hausman test) (١٣، ٦، بمستوي معنوية أقل من ٠,٠٥)، وتم أخذ نموذج التأثيرات الثابتة في الاعتبار، وفقا للنتائج في الجدول رقم (٧) كان معامل التقدير للحوكمة، المسؤولية المجتمعية، وحجم الشركة تأثير إيجابي ذو دلالة معنوية القيمة السوقية / القيمة الدفترية بقيمة (٠,٦٤٦، ٠,٢٠٦، ٠,٠٥٠) على التوالي مما يدل ذلك أن هذه المتغيرات المستقلة تساهم في إضافة قيمة للملاك، هناك تأثير غير معنوي بين وزن الشركة في المؤشر والرافعة المالية على القيمة السوقية / القيمة الدفترية.

تفسر المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج ٦٣.٣% فقط من التباين في المتغير التابع. ينوه الباحث أن هذه الخطوة مرتبطة بتحليل الفرض الثاني من الدراسة، وهو ما يثبت عدم صحة الفرض الرئيس الثاني والذي ينص على لا يوجد تأثير معنوي لحوكمة الشركات والممارسات المجتمعية على القيمة السوقية / القيمة الدفترية، للشركات الصناعية المدرجة في المؤشر (S&P ESG EGX). وعليه يمكن القول أنه يوجد تأثير معنوي لحوكمة الشركات والممارسات المجتمعية على القيمة السوقية / القيمة الدفترية، للشركات الصناعية المدرجة في المؤشر (S&P ESG EGX).

دور الحوكمة والمسؤولية المجتمعية للشركات في تعزيز ثروة الملاك "دراسة تطبيقية على الشركات ...

د/ محمد سمير محمد المتولي

الجدول رقم (٧)
معلمات نموذج الدراسة المقدر (M.B) باستخدام النماذج الثلاثة
المتغير التابع: القيمة السوقية / القيمة الدفترية

Time:(Q:2014; Q:2021) N=6; T32		Observations =192	
نموذج التأثيرات العشوائية (RFM)	نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)	نموذج الإحدار التجميعي (PRM)	المتغيرات التفسيرية Variable
2.357*	2.707**	1.696*	Constant
(0.425)	(0.198)	(0.425)	
5.352**	6.921**	3.851***	DCG
(0.371)	(0.646)	(0.371)	
-1.415	2.105**	-1.018	CSR
(-0.114)	(0.206)	(-0.114)	
0.741	0.909	0.533	S. P
(0.0186)	(0.027)	(0.018)	
0.323	-0.238	0.232	LEV
(0.293)	(-0.244)	(0.293)	
4.079**	1.977**	2.935**	SIZE
(0.061)	(0.050)	(0.061)	
			Dummy Variables
-----	-0.032950	-----	ESRS
-----	-0.213729	-----	AMOC
-----	-0.134171	-----	SKPC
-----	0.243975	-----	EKHO
-----	-0.459742	-----	ORWE
-----	0.596617	-----	SWDY
0.276	0.636	0.276	R-squared
0.253	0.613	0.253	Adjusted R-squared
1.761	2.081	1.761	Durbin-Watson stat
12.354	27.527	12.354	F-statistic
0.000	0.000	0.000	Prob(F-statistic)
-----	6.113**	-----	(Test Breusch-pagan)
17.238**	-----	-----	(Hausman test)

- المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews إصدار 12.
- **،*** تمثل الدلالة الإحصائية لـ t-Statistic يعني أن المعلمة معنوية عند مستوى 5٪، 1٪ على التوالي.
- القيم بين القوسين تشير إلى Coefficient لمتغيرات الدراسة.

نلاحظ من نتائج جدول رقم (٨) بعد إجراء الاختبارات التالية، اختبار (Breusch-pagan Test) (٤.٥٢٣)، بمستوى معنوية أقل من ٠.٠٥) واختبار (Hausman test) (١٦.٩٨٢)، بمستوى معنوية أقل من ٠.٠٥). والجدير بالذكر أنه قد تم أخذ نموذج التأثيرات الثابتة في الاعتبار، وفقاً للنتائج الواردة في الجدول رقم (٨) كان معامل التقدير للحوكمة، الرافعة المالية وحجم الشركة لهما تأثير إيجابي، وذات دلالة معنوية على معدل العائد على حق الملكية بقيمة (٠.٢٩٦، ٠.٥١٧، ٠.٧٩٣) على التوالي، كما كان هناك تأثير سلبي ذو دلالة معنوية للمسؤولية

المجتمعية بقيمة (-1.187)، وتأثير غير معنوي بين وزن الشركة في المؤشر ومعدل العائد على حق الملكية كانت قيمة بيتا (-0.073). وتفسر المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج (5.0%) فقط من التباين في المتغير التابع. ينوه الباحث أن هذه الخطوة مرتبطة بتحليل الفرض الثالث من الدراسة، وهو ما يثبت عدم صحة الفرض الرئيس الثالث، وعليه يمكن القول أنه يوجد تأثير معنوي لحوكمة الشركات والممارسات المجتمعية على معدل العائد على حق الملكية، للشركات الصناعية المدرجة في المؤشر (S&P ESG EGX).

الجدول رقم (٨)
معلومات نموذج الدراسة المقدر (ROE) باستخدام النماذج الثلاثة
المتغير التابع: يمثل معدل العائد على حق الملكية (ROE)

Time:(Q:2014; Q:2021) N=6; T32		Observations =192	
نموذج التأثيرات العشوائية (RFM)	نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)	نموذج الإحذار التجميعي (PRM)	المتغيرات التفسيرية Variable
8.983*** (0.103)	5.275*** (0.103)	7.837*** (0.103)	Constant
2.309** (0.296)	0.656*** (0.296)	2.014 (0.296)	DCG
-5.940** (-0.187)	-3.728** (-1.187)	-5.182*** (-1.187)	CSR
-1.896 (-0.073)	-3.902 (-0.073)	-1.655 (-0.073)	S, P
7.116*** (2.517)	4.912*** (2.517)	6.208*** (2.517)	LEV
4.747*** (0.782)	1.267** (0.793)	-4.142** (-0.793)	SIZE
Dummy Variables			
-----	0.201629	-----	ESRS
-----	0.780900	-----	AMOC
-----	0.623940	-----	SKPC
-----	0.828007	-----	EKHO
-----	0.443220	-----	ORWE
-----	0.855650	-----	SWDY
0.254	0.452	0.254	R-squared
0.227	0.411	0.227	Adjusted R-squared
1.994	2.106	1.898	Durbin-Watson stat
9.413	11.010	9.413	F-statistic
0.000	0.000	0.000	Prob(F-statistic)
-----	4.523**	-----	(Test Breusch-pagan)
16.982**	-----	-----	(Hausman test)

- المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews إصدار 12.
- **, *** تمثل الدلالة الإحصائية لـ t-Statistic يعني أن المعلمة معنوية عند مستوى 5%، 1% على التوالي.
- القيم بين القوسين تشير إلى Coefficient لمتغيرات الدراسة

نلاحظ من نتائج جدول رقم (٩) أن المعاملات المقدرة من بيانات السلاسل الزمنية المقطعية لـ (ROA) كمتغير تابع بعد اختبار (Breusch-paganTest) (٤.١٥٨، بمستوي معنوية أقل من ٠.٠٥) واختبار (Hausman test) (٠.٩٢٣، بمستوي معنوية أكبر من ٠.٠٥)، يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية هو النموذج الأكثر ملاءمة لـ (ROA). لذلك، تم أخذ نتائج هذا النموذج في هذه الدراسة باعتبار أن الآثار الفردية موزعة بشكل مستقل على الانحدار، أي أن (α_{1i}) تصبح متغير عشوائي وليس ثابتا كما أنها تندرج ضمن حد الخطأ العشوائي. وفقاً للنتائج المعروضة في الجدول (٩)، كان للمسؤولية المجتمعية للشركات تأثير معنوي سلبي على معدل العائد على الأصول بقيمة (-٠.٧٧٤)، وهناك تأثير معنوي للحوكمة، للرافعة المالية والحجم على معدل العائد على الأصول بقيمة (٠.١١٨، ١.٣٩، ٠.٢٤٩) على التوالي ومع ذلك، فإن العلاقة بين الوزن الشركة في المؤشر ومعدل العائد على الأصول ذات دلالة غير إحصائية عند مستوى معنوية أكبر ٠.٠٥، تفسر المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج (٢٥.٤٪) فقط من التباين في المتغير التابع ينوه الباحث ان هذه الخطوة مرتبطة بتحليل الفرض الثالث من الدراسة، وهو ما يثبت عدم صحة الفرض الرئيس الرابع وعليه يمكن القول انه يوجد تأثير معنوي لحوكمة الشركات والممارسات المجتمعية على معدل العائد على الأصول، للشركات الصناعية المدرجة في المؤشر (S&P ESG EGX).

الجدول رقم (٩)
معلمات نموذج الدراسة المقدر (ROA) باستخدام النماذج الثلاثة

المتغير التابع: يمثل معدل العائد على الأصول (ROA)			
Time:(Q:2014; Q:2021) N=6; T32		Observations =192	
نموذج التأثيرات العشوائية (RFM)	نموذج التأثيرات الثابتة (FEM)	نموذج الانحدار التجميعي (PRM)	المتغيرات التفسيرية Variable
4.585*** (0.035)	2.209** (0.753)	5.070*** (1.042)	Constant
0.698** (0.118)	3.468** (2.940)	3.139*** (2.172)	DCG
-5.783*** (-0.774)	-3.026** (-13.810)	4.730*** (16.943)	CSR
1.841 (0.158)	0.163 (0.480)	1.452 (3.337)	S. P
5.873** (1.392)	-2.852** (-28.036)	4.641** (29.418)	LEV
2.228*** (0.249)	0.698 (6.441)	2.974** (8.912)	SIZE
			Dummy Variables
-----	0.107748	-----	ESRS
-----	1.755379	-----	AMOC
-----	0.048544	-----	SKPC
-----	0.113658	-----	EKHO
-----	0.719339	-----	ORWE
-----	1.078674	-----	SWDY
0.212	0.435	0.280	R-squared
0.183	0.392	0.254	Adjusted R-squared
2.013	1.994	1.852	Durbin-Watson stat
7.445	10.245	10.780	F-statistic
0.000	0.000	0.000	Prob(F-statistic)
-----	4.158**	-----	(Test Breusch-pagan)
0.923	-----	-----	(Hausman test)

- المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي EViews إصدار 12.

- **, *** تمثل الدلالة الإحصائية ل-t-Statistic يعني أن المعلمة معنوية عند مستوى ٥٪، ١٪ على التوالي.

- القيم بين القوسين تشير إلى Coefficient لمتغيرات الدراسة

المبحث الثالث: مناقشة النتائج والتوصيات

مناقشة النتائج:

أصبحت حوكمة الشركات (الإدارة الرشيدة) والمسؤولية المجتمعية جزءاً لا يتجزأ من الأطر الاستراتيجية للعديد من الشركات، لذلك يعد الإفصاح عن الحوكمة والمسؤولية المجتمعية في تقارير الاستدامة أحد أنماط المعلومات الدورية التي يستخدمها الأطراف أصحاب المصلحة في سوق المال لتقدير القيمة العادلة لأسهم الشركات المتداولة بالبورصة المصرية، وهو الأمر الذي يدعم مستوى الكفاءة المعلوماتية والتسعيرية داخل السوق. وفي ضوء ذلك كان الهدف من هذه الدراسة ذو شقين، أولاً التعرف على اتجاهات وتطور الشركات نحو تطبيق قواعد الحوكمة ومدى التزامها بالمسؤولية المجتمعية، ثانياً: تفسير أثر تطبيق الحوكمة والالتزام بمدى مساهمة القطاع الصناعي بالمسؤولية المجتمعية على تعظيم ثروة الملاك. **تتمثل أهم نتائج الدراسة على النحو التالي:**

- كان مستوى تطبيق الالتزام بقواعد الحوكمة والمساهمة المجتمعية للشركات التابعة للقطاع الصناعي في تزايد خلال فترة الدراسة من (٢٠١٤) إلى (٢٠٢١)، وهذا هو الاتجاه الإيجابي في القطاع الصناعي المصري. وعلى الرغم من حقيقة أن تطور مؤشر الربحية السهم، والقيمة السوقية \ القيمة الدفترية، ومعدل العائد على الأصول كانت هذه المؤشرات شبه مستقرة في الفترة التي تم تحليلها، إلا أن العائد على حقوق الملكية للقطاع الصناعي كان يتغير بشكل كبير (راجع الشكل رقم ٥). وقد تبين تأثير هذا التغير في العلاقة بين تطبيق قواعد الحوكمة والمسؤولية المجتمعية على تعظيم ثروة الملاك.
- هناك تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لحوكمة الشركات والمسؤولية المجتمعية التي تمارسها الشركة على مؤشرات تعظيم ثروة الملاك المتمثلة في (ربحية السهم، القيمة السوقية \ القيمة الدفترية)، وذلك عند مستوى معنوية (٠.٠٥) لكليهما، وذلك بقدرة تفسيرية قدرها (٧٦.٦%، ٦٣.٦%) على التوالي، في ظل وجود ثلاثة متغيرات ضابطة تمثلت في (وزن الشركة في المؤشر، الرافعة

المالية، الحجم). وتتفق هذه النتائج مع دراسة (Anmann et al. 2011 & Braune et al.,2020&Abdallah and Ismail.,2017) ودراسة (محمد، 2016&هاني، 2021).

- هناك تأثير معنوي للحوكمة والمسؤولية المجتمعية التي تمارسها الشركة على معدل العائد على حق الملكية ومعدل العائد على الأصول، وذلك عند مستوى (٠.٠٥، ٠.٠١) على التوالي، وذلك بقدرة تفسيرية قدرها (٤٥.٢%) للتغير في معدل العائد على حق الملكية و (٢١.٢%) للتغير في معدل العائد على حق الملكية، في ظل وجود ثلاثة متغيرات تحكم، تمثلت في (وزن الشركة في المؤشر، الرافعة المالية، الحجم). وتتفق هذه النتائج مع دراسة (Zagorchev,&Gao, 2015: Bidhari,et al., 2013) وتختلف مع دراسة (Hirigoyen & Poulain- 2015).
- على الرغم من أن عدم كفاية وشمول الإفصاحات غير الدورية ذات العلاقة، أدى إلى عدم ملائمة جانب من النتائج الإحصائية مع الإطار الفكري، وهو ما يظهر عنها نتائج مختلطة تتخلى عن نمط العلاقة مع المسؤولية المجتمعية على حسب الأحوال والتي تتباين بين العلاقة الطردية مع (ربحية السهم والقيمة السوقية \ القيمة الدفترية)، وعلاقة عكسية مع معدل العائد على حق الملكية في ظل وجود متغيرات ضابطة في التحليل الإحصائي، وقد يرجع هذا التباين إلى عدم تماثل المعلومات، وتتفق هذه النتائج مع دراسة (أسامة، أحمد، 2022)، وتختلف مع دراسة (Dumitrescu & Simionescu .,2015 &Soana ,2011).

التوصيات

في ضوء نتائج الدراسة يوصي الباحث بما يلي:

- يجب على المديرين ضمان شفافية العملية الإدارية وإنفاق المزيد من الموارد والجهود على الحوكمة والمسؤولية المجتمعية، وتغيير النظرة الحالية من جانب المديرين نحو الممارسات المجتمعية باعتبارها أحد مولدات ثروة الملاك في ظل كفاءة وفعالية تلك الممارسات، وعلى المدى الطويل قد يحدث هذا تأثيراً إيجابياً على ثروة الملاك، **الجهة المنفذة** مركز المديرين المصري التابع لهيئة الرقابة المالية. **آلية التنفيذ** عن طريق ورش العمل.
- زيادة فهم المساهمين بالإجراءات الإدارية التي يتخذها المدبرون، وهو ما يزيد من وعي مالكو الأسهم بصورة أفضل بالإجراءات الإدارية التي تتخذها الإدارة. **الجهة المنفذة** البورصة المصرية والشركات المقيدة وشركات الأوراق المالية. **آلية التنفيذ** حملات توعية في وسائل الإعلام وإقامة ورش تثقيفية للمساهمين.
- يجب الإفصاح الكامل عن البيانات والمعلومات ذات الصلة وبشكل إلزامي وليس اختياري (الحوكمة، المسؤولية المجتمعية) لجميع أصحاب المصلحة بصفة عامة وللشركات الصناعية بصفة خاصة من خلال تقارير دورية تنشر ضمن التقارير المالية التي تصدرها الشركة، مع توحيد نماذج الإفصاح وتقارير الشركات. **الجهة المنفذة**: هيئة الرقابة المالية، وزارة التضامن المجتمعي، جهاز شئون البيئة، البورصة المصرية. **آلية التنفيذ**: إقامة مؤتمرات لتبني مؤشرات الاستدامة (الحوكمة، المسؤولية المجتمعية).
- إعطاء المزيد من الاهتمام لقواعد الحوكمة وبرامج المسؤولية المجتمعية في الشركات المصرية بما في ذلك الشركات الصناعية وهو أمر هام، **الجهة المنفذة**: مجلس الوزراء. **آلية التنفيذ**: عن طريق إصدار وتفعيل مزيد من القوانين واللوائح بما يخدم المجتمع بصفة عامة والمساهمين بصفة خاصة ويجب التفعيل دون الاكتفاء بالإصدار فقط.

● نشر الوعي بمفهوم الاستدامة لمديرين الشركات الصناعية والمتعاملين في أسواق المال وما يشمل هذا المفهوم من أبعاد. **الجهة المنفذة:** البورصة المصرية والشركات المقيدة وشركات الأوراق المالية. **آلية التنفيذ:** من خلال عقد العديد من ورش العمل والمؤتمرات وحملات التوعية لإبراز أهمية الاستدامة وتوضيح أثر تلك الاستدامة باعتبارها أحد مولدات الثروة للملاك لجميع مؤسسات الدولة التي تحقق نمو في الاقتصاد المصري بشكل عام.

الثالث عشر: حدود البحث والبحوث المستقبلية:

قام الباحث بتحديد البعد الزمني للدراسة حيث تبدأ من الربع الأول عام ٢٠١٤ إلى الربع الأخير عام ٢٠٢١، والبعد المكاني يتمثل في عينة من ست شركات صناعية تم إدراجها في مؤشر S&P ESG ولديها تقارير الاستدامة لتلك السنوات. وأخيراً البعد الموضوعي يشمل ستة مبادئ للحوكمة وقيمة المساهمة المجتمعية للشركات الصناعية ومؤشرات تعظيم ثروة الملاك فقط، يمكن أن تعالج البحوث المستقبلية الأخرى الآتي:

- العلاقة بين الحوكمة والمسؤولية المجتمعية والبيئية للشركات على تعظيم ثروة المساهمين في القطاع الصناعي في البلدان الناشئة الأخرى أو في قطاعات أخرى مثل النفط والأغذية والتصنيع والأدوية والإنتاج من أجل الحصول على مزيد من الفهم حول الاختلافات فيما بينها.
- إجراء هذه الدراسة باستخدام مؤشرات مالية أخرى تتضمن البعد البيئي أو خلال فترة زمنية أخرى.
- إجراء هذه الدراسة باستخدام منهج مقارنة بين مصر والدول الناشئة أو المتقدمة الأخرى، أو في فترتين مختلفتين.

قائمة المراجع

أ) المراجع العربية:

- أسامة وجدي وديع، أحمد سيد عبد الباسط (٢٠٢٢) "دور الأبعاد المجتمعية والبيئية للاستدامة في تعظيم ثروة الملاك" دراسة تطبيقية على البورصة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، المجلد (٣)، العدد (١)، الجزء الثالث، ص ص ١٠٨٣-١١٤٤.
- أماني محمد إبراهيم (٢٠١٩) دراسة دور حوكمة الشركات في تحسين الأداء"، *المجلة العملية للدراسات التجارية والبيئية*، كلية التجارة بالإسماعيلية، جامعة قناة السويس، المجلد (١٠)، العدد (٤)، ص ص ٢٢٤-٢٥٣.
- بدر الدين قدوج، مولود مليكاوي (٢٠٢١) " قياس أثر تكلفة الأموال على القيمة السوقية للمنشأة باستخدام بيانات البانل داتا خلال الفترة ٢٠١٤-٢٠١٨"، *الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية*، المجلد (١٣)، العدد (٢٠)، ص ص ١٧٧-١٨٥.
- بسام خليل عطا (٢٠٢١) " أثر تطبيق قواعد الحوكمة على استمرارية الشركات: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية الأردنية" *مجلة جامعة الملك عبدالعزيز - الاقتصاد والإدارة*، المجلد (٣٥)، العدد (٢) ص ص ١٤٥ - ١١٥.
- بهاء الدين سعد (٢٠٢٢) " المدخل المعاصر في الإدارة الاستراتيجية مسار خلق القيمة " غير مبين الناشر، القاهرة.
- جميل حسن النجار، على عقل (٢٠١٦): قياس أثر الالتزام بتطبيق قواعد حوكمة الشركات على الأداء المالي" دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين"، *مجلة جامعة فلسطين التقنية للأبحاث*، المجلد (٤) العدد (٢) ص ص ١٥ - ٤٠.
- الدليل المصري لحوكمة الشركات، ٢٠١٦، مركز المديرين المصري، أغسطس: ١-٢٩، متاح على: <http://www.eiod.org>.
- زيدان علاء الدين (٢٠١٧) " العوامل المؤثرة في خصائص مجلس الإدارة في الشركات العائلية المساهمة المصرية" جامعة الكويت، مجلس النشر العلمي، *المجلة العربية للعلوم الإدارية*، المجلد (٢٤)، العدد (٢)، ص ص ٢٢٠-١٧٥.
- طلال الكسار، مصطفى عبد الكريم النداوي، ابتهاج أحمد المشهداني (٢٠١٤) " حوكمة الشركات وأثرها على سعر السهم في الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في بورصة عمان، *مجلة البحوث الاقتصادية المالية*، العدد (٢)، ص ص ١٠٤-٧٩.

- عير لخشين (٢٠٢٢) " دور حوكمة الشركات في الحد من ممارسات إدارة الأرباح" دراسة استكشافية لعينة من المؤسسات الجزائرية للفترة (٢٠٠٣-٢٠١٩) "مجلة الدراسات التجارية والاقتصادية المعاصرة، جامعة ابن خلدون تيارت، المجلد (٥)، العدد (١)، ص ص ٥٩٠-٦١٠.
- علي مجاهد أحمد (٢٠٢٠) " أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على القيمة المنشأة، دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في البورصة المصرية، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، المجلد (٢)، العدد (٩) ص ص ٩٦٢-٩١٠.
- محمد فيصل أحمد (٢٠١٦) أثر حوكمة الشركات على الأداء المالي للشركات الصناعية: دراسة حالة الشركات الصناعية المدرج في السوق المالية السعودية (تداول) ، "مجلة البحوث التجارية المعاصرة، كلية التجارة جامعة سوهاج، المجلد (٣٠)، العدد (٢)، ص ص ٢٨٥-٣٠٨.
- محمد مالك محمد (٢٠١٧)، أثر مؤشرات حوكمة الشركات على كفاءة إدارة رأس المال العامل. دليل من بورصة عمان، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن.
- هاني جودت السويركي (٢٠٢١) " أثر آليات الحوكمة في القيمة السوقية للشركات: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة فلسطين" مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، الجامعة الإسلامية بغزة، المجلد (٢٩)، العدد (٣)، ص ص ١٣١، ١٠٧.
- هبة سالم (٢٠١٨) أثر حوكمة الشركات على أداء البنوك التجارية الأردنية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة آل البيت، ص ٢٦.
- وعد جميل الرواشدة (٢٠١٤)، الحاكمية المؤسسية وأثرها في استقلالية مدقق الحسابات وأتاعب التدقيق – دراسة ميدانية على شركات التأمين الأردنية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعه الزرقاء، الأردن

ب) المراجع الأجنبية:

- Abdallah, N. and Ismail, A. (2017), "Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries", **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, Vol. 46, pp. 98-115.
- Abdeljawad, I., Oweidat, G.A. and Saleh, N.M. (2020), "Audit committee versus other **governance** mechanisms and the effect of investment opportunities: evidence from Palestine", **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, Vol. 20 No. 3, pp. 527-544.
- Adedeji, B.S., Ong, T.S., Uzir, M.U.H. and Hamid, A.B.A. (2020), "Corporate governance and performance of medium-sized firms in Nigeria: does sustainability initiative matter?", **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, Vol. 20 No. 3, pp. 401-427
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate social responsibility and firm risk: **Theory and empirical evidence. Management Science**, Vol. 65 No. 10, pp . 4451–4469.
- AlHares, A. (2020), "Corporate governance mechanisms and R&D intensity in OECD countries", **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, Vol. 20No. 5, pp. 863-885.
- Alshbili, I., Elamer, A. A., & Beddewela, E. (2019). Ownership types, corporate governance and corporate social responsibility disclosures: Empirical evidence from a developing country. **Accounting Research Journal**. Vol. 33 ,No. 1, pp. 148-166
- Ambec, S. and Lanoie, P. (2008) "Does it pay to be green? A systematic overview ", **Academy of Management Perspectives**, Vol. 22, No. 4 ,pp. 45-62
- Ansu-Mensah, P., Marfo, E. O., Awuah, L. S., & Amoako, K. O. (2021). Corporate social responsibility and stakeholder engagement in

Ghana's mining sector: a case study of Newmont Ahafo mines. **International Journal of Corporate Social Responsibility**, Vol. 6 No. 1, pp. 1-22.

- Bajic, S., & Yurtoglu, B. (2018). Which aspects of CSR predict firm market value? **Journal of Capital Markets Studies**.
- Bidhari, S. C., Salim, U., Aisjah, S., & Java, E. (2013). Effect of corporate social responsibility information disclosure on financial performance and firm value in banking industry listed at Indonesia stock exchange. **European Journal of Business and Management**, Vol. 5 No. 18, pp. 39-46.
- Bofinger, Y., Heyden, K. J., & Rock, B. (2022). Corporate social responsibility and market efficiency: Evidence from ESG and misvaluation measures. **Journal of Banking & Finance**, Vol. 134, No. 4 pp. 1-21.
- Braune, E., Sahut, J. M., & Teulon, F. (2020). Intangible capital, governance and financial performance. **Technological Forecasting and Social Change**, Vol. 154, No. 5, pp. 22-45.
- Choi, D., Gao, Z., & Jiang, W. (2020). Attention to global warming. **The Review of Financial Studies**, Vol. 33, No. 3, pp. 1112-1145.
- Cormier, D., & Magnan, M. (2014). The impact of social responsibility disclosure and governance on financial analysts' information environment. **Corporate Governance**. Vol. 14 No. 4, pp. 467-484.
- Dato, M.H., Mersland, R. and Mori, N. (2018), "Board committees and performance in microfinance institutions: evidence from Ethiopia", **International Journal of Emerging Markets**, Vol. 13 No. 2, pp. 350-370.
- Dixon-Fowler, H.R., Slater, D.J., Johnson, J.L., Ellstrand, A.E. & Romi, A.M. (2013) "Beyond "does it pay to be green?" A meta-analysis of moderators of the CEP-CFP relationship", **Journal of Business Ethics**, vol. 112: 353-366

- European Commission (EC) (2002)؛ “**Green book: promoting a European framework for corporate social responsibility**”؛ available at: http://europa.eu.int/comm/employment_social/soc-dial/csr/greenpaper.htm
- Fatemi, A., Fooladi, I., & Tehranian, H. (2015). Valuation effects of corporate social responsibility. **Journal of Banking & Finance**, Vol. 59 No. 3, pp. 182-192.
- Garas, S., & ElMassah, S. (2018). Corporate governance and corporate social responsibility disclosures: The case of GCC countries. **Critical perspectives on international business**. Vol. 14 No. 1, pp. 2-26
- Garay, U., González, M., Guzmán, A. and Trujillo, M. (2013), “Internet based corporate disclosure and market value: evidence from LatinAmerica”, **Emerging Markets Review**, Vol. 17, pp. 150-168.
- Gerard, T. C. H. O. U. A. S. S. I., & Benjamin, O. N. (2011). Corporate governance and maximization of shareholder value: Theoretical analysis from Francophone countries in Africa. **Journal of Public Administration and Policy Research**, Vol. 36 No. 1, pp 198-206.
- Griffin, J. J., & Mahon, J. F. (1997). The corporate social performance and corporate financial performance debate twenty-five years of incomparable research. **Business & Society**, Vol 36 No.1, pp5–31.
- Gujarati, D. (2019). *Econometrics by Example (in Arabic)*, (Translated by Maha Zaki), Cairo: Homysra Publishing and Distribution. (Original work was published in 2009), 462-482.
- Harun, M. S., Hussainey, K., Kharuddin, K. A. M., & Al Farooque, O. (2020). CSR disclosure, corporate governance and firm value: a study on GCC Islamic banks. **International Journal of Accounting & Information Management**, Vol.28 No. 4, 607-638.
- Hirigoyen, G., & Poulain-Rehm, T. (2015). Relationships between Corporate Social Responsibility and financial performance: What is the Causality?. **Journal of Business & Management**, Vol. 4 No. 1, pp. 18-43.

- Jamali, D., Safieddine, A. and Rabbath, M. (2008), "Corporate governance and corporate social responsibility synergies and interrelationships", **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 16 No. 5, pp. 443-459
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", **Journal of Financial Economics**, Vol. 3 No. 4, pp. 305-360.
- Jesuka, D., & Peixoto, F. M. (2021). Corporate governance and firm performance: do sovereign rating matter? **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**. VOL. 22 No. 2, pp. 243-256,
- Kohli, N., & Saha, G. C. (2008). Corporate governance and valuations: Evidence from selected Indian companies. **International Journal of Disclosure and Governance**, Vol 5 No. 3, pp.236-251.
- Krisnawati, A., Yudoko, G. and Bangun, Y.R. (2014), "Development path of corporate social responsibility theories", **World Applied Sciences Journal**, Vol. 30, NO. 2, pp. 110-120.
- Lu, H., Oh, W. Y., Kleffner, A., & Chang, Y. K. (2021). How do investors value corporate social responsibility? Market valuation and the firm specific contexts. **Journal of Business Research**, Vol. 125 No. 3, pp. 14-35
- Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2009). The debate over doing good: Corporate social performance, strategic marketing levers, and firm-idiosyncratic risk. **Journal of Marketing**, Vol.73 No.6, pp198–213.
- Matuszak, Ł., & Róžańska, E. (2017). An examination of the relationship between CSR disclosure and financial performance: The case of Polish banks. **Accounting and Management Information Systems**, 16(4), 522-533.

- McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. **Academy of Management Review**, Vol.26 No.1, pp117–127.
- Müller, V. O. (2014). The impact of board composition on the financial performance of FTSE100 constituents. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, Vol.109 No.8,pp 969-975
- Mwangi, C. I., & Jerotich, O. J. (2013). The relationship between corporate social responsibility practices and financial performance of firms in the manufacturing, construction and allied sector of the Nairobi Securities Exchange. **International Journal of Business, Humanities and Technology**, Vol3 No 2,PP 81-90.
- Naseem, M. A., Rehman, R. U., Ikram, A., & Malik, F. (2017). Impact of board characteristics on corporate social responsibility disclosure. **Journal of Applied Business Research (JABR)**, Vol.33 No.4, pp801-810
- Ogachi, D., & Zoltan, Z. (2020). Corporate social responsibility and firm value protection. **International Journal of Financial Studies**, Vol. 4 No. 4, pp. 72-95.
- Omair Alotaibi, K. and Hussainey, K. (2016), “The determinants of CSR disclosure quantity and quality: evidence from non-financial listed firms in Saudi Arabia”, *International Journal of Disclosure and Governance*, Vol. 13, p. 364.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. **Organization Studies**, Vol.24 No.3, pp403–415
- raune, E., Sahut, J. M., & Teulon, F. (2020). Intangible capital, governance and financial performance. **Technological Forecasting and Social Change**, Vol.154 No.2, pp119–137

- Saha, R., & Kabra, K. C. (2019). Does corporate governance influence firm performance? Evidence from India. **Economics and Business Review**, Vol.5 No.4, pp70-89.
- Said, R., Joseph, C., & Sidek, N. Z. M. (2017). Corporate governance and Corporate Social Responsibility (CSR) disclosure: **The moderating role of cultural values. In Modern organizational governance.** Emerald Publishing Limited. Vol.12 No.2, pp89-206
- Saleem, I., Khan, M.N.A., Hasan, R. and Ashfaq, M. (2021), "Corporate board for innovative managerial control: implications of corporate governance deviance perspective", **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, Vol. 21 No. 3, pp. 450-462.
- Servaes, H. & Tamayo, A. (2013) "The impact of corporate social responsibility on firm value: the role of customer awareness", **Management Science**, Vol. 59 No. 3 PP1045-1061.
- Shakri, I. H., Yong, J., & Xiang, E. (2022). Does compliance with corporate governance increase profitability? Evidence from an emerging economy: Pakistan. **Global Finance Journal**, Vol. 53 No. 3 PP1045-1061.
- Soana, M. (2011) "The relationship between corporate social performance and corporate financial performance in the banking sector", **Journal of Business Ethics**, Vol. 104 No. 3:PP 133-148
- Stuebs, M., & Sun, L. (2015). Corporate governance and social responsibility. **International Journal of Law and Management. International Journal of Law and Management.** Vol.57 No. 1, pp. 38-52
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance-financial performance link. **Strategic Management Journal**, Vol. 18 No. 4:PP 303-319
- Wang, Y., Abbasi, K., Babajide, B. and Yekini, K.C. (2019), "Corporate governance mechanisms and firm performance: evidence

from the emerging market following the revised CG code”, Corporate Governance: **The International Journal of Business in Society**, Vol. 20 No. 1, pp. 158-174.

- **World Business Council for Sustainable Development (WBCSD) (2001)**, The Business Case for Sustainable Development: Making a Difference toward the Johannesburg Summit 2002 and beyond , WBCSD, Switzerland.
- Zagorchev, A., & Gao, L. (2015). Corporate governance and performance of financial institutions. **Journal of Economics and Business**, Vol. 82 No. 12, pp. 17-41.
- Zaid, M. A., Wang, M., & Abuhijleh, S. T. (2019). The effect of corporate governance practices on corporate social responsibility disclosure: Evidence from Palestine. **Journal of Global Responsibility**. Vol. 20 No. 5, pp. 939-964