

تكلفة الاقتراض كمتغير وسيط في العلاقة بين الافصاح عن الاستدامة وقيمة  
المنشأة بالتطبيق على الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري

د. لمياء شهاب النمر اسماعيل أحمد شهاب  
مدرس محاسبة بمعهد الجيزة العالي للعلوم الادارية – طموه  
أستاذ مساعد محاسبة بكلية الاعمال – جامعة الجوف – المملكة العربية  
السعودية

[Lamiashehab237@gmail.com](mailto:Lamiashehab237@gmail.com)

## ملخص البحث :

**هدف البحث :** استهدفت الدراسة اختبار العلاقة المباشرة وغير المباشرة (بتوسيط تكلفة الاقتراض) بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة، بالتطبيق على عينة من 21 شركة من الشركات المدرجة في مؤشر المسؤولية الاجتماعية في سوق الأوراق المالية في الفترة من 2017 : 2021 **منهجية البحث:** وقد تم اعداد مؤشر لقياس مستوى الإفصاح عن الاستدامة يتكون من خمسة محاور ( معلومات أساسية عن الشركة، حوكمة الشركات المتعلقة عن الاستدامة ، ممارسات الاستدامة الاجتماعية ، ممارسات الاستدامة البيئية، الأداء الاقتصادي)، وقد تم تحليل البيانات احصائياً باستخدام اسلوب Panel Data واسلوب Mediation, Analysis 2018 , لاختبار الفروض.

**نتائج البحث:** توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج من أهمها: ان مستوى الإفصاح عن الاستدامة مازال منخفضاً 39%، وإن كان قد لوحظ ارتفاع مستوى الإفصاح في السنوات الأخيرة من الدراسة مقارنة بمستواه في السنوات الأولى من الدراسة ، و كان أعلى المحاور افصاحاً البيانات الأساسية 83.9%، وأقلها محور ممارسات الاستدامة الاجتماعية بنسبة 20.7%. كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة مقاسة بطريقة Tobin's Q. بالإضافة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة احصائية بين الإفصاح عن الاستدامة وتكلفة الاقتراض كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة احصائية بين تكلفة الاقتراض وقيمة المنشأة وأخيراً توصلت الدراسة إلى أن تكلفة الاقتراض تؤثر كمتغير وسيط تداخلي في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة ، وأن التأثير غير المباشر للإفصاح عن الاستدامة على قيمة المنشأة في وجود تكلفة الاقتراض كوسيط تداخلي أكبر منها في حالة عدم توسطه.

**الأصالة العلمية للبحث:** تقدم الدراسة إضافة في مجال قياس العلاقات المباشرة وغير المباشرة بين المتغيرات ، وتركيز الضوء على أهمية دور الإفصاح عن الاستدامة كتوجه عالمي وتأثيره الإيجابي على قيمة الشركة ، وأثر تكلفة الاقتراض كمتغير وسيط تداخلي في العلاقة بينهما.

**الكلمات المفتاحية :** الإفصاح عن الاستدامة ، قيمة المنشأة ، تكلفة الاقتراض

***The cost of debt as a mediating variable in the relationship between the disclosure of sustainability and the firm value applied on companies listed in the Egyptian stock market***

**Abstract:**

**Purpose:** The study aimed to test the direct and indirect relationship (by making the cost of debt as a mediation variable ) between the disclosure of sustainability and the firm value, by applying it on a sample of 21 companies included in the Egyptian social responsibility index in the stock market during the period from 2017 to 2021.

**Design\ Methodology\ approach:** An index was prepared to measure the level of disclosure of sustainability consists of five aspects (basic information about the company, corporate governance related to sustainability, social sustainability practices, environmental sustainability practices, and economic performance). The data was analyzed statistically using the panel data method and Mediation Analysis, 2018 to test the hypotheses.

**Findings\ results:** The study reached a set of results, the most important of which are: The level of disclosure about sustainability is still low at 39%, although it was noted that the level of disclosure increased in the last years of the study compared to its level in the first years of the study, and the highest level of disclosure of basic data was 83.9%, and the lowest The focus of social sustainability practices by 20.7%. The study also found that there is a statistically significant positive relationship between the disclosure of sustainability and the firm value measured by Tobin's Q method. In addition to the existence of a statistically significant negative relationship between the disclosure of sustainability and the cost of debt, the results also indicated that there is a statistically significant negative relationship between the cost of debt and the firm value. Finally, the study concluded that the cost of debt affects as a mediating variable in the relationship between the disclosure of sustainability and the firm value, and that the indirect impact of the disclosure of sustainability on the firm value through (mediation) the cost of debt is greater than the direct effect on the firm value.

**Originality\ Value\ Contribution:** The study presents an addition in the field of measuring direct and indirect relationships between variables, it focuses light on the importance of the role of disclosure of sustainability as a global aspect and its

positive impact on the firm value, and the impact of the existence of the cost of debt as an mediation variable in the relationship between them.

**Key Words:** Disclosure of sustainability, firm value, cost of debt

## 1-مقدمة ومشكلة البحث :

كان لظهور مصطلح الاستدامة Sustainability والتطور السريع والمستمر للمفهوم والأهداف والأبعاد ومجالات التطبيق، اثر كبير على مختلف المجالات على المستوى المحلي والدولي . وكإستجابه لتلك التطورات والتغيرات فقد عمدت الشركات -كشريك أساسي في تحقيق التنمية المستدامة- إلى تبني فكر وممارسات الاستدامة بأبعادها الاقتصادية والاجتماعية والبيئية في جميع أنشطة الشركة بشكل متكامل ، مرت خلالها بالعديد من المحطات والتطورات (بخيت وآخرون، 2022) . مما ساهم في تطوير وزيادة احتياجات أصحاب المصالح في المنشآت عن المعلومات المختلفة التي يمكن أن تعطي صورة متكاملة عن أداء المنشأة الحاضر والمستقبلي. وفي ضوء عجز القوائم المالية بشكلها التقليدي عن الوفاء بهذه المتطلبات والاحتياجات المتجددة ، تزايدت الحاجة إلى التطوير المستمر للإفصاح المحاسبي لإمكانية الحكم على أداء وقيمة المنشأة بشكل أكثر شفافية ودقة، وبالتالي المساهمة في ترشيد عملية إتخاذ القرارات.

وعلى ذلك فقد ظهر الاهتمام بالإفصاح عن الاستدامة كأداة لتحسين الإفصاح المحاسبي والذي اتخذ شكل إصدارات العديد من المنظمات والهيئات على المستوي الدولي مثل ( الاتحاد الدولي للمحاسبين IFAC، مجلس معايير محاسبة الاستدامة SASB،مجلس إعداد التقارير المتكاملة IIRC .....)، وذلك لوضع وتوضيح الأهداف والمتطلبات والقواعد الإرشادية والتي منها ( المبادئ التوجيهية ل GRI ، مبادئ التقارير المتكاملة ، معايير محاسبة الإستدامة ... )، وذلك لمساعدة المنشآت المختلفة في التطبيق وتذليل العقبات. ومن خلال الإفصاح الاختياري فقد تبنت الشركات مستويات مختلفة من الإفصاح عن الاستدامة، في ظل مجموعة من الدوافع والمزايا أهمها سواء كان ذلك في شكل التوسع في الإفصاح أو تقارير الاستدامة المنفصلة ، أو في شكل التقارير المتكاملة ( حسان ، 2017 )

ويعتبر الإفصاح عن الاستدامة نتاج التحول من نموذج الربح التقليدي المبني على تعظيم الربحية فقط ، إلى نموذج تعظيم ثروة أصحاب المصلحة والمبني على قدرة المنشأة على خلق القيمة سواء

في الأجل القصير أو الطويل. والذي لا يعتمد على أداء المنشأة الاقتصادي فقط ، ولكن يأخذ في الاعتبار أدائها البيئي والاجتماعي أيضاً (الجرف،2017)، متمشياً في ذلك مع فكر الإستدامة . وبالتالي فمن المتوقع أن حكم أصحاب المصلحة على قيمة المنشأة من ناحية ، بل وقدرتها على خلق هذه القيمة في المستقبل والاستمرار والنمو من ناحية أخرى، يعتمد على ما يتم الإفصاح عنه من معلومات ذات طبيعة استراتيجية ، تحمل معلومات ذات بعد مستقبلي ، في صورة مالية وغير مالية (Artiach et al.,.2010 ;Schreck& Raithel,2018)

ومن ناحية أخرى تتوقف قيمة المنشأة على كفاءة وفاعلية ما تتخذه الإدارة من قرارات مختلفة ومنها القرارات التمويلية ، والتي تتضمن اختيار المصدر التمويلي الأنسب من حيث المخاطرة والتكلفة. ويعتبر التمويل بالإقتراض من المصادر الهامة التي تعمل على زيادة ربحية المنشأة من خلال تحقيق الوفورات الضريبية التي تصب في النهاية في تحسين قيمة المنشأة ( Harun et al.2020 سعد الدين،2014 ) ، كما أن تنشيط سوق المال ورفع كفاءته يعتمد على ما يتوفر للمتعاملين في السوق من معلومات يمكن الإعتماد عليها ، مناسبة ، وكافية بشكل يساعد في تخفيض عدم تماثل المعلومات وتقليل مخاطر عدم التأكد وبالتالي دعم الثقة ، وعلى ذلك فإنه من المتوقع أن الإفصاح عن الاستدامة كأداة لتحسين الإفصاح المحاسبي سيساهم في دعم ثقة المقرضين في أداء الشركات مما يسهل من عملية اتخاذ قرار تقديم التمويل بشروط وقيود أقل وبالتالي تكلفة أقل. مع جذب الاستثمارات في المشروعات الخضراء صديقة البيئة.(بخيت وآخرون، 2021)

وفي ضوء اهتمام الدولة المصرية وانخراطها في تحقيق أهداف التنمية المستدامة من ناحية ، واهتمام البورصة المصرية بتنشيط سوق المال المصري وتدعيم دوره المستدام من ناحية أخرى، لجذب الاستثمارات الدولية التي باتت في ضوء فكر الاستدامة تدعم الاقتصاد الأخضر والمشاريع صديقة البيئة، وإنطلاقاً من دورها كرئيس لجنة الاستدامة باتحاد البورصات الافريقية ، وعضوا في المجموعة الاستشارية للتمويل الأخضر ( عبد الحليم وآخرون، 2021 ) فقد تم اتخاذ العديد من الخطوات في هذا المجال من أهمها: إصدار مؤشر المسؤولية الاجتماعية المصري ESG عام 2010 ، بالتعاون مع مركز المديرين المصري ، ومؤسسة Standard and poor's ليُدْرَج فيه

أكثر 30 شركة التزاماً بمراعاة مستويات إفصاحها عن ممارسات الاستدامة بأبعادها المختلفة ) مركز المديرين المصري، 2010).

وفي ذات السياق فإنه في عام 2014 ألزمت البورصة المصرية الشركات المقيدة بها بالإفصاح عن مجموعة من المعلومات المتعلقة بهيكل الملكية، والعلاقة مع المستثمرين ، وممارسات المنشأة في مجال المسؤولية الاجتماعية، ونظام التحفيز والإثابة للعاملين وذلك من خلال تقرير مجلس الإدارة (حسان، 2017 )، والتي تعتبر خطوات تدريجية نحو التوسع في الإفصاح الإلزامي عن الاستدامة؛ وتبع ذلك الموافقة على إنشاء المركز الإقليمي للتمويل المستدام، RCSF في عام 2021 والذي يستهدف تقديم أدوات مناسبة للاقتصاد الأخضر ، والمساهمة في التوعية بأهمية ودور التمويل المستدام على مستوى مصر والشرق الأوسط وأفريقيا ( هيئة الرقابة المالية ، 2022). وكخطوة هامة نحو الإفصاح الإلزامي بما يتعلق بممارسات الاستدامة، أصدرت هيئة الرقابة المالية في منتصف عام 2021 القرارين رقم 107، و108 لسنة 2021 بمطالبة الشركات المقيدة في البورصة المصرية، والشركات العاملة في الأنشطة المالية غير المصرفية بتقديم تقارير إفصاحات بيئية ومجتمعية وحوكمة ذات صلة بالاستدامة (ESG) Environmental Social and Governance، وأخرى متعلقة بالآثار المالية للتغيرات المناخية تمثل توصيات "TCFD Task Force on Climate Financial Disclosure" كملحق بتقرير مجلس إدارة الشركة مع الحرص على أن تكون هناك فترة توفيق حتى نهاية 2022. والتي تتماشى مع فلسفة الهيئة ورؤيتها من حيث التركيز على توفير التمويل اللازم ومكافحة الفساد وزيادة الشفافية لتحقيق خطط التنمية المستدامة ( هيئة الرقابة المالية، 2022)

وفي ضوء ما سبق يمكن بلورة مشكلة البحث في مجموعة من التساؤلات، وهي :

- ما مستوى الإفصاح عن الاستدامة في الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري؟
- وهل يؤثر مستوى الإفصاح عن الاستدامة على كل من قيمة المنشأة ، وتكلفة الاقتراض بشكل مباشر؟ مما يعمل على جذب الشركات والمؤسسات الاستثمارية على المستوى الدولي والمتبينة لفكر الاستدامة؟

- وإن كان الأمر كذلك فهل لهذا الإفصاح علاقة غير مباشرة بقيمة المنشأة من خلال تأثيره على تكلفة الاقتراض كوسيط تداخلي في هذه العلاقة؟

## 2- أهداف البحث :

- يستهدف البحث بشكل رئيسي اختبار العلاقة المباشرة وغير المباشرة (بتوسيط تكلفة الاقتراض) بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة. والذي يتفرع منه الأهداف الفرعية التالية:
- قياس واختبار العلاقة المباشرة بين الإفصاح عن الاستدامة كأداة لتحسين الإفصاح المحاسبي وبين قيمة المنشأة.
- قياس واختبار العلاقة المباشرة بين الإفصاح عن الاستدامة كأداة لتحسين الإفصاح المحاسبي وبين تكلفة الاقتراض.
- قياس واختبار العلاقة المباشرة بين تكلفة الاقتراض وبين قيمة المنشأة.
- قياس واختبار العلاقة غير المباشرة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة، باستخدام تكلفة الاقتراض كوسيط تداخلي في العلاقة.

## 3- أهمية ودوافع البحث :

الاهمية العلمية:

1. يعتبر البحث امتداداً للدراسات التي تناولت علاقة فكر الاستدامة بالمجال المحاسبي ، والذي يعتبر من الموضوعات ذات البعد المعاصر المرتبطة بتحقيق الأهداف المستدامة لرؤية 2030.
2. كما تعتبر الدراسة امتداداً للدراسات الهادفة لتحسين وتطوير الإفصاح المحاسبي كأحد الوظائف الأساسية للمحاسبة.
3. ندرة الدراسات - على حد علم الباحثة - التي تناولت تكلفة الاقتراض كمتغير وسيط تداخلي في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة .
4. توجيه اهتمام الباحثين إلى أهمية دراسة العلاقات المباشرة وغير مباشرة للمتغيرات والتي تقرب نتائج البحث العلمي إلى الواقع العملي.

#### الأهمية العملية:

1. المساهمة في تقييم مدى جاهزية بيئة الأعمال المصرية لتطبيق متطلبات هيئة الرقابة المالية الأخيرة وفقاً لقراري 107، 108 لعام 2021.
2. دعم امكانية تحديد مدى المواءمة بين اتجاهات الدولة واهتماماتها، وممارسات الشركات فيما يتعلق بتحقيق التنمية المستدامة والإفصاح عنها.
3. دعم امكانية الاستفادة من مزايا الأدوات التمويلية الجديدة المبنية على الاقتصاد الأخضر.
4. المساهمة في تنشيط ورفع كفاءة سوق المال المصري ودوره المستدام.

#### 4-فروض البحث :

يستهدف البحث إلى اختبار الفروض التالية:

- الفرض الأول "توجد علاقة ارتباط موجبة وذات دلالة احصائية ( معنوية ) بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة "
- الفرض الثاني " توجد علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة احصائية (معنوية ) بين الإفصاح عن الاستدامة وتكلفة الاقتراض "
- الفرض الثالث " توجد علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة احصائية (معنوية ) بين تكلفة الاقتراض وقيمة المنشأة "
- الفرض الرابع " تؤثر تكلفة الاقتراض كمتغير وسيط تداخلي في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة "

#### 5-حدود البحث :

تقتصر الدراسة التطبيقية على الشركات المدرجة في مؤشر المسؤولية الاجتماعية المصري ESG خلال فترة الدراسة (2017 - 2021). ويخرج عن نطاق البحث الشركات المالية نظراً لطبيعتها الخاصة أو التي لم تكن مقيدة في البورصة خلال إحدى سنوات فترة البحث ، كما تم استخدام أسلوب Tobin's Q لقياس قيمة المنشأة دون غيره.



## 6- خطة البحث :

وفي ضوء مشكلة البحث وتحقيقاً لأهدافه يتم تقسيم البحث إلى الأقسام التالية:

6-1 فكر الاستدامة ( المفهوم - التطور - الأهمية )

6-2 المحاسبة في ضوء فكر الاستدامة

6-3 الجهود المبذولة والاصدارات المختلفة لتنظيم محاسبة الاستدامة

6-4 الاطار النظري لمتغيرات الدراسة

6-5 الدراسات السابقة واشتقاق الفروض

6-6 الدراسة التطبيقية

6-7 الخلاصة والنتائج والتوصيات

المراجع

## 6-1: فكر الاستدامة ( المفهوم - التطور - الأهمية )

على الرغم من الاهتمام المتزايد والمتصاعد بفكر ومفهوم الاستدامة في الآونة الاخيرة إلا أن ظهور ذلك المفهوم كان من فترة ليست بالقصيرة مر خلالها بمراحل مختلفة من الاهتمام والتطور وفقاً لتطور النشاط الاقتصادي والاجتماعي .ويرجع أول استخدام لمفهوم التنمية المستدامة إلى القرنين الثامن والتاسع عشر ، للإشارة إلى إدارة الغابات كمورد طبيعي من منظور طويل الأجل (Jacobs, 1995).

كما تم تناولها في الأدب الاقتصادي من وجهات نظر مختلفة ركزت في مجملها على كيفية تحقيق الاستقرار البيئي والاقتصادي بشكل يحافظ على حقوق الاجيال القادمة من الموارد الطبيعية (عبد الغني ، 2020)، وفي عام 1972 عقدت الأمم المتحدة المؤتمر الأول للبيئة البشرية ، والذي يعتبر البداية الحقيقية للاهتمام العالمي بموضوع التنمية المستدامة من خلال التركيز على الجوانب البيئية ( تقرير مؤتمر الأمم المتحدة عن البيئة البشرية، 1972 ) ، كما جاء تقرير الأمم المتحدة لعام 1980 " استراتيجية الحفاظ على العالم " مؤكداً على أنه لامكانية تحقيق التنمية المستدامة

فلا بد أن تتم تلك التنمية في ظل الحفاظ على الموارد الطبيعية . (International Union for Conservation of Nature,1980)

وفي تقرير اللجنة العالمية للبيئة والتنمية لعام 1987 ، والذي يعرف بتقرير برنتلاند " مستقبلنا المشترك" ، تم تطوير مفهوم التنمية المستدامة ليتم الإشارة إليها على أنها تلك التنمية التي تعمل على تلبية احتياجات الحاضر دون التأثير على قدرة الأجيال القادمة على تلبية احتياجاتها في المستقبل ( عبد الغني ، 2020 ، شنن ، 2017).

ومن الخطوات الفاصلة في مراحل تطوير مفهوم التنمية المستدامة إقامة مؤتمر الأرض 1992 والذي نتج عنه عدة أمور هامة منها (مؤتمر الأمم المتحدة، 1992)

- إنشاء لجنة التنمية المستدامة
- وضع مجموعة من المبادئ الأساسية لحقوق ومسئوليات الدول تجاه البيئة والتنمية فيما يعرف " إعلان ريو".
- وضع خطة عالمية للعمل على تعزيز ودعم التنمية المستدامة والتي تعرف بجدول أعمال القرن 21
- تبني الدعوة إلى دمج وتفاعل الأبعاد البيئية والاجتماعية والاقتصادية بشكل يحقق التوازن فيما بينها وذلك في إطار تحقيق التنمية المستدامة .

ومن هذا المنطلق بدأ مفهوم التنمية المستدامة يأخذ شكل أكثر فاعلية وشمولية معتمداً على الربط بين الأبعاد الثلاثة الذي أصبح يمثل تحدياً عالمياً . (Potter, Binns, Elliott, & Smith, 2004)، مما دفع معظم دول العالم الأعضاء في الأمم المتحدة عام 2000 ، إلى الاتفاق على مجموعة من ثمان أهداف تنموية للألفية ( إعلان الأمم المتحدة، 2000).تبعها مؤتمر القمة العالمي للتنمية المستدامة عام 2002 في جنوب افريقيا لاستعراض ومناقشة ما تم تنفيذه من جدول أعمال القرن 21 المعتمد عام 1992 ، والعمل على وضع خطة تنفيذية لتحقيق التنمية المستدامة من خلال تفاعل النواحي الاقتصادية والاجتماعية والبيئية ( World Development, 2002 Summit on Sustainable ،مع إشراك مجموعة أكبر من أصحاب المصالح والمنظمات غير

الحكومية، وتطور فكر الاستدامة من مجرد التركيز على حقوق الأجيال القادمة إلى تنمية متعددة الأبعاد ومتكاملة وشاملة.

وفي عام 2012 وتحت شعار " المستقبل الذي نريده" أكد مؤتمر الأمم المتحدة للتنمية المستدامة على أهمية وضع أهداف التنمية المستدامة مع مراعاة أن تستند على مجموعة من المعايير التي تجعلها قابلة للتطبيق، طموحة ، محددة وموجزة، ذات طابع عالمي، وتراعي القدرات والسياسات المحلية ، كما تم الإشارة إلى أنه على الحكومات إشراك أصحاب المصالح في عملية قيادتها لأنشطة التنمية المستدامة. كما خلص المؤتمر إلى اعتماد مبادئ توجيهية فيما يتعلق بالاقتصاد الاخضر (United Nations Environment Program (UNEP), 2012)

وفي عام 2015 تعرضت التنمية المستدامة لتطور هام وجوهري من خلال خطة التنمية المستدامة (2030) والتي انطلقت خلال احتفال منظمة الأمم المتحدة بالذكرى السبعين لإنشائها، حيث قدمت برنامج عمل محدد لتحقيق ، مجموعة من الأهداف المترابطة والمتكاملة (17 هدف) SDGs. مدعوم بقوة من جميع حكومات العالم، وتتميز هذه الخطة بالاتي : ( قرار الجمعية العامة للأمم المتحدة ، 2015)

- تعمل على تحقيق التوازن والتكامل بين البعد الاقتصادي والاجتماعي والبيئي للتنمية المستدامة .
- تعمل على مواصلة تحقيق الاهداف التنموية للألفية التي لم تحقق بعد.
- تعد نتاج لكل المؤتمرات والمحاولات السابقة
- منبثقة من الأهداف الأساسية للأمم المتحدة
- تراعي التفاوت في القدرات بين الدول المتقدمة والنامية
- تستند في إعدادها على مجموعة من الأبعاد التي تتضمن في جوهرها الاهتمام بالانسان والكوكب ككل وكيفية تحقيق الرخاء والسلام للجميع وتعزيز الشراكات والتضامن والتعاون الدولي.

وفى ضوء ما سبق؛ يمكن التوصل الى أن التنمية المستدامة هي تنمية متكاملة شاملة تتصف بالاستقرار وبالنظرة المستقبلية وتمتلك عوامل الاستمرار والتواصل بين الاجيال (الهيئي، 2006)، من خلال تحولات هيكلية اقتصادية واجتماعية وسياسية (الرفاعي، 2006)، تتضمن تطوير وتغيير اتجاه الاستثمارات واستخدام التكنولوجيا والعمل المؤسسي وتستهدف خلق نمط تنموي متعدد الأبعاد ( البيئي ، الاجتماعي ، الاقتصادي ) يعمل بشكل مترابط ومتداخل ومتكامل؛ وتتحمل مسئولية تحقيق ذلك وإنجاحه كل دول العالم متمثلة في الحكومات وجميع المنظمات والمؤسسات وكذلك الأفراد (الجرف، 2017)، عن طريق تبني أهداف موحدة وخطة عمل واضحة ، مما يشجع على التعاون والتضافر بين جميع القطاعات في الدولة ( شنن ، 2017).

واستناداً على ذلك فإن منشآت الأعمال تعتبر شريك في عملية تحقيق أهداف التنمية المستدامة، وذلك من خلال منظورين يتمثل المنظور الأول في كون الشركات جزء من المجتمع وشريك أساسي لتحقيق أهداف واستراتيجيات وسياسات الدولة والمجتمع وذلك اتفاقاً مع مفهوم مواطنة الشركات والالتزام تجاه المجتمع (بخيت وآخرون، 2022). والمنظور الثاني هو رغبة الشركات في الاستفادة من تطبيق فكر الاستدامة على أنشطتها لتحقيق أهدافها المتعلقة بالاستقرار والنمو وخلق القيمة ، وهو ما يعرف باستدامة المنشآت والتي ينظر إليها على أنها استراتيجية للأعمال ونموذج متطور لإدارة الشركات تقوم على دمج الشركات للعوامل الاقتصادية والبيئية والاجتماعية بالشكل الذي يحقق التوازن بين الاحتياجات المباشرة وغير المباشرة لأصحاب المصالح في الحاضر والمستقبل (Artiach et al., 2010; Lee, et al., 2009). والعمل على تقليل الآثار السلبية لعمليات المنشأة وأنشطتها على البيئة بصفة عامة وعلى المجتمع بصفة خاصة من منظور أخلاقي (شعبان ، 2019) ، وهو بذلك يتماشى مع تطور استراتيجيات الشركات نحو تبني هدف تعظيم ثروة الملاك وقيمة المنشأة واستخدامه كبديل لهدف تعظيم الربحية ، في إطار من التنسيق التام مع رؤى وأهداف المجتمع والحفاظ

على موارده. خاصة أن بعض الدراسات أكدت على أن المنشأة تعطي الأولوية للجوانب الاقتصادية إذا حدث تعارض بينها وبين الجوانب البيئية والاجتماعية (Carane et al.,2014)،وعلى ذلك فهي تعمل على تحويل فكر التنمية المستدامة في جميع أعمالها إلى ممارسات قابلة للقياس والمتابعة والتقرير عنها.

## 6-2: المحاسبة في ضوء فكر الاستدامة :

أوضحنا فيما سبق أن تطور فكر الاستدامة أفرز ما يسمى باستدامة منشآت الأعمال والذي يمثل نموذجاً مطوراً لإدارة الأعمال ذا بعد استراتيجي يستهدف تحقيق أهداف الاستدامة على مستوى المنشأة نفسها وكذلك المساهمة في تحقيقها على مستوى المجتمع ككل ؛ وفي ظل هذه التغيرات والتطورات كان من الضروري والطبيعي أن ينتقل هذا الاهتمام والتطور إلى المجال المحاسبي بالشكل الذي يخدم تحقيق متطلبات الاستدامة من جهة القياس والإفصاح عن آثارها من جهة أخرى.

فربط فكر الاستدامة بالمجال المحاسبي كان ضرورياً من عدة زوايا أو لعدة أسباب من أهمها :

- المحاسبة كعلم اجتماعي من الطبيعي أن تتأثر بجميع المستجدات في المجتمع المحيط بها ، ولا بد أن تتفاعل مع تلك المستجدات والتطورات بالشكل الذي يكسبها مرونة وفاعلية ، وإلا قد يصيبها الجمود وعدم القدرة على استيعاب المستجدات وبالتالي تقل منفعة مخرجاتها وتصبح غير قادرة على القيام بوظائفها وتحقيق أهدافها .
- الدور الأساسي للمعلومات المحاسبية في التأثير على القرارات الاقتصادية وعلى الأسواق المالية، مما يستلزم الحرص على الحفاظ على جودة المعلومات المحاسبية ومدى ملاءمتها وتأثيرها على اتخاذ القرارات المختلفة والتي من المتوقع أن تتغير وتتوسع مدخلاتها مع تطور النظرة إلى دور المنشأة المستدام المتوقع، بالإضافة إلى تمتعها بقدر عال من الشفافية والمصادقية لتعكس النواحي المختلفة لأداء المنشأة بشكل شامل ومتكامل ( الاقتصادية ، البيئية ، الاجتماعية ).

- الحرص على توفير معلومات مناسبة للمنهج المتطور للتحليل المالي الذي يعتمد على التحليل الكمي والنوعي إلى جانب التحليل المالي (يونس، 2018)
- ظهور المشاكل المرتبطة بمفهوم تعظيم الأرباح واستبداله بمفهوم تعظيم ثروة الملاك وقيمة المنشأة والذي يركز على دور المنشأة في خدمة أصحاب المصالح وخدمة المجتمع والبيئة التي من الضروري أن تتفاعل معها ايجابياً.
- حرص المحاسبة على اكتساب المشروعية وتجنب المساءلة من خلال الالتزام بالجوانب الاخلاقية المتعلقة بالالتزام بالقوانين والتشريعات والإصدارات المختلفة (شعبان، 2019)
- الحاجة إلى تطوير التقارير المالية في ظل الأزمة المالية العالمية والانهيارات المالية التي حدثت لكبرى الشركات العالمية لدعم الثقة في المعلومات المحاسبية وتحسين قدرتها على الحكم على قدرة المنشأة على خلق القيمة في المستقبل.
- تطور احتياجات أصحاب المصالح من المعلومات في اتجاه معلومات الاستدامة للحكم على الأداء المستدام للمنشأة وقدرتها على خلق القيمة في الاجل الطويل ( Schreck& Raithel, 2018، بالشكل الذي يستوجب توفير المعلومات اللازمة لتدعيم هذا التقييم لمدى قدرة المنشأة على الاستمرار والنمو.
- مساعدة إدارة المنشأة في الاستفادة من بعض المستجدات المرتبطة بالاداء الاستدامي للمنشأة مثل الحصول على التمويل الأخضر والذي يعرف أنه أقل تكلفة من تكلفة الاقتراض التقليدي.
- أن المحاسبة بشكلها التقليدي الذي يركز على الجوانب المالية.
- الانتقادات التي وجهت إلى المحاسبة بشكلها التقليدي من حيث:
  - التركيز على الجوانب المالية فقط التي لا توفر معلومات وافية عن مستوى أنشطة الاستدامة التي تقدمها الشركات ( شعبان ، 2019) مع إهمال الجوانب غير المالية.
  - التركيز على البعد الاقتصادي كأساس لتقييم أنشطة المنشأة مع تجاهل البعد الاجتماعي والبيئي.

- رقم صافي الربح المحاسبي والذي يتجاهل تكاليف بعض الموارد التي ينظر إليها على أنها مجانية وبلا قيمة مثل المياه والهواء ( صالح ، 2020 )
- تبني المحاسبة لمفهوم الوحدة المحاسبية الذي ينظر إلى الملاك على أنهم جزء من أصحاب المصالح بالمنشأة ولا بد للإدارة أن تحقق التوازن بين حقوقهم والتزاماتهم، وذلك عوضاً عن مفهوم تعظيم المصلحة الذاتية للملاك والتي تركز على تحقيق الربح بشكل أساسي والذي قد يتعارض مع المسؤولية البيئية والاجتماعية للمنشأة ( حسن & آخرون ، 2018).

كل الأسباب السابقة أدت إلى ربط المحاسبة بفكر الاستدامة فيما يعرف بمحاسبة الاستدامة Sustainability Accounting . التي يمكن النظر إليها على أنها نظام معلومات يتعلق بوظيفتي القياس والإفصاح عن أداء المنشأة بأبعاده الثلاث ( الاقتصادي ، والبيئي ، والاجتماعي ) باستخدام مبادئ وومعايير وتقارير مطورة تعرف بتقارير الاستدامة ( محمد ، 2017 ، حسن & آخرون، 2017، 2019، Sumiyati )

وقد مرت المحاسبة وما تقدمه من افصاح عن الاستدامة بعدة مراحل ( حسان ، 2017):

تتمثل المرحلة الأولى في الاهتمام بالإفصاح عن ما يتعلق بالنواحي البيئية وعلاقتها بأنشطة المنشآت من حيث دور المنشأة في القضايا البيئية وكذلك كيف تتعامل المنشأة مع الآثار السلبية لأنشطتها على البيئة ، ثم بدأت المرحلة الثانية عن طريق التوسع في الإفصاح ليشتمل المسؤولية الاجتماعية للشركات والتي لاقت اهتمام كبير حيث ظهرت أول تقارير غير مالية والتي تعرف بتقارير المسؤولية الاجتماعية (CSRR).

أما المرحلة الثالثة فقد ظهرت في أواخر التسعينات والتي ظهرت فيها تقارير القيمة المضافة والتي تهدف إلى قياس مقدار الزيادة أو النقصان في القيمة المضافة المتعلقة بثلاث محاور أساسية ( الأنشطة البيئية ، الاجتماعية ، الاقتصادية ).

ومع الألفية الجديدة بدأ الاهتمام بتقارير الاستدامة وما واكبها من جهود وإصدارات دولية لبلورتها وتفعيلها للمساهمة في تحقيق أهداف التنمية المستدامة ، وهي بذلك تمثل المرحلة الرابعة .

وفي المرحلة الخامسة بدأ الاتجاه نحو تفعيل اعداد التقارير المتكاملة عن طريق الدمج بين المعلومات المالية وغير المالية في تقرير واحد.

### 6 - 3: الجهود المبذولة لتنظيم محاسبة الاستدامة:

ظهر الاهتمام المحاسبي بشكل واضح بفكر الاستدامة منذ التسعينات في صورة مجموعة من الجهود والإصدارات المختلفة ، نستعرض أبرزها فيما يلي :

### 6-3-1 مبادرة التقرير العالمي (GRI)

حيث تم إنشاء منظمة GRI عام 1997 بهدف مساعدة الشركات والمنظمات على تحمل المسؤولية عن آثارهم من خلال تزويدهم بلغة عالمية مشتركة لإيصال تلك التأثيرات عن طريق التحفيز لإيجاد إطار عالمي للإفصاح عن الاستدامة .

وقد وضعت المبادرة عام 2000 سلسلة من الإرشادات تتضمن عدد من المؤشرات المصنفة إلى ثلاث أبعاد رئيسية ( البعد الاقتصادي ، البيئي ، الاجتماعي ) ما بين مؤشرات عامة تطبق على كل المنشآت ومؤشرات فرعية تطبق حسب طبيعة نشاط كل منشأة ( حسن & آخرون 2017).

وفي عام 2013 تم تعديل الإرشادات الصادرة من ( GRI ) بهدف التركيز على التحقق من أنه يتم تقديم معلومات تتصف بالمصداقية والقابلية للمقارنة وتراعى التوازن في تقييمها لأداء



المنشأة لأنشطة الاستدامة ، وقد أطلق على هذا الإصدار النسخة الشاملة للإفصاح (G4) (هلال، 2017).

ويعتمد هذا الإصدار الرابع على أربعة مبادئ هامة : (أصحاب المصلحة بشكل شامل ، الاستدامة ، الأهمية النسبية ، الكمال) (GRI-G4,2013) ويتضمن أحدث إصدار لها عام 2018 المكونات التالية :

1. مجموعة (سلاسل 100) والتي تشتمل على :

GRI 101: الأساسيات

GRI 102: الأيضاحات العامة

GRI 103: منهج الإدارة

2. مجموعة المعايير المتعلقة بموضوعات محددة

GRI 200: الموضوعات الاقتصادية

GRI 300: الموضوعات البيئية

GRI 400: الموضوعات الاجتماعية

### 6-3-2 تجربة دولة جنوب افريقيا :

ففي عام 2009 أخذت دولة جنوب افريقيا دوراً استباقياً بإلزام الشركات المقيدة ببورصة جوهانسبرج بإعداد تقارير متكاملة ، وفقاً لما جاء في تقرير King III للحكومة الصادر عن معهد المديرين بجنوب افريقيا ، وما يتضمنه من مبادئ إرشادية ، تسمح بالإفصاح عن أداء الشركة بخصوص الجوانب التمويلية والاستدامة بشكل متكامل وشامل (حسان ، 2017)

### 3-3-6 مجلس معايير محاسبة الاستدامة SASB

والذي تم إنشاؤه في الولايات المتحدة عام 2011 كجهة مستقلة لا تهدف للربح، هدفها صياغة ونشر معايير محاسبة الاستدامة ليتم تبنيها بجانب معايير (FASB)، وقد أصدر المجلس مجموعة من 77 معياراً تساعد المنشآت على الإفصاح عن الاستدامة بمحاورها الثلاث بما يتناسب مع طبيعة قطاع الصناعة التي تعمل بها وفقاً لنظام تصنيف الصناعة المستدام (SICS) (الجبلي، 2020)، وذلك تجنباً للانتقادات الموجهة إلى الإرشادات والمعايير العامة، ومراعاة طبيعة كل صناعة، على أن يشتمل كل معيار على موضوعات الإفصاح ذات الأهمية النسبية بجانب المقاييس الكمية والوصفية المستخدمة لقياس الأداء متبينة في ذلك وجهة نظر أصحاب المصالح في تحديد الأهمية النسبية للمعلومات المراد الإفصاح عنها في ضوء فكر الاستدامة (Alan S. G., 2021) مستهدفاً ربط المنشآت حول الآثار المالية للاستدامة بصفة خاصة وبشكل أكثر عمقاً.

### 4-3-6 اللجنة الدولية لإعداد التقارير المتكاملة IIRC :

جاء تشكيل هذه اللجنة عام 2010 التابعة للأمم المتحدة استجابة لاحتياجات أصحاب المصلحة ومطالبتهم بإحداث تطوير جوهري في التقارير المالية من حيث الشكل والمحتوى وتوجه بعض الشركات إلى دمج المعلومات المالية وغير المالية في تقرير واحد متكامل (IR) (Blesener, 2012، اسماعيل، 2016).

وتضم اللجنة الدولية لإعداد التقارير المتكاملة في عضويتها كل من : الاتحاد الدولي للمحاسبين (IFAC)، مجلس معايير المحاسبة الدولية (IASB)، مبادرة التقرير المالي (GRI) ، مجلس الأعمال العالمي للتنمية المستدامة IASB

وكان الهدف الأساسي من تشكيل اللجنة هو وضع إطار عالمي مقبول للتقارير المتكاملة يعتمد على المبادئ، ويربط بين الجوانب المالية وغير المالية وتعكس الأداء الاقتصادي والبيئي والاجتماعي للمنشأة بشكل يساعد أصحاب المصلحة باتخاذ قرارات رشيدة. (IIRC,2011).

وتوصيل معلومات تساعد في تقييم قدرة المنشأة على خلق القيمة .

وفي 2013 قدمت اللجنة تقريراً يتضمن مجموعة من سبع مبادئ وست عناصر تمثل إطاراً لصياغة التقارير المتكاملة في شكل متفق عليه بين المنشأة وأصحاب المصالح محققاً التوازن بين المرونة والاتساق وإمكانية إجراء المقارنات ، تشمل التوجه الاستراتيجي المستقبلي ، الربط بين الاعمال والنتائج ، الاستجابة لأصحاب المصالح ، التلخيص والايجاز ، الأهمية النسبية ، الاكتمال والموثوقية ، القابلية للمقارنة والاتساق (حسان ، 2017 ، عبدالعال ، 2017 ، international IR framework,2013).

### 6-3-5 المنظمة العالمية للمواصفات القياسية

حيث اشار المعيار ISO 26000 ، ISO 14000 ، ISO 50001 ، ISO 31000 ، ISO 45001 ، إلى أن تستوعب المنشأة العوامل الاجتماعية والبيئية من منظور أخلاقي، وأن تفصح الشركات عن مجموعة من المعلومات غير المالية تتضمن المشاركة المجتمعية وأصحاب المصالح ، ومدى الالتزام بالقوانين ، حقوق الإنسان ، إدارة المخاطر البيئية، الكفاءة والفاعلية في استخدام الطاقة ( الشعباني ، 2018 ، رميلي ، 2016).

### 6-3-6 منظمة (Accountability)

وهي منظمة تستهدف تقديم استشارات ومعايير عالمية للعمل مع الشركات والمستثمرين والحكومات والمنظمات متعددة الأطراف فيما يتعلق بموضوعات، ESG، حيث قامت عام 2011 بوضع معيار التأكد ( Assurance standard AA1000) والذي يستهدف تحسين جودة تقارير الاستدامة. ([www.accountability.org](http://www.accountability.org)).

### 7-3-6 الاتحاد الدولي للمحاسبين IFAC

قدم الاتحاد عام 2011 إطاراً لتوضيح العلاقة بين استراتيجية المنشأة والاستدامة من جهة والعلاقة بين الاداء المالي والاستدامة من جهة أخرى من خلال أربعة عناصر أساسية تتضمن ( تطوير استراتيجية التقرير ، دور الإفصاح الوصفي ، مدخل الأهمية النسبية ، تأثيرات الاستدامة في القوائم المالية ) (IFAC 2011).

وقد حرص IFAC على أن يتم ذلك في ضوء جلسات مستمرة مع مجموعة من أصحاب المصالح المختلفين لتحديد احتياجاتهم المتجددة والمتعلقة بفكر الاستدامة ، وقد خلصت تلك الجلسات إلى أهمية الحاجة إلى التقرير عن المعلومات غير المالية المتعلقة بالفرص والتحديات والمخاطر وعوامل خلق القيمة بالمنشأة (رمضان ، 2019).

### 8-3-6 مؤسسة التمويل الدولية (IFC)

والتي اصدرت عام 2013 مجموعة من ثمانية معايير تتعلق بأداء المنشأة الاجتماعي والبيئي المستدام

### 6-3-9 مجلس الاستقرار المالي (FSB)

في عام 2017 اصدر مجلس الاستقرار المالي مجموعة من التوصيات فيما يتعلق بالإفصاح عن الآثار المالية للتغيرات المناخية TCFD ، للمساهمة في زيادة الشفافية وتحسين القدرة على التقييم الدقيق للمخاطر والفرص المرتبطة بتغيرات المناخ مما يرفع كفاءة تخصيص رأس المال.

وتتبلور توصيات الإفصاح الصادرة عن المجلس حول أربعة مجالات أساسية والتي تعبر عن كيفية عمل المنشآت وهي ( الحوكمة ، الاستراتيجية ، إدارة المخاطر ، المقاييس والأهداف ) ، وهي مترابطة ومدعومة بإحدى عشر عملية إفصاح تعكس كيفية تعامل المنشآت مع المخاطر والفرص المتعلقة بالتغيرات المناخية ([www.fsb-tcfd.org](http://www.fsb-tcfd.org)).

### 6-3-10 مشروع SASB - GRI المشترك (2020)

تم إصدار دليل استرشادي لتقارير الاستدامة باستخدام كل من معايير SASB & GRI معتمداً على خبرات مستخدمي النوعين من المعايير ، وذلك بهدف توضيح كيف تستخدم المنشآت معايير كل من SASB & GRI لزيادة مستوى وعمق الإفصاح الذي يتطلبه أصحاب المصلحة ، وإيجاد نقاط التشابه وفهم الاختلافات بين نوعي المعايير وكيف يمكن استخدام كلاهما بشكل تكاملي حيث تعتبر معايير GRI أكثر اتساعاً وشمولاً وعالمية، بينما لمعايير SASB نظرة أكثر تعمقاً وخاصة فيما يتعلق بالنواحي المالية ، وبالتالي امكانية مقابلة الاحتياجات المتجددة لأصحاب المصالح عن طريق الاستفادة من الإطار التكاملي بين النوعين والذي يكسب التقارير قدراً من المرونة. (GRI,2020) ([www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org))

وفي ضوء ما سبق؛ يمكن التوصل الى أن تلك الإصدارات المختلفة جهوداً يكمل بعضها بعضاً في سبيل وضع إطار للإفصاح عن الاستدامة بصفة خاصة ومحاسبة الاستدامة بصفة عامة، وأن تلك الإصدارات المختلفة جاءت استجابة لمتطلبات واحتياجات أصحاب المصالح بالتعاون مع المنظمات المهنية وبالتالي يمكن النظر إليها كمعايير لمجال محاسبة الاستدامة لها صفة المهنية ومقبولة قبولاً عاماً.

وعلى ذلك يعتبر الإفصاح عن الاستدامة أحد متطلبات التحسين في شكله المستمر للإفصاح المحاسبي والحفاظ على جودة المعلومات المحاسبية وما تحمله من محتوى يؤثر بشكل إيجابي على قرارات مستخدميها ، والذي من المفترض أن يعود بالنفع على المنشأة ذاتها في صورة تحسين سمعة المنشأة وإعطاء صورة إيجابية عن المنشأة وأنشطتها مما يؤثر على قيمتها من ناحية وزيادة ثقة المستثمرين وما يصاحبه من توافر مصادر التمويل المناسبة من ناحية أخرى.

#### 6-4: الإطار النظري لمتغيرات الدراسة :

#### 6-4-1: الإفصاح عن الاستدامة

يرى (Nobance & Eillili , 2015) أن الإفصاح عن الاستدامة يشير إلى التقارير التي تنشرها المنشآت لأصحاب المصالح الخارجيين والداخليين لإعطاء صورة كاملة عن أنشطة المنشأة الاقتصادية والاجتماعية والبيئية. كما أشار ( الدليل المصري لحوكمة الشركات، 2016) إلى أنه تقرير متوازن يتضمن انجازات المنشأة في المجالات الثلاث الاقتصادية والاجتماعية والبيئية بالإضافة إلى مبادئ وقيم المنشأة وعلاقة استراتيجيتها والتزاماتها تجاه المجتمع ككل. كما أضاف ( الدليل الاسترشادي للبورصة المصرية ، 2016) أن الإفصاح عن الاستدامة يتضمن الدمج بين المعلومات المالية وغير المالية ، الكمية والوصفية . مما يجعله يمثل رسائل موجزة حول كيف أن استراتيجية وأداء المنشأة يؤدي إلى خلق القيمة على الأجلين القصير والطويل ( IIRC,2012 )، وعلى ذلك فإن الإفصاح عن الاستدامة يعتبر أحد الخطوات الهامة لتحسين الإفصاح المحاسبي بصفة عامة ورفع مستوى جودة المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية.

وفي ظل انتشار الإفصاح الاختياري للاستدامة فإن قرار الإدارة بالإفصاح عن الاستدامة مثله مثل باقي القرارات يعتمد على المفاضلة بين المنافع والتكاليف المترتبة على ذلك الإفصاح. (قنديل ، 2016).

وتشكل مجموعة المنافع والمزايا الدوافع والأسباب وراء تبني الإدارة لقرار الإفصاح عن الاستدامة والتي من أهمها:

- منافع ومزايا مباشرة مثل حصول المنشأة على الإعفاءات الضريبية المتعلقة بأنشطة حماية البيئة
- منافع ومزايا غير مباشرة مترتبة على تحسين الإفصاح المحاسبي من أهمها:  
(عبد الحليم وآخرون، 2021، بخيت وآخرون، 2021؛ Shalihim et al., 2020 ; Harun et al. 2020 ; Ballou et al. 2013)
- جذب رؤوس الأموال من خلال إعطاء صورة أدق عن الأداء الاستراتيجي للمنشأة ، وتعزيز سمعتها ومدى اهتمامها بدورها المستدام ومسئوليتها الاجتماعية
- تخفيض تكلفة رأس المال وزيادة الفرص التمويلية بشروط وبتكلفة مناسبة، من خلال تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات وتضييق فجوة المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصلحة وخاصة فيما يتعلق بالأداء المستقبلي للمنشأة واستراتيجيات التعامل مع المخاطر.
- زيادة ولاء وانتماء العاملين من خلال سياسات مسئوليتها الاجتماعية في دعم والحفاظ على الموارد البشرية.
- دعم المركز التنافسي للمنشأة وتعزيز ثقة العملاء من خلال احترام القوانين والتشريعات واحترام حقوق الإنسان ، والشفافية في تحدي الآثار السلبية لأعمال المنشأة على المجتمع والبيئة وآليات التعامل معها.
- دعم خلق القيمة في الأجلين القصير والطويل من خلال توفير معلومات عن جميع نواحي عمليات المنشأة ، ودمج النواحي المالية مع النواحي غير المالية، وتحديد الفرص والمخاطر التي تساعد في توليد الإيرادات وتخفيض التكاليف والاستخدام الأمثل للموارد المتاحة للمنشأة.

- تحقيق النمو والاستقرار من خلال التواصل المستمر والفعال مع أصحاب المصلحة وتلبية احتياجاتهم المتغيرة.  
ويرتكز الإفصاح عن الاستدامة على عدة ركائز أهمها :

#### أ. المبادئ التي يتبناها الإفصاح عن الاستدامة لتحقيق أهدافه

وهي تمثل إرشادات توجيهية للمنشآت عند الإفصاح عن الاستدامة وأهم خصائص المعلومات التي يجب الحرص على تحقيقها. حيث يرى ( هلال، 2017 ) أن هناك أربعة خصائص أساسية لضمان جودة الإفصاح عن الاستدامة وهي : الشفافية ، الأهمية النسبية، مشاركة أصحاب المصالح ، التكامل. كما أضاف ( محمد ، 2017) مجموعة أخرى من المبادئ والخصائص مثل : الملائمة ، المنفعة ، القابلية للتطبيق بمختلف القطاعات ، القابلية للمقارنة ، الاكتمال ، الحيادية والخلو من التحيز وعدم الموضوعية ، القابلية للمراجعة والتحقق. كذلك أصدرت مبادرة تقارير الاستدامة ( GRI ) مجموعة من المبادئ وهي : الشفافية ، الشمولية ، القابلية للمراجعة ، الاكتمال ، الملائمة ، الالتزام بالسياق الواسع للاستدامة ، الدقة ، الحيادية ، القابلية للمقارنة ، الوضوح ، التوقيت (GRI,2006) كما قامت (IIRC,2014) بوضع خمس مبادئ توجيهية هي: دراسة المخاطر والتهديدات والفرص، تقييم الأداء التشغيلي ، النظرة المستقبلية والاهداف والاستراتيجيات ، الشمولية ، أصحاب المصالح.

ونستخلص مما سبق أنه يوجد توافق بشكل كبير بين المبادئ وخصائص المعلومات السابقة وبين المحاسبة بشكلها التقليدي ويمكن القول أنها تمثل تعضيد ودعم لها.

#### ب. الأطراف أصحاب المصالح

كان أول ظهور لهذا المصطلح بشكل واضح عام 1963 في مذكرة لمؤسسة ستانفورد للأبحاث والتي عرفت على أنها الاطراف الذين يتوقف استمرار المنشآت على دعمهم . كما اشار البعض الاخر إلى مصطلح أصحاب المصالح أو المصلحة في المنشأة بأنهم الأفراد أو المؤسسات المهمة والمتأثرة بأداء المنشأة وإنجازاتها في الحاضر والمستقبل ، وعادة ما يكون لها تأثير مباشر أو غير



مباشر على قرارات المنشأة ( رمضان ، 2019 ، معهد الريادة الجماعية ، 2014 ، مشري وآخرون ، 2021 )، وهو المفهوم الذي طوره (R. Edward Freeman) في الثمانينات وأسس عليه نظرية أصحاب المصلحة (Stakeholder Theory).

ويمكن تقسيم أصحاب المصالح إلى أصحاب مصلحة داخليين موكل إليهم إدارة الشركة أو الملاك و العاملين . وأصحاب مصلحة خارجيين ليس لهم ارتباط مباشر بأعمال المنشأة، ولكن يتأثرون بنتائج المنشأة وقراراتها مثل المقرضيين ، الوكالات الحكومية ، الموردون، المنافسين، أطراف الشراكات، كما يمكن تقسيمهم إلى أصحاب مصلحة حاليين ومرتبين.

والواقع يشير إلى أن هناك تبادل مصالح بين المنشأة وأصحاب المصالح حيث للمنشأة أيضاً مصلحة في كسب ثقتهم وتحسين سمعة المنشأة لديهم وتلبية احتياجاتهم المتجددة من المعلومات ، بالشكل الذي يساهم في تحسين تقييم أداء المنشأة في الحاضر والمستقبل، وضمان ردود أفعال وقرارات ايجابية تجاه المنشأة .

ووفقاً لمعهد الريادة الجماعية فإن التطبيق الفعال والناجح لمفهوم الاستدامة يحتاج إلى إدارة لأصحاب المصالح والحوار والتواصل المستمر معهم. تتفق في ذلك مع نظرية أصحاب المصلحة التي تشير إلى أهمية أن تسعى المنشأة إلى توطيد علاقاتها مع أصحاب المصلحة بعد تحديدهم وترتيبهم وفقاً لدرجة تأثيرهم على المنشأة والمنافع والقيمة التي يتوقعونها، والعمل على إيجاد توازن في تحقيق متطلبات هذه الأطراف، مع توقع التزايد المستمر في الاطراف ذوي المصلحة والنواتج عن التطورات لكل من الجوانب الاجتماعية والسياسية والتكنولوجية وكل مؤسسات المجتمع بصفة عامة ليضاف إليها أطراف أخرى مثل النقابات ،المؤسسات المالية ، الصحافة ،مراكز البحوث ومنظمات المجتمع المدني وغيرها ( معهد الريادة الجماعية ، 2014 ، مشري وآخرون ، 2021 ، Sajjad,et,al.2020)

ومن هذا المنطلق ، فقد ركزت تقارير الاستدامة على الإفصاح عن أصحاب المصالح في المنشأة ونوعية وطبيعة العلاقة ، وكيف يتم التعامل وإدارة العلاقة معهم.

### ج. نوعية وطبيعة المعلومات المفصح عنها:

أشرنا فيما سبق أن التطورات والتغيرات المتلاحقة في بيئة الأعمال جعلت المحاسبة بشكلها التقليدي غير قادرة على مواكبة الاحتياجات المتجددة لأصحاب المصلحة ، فوفقاً لنموذج ( Nash,1998 " المحاسبة للمستقبل " فإن عدم الإفصاح عن البيانات غير المالية يضعف من قدرة المحاسبة على أن تعكس الواقع الاقتصادي للمنشأة ، ويتجاهل بعض عناصر خلق القيمة مثل البحث والتطوير ، رأس المال العلائقي ، وإغفال ما يحيط بالمنشأة من مخاطر والاعتماد فقط على الماضي في إعداد التقارير. ( Nash,1998 ) ، رزق ، (2016).

ومع تنامي التأكيد على دور المنشأة كشريك أساسي في المجتمع ازداد اهتمام أصحاب المصلحة بالمعلومات الاجتماعية والبيئية والحوكمة والعمل على دمجها في قراراتهم لاستثمارية(2016, IRRCI) والتي تمثل الأبعاد الأساسية للتنمية المستدامة ( الأبعاد البيئية ، الاجتماعية ، الاقتصادية ).

ويتمثل البعد البيئي في ما يتعلق بالأنشطة التي تستهدف تخفيض مقدار التدهور البيئي أو الآثار السلبية الناتجة عن أعمال المنشأة والتي تأخذ عدة أشكال مثل الالتزام بالقوانين والقيود اللازمة للحفاظ على البيئة ، المساهمة في الحفاظ على الموارد والطاقة والمشاركة في البحث عن مصادر بديلة

ويتضمن هذا البعد الإجابة عن التساؤل حول طبيعة الإدارة البيئية للمنشأة وماهي الآثار المالية المتعلقة بها سواء في الحاضر أو المستقبل.(محمد ، 2017) وذلك من خلال استهداف تحويل التأثير المتبادل بين المنشأة والبيئة إلى تأثير ايجابياً وبشكل مستمر عن طريق تقليل السلبيات والتحوط لها وتعظيم المنفعة المتوقعة ما أمكن.

أما البعد الاجتماعي يستهدف تحقيق احتياجات الناس من الغذاء والصحة والعمل والتعليم في إطار من العدالة والمساواة وفكر المشاركة والاندماج بين منظمات المجتمع المختلفة.

وعلى مستوى المنشآت فإن البعد الاجتماعي للاستدامة يتمثل في الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للمنشأة والتي تأخذ شكل عقد بين المجتمع والمنشأة يلزمها بالعمل بما يتفق مع الصالح العام (محمد ، 2017) من خلال الإفصاح عن نتائج تحليل الاداء الاجتماعي للمنشأة وما تحمله من مؤشرات عن مدى الالتزام باخلاقيات الأعمال، احترام القوانين، ودور المنشأة في ترسيخ مبادئ تكافؤ الفرص والتكافل الاجتماعي وتنمية تحسين جودة الحياة بصفة عامة، ليساهم بشكل كبير في تطوير وتحسين العلاقة مع الأطراف ذوي المصلحة

ويستهدف البعد الاقتصادي تحقيق مستوى رفاهية أعلى للانسان عن طريق رفع معدلات النمو وتحقيق الكفاءة والفاعلية في مختلف مجالات الانتاج ( شنن، 2017). وذلك بالعمل على الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بمعنى تعظيم المخرجات أو المنافع وتقليل المدخلات. وعلى ذلك تهتم المنشأة بكيفية تحقيق الربح بشكل يتماشى مع رفاهية المجتمع من خلال منتجات متميزة من حيث الجودة والسعر (Barnea&Rubin,2010)، ورصد مدى استمرارية هذا الربح والتدفقات النقدية المحتملة وكيفية التعامل مع المخاطر والقيمة المضافة المتولدة وأثر ذلك على ادارة المنشأة في الأسواق المالية (الجبلي، 2020) متبنياً فكر الاستدامة لتحقيق النمو الاقتصادي المستدام ، إشباع الحاجات الأساسية، العدالة الاقتصادية ، وكفاءة رأس المال (Barnea&Rubin,2010)، الجرف، 2017)

والتقفاً مع إطار محاسبة الاستدامة الذي وضعه مجلس معايير الاستدامة SASB والذي يتضمن خمسة أبعاد أساسية ( البيئة ، رأس المال ، رأس المال البشري ، نموذج الاعمال والابتكار، القيادة والحوكمة) فإن هذه الابعاد لا بد من الإفصاح عنها بشكل تكاملي وشامل ، وهو ما تم الإشارة إليه من خلال نموذج الاعمال والابتكار بهدف خلق القيمة (SASB.2017) ، حيث يعتبر هذا الدمج والتفاعل شرط أساسي لتحقيق أهداف الاستدامة من ناحية والإفصاح عنها لإعطاء صورة كاملة وواقعية عن أداء المنشأة المستدام من ناحية أخرى.

نستخلص مما سبق النقاط التالية التي تمثل طبيعة ونوعية المعلومات التي يجب أن يشملها الإفصاح عن الاستدامة :

- أن تتضمن كل المعلومات المالية وغير المالية عن أداء المنشأة
  - تغطي الأبعاد الأساسية للاستدامة ( البيئية ، الاجتماعية ، الاقتصادية ) وكيفية التفاعل والتكامل فيما بينهم.
  - ان تتميز المعلومات بالبعد الاستراتيجي والنظرة المستقبلية
  - أن تعطي تصور واضح وحقيقي عن أداء المنشأة في الحاضر والمستقبل
  - أن تتضمن وتشير إلى عناصر خلق القيمة في المنشأة في البعدين الطويل والقصير .
- د. كيفية الإفصاح عن الاستدامة ( التقارير )

يعتمد الإفصاح المحاسبي بصفة عامة على ركنين أساسيين ، طبيعة ( كم ، نوع ) المعلومات المفصّل عنها ، وطريقة عرض هذه المعلومات ( شكل التقارير ) ، ويرى مجلس الأعمال العالمي للتنمية المستدامة WBCSD أن تقارير الاستدامة تعمل على تعزيز ودعم لغة الحوار مع أصحاب المصلحة بشكل قائم على المصداقية والشفافية (WBCSD,2016)

وكاستجابة لتبني فكر التنمية المستدامة وتطور احتياجات أصحاب المصلحة - كما سبق أن ذكرنا - ظهرت تقارير الاستدامة وفقاً لمبادرة التقرير العالمي GRI ، وذلك في صورة منفصلة وبجانب التقارير المالية التقليدية، متضمنة الأقسام التالية ( الشبكة السعودية للمسئولية الاجتماعية، 2019 )

- مقدمة عن رؤية ورسالة المنشأة ومجموعة القيم والاستراتيجية التي تتبناها.
- العناصر الأساسية للتقرير، وعرض لأهم إنجازات المنشأة وأهم التحديات التي تواجهها.
- معلومات عن الملف التنظيمي للمنشأة مضمناً طبيعة الملكية ، مجموع رأس المال وتوزيعه، عدد الموظفين، المنتجات، الخدمات المقدمة ، المبيعات، وأصحاب المصلحة وكيفية إدارتهم.
- البعد الاقتصادي متضمناً اهداف الاقتصادية للمنشأة والتزاماتها وأهم الفرص والمخاطر، التأثير الاقتصادي للمنشأة على المستويين المحلي والعالمي وتأثير ذلك على أصحاب المصلحة.

- البعد البيئي متضمناً تأثير أعمال المنشأة على البيئة ودورها في معالجة الآثار الضارة والمخلفات والحفاظ على الموارد الطبيعية.
  - عرض للأهداف وما يرتبط بها من أنشطة التي تتبناها المنشأة في المستقبل.
- وفي إطار التواصل المستمر بين المنظمات المهنية مع أصحاب المصالح في سبيل تحقيق المواءمة والتوافق مع مطالبهم واحتياجاتهم، والتي كانت تشير إلى ضرورة إحداث تعديلات جوهرية في كل من محتوى وشكل التقرير المالي بحيث يعطي صورة كاملة وشاملة عن أداء المنشأة وقدرتها على خلق القيمة من منظور استراتيجي

(Eccles & George, 2014) ، الأمر الذي ساهم في ظهور التقارير المتكاملة (IR) والتي تمثل تقارير يتم فيها الدمج بين المعلومات المالية وغير المالية والمتعلقة بأداء المنشأة بشكل شامل ومتكامل وفق لأبعاد الاستدامة الثلاثة (Solomon & aroun, 2012, IIRC, 2013) مما يظهر مدى قدرة المنشأة على الربط بين العوامل البيئية والاقتصادية والاجتماعية وإعطاء صورة متكاملة وشاملة للمنشأة ، وهي بذلك تعتبر أكثر شمولاً من تقارير الاستدامة ، بمعنى آخر تعتبر تقارير الاستدامة جزء من التقارير المتكاملة.

وعلى الرغم من أن التقارير المتكاملة لاقت قبولاً وانتشاراً لدى العديد من المنظمات والدول إلا أنه ما زال هناك بعض التحديات والانتقادات الموجهة إليها والتي تشير إلى الحاجة إلى مزيد من الدراسة والتعديل في هذا المجال (Adams & Simnett, 2011, Reimsbach & Gurturk, 2017, Higgins et al., 2014).

## 6-4-2 قيمة المنشأة:

يعتبر خلق القيمة من الأهداف الاستراتيجية الهامة للمنشأة ، وهي نتاج ومحصلة مدى نجاح القرارات التي تتخذها الإدارة ( تشغيلية ، تمويلية ، استثمارية ) والتي تنعكس في أسعار الأسهم. (Gherghina, et al., 2015, رميلي، 2016، Nyoman et al., 2014)، ومن وجهة نظر أصحاب المصلحة فإنها تعتبر المقابل الذي يعبر عن قيمتها (الصيرفي، 2016)،

كما تعتبر مقياساً مناسباً لتحديد مدى قدرة المنشأة على توليد الأرباح والنمو مستقبلاً حيث تنطوي على تقدير للقيمة الحالية للعوائد المتوقعة مستقبلاً ( عبد الله، 2018 ) حتى أنه استخدم أحياناً مصطلح أداء الشركة كمرادف لمصطلح قيمة المنشأة ( Kuzey & Uyar, 2017).

ومن وجهة نظر (الهيئة العامة للرقابة المالية، 2017) فهي تمثل المقابل المالي للمنشأة المقدر كسعر عادل لها اعتماداً على مجموعة من الافتراضات التي تخص المستقبل حيث يتم توزيعها في ضوء الغرض من التقييم ووفقاً لأساليب التقييم المختلفة، ويرى ( Bourguignon, 2005 ) أن مفهوم القيمة يرتبط بالحكم على ما تقدمه المنشأة من خدمات ومنافع كأستجابته لاحتياجات أصحاب المصالح المتجددة.

ومما سبق يتضح صعوبة وضع مفهوم محدد وواضح لقيمة المنشأة في ضوء اختلاف وجهات نظر أصحاب المصالح واختلاف الغرض من التقييم واختلاف طرق القياس المستخدمة .

وتتأثر قيمة المنشأة بعدة عوامل نابعة من ارتباطها بأسعار الأسهم وتأثرها بقوى العرض والطلب في السوق ، من أهمها على سبيل المثال : نتيجة مؤشرات الاداء كوسيلة للحكم على الاداء المالي والتشغيلي للمنشأة مثل ( معدل العائد على الأصول ، نصيب السهم من الأرباح المحققة ، معدل العائد على حقوق الملكية ) ، وكذلك مستوى عدم تماثل المعلومات وعلاقته بقرارات المستفيدين وبالتالي التأثير بكمية ونوعية المعلومات المفصح عنها، درجة تبني الادارة لفكر تعظيم ثروة الملاك في الأجل الطويل بدلاً من تعظيم الأرباح في الأجل القصير ، هيكل التمويل ودرجة التوازن بين التمويل الذاتي والتمويل بالديون، تكلفة الاقتراض من خلال تأثيرها على ربحية المنشأة وتحقيقها الوفورات الضريبية ( المدبولي ، 2016 ، عبد الله & نجيب، 2014 ، Aggarwal & Padhan 2017).

وتتعدد مداخل وطرق قياس قيمة المنشأة ويمكن تصنيفها إلى خمسة مداخل :

(الهيئة العامة للرقابة المالية ، 2017 ، Ohlson,1995 ، Rikkert, 2014 ، ، شبل ، 2018 ،

(Siboni and Pouralli, 2015

- مدخل التكلفة الاستبدالية الجارية التي تعكس القيمة اللازمة لاستبدال أصل يقدم نفس المنافع بعد تعديله نتيجة لتقدمه، ومن أهم طرق القياس وفقاً لهذا المدخل: طريقة صافي الأصول المعدلة ، القيمة الدفترية لصافي الأصول
- مدخل السوق الذي يعتمد في التقييم على المعلومات المعلنة في السوق سواء أسعار الأسهم أو أي معلومات إضافية، ومن أهم الطرق المستخدمة في هذا المدخل: القيمة الاقتصادية المضافة، طريقة التقييم النسبي
- مدخل الدخل الذي يركز على الأرباح المتوقعة أو التدفقات النقدية المستقبلية والعمل على تحويلها على قيمة حالية مخصومة ، ومن أهم طرق القياس وفقاً لهذا المدخل: طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية ، رسمة الأرباح
- مدخل مقاييس الأداء حيث يعطى مؤشراً لأداء الشركة ومدى قدرتها على تحقيق عائد على الأصول المستثمرة ومن أهم طرق القياس وأكثرها شيوعاً وفقاً لهذا المدخل طريقة Tobin's Q
- مدخل التقييم باستخدام المعلومات المحاسبية اعتماداً على الأصول تتضمن نموذج الدخل المتبقي ، ومن أشهر الطرق وفقاً لهذا المدخل نموذج (Ohlson,1995) واعتمدت الدراسة على طريقة Tobin's Q في قياس قيمة المنشأة لتمتعها بعدد من المزايا من أهمها:

( Harum et al.,2020 ، بدوي،2020، الصباغ، 2022 ، بيومي، 2020 ، عبد الحليم،2019)

- تتميز بقدرتها على عكس القيمة الحقيقية للمنشأة حيث تعطي مؤشراً عن ارتفاع أو انخفاض العائد على الاستثمارات، فإذا زادت النسبة عن 1 صحيح يعني ذلك ارتفاع معدل العائد على استثمارات المنشأة من خلال أصولها ، وهي بذلك تعتبر مقياس مناسب لمدى استغلال المنشأة لمواردها المتاحة ومؤشر لمعدل النمو المتوقع مستقبلاً.
  - يعتمد على مجموعة من البيانات الواضحة والسهل الحصول عليها مما يعطي نتائج أكثر دقة ومعتمدة على المعلومات المحاسبية والسوقية معاً.
  - كما يمكن استخدامه عند دراسة العلاقة بين هيكل التمويل وقيمة المنشأة.
  - ويظهر هذا المقياس اهتمام لقيمة بعض الأصول غير الملموسة مثل شهرة المحل واثرها على نمو المنشأة وتعزيز ميزتها التنافسية.
  - يعتبر مقياس طويل الأجل مناسب لمتطلبات أصحاب المصلحة في ضوء الدور المستدام للشركة بدل من التركيز على قدرة المنشأة على تحقيق الأرباح فقط .
- وهناك عدة صيغ لحساب قيمة المنشأة وفقاً لطريقة Tobin's Q (عبد الحليم ، 2018 ، عبد الله ، 2018 )

إلا أنه كان أكثرها شيوعاً احتسابها وفق المعادلة التالية : ( عبد الحليم ، 2019 ، بيومي ، 2020 )

(Gherghina,2015 , Liu et al.,2012)

قيمة المنشأة = القيمة السوقية لإجمالي الأصول / القيمة الدفترية للأصول

القيمة السوقية لإجمالي الأصول = إجمالي القيمة الدفترية للديون + القيمة السوقية لحقوق الملكية (الأسهم العادية)

القيمة السوقية لحقوق الملكية (الأسهم العادية) = عدد الأسهم العادية المتداولة × سعر السهم في السوق في تاريخ نشر القوائم المالية



ومن المتوقع أن تبني المنشأة لفكر الاستدامة ثم الإفصاح عنه يزيد من مستوى الشفافية في الممارسات المالية وغير المالية مما يساعد على تحسين سمعة المنشأة وخلق ميزة تنافسية، تحسين العلاقة مع الموردين ، المساهمة في استغلال الفرص وتحسين أداء المنشأة ، المساهمة في التعامل في السلع والخدمات الأكثر قبولاً في بيئة الاعمال التي تعكس اهتمام المنشأة بالبعد البيئي والاجتماعي ، وزيادة امكانية الحصول على تمويل بتكلفة أقل والذي يصب جميعها في تعظيم قيمة المنشأة.( فؤاد ، 2016 )

### 3-4-6 تكلفة الإقتراض:

وفقاً للمعيار الدولي رقم (23) "تكلفة الإقتراض" تعرف تكلفة الإقتراض على أنها الفائدة والتكاليف الأخرى التي تتحملها المنشأة عند إقتراض الأموال ، ويقصد بالتكاليف الأخرى استهلاك العلاوة أو الخصم ، فروق العملة إن وجدت ، أي رسوم أخرى ، بمعنى انها تعادل كافة التكاليف التي تتحملها المنشأة في سبيل الحصول على التمويل الخارجي ؛ ويرى ( سعد الدين، 2014 ) أن تكلفة الإقتراض من العوامل المحددة والمؤثرة على نجاح الشركة واستمراريتها لما لها من تأثير متوقع على قيمة المنشأة

فالهدف الرئيسي لقرارات التمويل بصفة عامة ومن ضمنها قرار الإقتراض هو تعظيم ثروة أصحاب المصلحة ( وذلك عن طريق تعظيم القيمة الحالية للمنشأة من خلال تعظيم حجم العائد المتوقع وتخفيض حجم المخاطر مع توافر الأموال اللازمة بتكلفة مناسبة.

وفي ضوء تعارض المصالح بين المقرضين وأصحاب الملكية، فإن المقرضين يعملون على فرض مجموعة من القيود والشروط لضمان استردادهم لأموالهم مضافة إليها هامش الربح المحدد في توقيات محددة، كما يحرصون على متابعة أداء المنشأة وقراراتها ومدى ما يتوفر من سيولة مما يجعلهم يتحملون تكاليف الوكالة للإقتراض ، ووفقاً لمدخل التكلفة / المنفعة فإنهم سيقبلون على تقديم التمويل الذي يغطي جميع التكاليف ويحقق العائد المتوقع.

وعلى النقيض من ذلك يسعى الملاك إلى العمل على تقليل السيولة لاستخدامها في استثمارات تزيد من العائد بالإضافة إلى السعي للحصول على التمويل اللازم بأقل تكلفة ممكنة.

وتفرض عقود الدين مجموعة من القيود مثل وضع حدود لسياسات توزيع الأرباح وبعض المؤشرات الخاصة بالمديونية وحد أدنى لرأس المال العامل، مما يستلزم معه زيادة الإفصاح المحاسبي خاصة للمنشآت التي ترتفع فيها، (عبد الحليم، 2018، 2012، Saleh et al., 2014، Ross et al.) نسبة التمويل بالقروض، مما يعتبر ذلك كله من التكاليف غير المباشرة للاقتراض. حيث إن تقييم الدائنين (المقرضين) لأداء الشركة الحالي والمستقبلي من محددات تكلفة الاقتراض (Ezat, 2019) وبالتالي فإن المعلومات المحاسبية المفصح عنها من حيث درجة جودتها، وسياسات إعدادها تؤثر بشكل ما أو بآخر على هذه التكاليف (شرف، 2021)، وذلك من خلال تقليل أو تخفيض عدم تماثل المعلومات وما يتبعها من تخفيض تكلفة التأكد من مصداقية المعلومات ومتابعة أمور المنشأة وقراراتها وعدم الحاجة إلى معلومات بديلة لدعم الثقة، وتخفيض المخاطر الأخلاقية ومخاطر الاختيار السيئ ومخاطر تخصيص الائتمان (المذبولي، 2016)، وكذلك تخفيض احتمالية السلوك الانتهازي من قبل الإدارة (Beiting et al., 2011).

وبالتالي فإن تحسين محتوى الإفصاح المحاسبي في ضوء الإفصاح عن الاستدامة من المتوقع أن يؤثر على تكلفة الاقتراض ويعمل على تخفيضها من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات، و الحد من التلاعب وممارسات إدارة الأرباح من خلال السماح لأصحاب المصلحة من التأكد من أن الإدارة تتخذ من القرارات ما يحدث توازن بين مصالح جميع الأطراف والذي يتماشى مع كل من نظرية أصحاب المصلحة وفكر الاستدامة الذي يعطي صورة متكاملة ومستقبلية عن المنشأة، وكذلك انخفاض أخطاء تنبؤات المحللين الماليين الذي يبني على هذا النوع من المعلومات.

ومن ناحية أخرى فإن زيادة الإفصاح عن الاستدامة يعمل على زيادة وعي المستثمرين عن النواحي غير المالية للمنشأة وفهم المخاطر التي تتعرض لها المنشأة واستراتيجية التعامل معها، وكذلك

توفر فهم اشمل لقيمة المنشأة مما يساهم في توسيع قاعدة المستثمرين ، اي زيادة جانب العرض وهو ما يخفض تكلفة راس المال بصفة عامة (Barth et al., 2017).

وأوضح تقرير معهد بحوث مسؤولية المستثمر ( IRRCI ) لعام 2016 ، أن مديري المحافظ والمستثمرين يستخدمون المعلومات المالية بالإضافة الى المعلومات غيرالمالية المتعلقة بالأبعاد البيئية والاجتماعية والحوكمة كمدخلات لقراراتهم الاستثمارية ( IRRCI,2016 )

كما اكد (Attig et al.,2013) على أن وكالات التصنيف الائتماني تعتمد بشكل هام على معلومات المسؤولية الاجتماعية للشركات ك معايير في تقييم مستوى الجدارة الائتمانية لها ، التي تعتبر أساس هام يحكم على مدى قدرتها على الحصول على القروض بتكلفة منخفضة؛ كما يرى ( محمد ، 2016 ، فؤاد ، 2016 ) أن المنشأة عند تبنيها الإفصاح عن الاستدامة تعتمد على عدة استراتيجيات من أهمها استراتيجية الأمتثال لحقوق المجتمع المدني ومتطلبات سوق الأوراق المالية كالشفافية والتوسع في الإفصاح وتعزيز ممارسات الحوكمة والامتثال السريع لمتطلبات التشريعات المختلفة ، مما يحقق مشروعية أعمال الإقراض للمنشأة وودعم ثقة أصحاب المصلحة بهدف تخفيض تكلفة رأس المال بصفة عامة .

وإيماناً بذلك فقد أعطى الإطار الدولي للتقرير المتكامل الصادر عام 2013 لمقدمي التمويل الأولوية عن باقي أصحاب المصلحة إيماناً بأن المستثمرين بصفة عامة هم المستخدم الأول لتقارير الشركات (حسان،2017)

وعلى سياق آخر فإن الإفصاح عن الاستدامة يعتبر أحد المقومات الهامة للحصول على فرص التمويل الأخضر ( المستدام) ، والذي يعد أقل تكلفة من التمويل العادي بشكل واضح ، ويعتبر هذا النوع من التمويل أحد أدوات الإقتصاد الأخضر الذي يعمل على توجيه الموارد الإقتصادية نحو المشروعات ذات التكامل البيئي والاقتصادي والاجتماعي (صالح،2020) ، ويقوم ذلك على أساس أن الشركات التي تفصح عن أدائها المستدام تتميز عن غيرها ويعطي مؤشراً جيد نحو كفاءة الإدارة وتخصيص الموارد مما يجعلها تمثل مخاطر ائتمانية أقل.

إلا أنه في ضوء اعتماد قرار الإقراض على المقابلة بين التكاليف والمنافع التي سيحصل عليها المقرضين، فقد يؤدي إلزام الشركات بتبني فكر الاستدامة والإفصاح عنه إلى تحمل بعض التكاليف الإضافية التي قد تظهر في شكل عدم تحسن ملموس في أداء المنشأة المالي، والذي يرسل إشارات سلبية لمستخدمي القوائم المالية، مما قد يؤثر بشكل سلبي على قرار الإقراض والتكاليف المرتبطة به.

ويمكن قياس تكلفة الإقراض بالاعتماد على معدل فائدة الإقراض المحددة والمعتمدة من قبل مؤسسة Standard & Poor's (شرف، 2021، Ahmed et al., 2002)، كما يمكن احتسابها بمعلومية معدل الفائدة بعد أخذ الوفورات الضريبية في الحسبان (عبد الحليم وآخرون، 2021)، واتفقاً مع دراسات (Ezat, 2019، شرف، 2021، عبد اللطيف، 2017، المدبولي، 2016،

فقد اعتمدت الدراسة على المعادلة التالية لحساب تكلفة الإقراض :

$$\text{تكلفة الإقراض} = (\text{مصرف الفائدة} / \text{متوسط إجمالي الديون}) \times (1 - \text{معدل الضريبة})$$

متوسط إجمالي الدين = القيمة الدفترية للديون قصيرة وطويلة الأجل والسندات في بداية ونهاية الفترة / 2

## 6-5: الدراسات السابقة واشتقاق الفروض

### 6-5-1 الدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة

فمن وجهة نظر الاتجاه الإيجابي للإفصاح عن معلومات الاستدامة، قد اختارت دراسة

(Barth et al., 2016) جنوب أفريقيا باعتبارها من الدول الأولى التي طبقت التقارير المتكاملة بشكل إجباري، والتي توصلت إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين جودة التقارير المتكاملة وقيمة المنشأة.

بينما استهدفت دراسة ( رميلي ،2016) اختبار تأثير مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري على قيمة الشركة، واعتمدت على أسلوب تحليل المحتوى لعينة من الشركات غير المالية اعتماداً على مؤشر قياس الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية المصري وعلى نموذج Tobin's Q لقياس قيمة المنشأة للفترة بين 2011 وحتى 2015، وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير معنوي لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية لشركات عينة الدراسة على قيمة المنشأة.

واتفاقاً مع ذلك فقد توصلت دراسة ( عبد الناصر ، 2017) إلى عدم وجود أثر لاستيفاء متطلبات مؤشر ESG "المسؤولية الاجتماعية" على قيمة المنشأة، وذلك بالتطبيق على عينة من 27 شركة مقيدة في سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة 2012-2015.

كما توصلت لنفس النتيجة دراسة (Velte,2017) والتي اجريت على عينة من الشركات المقيدة في البورصة الألمانية خلال الفترة 2010-2014.

وبالتطبيق على قطاع كبير من الشركات المسجلة في مؤشر FTSE350 ببورصة لندن خلال الفترة 2004-2013

توصلت دراسة (Li et al.,2018) إلى وجود ارتباط ايجابي بين مستوى الإفصاح عن كل من الادارة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات ESG وقيمة المنشأة ، والنتائج عن تحسين الشفافية وتعزيز ثقة أصحاب المصلحة.

وتبنياً لمفهوم القيمة الاقتصادية المضافة، تناولت دراسة (Amahalu,2018) تحديد تأثير تقارير الاستدامة على القيمة الاقتصادية المضافة لعينة من ست شركات لفترة عشرة سنوات من 2008 إلى 2017 في السوق النيجيري، مستخدماً أسلوب الارتباط والانحدار المتعدد ، panel Data وحزمة STATA13 الاحصائية، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير لكل بعد من أبعاد تقارير الاستدامة الثلاثة ( البيئي ، الاجتماعي ، الاقتصادي) على دعم وتحسين القيمة الاقتصادية المضافة للمنشأة.

وعلى نفس السياق فقد هدفت دراسة (شعبان، 2019) إلى تحديد أثر الإفصاح المحاسبي عن الاستدامة على قيمة المنشأة بالتطبيق على الشركات المدرجة في مؤشر مسئولية الشركات المصري ، وقد استخدمت الدراسة منهج السلاسل الزمنية للوحدات المقطعية panel Data، وقد توصلت الدراسة إلى أنه على الرغم من وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح عن الإستدامة وبين القيمة السوقية للمنشأة معبراً عنها بنموذج holsen ، إلا إن القدرة التفسيرية للإفصاح المحاسبي عن الاستدامة جاءت ضعيفة في تفسير التغيرات في قيمة الشركة، وذلك نتيجة ضعف الوعي المجتمعي بمسئولية الشركات تجاه البيئة والمجتمع .

وباستخدام الدراسة الميدانية باستقصاء آراء عينة من المديرين الماليين والمحاسبين والمدراء التنفيذيين والمستثمرين لعينة من الشركات المسجلة في مؤشر EGX100، بالإضافة إلى العاملين في شركات الوساطة المالية، هدفت دراسة ( رمضان، 2019) إلى قياس انعكاسات العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وجودة التقارير المالية على قيمة المنشأة، وقد توصلت الدراسة لعدد من النتائج الهامة منها: أن هناك اثر ذو دلالة احصائية للإفصاح عن الاستدامة على قيمة المنشأة ، كما أن العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وجودة التقارير المالية ستعمل على تحقيق قيمة المنشأة، وأن تلك العلاقة لها انعكاسات على قيمة المنشأة.

وبالتطبيق على عينة مكونة من 25 بنك إسلامي عربي خلال الفترة 2016-2018، قامت دراسة (صالح، 2020) باستخدام مؤشرا للإفصاح عن ابعاد الاستدامة وفقاً للمعايير الصادرة عن هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI، وكذلك المعايير الصادرة عن مجلس معايير محاسبة الاستدامة SADB فيما يخص البنوك وتوصلت الدراسة لعدة نتائج أهمها: وجود اختلافات كبيرة نسبياً بين مستويات الإفصاح عن الاستدامة بين بنوك العينة تتراوح بين 38% - 90% بمتوسط 62%، كما أكدت النتائج على وجود علاقة ايجابية معنوية بين مستوى الإفصاح المحاسبي عن الاستدامة وقيمة البنوك الإسلامية والمقاسة بنموذج Tobin's Q .

واهتماماً بالتقارير السردية التي تحوي بيانات غير مالية فقد هدفت دراسة ( بيومي، 2020) إلى قياس أثر مستوى الإفصاح بالتقارير السردية على قيمة المنشأة بالتطبيق على عينة من الشركات

المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة 2014 وحتى 2018، وذلك عن طريق بناء مؤشر للإفصاح مكون من 70 بند، وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر معنوي للتقارير السردية على قيمة المنشأة إلا أن هذا الأثر يختلف وفقاً لإختلاف ربحية المنشأة.

ولتحديد أثر الإفصاح عن كل بعد من أبعاد المسؤولية الاجتماعية على بعض مؤشرات المنشأة ، فقد تناولت دراسة ( بريك ،2020 ) اختبار أثر الإفصاح عن أربعة ابعاد للمسؤولية الاجتماعية ( الاجتماعية ، البيئية، العاملين ، المنتج/العلاء) على ثلاثة مقاييس لأداء الشركة ( الاداء المالي ، الأداء السوقي " قيمة المنشأة" ، تكلفة رأس المال – الإقتراض ، حقوق الملكية )، وذلك بالتطبيق على عينة من 50 شركة مصرية خلال الفترة 2013-2015، وباستخدام تحليل الانحدار المتعدد فقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بشكل كلي له اثر ايجابي على قيمة المنشأة ، تكلفة الاقتراض ، تكلفة حقوق الملكية ، والاداء المالي ، واثر سالب على تكلفة رأس المال بشكل عام . وعلى مستوى بنود الإفصاح الأربع فقد وجد أثر سالب عن العمل الاجتماعي على تكلفة الاقتراض والاداء المالي، كما يوجد أثر سالب للإفصاح عن العاملين على كل من قيمة المنشأة وتكلفة رأس المال، تكلفة الإقتراض ، وتكلفة حقوق الملكية ، كما يوجد أثر سالب لمستوى الإفصاح عن البعد البيئي على قيمة المنشأة .

وبالتركيز على الإفصاح بالتقارير المتكاملة وعلاقتها بقيمة المنشأة ، توصلت دراسة كل من ( Samy,2019) ودراسة ( الصباغ،2022) إلى وجود اثر ايجابي ذو دلالة احصائية لمستوى الإفصاح بتقارير الاعمال المتكاملة على قيمة المنشأة مقاسة بالقيمة السوقية المرسملة، و مقاسة بأسلوبين ( السعر/القيمة الدفترية للسهم ، Tobin's Q).

وعلى الرغم من نتائج دراسة (Thompson,et al.,2022) التي اكدت على وجود علاقة ايجابية قوية بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة والمطبقة في سوق الوراق المالية في جنوب أفريقيا ، فقد أكدت نتائج دراسة (Althaf,etal.,2021) أنه لا يوجد دليل على أن الإفصاح عن الاستدامة يؤثر على أداء المنشأة مقاس بنموذج Tobin's Q .

ومن العرض السابق للدراسات السابقة استخلص الباحث ما يلي :

- تباينت نتائج الدراسات حول العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة، بينما توصلت بعض الدراسات إلى وجود علاقة إيجابية (Li et ,Barth et al.,2016), (al.,2018, شعبان,2019، رمضان ،2019، صالح،2020، الصباغ،2022)توصلت دراسات أخرى إلى وجود علاقة سلبية لبعض أبعاد الإفصاح عن السدامة ( بريك ،2020) ، وكذلك توصل البعض الآخر إلى عدم وجود علاقة (رميلي ،2016، عبد الناصر ، 2017 ، Althaf,etal.,2021 ,Velte,2017).

وقد يرجع هذا التباين إلى :

- الاختلاف في الفترات الزمنية للدراسات والتي قد تتأثر بالتطور المستمر في محتويات الإفصاح عن الاستدامة وفقاً للإرشادات والتوصيات من الهيئات والمجالس المهنية
- الاختلاف في الأساليب والمنهجية المستخدمة والتي تنوعت ما بين ( تحليل المحتوى ، إعداد مؤشر لمستوى الإفصاح، استقصاء الآراء، دراسة السلاسل الزمنية)
- الاختلاف في أسلوب قياس قيمة المنشأة حيث استخدم البعض نموذج holsen ، واستخدم فريق آخر نماذج وأساليب مختلفة مثل ( السعر / القيمة الدفترية للسهم ) ، القيمة الاقتصادية المضافة ، بينما استخدمت معظم الدراسات أسلوب Tobin's Q.
- اختلفت الدراسات في حدود وشكل الإفصاح عن الاستدامة ، بينما ركزت بعض الدراسات عن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية أو إستيفاء متطلبات الإدارة في مؤشر المسؤولية الاجتماعية ، تناولت العديد من الدراسات في الآونة الأخيرة الإفصاح عن الاستدامة بشكله الواسع سواء داخل القوائم المالية التقليدية ، أو التقارير السردية أو في شكل التقارير المتكاملة.
- كذلك اختلفت الدراسات في أبعاد الإفصاح عن الاستدامة من حيث المسمى والعدد والمحتويات.



وبالإضافة إلى ما سبق فإن دراسة دور المتغير الوسيط ( تكلفة الإقتراض ) في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة، يتطلب أن يكون هناك علاقة بين المتغير المستقل و المتغير التابع ، وعلى ذلك يمكن اشتقاق الفرض البحثي الرئيسي الأول :

"توجد علاقة ارتباط موجبة وذات دلالة احصائية ( معنوية ) بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة "

## 6-5-2 الدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة و تكلفة الإقتراض

تناولت العديد من الدراسات العلاقة بين عدة جوانب للإفصاح المحاسبي بصفة عامة وتكلفة الاقتراض

فقد هدفت دراسة (Kamel & Shahwan,2014) إلى التحقق من وجود علاقة بين الإفصاح المحاسبي وتكلفة حقوق الملكية وتكلفة الإقتراض، وذلك بالتطبيق على البيئة المصرية لعام واحد فقط 2005 لعينة من 73 شركة، وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين الإفصاح المحاسبي وتكلفة رأس المال بنوعيه مما يعني ان المستثمرين في السوق المصري لا يعتمدون على القوائم المالية في صناعة قراراتهم ، وقد ارجعت الدراسة السبب إلى ضعف الشفافية في الشركات المصرية ، وقد أوصت الدراسة بضرورة توسيع سياسات الإفصاح عن طريق آليات قرارات من الهيئات المنظمة.

حيث توصلت دراسة ( المدبولي ، 2016 ) إلى وجود أثر لجودة التقارير المالية وما تحمله من معلومات على تخفيض تكلفة الإقتراض عن طريق تخفيض المخاطر المعلوماتية وبالتالي تعزيز ثقة أصحاب المصلحة في ما تحمله التقارير المالية من معلومات ، إلا أن الدراسة أوضحت أن ارتفاع نسبة المديونية سيؤدي الى نتيجة عكسية وسيؤدي إلى ارتفاع تكلفة الإقتراض، كما توصلت إلى أن بعض الخصائص التشغيلية للمنشأة كان لها اثر معنوي عكسي على تكلفة الإقتراض ( حجم الشركة ، التقرير النظيف لمراقب الحسابات ، تمركز الملكية ) ،وقد استخدمت

الدراسة بيانات عينة من 50 شركة مقيدة في السوق المصري عن عام واحد 2013 ، مستخدمة جودة الأرباح المحاسبية والتحفظ المحاسبي لقياس مستوى جودة التقارير المالية. وانطلاقاً من علاقة جودة المراجعة بتلبية توقعات اصحاب المصلحة ومستخدمي القوائم المالية، ما تحمله تقاريرها من إشارات عن قيمة المنشأة وتخفيض عدم تماثل المعلومات ، فقد استهدفت دراسة ( عبد اللطيف، 2017) دراسة العلاقة بين جودة المراجعة وتكلفة الإقتراض وذلك بالتطبيق على عينة حكومية لشركات مقيدة في البورصة المصرية تعتمد في هيكلها التمويلي على الإقتراض، خلال الفترة من 2009 - 2015، واشارت النتائج إلى وجود تأثير عكسي معنوي لجودة المراجعة على تكلفة الإقتراض.

وباستخدام قابلية القوائم المالية للقراءة كأحد مؤشرات تحسين جودة الإفصاح المحاسبي ودعم الاتصال مع أصحاب المصلحة ، وتعزيز الثقة وخفض عدم التأكد، فقد توصلت دراسة ( شرف، 2021) إلى وجود تأثير معنوي لقابلية القوائم المالية للقراءة على تكلفة رأس المال بنوعيه ( حقوق الملكية ، الإقتراض ) وذلك بالتطبيق على عينة من 75 شركة من الشركات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة 2016-2019.

ومن جانب آخر فقد تناولت عدد من الدراسات تحسين الإفصاح من خلال الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية كأحد الخطوات الهامة في تطور فكر الاستدامة للشركات .

فقد استهدفت دراسة ( عبد الحليم ، 2018) قياس اثر الافصاح عن المسؤولية الاجتماعية وكل من تكلفة رأس المال وقيمة المنشأة ، بالتطبيق على مجموعة من الشركات المسجلة في البورصة المصرية خلال الفترة من 2012 الى 2016 ، باستخدام طريقة تحليل المحتوى للقوائم المالية ، واسفرت الدراسة عن ان الافصاح عن المسؤولية الاجتماعية بأبعاده الثلاث له علاقة ايجابية بقيمة المنشأة بينما له علاقة سلبية مع تكلفة رأس المال بصفة عامة.

ولتحديد أثر الإفصاح عن كل بعد من أبعاد الاستدامة على تكلفة الاقتراض ، فقد تناولت دراسة (Shad

(et al.,2020) أثر الإفصاح عن الأبعاد الثلاثة للاستدامة ( البيئي، الاجتماعي، الاقتصادي ) على كل من تكلفة الاقتراض ، وتكلفة حقوق الملكية ، وذلك بالتطبيق على عينة من 41 شركة غاز ونفط مدرجة في بورصة ماليزي خلال الفترة 2008-2017، وقد توصلت الدراسة إلى أن البعد الاجتماعي ليس له أثر على كلا المتغيرين ، بينما البعد البيئي يعمل على تخفيض تكلفة الاقتراض فقط ، أما البعد الاقتصادي فيعمل على تخفيض كلا المتغيرين.

وعلى الصعيد العالمي فقد استهدفت دراسة (Bhuiyan,.M,& Nguyen,2020) إلى اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية CRS وتكلفة الاقتراض وتكلفة التمويل بالملكية بالتطبيق على عينة من 230 شركة من الشركات الاسترالية NASDAQ، وذلك خلال الفترة من 2004- 2016 ، وباستخدام مدخل نموذج الانحدار المتعدد ، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وبين كل من تكلفة الاقتراض وتكلفة التمويل بالملكية.

وتوصلت دراسة (Michaels & Grüning,2017) إلى نفس النتائج وذلك بالتطبيق على عينة من 264 شركة ألمانية والتي تعرف بتوسعها في الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وبخبرتها الطويلة في هذا المجال.

وعلى جانب آخر فقد استخدمت دراسة ( اسماعيل،2016) أسلوب الدراسة الميدانية وبالتطبيق على إحدى الشركات المقيدة في سوق الأوراق المصري لاختبار اثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المتكاملة على قرار الائتمان من خلال تمكينهم من تقييم قدرة المنشأة على خلق القيمة ، وذلك باستقصاء آراء عينة الدراسة حول ثلاثة بدائل للإفصاح ( الشكل التقليدي ، الشكل التقليدي بالإضافة إلى تقرير منفصل عن الاستدامة ، التقارير المتكاملة) ، وقد توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن الاستدامة سواء في شكل منفصل أو في شكل تقارير متكاملة تؤثر بشكل ملحوظ على قرار منح الائتمان.

ومن وجهة نظر نظرية ( BAO ) التي تشرح بشكل فعال سلوكيات الأفراد والنتائج النهائية ( المعتمد ، العمل ، المخرجات ) ، وكذلك نموذج صنع القرار الرشيد RDMM، فقد قام (Sumiyati,2019) بدراسة أثر تقارير الاستدامة على اتخاذ قرار الاستثمار والتي من ضمنها الإقتراض، وذلك باستخدام استبيان وزع على عينة من المستثمرين دون العرض عليهم تقارير الاستدامة ، ثم تم توزيع الاستبيان مرة أخرى بعد قراءة تقارير الاستدامة، وجاءت النتائج مؤكدة على تغيير سلوك المستثمرين بشكل ايجابي اتجاه الشركات التي ارفقت تقارير الاستدامة.

واتفاقاً مع دراسة ( Shad et al.,2020 ) فقد توصلت دراسة (بريك،2020) إلى أن الإفصاح عن كل بعد من ابعاد الاستدامة قد يكون له اثر مختلف على مؤشرات المنشأة، والتي منها تكلفة الإقتراض، حيث أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بشكل كلي له اثر ايجابي على قيمة المنشأة ، تكلفة الاقتراض ، تكلفة حقوق الملكية ، والاداء المالي ، واثر سالب على تكلفة رأس المال بشكل عام . وعلى مستوى بنود الإفصاح الأربع فقد وجد أثر سالب عن العمل الاجتماعي على تكلفة الاقتراض والاداء المالي، كما يوجد أثر سالب للإفصاح عن العاملين على كل من قيمة المنشأة وتكلفة رأس المال، تكلفة الإقتراض ، وتكلفة حقوق الملكية ، كما يوجد أثر سالب لمستوى الإفصاح عن البعد البيئي على قيمة المنشأة.

ومن العرض السابق للدراسات السابقة استخلص الباحث ما يلي :

- تباينت نتائج بعض الدراسات حول وجود علاقة أو عدم وجود علاقة بين الإفصاح المحاسبي بصفة عامة وتكلفة الإقتراض والتي قد ترجع إلى أن بعض الدراسات استخدمت بيانات سنة واحدة فقط ( المدبولي،2016، Kamel & Shahwan,2014) مما قد يضعف من دقة النتائج وامكانية الإعتماد عليها في تعميم النتائج والحكم على هذه العلاقة . كما يعد ذلك دليلاً على عدم مناسبة الشكل التقليدي للقوائم المالية وما تحمله من معلومات للوفاء بمتطلبات أصحاب المصلحة المتجددة مما جعل بعض الدراسات تدخل متغير جودة المراجعة وقابلية القوائم المالية للقراءة كمتغيرات وعوامل لتحسين الثقة ودعم الإتصال مع أصحاب المصلحة .

- وعلى الرغم من تنوع الأساليب والمنهجية العلمية المستخدمة في الدراسات السابقة ، والاختلاف في تناول الإفصاح عن الاستدامة وأبعاده ومحتوياتها إلا أنه جاءت معظم نتائج الدراسات متفقة على وجود علاقة عكسية بين الإفصاح عن الاستدامة بصفة عامة وتكلفة الاقتراض.
  - بينما جاءت مختلفة من حيث علاقة كل بعد من أبعاد الاستدامة بشكل مستقل بتكلفة الاقتراض، فبعض الأبعاد أظهرت علاقة عكسية مع تكلفة الاقتراض والبعض الآخر لم يظهر أي علاقة .
  - كما اتضح للباحث قلة الأبحاث في البيئة العربية التي تناولت دراسة العلاقة المباشرة بين الإفصاح عن الاستدامة وتكلفة الاقتراض مما يمثل دافع لإجراء البحث خاصة في ظل الاهتمام المتزايد بتنمية أسواق المال والعمل على الحصول على التمويل الأخضر.
- وبالإضافة إلى ما سبق فإن دراسة دور المتغير الوسيط ( تكلفة الاقتراض ) في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة ، يتطلب أن يكون هناك علاقة بين المتغير المستقل و المتغير الوسيط ، وعلى ذلك يمكن اشتقاق الفرض البحثي الرئيسي الثاني :
- " توجد علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة احصائية (معنوية ) بين الإفصاح عن الاستدامة وتكلفة الاقتراض "

### 6-5-3 الدراسات التي تناولت العلاقة بين تكلفة الاقتراض وقيمة المنشأة

توصلت دراسة ( Lixin, X., & Lin,2008 ) التي طبقت على عينة من الشركات المقيدة في بورصة الصين خلال الفترة 2002- 2007 ، أن تحسين المعدل الإجمالي للتمويل بالديون يؤدي إلى تحسين القيمة السوقية للمنشأة ، وأن الاقتراض طويل الأجل له علاقة ايجابية بقيمة المنشأة مقارنة بالاقتراض قصير الأجل.

استهدفت دراسة ( عبد الله & نجيب، 2014 ) اختبار اثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة ، بالتطبيق على احدى الشركات العاملة في مجال الاتصالات في

السودان وذلك عن طريق أسلوب دراسة الحالة ، وقد توصلت الدراسة لعدة نتائج من أهمها : أن التمويل بالإقتراض يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للمنشأة من خلال تكلفته المنخفضة وتأثيرها على زيادة الربحية ، وعلى العكس من ذلك التمويل عن طريق حقوق الملكية حيث يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمنشأة.

وبدراسة اثر الرافعة المالية كمؤشر لهيكل التمويل ( نسبة الديون / حقوق الملكية ) على قيمة المنشأة ، بحثت دراسة (Akhtar,et al.,2016) في العلاقة بين الرافعة المالية وقيمة الشركة ، في السياق الباكستاني ، لمائة شركة لمدة ست سنوات ، وتوصلت الدراسة إلى أن الزيادة في الرافعة المالية مرتبطة بشكل إيجابي بقيمة الشركة وذلك من خلال ما تكونه القروض من درع ضريبي يزيد من قيمة المنشأة، وبالتالي فإن الدول التي لا تطبق ذلك فمن المتوقع أن تكون النتائج مغايرة.

بينما توصلت دراسة (Njagi, et al.,2017) والتي طبقت على عينة من الشركات المقيدة في بورصة كينيا ، أن هيكل رأس المال له تأثير ذو دلالة احصائية على قيمة المنشأة، والتي تم قياسها عن طريق الفرق بين مدخلاتها ( مجموعة تكاليف أنشطتها مثل التمويل ، التوزيع ، الانتاج، الادارة) ومخرجاتها ( ربحية السهم ، سعر السهم ).

وانطلاقاً من أختلاف طرق واساليب الإقتراض، فقد استهدفت دراسة (Hong,2017) قياس العلاقة بين الطرق المختلفة للاقتراض وقيمة المنشأة، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الكورية خلال الفترة 1990 - 2015 ، وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تستخدم السندات بشكل متكرر أكثر من القروض المصرفية لها قيمة أعلى، وذلك اعتماداً على خصائص السندات والتي منها انخفاض تكلفتها.

واتفاقاً مع دراسة (Akhtar,et al.,2016) فقد توصلت دراسة ( المتولي،2021) أن هناك تأثير إيجابي ومعنوي للرافعة المالية على قيمة المنشأة والتي طبقت في قطاع السياحة المصري خلال الفترة من 2014 - 2019.

وعلى النقيض من ذلك فقد توصلت دراسة (LUU,2021) والمطبقة على عينة من الشركات المدرجة في بورصة فيتنام خلال الفترة 2012 – 2018 ، أن هيكل رأس المال ذو تأثير سلبي على قيمة المنشأة مقاسة بطريقة Tobin's Q ، وأن على المنشآت تعديل هيكلها التمويلي بشكل يقلل من نسبة الديون حتى ترتفع قيمة المنشأة .

من العرض السابق للدراسات السابقة يتضح للباحث قلة وندرة الدراسات التي تناولت العلاقة المباشرة بين تكلفة الاقتراض وقيمة المنشأة ، حيث استخدمت معظم الدراسات متغيراً له علاقة بتكلفة الاقتراض مثل ( هيكل رأسمال ، الرافعة المالية ، الطرق المختلفة للإقتراض، التمويل بالإقتراض)

وبالإضافة إلى ما سبق فإن دراسة دور المتغير الوسيط ( تكلفة الاقتراض ) في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة ،يتطلب أن يكون هناك علاقة بين المتغير الوسيط و المتغير التابع ، وعلى ذلك يمكن اشتقاق الفرض البحثي الرئيسي الثالث :

" توجد علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة احصائية (معنوية ) بين تكلفة الاقتراض وقيمة المنشأة "

#### 4-5-6 الدراسات التي تناولت تكلفة الاقتراض كوسيط تداخلي في العلاقة بين

#### الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة

قد استهدفت دراسة ( عبد الله ،2018) إلى قياس أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة المنشأة مقاسة بنسبة القيم السوقية لحقوق الملكية ، وذلك لعينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية من الفترة 2013 – 2015 ، وقد استخدمت الدراسة حجم الشركة وهيكل ملكيتها كمتغيرين معدلين للعلاقة ، وأسفرت النتائج عن وجود تأثير إيجابي ومعنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة المنشأة، كما أن كل من حجم المنشأة وهيكل الملكية عملاً على زيادة التأثير الإيجابي للعلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وقيمة المنشأة، حيث أن

التغير في مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للمنشأة يفسر حوالي 51.7% من التغير في قيمة المنشأة في وجود المتغيرين المعدلين معاً ، في مقابل 3.5% فقط في غيابهما.

كما استهدفت دراسة (ابراهيم، 2019) اختبار العلاقة المباشرة بين التحفظ المحاسبي وبين تكلفة الاقتراض ، وتأثير المسؤولية الاجتماعية كمتغير وسيط في العلاقة غير المباشرة بين نفس المتغيرين، وذلك بالتطبيق على عينة من 77 شركة بين 2012 الى 2017 وذلك باستخدام طريقة AMOS 24 ، وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها وجود علاقة سلبية مباشرة بين المسؤولية الاجتماعية وتكلفة الاقتراض ، وكذلك علاقة سلبية غير مباشرة بين التحفظ المحاسبي وتكلفة الاقتراض في وجود المسؤولية الاجتماعية كمتغير وسيط.

بينما هدفت دراسة (Bandanuji, & Khoiruddin,2020) إلى تحديد تأثير مخاطر الأعمال وحجم الشركة على قيمة الشركة بشكل مباشر أولاً ثم بشكل غير مباشر في وجود سياسة الائتمان كوسيط تداخلي ، وذلك بالتطبيق على الشركات العقارية المقيدة في بورصة اندونيسيا خلال الفترة من 2014 - 2018 باستخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد وتحليل المسار Path analysis . وأظهرت النتائج أن مخاطر الأعمال تؤثر سلباً على سياسة الائتمان ، في حين أن حجم الشركة له تأثير إيجابي على سياسة الائتمان ، كما تؤثر مخاطر الأعمال سلباً على قيمة الشركة بينما يكون لحجم الشركة وسياسة الائتمان تأثير إيجابي على قيمة الشركة. في حين أن سياسة الائتمان كوسيط تداخلي قادر فقط على التوسط في العلاقة بين تأثير مخاطر الأعمال على قيمة الشركة. ومن العرض السابق يمكن اشتقاق الفرض الرابع " تؤثر تكلفة الاقتراض كمتغير وسيط تداخلي في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة "

**ومن تحليل الدراسات السابقة يمكن بلورة الفجوة البحثية كما يلي :**

قلة الدراسات التي تتطرق إلى دور الوسيط التداخلي بصفة عامة في الأدب المحاسبي ، و عدم تناول البحوث لتكلفة الاقتراض كوسيط تداخلي في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة ، والتي تعتبر الهدف الرئيسي للبحث الحالي.



إلا أن دراسة دور المتغير الوسيط ( تكلفة الإقتراض ) في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة يتطلب :

- أن يكون هناك علاقة بين المتغير المستقل و المتغير التابع(الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة)، حيث تباينت نتائج الدراسات السابقة حول العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة نتيجة الاختلاف في الفترات الزمنية للدراسات و الأساليب والمنهجية المستخدمة و أسلوب قياس قيمة المنشأة و حدود وشكل الإفصاح عن الاستدامة وكذلك أبعاد الإفصاح عن الاستدامة. كما أن متطلبات الإفصاح عن الاستدامة في تطور مستمر وفقاً للإرشادات والتوصيات من الهيئات والمجالس المهنية، والتي من ضمنها قراري هيئة الرقابة المالية المصرية رقم 107، و108 لسنة 2021، واللذان لم يتم تناولهما في اي من الدراسات السابقة - الى حد علم الباحث - وسيعمل البحث الحالي على تضمينهما عند قياس الإفصاح عن الاستدامة
- أن يكون هناك علاقة بين المتغير المستقل و المتغير الوسيط (الإفصاح عن الاستدامة وتكلفة الإقتراض) فقد جاءت نتائج الدراسات مختلفة من حيث علاقة كل بعد من أبعاد الاستدامة بشكل مستقل بتكلفة الإقتراض، فبعض الأبعاد أظهرت علاقة عكسية مع تكلفة الإقتراض والبعض الآخر لم يظهر أي علاقة . كما اتضح للباحث قلة الأبحاث في البيئة العربية التي تناولت دراسة العلاقة المباشرة بين الإفصاح عن الاستدامة وتكلفة الإقتراض مما يمثل دافع لإجراء البحث خاصة في ظل الإهتمام المتزايد بتنمية أسواق المال والعمل على الحصول على التمويل الأخضر.
- أن يكون هناك علاقة بين المتغير الوسيط و المتغير التابع( تكلفة الإقتراض وقيمة المنشأة ) حيث هناك قلة وندرة الدراسات التي تناولت العلاقة المباشرة بين تكلفة الإقتراض وقيمة المنشأة ، حيث استخدمت معظم الدراسات متغيراً له علاقة بتكلفة الإقتراض مثل ( هيكل رأسمال ، الرافعة المالية ، الطرق المختلفة للإقتراض، التمويل بالإقتراض)

## 6-6 الدراسة التطبيقية :

تستهدف الدراسة التطبيقية اختبار فروض الدراسة لقياس واختبار العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وكل من تكلفة الاقتراض وقيمة المنشأة ، والعلاقة بين تكلفة الإقتراض وقيمة المنشأة ، ثم قياس واختبار على أثر تكلفة الاقتراض كمتغير وسيط في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وتكلفة الاقتراض .

## 6-6-1 مجتمع وعينة الدراسة :

يتمثل مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة بمؤشر مسؤولية الشركات المصري S& P - EGX-ESG<sup>1</sup>، والذي تدرج فيه أفضل 30 شركة سنوياً وفقاً لتحليل نوعي وكمي يقوم به كل من مركز المديرين المصري ، ومؤسسة S& P على أساس مجموعة من المتغيرات البيئية والاجتماعية والحوكمة.

وقد تم اختيار عينة حكمية تتوفر فيها الشروط التالية :

- أن تكون من الشركات غير المالية ، نظراً للطبيعة الخاصة للشركات المالية .
- أن يكون تم إدراجها في المؤشر خلال العام الأخير من الدراسة ومتابعة افصاحات تلك الشركات خلال سنوات فترة الدراسة (2017، 2018 ، 2019 ، 2020 ، 2021)
- أن تكون مقيدة في البورصة وألا تكون تعرضت للشطب خلال فترة الدراسة وفي ضوء ذلك بلغ عدد الشركات التي خضعت للدراسة وتمثل العينة (21شركة) وفقاً للجدول التالي:

---

1 . قامت البورصة المصرية بإطلاق مؤشر S&P EGX ESG عام 2010

جدول رقم ( 1 ) شركات عينة دراسة

النسبة	عدد الشركات	
100%	30 شركة	مجتمع الدراسة
20%	6 شركات	(-) الشركات المالية
-	-	(-) الشركات التي تعرضت للشطب خلال فترة الدراسة
10%	3 شركات	(-) الشركات لم تتاح قوائمها خلال فترة الدراسة
70%	21 شركة	العينة النهائية

توزيع شركات العينة على القطاعات المختلفة :

جدول رقم ( 2 ) توزيع شركات عينة الدراسة على القطاعات المختلفة

عدد الشركات في كل قطاع	القطاعات
1	رعاية صحية وأدوية
1	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
5	عقارات
1	سياحة وترفيهية
2	اتصالات واطلام وتكنولوجيا المعلومات
1	اغذية ومشروبات وتبغ
2	طاقة وخدمات مساندة
2	خدمات النقل والشحن
1	مقاولات وإنشاءات هندسية
2	منسوجات وطلع معمرة
3	مواد البناء
21	الاجمالي

## 6-6-2 مصادر الحصول على البيانات :

اعتمد الباحث للحصول على البيانات اللازمة للدراسة على مجموعة القوائم المالية والتقارير السنوية وتقارير مجلس الإدارة وأي إفصاحات أخرى إضافية لشركات العينة والموجودة على كل من :

- موقع مصر لنشر المعلومات <https://www.mubasher.info/countries/eg>
- موقع البورصة المصرية <https://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx>
- موقع مركز المديرين المصري <https://www.egidegypt.com/?lang=ar>.
- المواقع الالكترونية للشركات محل العينة

## 6-6-3 متغيرات الدراسة :

### 6-6-3-1 المتغير المستقل: الإفصاح عن الاستدامة (SD)

انفاقاً مع دراسات (عبد الحلیم & آخرون 2019، رمضان 2019 ، حسان 2017، Amahalu,2018) تم استخدام مؤشر لقياس الإفصاح عن الاستدامة ،مكون من 60 بند موزع على خمسة محاور تمثل أهم محاور الإفصاح عن الاستدامة ، وتم إعداده في ضوء الدراسات السابقة ووفقاً لـ GRI، وفي ضوء متطلبات الإفصاح الأخيرة لهيئة الرقابة المالية ووفقاً لملاحقات قراري 107 ، 108 لعام 2021 ( هيئة الرقابة المالية ، 2022 )

جدول رقم ( 3 ) محاور مؤشر قياس الإفصاح عن الاستدامة المقترح

عدد البنود	المحور
8	أولاً: معلومات أساسية عن الشركة
17	ثانياً: حوكمة الشركات المتعلقة بالاستدامة
15	ثالثاً: ممارسات الاستدامة الاجتماعية
15	رابعاً: ممارسات الاستدامة البيئية
5	خامساً: الاداء الاقتصادي
60	الاجمالي

وتم التعامل مع هذا المؤشر باستخدام المدخل الثنائي غير المرجح حيث يتم اعطاء البند القيمة 1 إذا تم الإفصاح عنه، وإعطاء البند القيمة 0 إذا لم يتم الإفصاح عنه، على أن يتم معاملة كل البنود بنفس القدر من الأهمية (عبد الحليم & آخرون 2019)

ويتم حساب مؤشر الإفصاح وفق المعادلة التالية

نسبة الإفصاح = عدد البنود المفصوح عنها / إجمالي عدد البنود

### 6-6-3-2 المتغير التابع : قيمة المنشأة (FV)

اتفاقاً مع دراسات ( الصباغ 2022 ، Harum et al, 2020 ، Singh et al., 2018 ، عبد الحليم 2019 ) وفي ضوء المزايا التي سبق ان اوضحناها في موضع اخر في الدراسة ، تم قياس قيمة المنشأة باستخدام نموذج Tobin's Q وفقاً للمعادلة التالية : (بيومي، 2020 ، عبد الحليم ، 2019، 2015، 2012 Gherghina, Liu et al., 2012 ، بريك، 2020).

Tobin's Q = القيمة السوقية لإجمالي الأصول / القيمة الدفترية للأصول

القيمة السوقية لإجمالي الأصول = إجمالي القيمة الدفترية للديون + القيمة السوقية لحقوق الملكية

القيمة السوقية لحقوق الملكية = عدد الأسهم العادية المتداولة × سعر السهم في السوق في تاريخ

نشر القوائم المالية

### 6-6-3-3 المتغير الوسيط: تكلفة الاقتراض (COD)

واتفاقاً مع دراسات ( Ezat, 2019 ، شرف، 2021 ، عبد اللطيف ، 2017 ، المدبولي ، 2016)

فقد اعتمدت الدراسة على المعادلة التالية لحساب تكلفة الإقتراض :

تكلفة الإقتراض = (مصرف الفائدة / متوسط إجمالي الديون) × (1 - معدل الضريبة)

متوسط إجمالي الدين = القيمة الدفترية للديون قصيرة وطويلة الأجل والسندات في بداية ونهاية

الفترة / 2

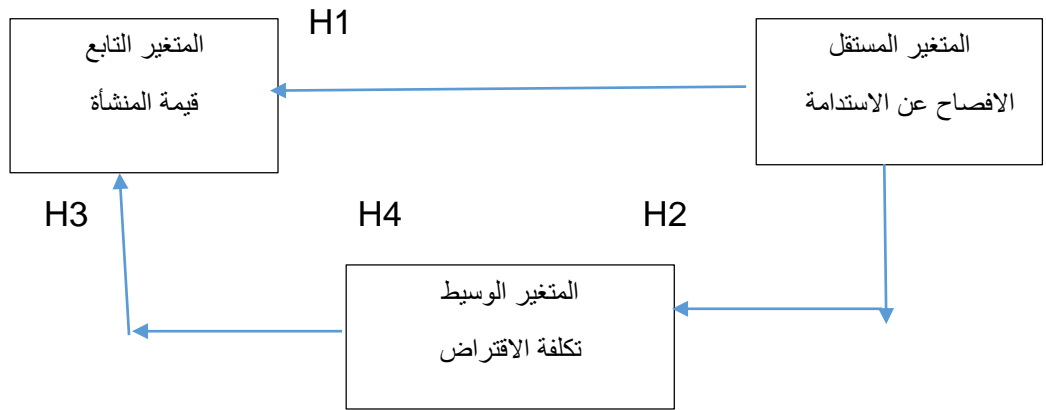
### 6-3-4 المتغيرات الرقابية :

في ضوء استقراء الدراسات السابقة تم اختيار مجموعة من المتغيرات الرقابية ، التي قد يكون لها تأثير على المتغيرات التابعة وبالتالي قد تؤثر على النتائج (عبد الحليم & آخرون 2019، رمضان 2019 ، حسان 2017، عبد اللطيف، 2017) وهي كالآتي:

- حجم الشركة ( Size ) يقاس باستخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.
- الرافعة المالية ( LEV ) يتم قياسها بقسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول في نهاية السنة المالية.
- الربحية : صافي الربح / متوسط حقوق الملكية في نهاية كل سنة

### 6-6-4 نموذج الدراسة التطبيقية

ينقسم نموذج الدراسة إلى أربعة نماذج فرعية لاختبار كل فرض من فروض الدراسة وذلك على النحو التالي



شكل رقم ( 1 ) نموذج الدراسة ( العلاقة بين المتغيرات )

**النموذج الأول :** لاختبار الفرض الأول " توجد علاقة ارتباط موجبة وذات دلالة احصائية ( معنوية ) بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة "

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1(SD_{it}) + \beta_2 (SIZE) + \beta_3 (LEV) + \beta_4(PROF) + \varepsilon_{it}$$

**النموذج الثاني :** لاختبار الفرض الثاني " توجد علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة احصائية (معنوية ) بين الإفصاح عن الاستدامة وتكلفة الاقتراض "

$$COD_{it} = \beta_0 + \beta_1(SD_{it}) + \beta_2 (SIZE) + \beta_3 (LEV) + \beta_4(PROF) + \varepsilon_{it}$$

**النموذج الثالث :** لاختبار الفرض الثالث " توجد علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة احصائية (معنوية ) بين تكلفة الاقتراض وقيمة المنشأة "

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1(COD_{it}) + \beta_2 (SIZE) + \beta_3 (LEV) + \beta_4(PROF) + \varepsilon_{it}$$

**النموذج الرابع :** لاختبار الفرض الرابع " تؤثر تكلفة الاقتراض كمتغير وسيط تداخلي في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة "

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1(SD_{it}) + \beta_2(COD_{it}) + \beta_3 (SIZE) + \beta_4 (LEV) + \beta_5( PROF) + \varepsilon_{it}$$

## 6-4-6 تحليل النتائج

### 7-4-6-1 اختبار اعتدالية البيانات وصلاحيتها

أولاً: التحليل الوصفي, وإختبار Jarque-Bera لقياس إعتدالية متغيرات الدراسة:

جدول (4) إختبار Jarque-Bera لقياس إعتدالية متغيرات الدراسة

العدد	مستوى المعنوية	Jarque-Bera	معامل التفرطح	معامل الإلتواء	الإنحراف المعياري	الوسيط	المتوسط الحسابي	المقاييس لمؤشرات
105	0.148512	3.814177	2.341343	0.330901	0.078907	0.875000	0.838571	SD1
105	0.043601	6.265329	2.584551	0.561132	0.177127	0.411000	0.438095	SD2
105	0.009260	9.364056	2.297421	0.641627	0.183206	0.133000	0.206619	SD3
105	0.001381	13.16968	2.131702	0.751045	0.265611	0.133300	0.290633	SD4
105	0.092670	4.757421	1.967479	0.072991	0.048118	0.533000	0.526663	SD5
105	0.008058	9.642238	2.154902	0.610277	0.163851	0.320000	0.394790	SD
105	0.000485	15.26095	2.715299	0.922925	1.031651	0.903530	1.256097	FV
105	0.113402	4.353638	2.245908	0.326520	0.065288	0.102580	0.109718	COD
105	0.500374	1.384799	2.765461	0.255694	0.735696	9.630153	9.632793	SIZE
105	0.098686	4.631624	2.136137	-0.279463	0.836222	0.461099	0.440621	LEV
105	0.268082	2.632924	2.944097	0.386874	0.142425	0.143637	0.162063	PROF

يتضح من الجدول رقم ( 4 ) أنه بإستخدام إختبار Jarque-Bera لاعتدالية متغيرات الدراسة اتضح ما يلي:

- أن كل من ( تكلفة الإقتراض ، حجم الشركة ، الرافعة المالية ، والربحية ) يخضعوا للتوزيع الطبيعي عند مستوى معنوية أكبر من ( 0.05 ).



- بينما اظهرت النتائج عدم خضوع كل من ( قيمة المنشأة، الإفصاح عن الاستدامة ) للتوزيع الطبيعي عند مستوى معنوية أصغر من ( 0.05).
- أما من ناحية محاور الإفصاح عن الاستدامة فقد اشارت النتائج إلى أن كل من ( البيانات الأساسية للشركة ، الاداء الاقتصادي المستدام) يخضعا للتوزيع الطبيعي عند مستوى معنوية أكبر من ( 0.05) ، بينما كل من ( حوكمة الشركات ، الإفصاحات الاجتماعية ، الإفصاحات البيئية) لا يخضعوا للتوزيع الطبيعي عند مستوى معنوية أصغر من ( 0.05).
- إلا أنه بملاحظة معامل الالتواء نجد أنه يقع بين ( 1 ، -1 ) ، مما يدل على أن جميع متغيرات الدراسة تتجه نحو الاعتدالية ولا تتحرف عنها كثيراً.
- كما يظهر من التحليل الوصفي للبيانات أن متوسط الإفصاح المحاسبي عن الاستدامة بصفة عامة لشركات عينة الدراسة 39.5% ، حيث جاء محور الإفصاح عن البيانات الأساسية الأعلى إفصاحاً بنسبة 83.9%، يليه محور الأداء الاقتصادي بنسبة 52.7%، يليه محور حوكمة الشركات المتعلقة بالاستدامة بنسبة 43.8%، يليه محور ممارسات الاستدامة البيئية بنسبة 29% ، ثم في المرتبة الأخيرة محور ممارسات الاستدامة الاجتماعية بنسبة 20.7%.
- ويرى الباحث أن إعطاء الشركات الأولوية لمحور الأداء الاقتصادي يأتي متفقاً مع ما جاء في دراسة

(Carane et al.,2014) ، كما أن محور الإفصاح عن الحوكمة جاء متقدماً على الإفصاح عن ممارسات الاستدامة الاجتماعية والبيئية الأمر الذي قد يرجع إلى اهتمام هيئة الرقابة وهيئة سوق المال في مصر بإلزام الشركات بالإفصاح ببعض الجوانب المتعلقة بالحوكمة

### ثانياً: إختبار استقرار السلاسل الزمنية Unit Root Test:

من أجل اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة وعدم تعرضها للتغير المفاجئ من سنة لأخرى ، فقد تم استخدام اختبارات كل من: LLC,IPSW,ADF,PP كما يظهر في الجدول التالي:

جدول رقم ( 5 ): نتائج إختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة

الإختبارات	القيمة المحسوبة	مستوى المعنوية	القرار الإحصائي
Levin, Lin & Chu t	- 12.9490	***0.0000	رفض H0
Im, Pesaran and Shin W-stat	- 12.6502	***0.0000	رفض H0
ADF – Fisher Chi-square	202.954	***0.0000	رفض H0
PP – Fisher Chi-square	168.596	***0.0000	رفض H0

\*\*\*دالة عند مستوى معنوية أقل من 0.001

يتضح من الجدول رقم ( 5 ) أن القيمة المحسوبة لإحصاءة إختبارات كل من: LLC,IPSW,ADF,PP، دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.001) ، ومن ثم رفض فرض العدم والذي يشير إلى "وجود جذر الوحدة" ، مما يدل على سكون السلاسل الزمنية لكل متغيرات الدراسة واستقرارها عند المستوى (0) ~ 1 وفقاً لحالة حد ثابت فقط.والذي يشير إلى إمكانية تعميم نتائج سلوك السلسلة الزمنية.

### ثالثاً: إختبار التكامل المشترك بين متغيرات البحث:

تم إختبار التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة المستقلة والتابعة، بإستخدام إختبار Phillips–ouliaris ، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم ( 6 ): نتائج اختبار التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة

المتغيرات	tau-statistic	مستوى المعنوية	z-statistic	مستوى المعنوية
SD	-5.163098	0.0246	42.75884	0.0210
FV	-5.326256	0.0160	42.87806	0.0205
COD	-5.431723	0.0121	64.76965	0.0001
SIZE	-4.557848	0.0989	34.80603	0.0909
LEV	-5.537905	0.0090	48.00058	0.0070
PROF	-5.903921	0.0030	52.05625	0.0028

اتضح من الجدول رقم ( 6 ) أن القيمة المحسوبة لكل من : tau-statistic ، z-statistic ، بالنسبة لكل من ( الإفصاح عن الاستدامة ، وقيمة المنشأة ، تكلفة الاقتراض الرافعة المالية ، والربحية ) متكاملة عند مستوى معنوية أقل من (0.05) بينما ( حجم المنشأة ) غير متكامل في الأجل الطويل ، وبالتالي يغلب على معظم المتغيرات التكامل في الأجل الطويل، ومن ثم رفض فرض العدم القائل " بعدم وجود علاقات توازنية في الأجل الطويل بين متغيرات الدراسة المستقلة والتابعة" ، مما يدل وجود علاقات توازنية طويلة الأجل بين هذه المتغيرات ، وانها تظهر سلوك مشابه خلال مدة الدراسة.

## 6-4-2 اختبار فروض الدراسة :

### اختبار الفرض الأول

" توجد علاقة ارتباط موجبة وذات دلالة احصائية ( معنوية ) بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة "

#### 1. مصفوفة معاملات الارتباط:

تم تطبيق مصفوفة معاملات الارتباط لتحديد قوة واتجاه العلاقة بين متغيرات البحث وتم التوصل إلى النتائج التالية كما يوضحها الجدول رقم ( 7 ):

جدول رقم ( 7 ) : مصفوفة ارتباط بيرسون بقياس معنوية العلاقة بين متغيرات الدراسة

PROF	LEV	SIZE	SD	FV	المتغيرات
				1	FV
			1	***0.448380	SD
		1	- 0.094702	***0.316500	SIZE
	1	*0.298910	- 0.022669	- ***0.411913	LEV
1	- 0.074058	0.168813	- 0.071310	***0.520366	PROF

\* دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01).

\*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.001).

\*\*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من ( 0.0001 )

نستخلص مما سبق :

توجد علاقة معنوية موجبة بين كل من:(الإفصاح عن الاستدامة ،حجم الشركة ،الربحية ) و قيمة المنشأة ، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (0.0001).

توجد علاقة معنوية سالبة بين ( الرافعة المالية ) وبين قيمة المنشأة ، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (0.001).

لا تعاني المتغيرات المستقلة من مشكلة وجود ازدواج خطى Multicollinearity بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض ، حيث أن قيم معاملات الارتباط بين تلك المتغيرات المستقلة لا تزيد عن (0.29)، فيما بين المتغيرات المستقلة.

نتيجة لثبوت وجود علاقات فإنه يمكن تطبيق نموذج البانل ، لتحديد التأثير المعنوي لمتغيرات النموذج الأول على المتغير التابع:قيمة المنشأة.

## 2. اختبار Hausman Test:

يستخدم اختبار Hausman لتحديد نموذج الانحدار المناسب ، لمعرفة أياً من التأثيرات أكثر ملائمة لتقدير معالم النموذج سواء كانت نماذج التأثيرات الثابتة ام التأثيرات العشوائية ، بناءً على فرضية عدم بملائمة نموذج التأثيرات العشوائية ، ولمعلمة إختبار مربع كاي بدرجات حرية حسب عدد المتغيرات المستقلة ، ، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم ( 8 ): نتائج اختبار Hausman Test على المستوي الإجمالي

ملخص الإختبار	القيمة المحسوبة	درجات الحرية	مستوى المعنوية	القرار الإحصائي
التأثير العشوائي وفق الزمن Period random	10.180545	4	*0.0375	رفض H0

يتضح من الجدول رقم ( 8 ) أن القيمة المحسوبة لإحصاءة اختبار Hausman Test ، دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05) ، ومن ثم رفض فرضية عدم المؤيدة لأفضلية نموذج التأثيرات

العشوائية ، وقبول الفرض البديل القائل بأفضلية نموذج التأثيرات الثابتة لبيانات البائل، على المستوى الكلي

### 3. نموذج الإنحدار الخطي المتعدد بطريقة البائل " التأثيرات الثابتة "

والذي سيتم اختباره من خلال نموذج الإنحدار الخطي المتعدد بطريقة البائل " التأثيرات الثابتة " ، وفقاً للمعادلة التالية:

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1(SD_{it}) + \beta_2 (SIZE) + \beta_3 (LEV) + \beta_4(PROF) + \epsilon_{it}$$

ويوضح الجدول رقم ( 9 ) نتائج اختبار الفرض الأول وفقاً لهذا النموذج:

جدول رقم ( 9 ) نموذج التأثيرات الثابتة بطريقة المربعات الصغرى الكلي لقياس أثر متغيرات

(FV)النموذج الأول على المتغير التابع : قيمة المنشأة

VIF	Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
1.012270	*0.0224	2.358591	0.124504	0.293654	SD
1.151418	***0.0000	4.420216	0.105583	0.466700	SIZE
1.117704	**0.0004	-3.673749	0.330676	-1.214821	LEV
1.051002	***0.0000	7.687973	0.521066	4.005944	PROF
NA	***0.0000	5.739518	1.002474	5.753718	C

R2=87%  
 F-test= 18.13642 sig=0.0000\*\*\*  
 AIC = 1.404  
 SC= -2.137  
 HQC= 1.701  
 RMSE=0.3704  
 U= 0.16  
 DW=1.93

$$FV = 0.293653570256*SD + 0.466700282126*SIZE - 1.21482103582*LEV + 4.00594385718*PROF + 5.75371814681$$

\*دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05).

\*\*دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.001).

\*\*\*دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.0001)

يتضح من الجدول رقم ( 9 ) ما يلي:

أ. معامل التحديد (R<sup>2</sup>):

يظهر من التحليل السابق أن المتغيرات المستقلة تفسر (87%) من التغير الكلي في المتغير التابع: قيمة المنشأة . وباقي النسبة يرجع إلى الخطأ العشوائي في المعادلة وربما لاختلاف طبيعة نموذج الانحدار عن نموذج بنيانات البانل وفق التأثيرات الثابتة، كما قد يرجع إلى عدم إدراج بعض المتغيرات المستقلة الأخرى كان من المفروض إدراجها ضمن النموذج

ب. اختبار معنوية جودة توفيق نموذج الانحدار F-TEST:

لاختبار معنوية متغيرات النموذج ككل تم استخدام اختبار (F test) ، وحيث أن قيمة اختبار (F-test) هي (18.13642) وهي ذات معنوية عند مستوى أقل من (0.0001) مما يدل على تأثير المتغيرات المستقلة ككل ، على المتغير التابع (قيمة المنشأة).

ج. اختبار معنوية كل متغير مستقل على حدة t-test:

باستخدام اختبار (t.test) نجد أن المتغيرات المستقلة ذات المعنوية في نموذج بيانات البانل وفق التأثيرات الثابتة تتمثل في كل المتغيرات المستقلة في النموذج الأول ( الإفصاح عن الاستدامة ) عند مستوى معنوية أقل من (0.05) ، ( حجم المنشأة ) عند مستوى معنوية أقل من (0.0001) ، ( الرافعة المالية ) دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.001) ، ( الربحية ) دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.0001) ، مما يدل على قبول صحة الفرض البحثي الأول، حيث يوجد علاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة بمقياس Tobin's Q

د. اختبار Durbin-Watson stat للإرتباط الذاتي بين البواقي:

بإجراء اختبار Durbin-Watson Test لقياس الإرتباط الذاتي بين الأخطاء Autocorrelation ، أتضح أن القيمة المحسوبة (1.93) أكبر من الحد الأعلى (1.623-1.725) ، اي تقع في

منطقة الجهالة ومن ثم عدم إمكانية إتخاذ قرار inconclusive، مما يدل على قبول فرض العدم القائل بعدم وجود ارتباط تسلسلي بين بواقي النموذج.

هـ. اختبار ارتباط البواقي داخل القطاعات Cross-Section Dependence Test:

جدول رقم ( 10 ): نتائج اختبار ارتباط البواقي داخل القطاعات

الإختبارات	القيمة المحسوبة	مستوى المعنوية	القرار الإحصائي
Breusch-Pagan LM	336.8900	***0.0000	رفض H0
Pesaran scaled LM	6.191598	***0.0000	رفض H0
Bias-corrected scaled LM	3.566598	***0.0004	رفض H0
Pesaran CD	-0.781707	0.4344	قبول H0

يتضح من الجدول رقم ( 10 ) أنه بإجراء اختبار Pesaran CD ، لقياس ارتباط البواقي داخل القطاعات ، قد أتضح أن القيمة المحسوبة غير دالة عند مستوى معنوية أكبر من (0.05) ، مما يدل على قبول فرض العدم الذي ينص على عدم وجود إرتباط بين البواقي في قيم المتغير التابع داخل القطاعات.

و. متباينة ثايل Theil's inequality

بلغت قيمة U Theil's inequality لقياس دقة التقديرات (0.12) ، وهي قيمة تقترب من الصفر مما يدل على دقة التقديرات وجودة توفيق نموذج PANEL Data وفق التأثيرات الثابتة، بنسبة لا تقل عن (88%).

ز. معامل تضخم التباين (VIF)

لتحديد مدى وجود ازدواج خطى Multicollinearity بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض تم حساب (VIF) وهي اختصار Variance Inflation Factor لكل متغير مستقل على حده مع باقى المتغيرات المستقلة، وقد اتضح أن المتغيرات المستقلة المقبولة ضمن نموذج الانحدار الخطي



المتعدد التدريجي لا تعاني من مشكلة الازدواج الخطي في أي من هذه المتغيرات حيث أن قيم VIF أقل من (10) مما يدل على عدم وجود مشكلة ازدواج خطي خطير بالنموذج.

ج. اختبار **Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test** لقياس الارتباط التسلسلي:

جدول رقم ( 11 ): نتائج اختبار الارتباط التسلسلي

الإختبارات	القيمة المحسوبة	مستوى المعنوية	القرار الإحصائي
F-statistic	1.837130	0.1648	قبول H0
Obs*R-squared	3.833719	0.1471	قبول H0

يتضح من اختبار **Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test** أنه سلسلة البواقي أو أخطاء النموذج لا تعاني من الارتباط التسلسلي ، حيث هي دالة عند مستوى معنوية أكبر من (0.05) ، ومن ثم قبول فرض العدم

ط. اختبار **Heteroskedasticity Test** لثبات تباين الأخطاء

جدول رقم ( 12 ): نتائج اختبار ثبات تباين الأخطاء

الإختبارات	القيمة المحسوبة	مستوى المعنوية	القرار الإحصائي
F-statistic	0.042514	0.8371	قبول H0
Obs*R-squared	0.043337	0.8351	قبول H0

بإجراء اختبار **Heteroskedasticity Test: ARCH** لقيم الأخطاء بنموذج الإنحدار المتعدد، أتضح أن مستوى المعنوية لإختبارات كل من : F-statistic ، Obs\*R-squared ، Sc أكبر من (0.05)، مما يدل على قبول فرض العدم الذي ينص على ثبات تباين أخطاء نموذج الإنحدار وانها لاتعاني من عدم تجانس التباين.

### ي. اختبار Ramsey RESET Test :

يستخدم اختبار Regression Specification Error Test لتوصيف أخطاء النموذج فيما يتعلق بكل من: قياس مدى كفاية وملائمة المتغيرات المستقلة بالنموذج ، تحديد مدى دقة التوصيف الصحيح لنموذج الإنحدار سواء كان وفق الصيغة الخطية أو غير الخطية ، قياس الارتباط التسلسلي بين الأخطاء عن طريق إضافة القيم التنبؤية للمتغير التابع من الدرجة الثانية أو الثالثة ، ومن ثم التعرف على مدى المتغير المعنوي في القدرة التفسيرية للنموذج ، وذلك كما يلي:

جدول رقم (13) : اختبار Ramsey RESET لقياس ملائمة ودقة التوصيف لنموذج الإنحدار

الإختبار	قيمة الإختبار	df	مستوى المعنوية
t-statistic	1.578438	99	0.1177
F-statistic	2.491467	(1, 99)	0.1177
Likelihood ratio	2.609762	1	0.1062

بإجراء اختبار Ramsey RESET ، أتضح أن مستوى المعنوية لإختبارات كل من : t-statistic ، F-statistic ، Likelihood ratio أكبر من (0.05) ، مما يدل على قبول فرض العدم الذي ينص على كفاية وملائمة المتغيرات المستقلة بالنموذج ، ودقة توصيف النموذج وفق الصيغة نموذج التأثيرات العشوائية.

ومن التحليل السابق نتوصل إلى قبول الفرض الأول والذي ينص على " توجد علاقة ارتباط موجبة وذات دلالة احصائية ( معنوية ) بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة "

### اختبار الفرض الثاني :

" توجد علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة احصائية (معنوية ) بين الإفصاح عن الاستدامة وتكلفة الاقتراض "

$$CODit = \beta_0 + \beta_1(SDit) + \beta_2 (SIZE) + \beta_3 (LEV) + \beta_4(PROF) + \varepsilon_{it}$$

### مصفوفة معاملات الارتباط:

تم تطبيق مصفوفة معاملات الارتباط لتحديد قوة واتجاه العلاقة بين متغيرات البحث وتم التوصل إلى النتائج التالية كما يوضحها الجدول رقم ( 14):

جدول رقم ( 14 ): مصفوفة ارتباط بيرسون بقياس معنوية العلاقة بين متغيرات الدراسة

PROF	LEV	SIZE	SD	COD	المتغيرات
				1	COD
			1	***-0.456340	SD
		1	- 0.094702	***-0.357060	SIZE
	1	*0.298910	- 0.022669	***0.564396	LEV
1	- 0.074058	0.168813	- 0.071310	***-0.379786	PROF

\* دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01).

\*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.001).

\*\*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من ( 0.0001)

نستخلص مما سبق :

- توجد علاقة معنوية موجبة بين كل من:(الرافعة المالية ) و بين تكلفة الاقتراض ، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (0.0001).
- توجد علاقة معنوية سالبة بين كل من ( الإفصاح عن الاستدامة ، حجم الشركة ، الربحية ) و بين تكلفة الاقتراض ، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (0.001).

▪ لا تعاني المتغيرات المستقلة من مشكلة وجود ازدواج خطى Multicollinearity بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض ، حيث أن قيم معاملات الارتباط بين تلك المتغيرات المستقلة لا تزيد عن (0.29)، فيما بين المتغيرات المستقلة. نتيجة لثبوت وجود علاقات فإنه يمكن تطبيق نموذج البانل ، لتحديد التأثير المعنوي لمتغيرات النموذج الأول على المتغير التابع:تكلفة الإقتراض.

## 2. اختبار Hausman Test :

يستخدم اختبار Hausman لتحديد نموذج الانحدار المناسب ، لمعرفة أياً من التأثيرات أكثر ملائمة لتقدير معلمات النموذج سواء كانت نماذج التأثيرات الثابتة ام التأثيرات العشوائية ، بناءً على فرضية العدم بملائمة نموذج التأثيرات العشوائية ، ولمعلمة إختبار مربع كاي بدرجات حرية حسب عدد المتغيرات المستقلة ، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم ( 15): نتائج اختبار Hausman Test على المستوى الإجمالي

ملخص الإختبار	القيمة المحسوبة	درجات الحرية	مستوى المعنوية	القرار الإحصائي
التأثير العشوائي وفق الزمن Period random	32.533123	5	***0.0000	رفض H0

يتضح من الجدول رقم ( 15) أن القيمة المحسوبة لإحصاءة اختبار Hausman Test ، دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.0001) ، ومن ثم رفض فرضية العدم المؤيدة لأفضلية نموذج التأثيرات العشوائية ، وقبول الفرض البديل القائل بأفضلية نموذج التأثيرات الثابتة لبيانات البانل، على المستوى الكلي

## 3. نموذج الإنحدار الخطي المتعدد بطريقة البانل " التأثيرات الثابتة "

والذي سيتم اختباره من خلال نموذج الإنحدار الخطي المتعدد بطريقة البانل " التأثيرات الثابتة " ، وفقاً للمعادلة التالية:

$$COD_{it} = \beta_0 + \beta_1(SD_{it}) + \beta_2(SIZE) + \beta_3(LEV) + \beta_4( PROF) + \epsilon_{it}$$

ويوضح الجدول رقم ( 16 ) نتائج اختبار الفرض الأول وفقاً لهذا النموذج:

جدول رقم ( 16 ) نموذج التأثيرات الثابتة بطريقة المربعات الصغرى الكلي لقياس أثر متغيرات النموذج الأول على المتغير التابع : تكلفة الإقتراض (COD)

VIF	Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
1.013597	***0.0001	-4.162877	0.084850	-0.353220	SD
1.262300	**0.0026	-3.088261	0.008937	-0.027599	SIZE
1.124298	***0.0009	3.471939	0.006272	0.021776	LEV
1.214838	*0.0162	-2.445726	0.044103	-0.107865	PROF
NA	0.5476	0.605105	0.324158	0.196150	C
R2=71%					
F-test= 4.856729 sig=0.0000***					
AIC = -3.207931					
SC= -2.368721					
HQC= -2.870576					
RMSE=0.3704					
U= 0.14					
DW=2.50					
COD = 0.211590591867*COD(-1) - 0.353220*SD - 0.027599*SIZE +0.021776*LEV - 0.107865*PROF + 0.196150					

\*دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05).

\*\*دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.001).

\*\*\*دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.0001)

يتضح من الجدول رقم ( 16 ) ما يلي:

#### أ. معامل التحديد (R<sup>2</sup>):

يظهر من التحليل السابق أن المتغيرات المستقلة تفسر (71%) من التغير الكلي في المتغير التابع: قيمة المنشأة . وباقي النسبة يرجع إلى الخطأ العشوائي في المعادلة وربما لاختلاف طبيعة نموذج الانحدار عن نموذج بنيانات البانل وفق التأثيرات الثابتة، كما قد يرجع إلى عدم إدراج بعض المتغيرات المستقلة الأخرى كان من المفروض إدراجها ضمن النموذج

ب. اختبار معنوية جودة توفيق نموذج الانحدار F-TEST:

لاختبار معنوية متغيرات النموذج ككل تم استخدام اختبار (F test) ، وحيث أن قيمة اختبار (F-test) هي (4.856729) وهي ذات معنوية عند مستوى أقل من (0.0001) مما يدل على تأثير المتغيرات المستقلة ككل ، على المتغير التابع ( تكلفة الاقتراض).

#### ج. اختبار معنوية كل متغير مستقل على حدة t-test:

باستخدام اختبار (t.test) نجد أن المتغيرات المستقلة ذات المعنوية في نموذج بيانات البانل وفق التأثيرات الثابتة تتمثل في كل المتغيرات المستقلة في النموذج الأول ( الإفصاح عن الاستدامة ) عند مستوى معنوية أقل من ( 0.0001 ) ، ( حجم المنشأة ) عند مستوى معنوية أقل من (0.001) ، ( الرافعة المالية ) عند مستوى معنوية أقل من ( 0.0001 ) ، ( الربحية ) دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05) ، مما يدل على قبول صحة الفرض البحثي الثاني، حيث يوجد علاقة سالبة بين الإفصاح عن الاستدامة وتكلفة اقتراض.

#### د. اختبار Durbin-Watson stat للإرتباط الذاتي بين البواقي:

بإجراء اختبار Durbin-Watson Test لقياس الإرتباط الذاتي بين الأخطاء Autocorrelation ، أتضح أن القيمة المحسوبة (2.5) أكبر من الحد الأعلى (1.623-1.725) ، اي تقع في

منطقة الجهالة ومن ثم عدم إمكانية إتخاذ قرار inconclusive، مما يدل على قبول فرض العدم القائل بعدم وجود ارتباط تسلسلي بين بواقي النموذج.

#### هـ. اختبار ارتباط البواقي داخل القطاعات Cross-Section Dependence Test:

جدول رقم ( 17 ): نتائج اختبار ارتباط البواقي داخل القطاعات

الإختبارات	القيمة المحسوبة	مستوى المعنوية	القرار الإحصائي
Breusch-Pagan LM	279.3882	***0.0010	رفض H0
Pesaran scaled LM	3.385798	***0.0007	رفض H0
Bias-corrected scaled LM	-0.114202	0.9091.0	رفض H0
Pesaran CD	0.018751	0.9850	قبول H0

يتضح من الجدول رقم ( 17 ) أنه بإجراء اختبار Pesaran CD ، لقياس ارتباط البواقي داخل القطاعات ، قد أتضح أن القيمة المحسوبة غير دالة عند مستوى معنوية أكبر من (0.05) ، مما يدل على قبول فرض العدم الذى ينص على عدم وجود إرتباط بين البواقي في قيم المتغير التابع داخل القطاعات.

#### هـ. متباينة تايل Theil's inequality

بلغت قيمة U Theil's inequality لقياس دقة التقديرات (0.14) ، وهى قيمة تقترب من الصفر مما يدل على دقة التقديرات وجودة توفيق نموذج PANEL Data وفق التأثيرات الثابتة، بنسبة لا تقل عن (86%).

#### ز. معامل تضخم التباين (VIF)

لتحديد مدى وجود ازدواج خطى Multicollinearity بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض تم حساب (VIF) وهى اختصار Variance Inflation Factor لكل متغير مستقل على حده مع باقى المتغيرات المستقلة، وقد اتضح أن المتغيرات المستقلة المقبولة ضمن نموذج الانحدار الخطي

المتعدد التدريجي لا تعاني من مشكلة الأزواج الخطي في أي من هذه المتغيرات حيث أن قيم VIF أقل من (10) مما يدل على عدم وجود مشكلة أزواج خطي خطير بالنموذج.

ح. إختبار Breusch–Godfrey Serial Correlation LM Test لقياس الارتباط التسلسلي:

جدول رقم ( 18 ): نتائج اختبار الارتباط التسلسلي

الإختبارات	القيمة المحسوبة	مستوى المعنوية	القرار الإحصائي
F–statistic	1.920224	0.1521	قبول H0
Obs*R–squared	3.998861	0.1354	قبول H0

يتضح من إختبار Breusch–Godfrey Serial Correlation LM Test أنه سلسلة البواقي أو أخطاء النموذج لا تعاني من الارتباط التسلسلي ، حيث هي دالة عند مستوى معنوية أكبر من (0.05) ، ومن ثم قبول فرض العدم

ط.اختبار Heteroskedasticity Test لثبات تباين الأخطاء

جدول رقم ( 19 ): نتائج اختبار ثبات تباين الأخطاء

الإختبارات	القيمة المحسوبة	مستوى المعنوية	القرار الإحصائي
F–statistic	0.097721	0.7552	قبول H0
Obs*R–squared	0.099542	0.7524	قبول H0

بإجراء اختبار Heteroskedasticity Test: ARCH لقيم الأخطاء بنموذج الإنحدار المتعدد، أتضح أن مستوى المعنوية لإختبارات كل من : F–statistic ، Obs\*R–squared ، Sc أكبر من (0.05)، مما يدل على قبول فرض العدم الذي ينص على ثبات تباين أخطاء نموذج الإنحدار وانها لاتعاني من عدم تجانس التباين.



### ي. اختبار Ramsey RESET Test :

يستخدم اختبار Regression Specification Error Test لتوصيف أخطاء النموذج فيما يتعلق بكل من: قياس مدى كفاية وملائمة المتغيرات المستقلة بالنموذج ، تحديد مدى دقة التوصيف الصحيح لنموذج الإنحدار سواء كان وفق الصيغة الخطية أو غير الخطية ، قياس الارتباط التسلسلي بين الأخطاء عن طريق إضافة القيم التنبؤية للمتغير التابع من الدرجة الثانية أو الثالثة ، ومن ثم التعرف على مدى المتغير المعنوي في القدرة التفسيرية للنموذج ، وذلك كما يلي:

جدول رقم (20) : اختبار Ramsey RESET لقياس ملائمة ودقة التوصيف لنموذج الإنحدار

الإختبار	قيمة الإختبار	df	مستوى المعنوية
t-statistic	1.540419	98	0.1267
F-statistic	2.372891	(1, 98)	0.1267
Likelihood ratio	2.851091	1	0.0913

بإجراء اختبار Ramsey RESET ، أتضح أن مستوى المعنوية لإختبارات كل من : t-statistic ،

F-statistic ، Likelihood ratio أكبر من (0.05) ، مما يدل على قبول فرض العدم الذي ينص على كفاية وملائمة المتغيرات المستقلة بالنموذج ، ودقة توصيف النموذج وفق الصيغة نموذج التأثيرات العشوائية.

ومن التحليل السابق نتوصل إلى قبول الفرض الثاني والذي ينص على " توجد علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة احصائية (معنوية) بين الإفصاح عن الاستدامة وتكلفة الاقتراض " اختبار الفرض الثالث:

" توجد علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة احصائية (معنوية) بين تكلفة الاقتراض وقيمة المنشأة "

## 1. مصفوفة معاملات الارتباط:

تم تطبيق مصفوفة معاملات الارتباط لتحديد قوة واتجاه العلاقة بين متغيرات البحث وتم التوصل إلى النتائج التالية كما يوضحها الجدول رقم ( 21 ):

جدول رقم ( 21 ): مصفوفة ارتباط بيرسون بقياس معنوية العلاقة بين متغيرات الدراسة

PROF	LEV	SIZE	COD	FV	المتغيرات
				1	FV
			1	** -0.262907	COD
		1	-	*** 0.316500	SIZE
			*** 0.357060		
	1	* 0.298910	*** 0.564396	-	LEV
				*** 0.411913	
1	-	0.168813	-	*** 0.520366	PROF
	0.074058		*** 0.379786		

\* دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01).

\*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.001).

\*\*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من ( 0.0001 )

نستخلص مما سبق :

- توجد علاقة معنوية موجبة بين كل من: (حجم الشركة، الربحية) وقيمة المنشأة، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (0.0001).
- توجد علاقة معنوية سالبة بين (الرافعة المالية، تكلفة الاقتراض) وبين قيمة المنشأة، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (0.001).

- لا تعاني المتغيرات المستقلة من مشكلة وجود ازدواج خطى Multicollinearity بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض ، حيث أن قيم معاملات الارتباط بين تلك المتغيرات المستقلة لا تزيد عن (0.29)، فيما بين المتغيرات المستقلة.
- نتيجة لثبوت وجود علاقات فإنه يمكن تطبيق نموذج البانل ، لتحديد التأثير المعنوي لمتغيرات النموذج الأول على المتغير التابع:قيمة المنشأة.

## 2. اختبار Hausman Test:

يستخدم اختبار Hausman لتحديد نموذج الانحدار المناسب ، لمعرفة أيًا من التأثيرات أكثر ملائمة لتقدير معاملات النموذج سواء كانت نماذج التأثيرات الثابتة ام التأثيرات العشوائية ، بناءً على فرضية العدم بملائمة نموذج التأثيرات العشوائية ، ولمعلمة إختبار مربع كاي بدرجات حرية حسب عدد المتغيرات المستقلة ، إجمالاً وتفصيلاً ، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم ( 22): نتائج اختبار Hausman Test على المستوى الإجمالي

ملخص الإختبار	القيمة المحسوبة	درجات الحرية	مستوى المعنوية	القرار الإحصائي
التأثير العشوائي وفق الزمن Period random	17.821493	5	0.0032**	رفض H0

يتضح من الجدول رقم ( 22) أن القيمة المحسوبة لإحصاءة اختبار Hausman Test ، دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.001) ، ومن ثم رفض فرضية العدم المؤيدة لأفضلية نموذج التأثيرات العشوائية ، وقبول الفرض البديل القائل بأفضلية نموذج التأثيرات الثابتة لبيانات البانل، على المستوى الكلي

3. نموذج الإنحدار الخطي المتعدد بطريقة البانل " التأثيرات الثابتة "

والذي سيتم اختباره من خلال نموذج الإنحدار الخطي المتعدد بطريقة البازل " التأثيرات الثابتة " ، وفقاً للمعادلة التالية:

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1(COD_{it}) + \beta_2 (SIZE) + \beta_3 (LEV) + \beta_4(PROF) + \epsilon_{it}$$

ويوضح الجدول رقم ( 22 ) نتائج اختبار الفرض الأول وفقاً لهذا النموذج:

جدول رقم ( 23 ) نموذج التأثيرات الثابتة بطريقة المربعات الصغرى الكلي لقياس أثر متغيرات النموذج الثالث على المتغير التابع : قيمة المنشأة

VIF	Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
1.136965	***0.0006	-3.565394	0.182554	-0.650877	COD
1.337746	***0.0002	3.920769	0.109941	0.431052	SIZE
1.285418	***0.0003	-3.719343	0.330334	-1.228627	LEV
1.290018	**0.0031	3.090643	0.588859	1.819952	PROF
NA	0.1888	1.330585	2.896019	3.853399	C
R2=91%					
F-test= 18.76968 sig=0.0000***					
AIC = 1.200774					
SC= 2.039984					
HQC= 1.538129					
RMSE=0.3704					
U= 0.10					
DW=3.021					
FV = 0.341891202991*FV(-1) - 0.650877*COD +0.431052*SIZE -1.228627*LEV + 1.819952*PROF + 3.853399					

\*دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05).

\*\*دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.001).

\*\*\*دالة عند مستوى معنوية أقل من ( 0.0001 )

يتضح من الجدول رقم ( 23 ) ما يلي:

#### أ. معامل التحديد ( $R^2$ ):

يظهر من التحليل السابق أن المتغيرات المستقلة تفسر (91%) من التغير الكلي في المتغير التابع: قيمة المنشأة . وباقي النسبة يرجع إلى الخطأ العشوائي في المعادلة وربما لاختلاف طبيعة نموذج الانحدار عن نموذج بيانات البائل وفق التأثيرات الثابتة، كما قد يرجع إلى عدم إدراج بعض المتغيرات المستقلة الأخرى كان من المفروض إدراجها ضمن النموذج

#### ب. اختبار معنوية جودة توفيق نموذج الانحدار F-TEST:

لاختبار معنوية متغيرات النموذج ككل تم استخدام اختبار (F test) ، وحيث أن قيمة اختبار (F-test) هي (18.76968) وهي ذات معنوية عند مستوى أقل من (0.0001) مما يدل على تأثير المتغيرات المستقلة ككل ، على المتغير التابع (قيمة المنشأة).

#### ج. اختبار معنوية كل متغير مستقل على حدة t-test:

باستخدام اختبار (t.test) نجد أن المتغيرات المستقلة ذات المعنوية في نموذج بيانات البائل وفق التأثيرات الثابتة تتمثل في كل المتغيرات المستقلة في النموذج الأول (تكلفة الإقتراض) عند مستوى معنوية أقل من (0.0001) ، (حجم المنشأة) عند مستوى معنوية أقل من (0.0001) ، (الرافعة المالية) دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.0001) ، (الربحية) دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.001) ، مما يدل على قبول صحة الفرض البحثي الأول، حيث يوجد علاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة بمقياس Tobin's Q

#### د. اختبار Durbin-Watson stat للإرتباط الذاتي بين البواقي:

بإجراء اختبار Durbin-Watson Test لقياس الإرتباط الذاتي بين الأخطاء Autocorrelation ، أتضح أن القيمة المحسوبة (3.021) أكبر من الحد الأعلى (1.623-1.725) ، أي تقع في منطقة الجهالة ومن ثم عدم إمكانية إتخاذ قرار inconclusive ، مما يدل على قبول فرض العدم القائل بعدم وجود ارتباط تسلسلي بين بواقي النموذج.

### هـ. اختبار ارتباط البواقي داخل القطاعات Cross-Section Dependence Test:

جدول رقم ( 24 ): نتائج اختبار ارتباط البواقي داخل القطاعات

الإختبارات	القيمة المحسوبة	مستوى المعنوية	القرار الإحصائي
Breusch-Pagan LM	272.0177	**0.0025	رفض H0
Pesaran scaled LM	3.026155	**0.0025	رفض H0
Bias-corrected scaled LM	-0.473845	0.6356	قبول H0
Pesaran CD	-1.113446	0.2655	قبول H0

يتضح من الجدول رقم ( 24 ) أنه بإجراء اختبار Pesaran CD ، لقياس ارتباط البواقي داخل القطاعات ، قد أتضح أن القيمة المحسوبة غير دالة عند مستوى معنوية أكبر من (0.05) ، مما يدل على قبول فرض العدم الذي ينص على عدم وجود إرتباط بين البواقي في قيم المتغير التابع داخل القطاعات.

### و. متباينة ثايل Theil's inequality

بلغت قيمة Theil's inequality U لقياس دقة التقديرات (0.10) ، وهي قيمة تقترب من الصفر مما يدل على دقة التقديرات وجودة توفيق نموذج PANEL Data وفق التأثيرات الثابتة، بنسبة لا تقل عن (90%).

### ز. معامل تضخم التباين (VIF)

لتحديد مدى وجود ازدواج خطي Multicollinearity بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض تم حساب (VIF) وهي اختصار Variance Inflation Factor لكل متغير مستقل على حده مع باقى المتغيرات المستقلة، وقد اتضح أن المتغيرات المستقلة المقبولة ضمن نموذج الانحدار الخطي المتعدد التدريجي لا تعاني من مشكلة الازدواج الخطي في أي من هذه المتغيرات حيث أن قيم VIF أقل من (10) مما يدل على عدم وجود مشكلة ازدواج خطي خطير بالنموذج.

### ح. إختبار Breusch–Godfrey Serial Correlation LM Test لقياس الارتباط

التسلسلي:

جدول رقم ( 25 ): نتائج اختبار الارتباط التسلسلي

الإختبارات	القيمة المحسوبة	مستوى المعنوية	القرار الإحصائي
F–statistic	1.972718	0.1447	قبول H0
Obs*R–squared	4.105495	0.1284	قبول H0

يتضح من إختبار Breusch–Godfrey Serial Correlation LM Test أنه سلسلة البواقي أو أخطاء النموذج لا تعاني من الارتباط التسلسلي ، حيث هي دالة عند مستوى معنوية أكبر من (0.05) ، ومن ثم قبول فرض العدم

### ط. اختبار Heteroskedasticity Test لثبات تباين الأخطاء

جدول رقم ( 26 ): نتائج اختبار ثبات تباين الأخطاء

الإختبارات	القيمة المحسوبة	مستوى المعنوية	القرار الإحصائي
F–statistic	0.016484	0.8981	قبول H0
Obs*R–squared	0.016808	0.8968	قبول H0

بإجراء اختبار Heteroskedasticity Test: ARCH لقيم الأخطاء بنموذج الإنحدار المتعدد، أتضح أن مستوى المعنوية لإختبارات كل من : F–statistic ، Obs\*R–squared ، Sc أكبر من (0.05)، مما يدل على قبول فرض العدم الذي ينص على ثبات تباين أخطاء نموذج الإنحدار وانها لاتعاني من عدم تجانس التباين.

### ي . اختبار : Ramsey RESET Test :

يستخدم اختبار Regression Specification Error Test لتوصيف أخطاء النموذج فيما يتعلق بكل من: قياس مدى كفاية وملائمة المتغيرات المستقلة بالنموذج ، تحديد مدى دقة التوصيف الصحيح لنموذج الإنحدار سواء كان وفق الصيغة الخطية أو غير الخطية ، قياس الارتباط التسلسلي بين الأخطاء عن طريق إضافة القيم التنبؤية للمتغير التابع من الدرجة الثانية أو الثالثة ، ومن ثم التعرف على مدى المتغير المعنوي في القدرة التفسيرية للنموذج ، وذلك كما يلي:

جدول رقم (27) : اختبار Ramsey RESET لقياس ملائمة ودقة التوصيف لنموذج الإنحدار

الإختبار	قيمة الإختبار	df	مستوى المعنوية
t-statistic	1.592178	99	0.1145
F-statistic	2.535031	(1, 99)	0.1145
Likelihood ratio	2.654822	1	0.1032

يُجرى اختبار Ramsey RESET ، أتضح أن مستوى المعنوية لإختبارات كل من : t-statistic ،

F-statistic ، Likelihood ratio أكبر من (0.05) ، مما يدل على قبول فرض العدم الذي ينص على كفاية وملائمة المتغيرات المستقلة بالنموذج ، ودقة توصيف النموذج وفق الصيغة نموذج التأثيرات العشوائية.

ومن التحليل السابق نتوصل إلى قبول الفرض الثالث والذي ينص على " توجد علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة احصائية (معنوية) بين تكلفة الاقتراض وقيمة المنشأة "

### اختبار الفرض الرابع :

" تؤثر تكلفة الاقتراض كمتغير وسيط تداخلي في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة "

والتي يمكن التعبير عنها بالمعادلة التالية :

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1(SD_{it}) + \beta_2(COD_{it}) + \beta_3(SIZE) + \beta_4(LEV) + \beta_5(PROF) + \epsilon_{it}$$



لاختبار مدى توسط تكلفة الاقتراض في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة ، تم استخدام منهجية (Andrew F. Hayes on the use of Process version 3.5, 2018) ، وذلك من خلال قياس شكل العلاقة بين كل من: تأثير المتغير المستقل (الإفصاح عن الاستدامة) على المتغير التابع (قيمة المنشأة) ، كذلك تأثير المتغير المستقل (الإفصاح عن الاستدامة) على المتغير الوسيط (تكلفة الاقتراض)، وأخيراً تأثير المتغير المستقل والمتغير الوسيط معا على المتغير التابع ، اعتماداً على تقديرات معاملات نموذج تحليل الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) ، وفيما يلي نتائج الفرض البحثي الرابع

جدول رقم ( 28 ) نموذج تحليل الانحدار الخطي لقياس دور المتغير الوسيط (تكلفة الاقتراض) على شكل العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة ، وبين قيمة المنشأة

أولاً: قياس تأثير المتغير المستقل على المتغير الوسيط					
ULCI	LLCI	Sig.	t. test	$\beta_i$	المتغيرات المستقلة
6.1370	4.6982	***0.0000	14.9352	5.4176	الجزء الثابت
-.6730	-1.05	***0.0000	-9.0185	-.8627	الإفصاح عن الاستدامة
R2=.44 % F-test= 81.3339 sig=0.000*** RMSE=0.7652					
ثانياً: قياس تأثير المتغير المستقل والمتغير الوسيط معاً على المتغير التابع					
4.3943	3.0427	0.0000	10.9134	3.7185	الجزء الثابت
0.4280	0.1600	0.0000	4.3525	0.2940	الإفصاح عن الاستدامة:التأثير المباشر
-0.3601	-0.5664	0.0000	-8.9053	-0.4633	تكلفة الاقتراض
R2=72% F-test= 133.9944 sig=0.000*** RMSE=0.2133					
ثالثاً : قياس تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع					
1.7127	0.7049	.00000	4.7576	1.2088	الجزء الثابت
0.8265	0.5608	.00000	10.3533	0.6937	الإفصاح عن الاستدامة :التأثير الكلي
R2=51% F-test= 107.1916 sig=0.000*** RMSE=0.3754					
رابعاً: التأثير غير المباشر المعياري الكامل					
BootULCI	BootLLCI	Boot t-test	BootSE	Effect	التأثير غير المباشر
0.5309	0.3011	5.725	0.0589	0.4114	الإجمالي

دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.001) . \*دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05).

يتضح من الجدول رقم ( 28 ) مايلي :

### 1. معامل التحديد (R2)

وجد أن المتغيرات المستقلة بالنماذج الثلاثة تفسر نسبة تتراوح بين (44%-72%) من التغير الكلي في المتغير التابع، سواء عند قياس تأثير الإفصاح عن الاستدامة على قيمة المنشأة، أو عند قياس تأثير الإفصاح عن الاستدامة و تكلفة الإقتراض كمتغير وسيط معاً على قيمة المنشأة ، وأخيراً قياس تأثير الإفصاح عن الاستدامة على قيمة المنشأة.

### 2. اختبار معنوية جودة توفيق نموذج الانحدار F-Test :

لاختبار معنوية متغيرات النموذج ككل تم استخدام اختبار (F test) ، وحيث أن قيمة اختبار (F test) تتراوح بين (81-134) وهي ذات معنوية عند مستوى أقل من (0.001) مما يدل على تأثير المتغيرات المستقلة الخارجية ككل ، على المتغير التابع الداخلي.

### 3. اختبار معنوية كل متغير مستقل على حدة t-test.

باستخدام اختبار (t.test) نجد أن المتغير المستقل ذات المعنوية على المتغيرات الوسيطة في نموذج الانحدار الخطي هو : الإفصاح عن الاستدامة ، على اتكلفة الإقتراض كما بالنموذج الموضح في البند أولاً ، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (0.001).

كذلك يوجد تأثير معنوي لأبعاد كل من: الإفصاح عن الاستدامة ، و تكلفة الإقتراض، على المتغير التابع ( قيمة المنشأة )، كما بالنموذج الموضح في البند ثانياً، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (0.001).

كذلك يوجد تأثير معنوي لبعد مدي الإفصاح عن الاستدامة على المتغير التابع ( قيمة المنشأة)، كما بالنموذج الموضح في البند ثالثاً، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (0.001).

نجد أن التأثير المعياري غير المباشر دال إحصائياً لتكلفة الإقتراض، حيث أن القيمة الصفرية لا تقع ضمن نطاق الحد الأدنى BootLLCI ، والحد الأعلى BootULCI.

بناءً على نتائج اختبار t-test يمكن استنتاج التوسط الجزئي partially mediation لتكلفة الاقتراض في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة ، وبين قيمة المنشأة ، نظراً لمعنوية العلاقات المباشرة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

نستنتج من العرض السابق ما يلي:

يوجد تأثير معنوي سالب مباشر دال إحصائياً للإفصاح عن الاستدامة (SD) على تكلفة الاقتراض (COD)، عند مستوى معنوية أقل من 0.001.

يوجد تأثير معنوي دال احصائياً موجب للإفصاح عن الاستدامة (SD)، وسالب لتكلفة الاقتراض (COD) على قيمة المنشأة FV عند مستوى معنوية أقل من 0.001.

يوجد تأثير معنوي موجب دال احصائياً للإفصاح عن الاستدامة (SD) على قيمة المنشأة (FV)، عند مستوى معنوية أقل من 0.001.

بينما يبلغ التأثير الكلي للإفصاح عن الاستدامة (SD) على قيمة المنشأة (FV) 69% ، منه تأثير مباشر بنسبة 29% ، وتأثير غير مباشر 40% ، وكلاهما دال احصائياً عند مستوى معنوية أقل من 0.001.

أن التأثير غير المباشر للإفصاح عن الاستدامة (SD) على قيمة المنشأة (FV) من خلال (بتوسط) تكلفة الاقتراض (COD)، أكبر من من التأثير المباشر على قيمة المنشأة (FV).

ومن التحليل السابق نتوصل إلى قبول الفرض الرابع والذي ينص على " تؤثر تكلفة الاقتراض كمتغير وسيط تداخلي في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة "

## 7-6 الخلاصة والنتائج والتوصيات

### 6-7-1 تفسير النتائج ومناقشتها :

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة المباشرة وغير المباشرة (بتوسيط تكلفة الاقتراض) بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة، وذلك بالتطبيق على عينة من 21 شركة من الشركات المدرجة في مؤشر المسؤولية الاجتماعية في سوق الأوراق المالية خلال الفترة من 2017 إلى 2021 ، وقد تم إعداد مؤشر لقياس مستوى الإفصاح عن الاستدامة يتكون من خمسة محاور ( معلومات أساسية عن الشركة، حوكمة الشركات المتعلقة عن الاستدامة ، ممارسات الاستدامة الاجتماعية ، ممارسات الاستدامة البيئية، الأداء الاقتصادي)، وقد تم تحليل البيانات احصائياً باستخدام أسلوب panel Data واسلوب 2018 Mediation, Analysis, لإختبار الفروض واستخراج النتائج .

وفي ظل التحليلات الاحصائية يمكن مناقشة وتفسير النتائج على النحو التالي :

- ان مستوى الإفصاح عن الاستدامة مازال منخفضاً 39%، وإن كان قد لوحظ ارتفاع مستوى الإفصاح في السنوات الأخيرة من الدراسة مقارنة بمستواه في السنوات الأولى من الدراسة ، مما يعطي مؤشراً بزيادة اهتمام الشركات المقيدة في البورصة المصرية في السنوات الأخيرة وجاهزيتها لتطبيق قرارات هيئة الرقابة الاخيرة (107،108).ويأتي ذلك متفقاً مع ما أشارت إليه نظرية الشرعية (عبد الحليم & آخرون، 2021، رمضان 2019) من حيث حرص المنشأة على الوفاء بمتطلبات المجتمع وتوقعاته للحصول على الشرعية التي تضمن لها الوصول إلى مواردها الأساسية من ناحية ، وكبعد استراتيجي يساعدها على تحقيق النجاح والاستمرار من ناحية أخرى.
- توصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية ذات دلالة احصائية بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة ، وتأتي هذه النتيجة متفقة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة (Barth et al., 2016, Amahalu, 2018, شعبان، 2019، رمضان، 2019) ، وهو الذي يمكن تفسيره في ضوء نظريات الوكالة ، الإشارات ، أصحاب المصالح ،

والتي تشير إلى أن أصحاب المصلحة يعتمدون على المفصح عنه من المعلومات للحد من عدم تماثل المعلومات ومشاكل تعارض المصالح (صالح ، 2020، عبد الحليم & آخرون، 2021، رمضان 2019)، حيث أن محتوى الإفصاح والتوسع فيه يرسل إشارات ايجابية إلى أصحاب المصلحة تساهم في زيادة الثقة في أداء المنشأة والذي ينعكس في شكل رد فعل ايجابي منهم يعمل على زيادة قيمة المنشأة ، وهو ما ينطبق على الإفصاح عن الاستدامة حيث يعطي بعد مستقبلي واستراتيجي لأداء المنشأة وكيفية ادارتها للمخاطر والتعامل مع القضايا البيئية والاجتماعية

- كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة احصائية بين الإفصاح عن الاستدامة وتكلفة الاقتراض وتأتي هذه النتيجة متفقة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة (المدبولي ، 2016 ، Shad et al., 2020 ) ، والذي قد يرجع إلى تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات وتضييق فجوة المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصلحة وإضفاء ثقة تساهم في زيادة المعروض من الفرص التمويلية وتقليل القيود والشروط ، ومن ناحية أخرى الإفصاح عن ممارسات المنشأة تجاه القضايا البيئية والاجتماعية ومدى المساهمة في تحقيق فكر الاستدامة يزيد من فرص الحصول على التمويل الأخضر ذي التكلفة المنخفضة. ويأتي ذلك متفقاً مع نظرية احتياجات رأس المال (عبد الحليم & آخرون، 2021 )، والتي تشير إلى أن التوسع في الإفصاح يساهم في حصول المنشأة على التمويل اللازم بتكلفة منخفضة من خلال تقديم معلومات تساعد أصحاب المصلحة في التقييم العادل للمنشأة ينعكس في شكل تكلفة تمويلية أقل.

- وفي ضوء النتائج السابقة نخلص إلى نقطة هامة أن الإفصاح عن الاستدامة يعتبر أداة لتحسين الإفصاح المحاسبي ورفع جودته بالشكل الذي ظهر في شكل تأثير كل من قيمة المنشأة وتكلفة الاقتراض.

- كما أنه وفقاً لنظرية منفعة القرارات ( شبل ، 2018) فإن تأثير قيمة المنشأة وتكلفة الاقتراض بالإفصاح عن الاستدامة يعني أن أصحاب المصلحة يقيمون معلومات الاستدامة المفصح عنها على أنها معلومات ذات نفع ومؤثرة في قراراتهم.

- كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات ذات دلالة احصائية بين تكلفة الاقتراض وقيمة المنشأة وتأتي هذه النتيجة متفقة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة (عبد الله & نجيب، 2014، 2016، Akhtar, et al., 2016، المتولي، 2021) ، والذي يرجع إلى أثر انخفاض تكلفة الاقتراض على سهولة حصول المنشأة على التمويل اللازم، بالإضافة إلى الأثر المباشر المتمثل في زيادة الربحية والتي تصب في تعظيم قيمة المنشأة.
- وأخيراً فقد توصلت الدراسة إلى أن تكلفة الاقتراض تؤثر كمتغير وسيط تداخلي في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة، أو بمعنى آخر أن تكلفة الاقتراض تلعب دوراً وسيطاً في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة، وان هذا الدور يأخذ شكل التوسط الجزئي، في ضوء وجود علاقة موجبة بين الإفصاح عن الاستدامة وقيمة المنشأة. وأن تأثير الإفصاح عن الاستدامة على قيمة المنشأة في وجود تكلفة الاقتراض كوسيط تداخلي أكبر منها في حالة عدم توسطه .

## 6-7-2 التوصيات :

- التوسع في إلزام الشركات المقيدة في البورصة المصرية بما يخص الإفصاح عن الاستدامة، سواء في شكل تقارير مستقلة عن الاستدامة أو في شكل القوائم المتكاملة عن طريق دمج القائم التقليدية مع تقارير الاستدامة ن على غرار ما انتهجته دولة الامارات العربية المتحدة عام 2020.
- ضرورة المتابعة المستمرة من هيئة الرقابة والبورصة المصرية لمستوى افصاحات الشركات عن معلومات الاستدامة من حيث الكم والنوع وأداة الإفصاح لتشخيص المعوقات والعمل على تذليلها.
- ضرورة تقديم هيئة الرقابة والبورصة المصرية الدعم الفني الكافي للشركات في مجال الإفصاح عن الاستدامة.
- ضرورة قيام الدولة بمساعدة الشركات التي تستوفي متطلبات الإفصاح عن الاستدامة بالحصول على التمويل الأخضر، الأمر الذي يعود بالنفع على المنشأة نفسها من خلال

- حصولها على تمويل بتكلفة أقل، ومن ناحية أخرى المساهمة في دعم التنمية المستدامة من خلال دعم المشروعات صديقة للبيئة.
  - ضرورة استكمال الجهود المبذولة من قبل المنظمات والهيئات المهنية في سبيل بناء وتطوير إطار مفاهيمي واضح للمحاسبة عن الاستدامة.
  - تبني البورصة المصرية لخطة زمنية محددة تستهدف إلزام الشركات المقيدة بها بالإفصاح بشكل مستقل أو متكامل عن الاستدامة.
  - الاهتمام بنشر إفصاحات الاستدامة على المواقع الالكترونية للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية، تحت إشراف ورقابة هيئة الرقابة والبورصة المصرية.
- 3-7-6 البحوث المستقبلية:

- دراسة واختبار تأثير الإفصاح عن آثار التغير المناخي على أداء المنشأة.
- دراسة مقارنة للإفصاح عن الاستدامة ما قبل قرارات هيئة الرقابة رقم 107 ، 108 لعام 2021، وما بعد تنفيذ القرارات.
- دراسة معوقات الإفصاح الإلزامي للتقارير المتكاملة في البيئة المصرية.
- دراسة مقارنة بين الإفصاح عن الاستدامة بين كل من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري ونظيره السعودي أو الإماراتي كأحد الأسواق الناشئة والواعدة في البيئة العربية.

## المراجع:

### أولاً: المراجع العربية :

- إبراهيم، أسماء إبراهيم عبدالرحيم. (2019). دراسة العلاقة بين التحفظ المحاسبي وتكلفة الاقتراض في ضوء المسؤولية الاجتماعية للشركات: دراسة اختبارية على الشركات المسجلة في البورصة المصرية. مجلة البحوث المحاسبية، ع1، 145 - 200
- اسماعيل, عصام عبدالمنعم. (2016). أثر المحتوى المعلوماتي لتقارير الأعمال المتكاملة على قرارات منح الائتمان للشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دراسة تجريبية. الفكر المحاسبى، 20(8)، 161-228.
- بدوي، هبة الله عبد السلام. (2020). أثر هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة- دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة المحاسبة والمراجعة. كلية التجارة جامعي بني سويف. 1- 50
- بخيت، محمد بهاء الدين محمد، الجبوري، مروان عامر نصيف، و الكيال، إيمان محمد توفيق. (2021). أثر مكونات المؤشر المصري للتنمية المستدامة على الأداء المالي: دراسة تطبيقية علي الشركات المدرجة في مؤشر "S&P EGX ESG" مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، مج5، ع1، 33 - 1
- بريك، دعاء أحمد سعيد فارس. (2020). دراسة أثر الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية على خصائص الشركات المساهمة المصرية: دراسة اختبارية. المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، مج2، ع4، 72 - 6



بيومي, ميهاب صلاح. (2020). قياس أثر مستوى الإفصاح بالتقارير السردية على قيمة الشركة دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية 11, (العدد الثاني الجزء الثاني), 1350-1373

البورصة المصرية ، (2016)، الدليل الاسترشادي لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الاستدامة ، <http://www.egyptse.com>

تقرير مؤتمر الأمم المتحدة، (1992)، متاحة خلال الربط التالي:

<https://www.un.org/ar/conferences/environment/rio1992>

الجبلي، وليد سمير عبدالعظيم. (2020). أثر استخدام المعايير المالية لمحاسبة الاستدامة على تحسين الإفصاح المحاسبي وتعزيز ثقة المستثمرين: دراسة تطبيقية على البنوك التجارية. الفكر المحاسبي، مج24، ع2، 1-68.

الجرف, ياسر أحمد. (2017). أثر الإفصاح عن أنشطة التنمية المستدامة على جودة التقارير المالية في البنوك السعودية دراسة نظرية وميدانية. مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، 1(1)، 152-219.

حسان، مروة حسن محمد. (2017). دراسة إختبارية لمدى جاهزية سوق المال المصري للتحويل إلى التطبيق، الإلزامي للتقارير المتكاملة، الفكر المحاسبي، مج21، ع4، 442 - 519

حسن، كمال عبدالسلام علي، علي، علي إبراهيم، و حسان، مروة حسن محمد. (2018). العلاقة بين تطبيق حوكمة الشركات على الإفصاح الاختياري من خلال تقارير الاستدامة: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بسوق العراق للأوراق المالية. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، مج9، ع1، 845 - 875.

دليل العمل مع حوارات أصحاب المصلحة (2014)، الصادر عن معهد الريادة الجماعية .

الدليل المصري لحوكمة الشركات (2016)، الصادر عن مركز المديرين المصري بالهيئة العامة للرقابة المالية ، الإصدار الثالث.

رزق، علاء احمد.(2017).المحاسبة عن التنمية المستدامة كمدخل لتطوير نموذج المحاسبة المالية في ظل مفهوم حوكمة الشركات دراسة اختبارية. المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة . مج 47، ع1، 319-392.

الرفاعي،سحر قدوري،(2006).التنمية المستدامة مع تركيز خاص على الإدارة البيئية:إشارة خاصة للعراق، أوراق عمل المؤتمر العربي الخامس للإدارة البيئية المنعقد في الجمهورية التونسية في سبتمبر،المنظمة العربية للإدار - جامعة الدول العربية.

رمضان، محمد السيد أحمد.. (2019). إنعكاسات العلاقة بين الإفصاح عن تقارير الاستدامة وجودة التقارير المالية علي قيمة المنشأة: دراسة ميدانية .المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية10 ،(العدد الثالث الجزء الثانى)، 343-376.

رمضان، محمد السيد أحمد. (2019). قياس أثر الإفصاح عن تقارير الاستدامة على جودة التقارير المالية: دراسة تطبيقية المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، مج10، ع3 ، 377 - 405

رميلي، سناء محمد رزق.(2016)، أثر مستوي الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة : دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة الفكر المحاسبي . مج20، ع4، 330-374

سعد الدين، ايمن محمد، (2014)، تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية وتكلفة رس المال وأثرها على قيمة المنشأة، مجلة المحاسبة والمراجعة، ع2، 299- 342.

الشبكة السعودية للمسؤولية الاجتماعية(2019): <https://csrsa.net/post/1333>

- شبل, منى سليمان محمود. (2018). أثر مستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية-410, 2(2), 451,
- شرف, إبراهيم أحمد إبراهيم. (2021). دراسة واختبار العلاقة بين قابلية القوائم المالية السنوية للقراءة وتكلفة التمويل في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية, 5(3), 117-168.
- شعبان, محمد رمضان محمد. (2019). أثر الإفصاح المحاسبي عن الاستدامة على قيمة الشركة: دراسة تطبيقه على الشركات المدرجة في مؤشر مسؤولية الشركات المصري. مجلة البحوث المحاسبية, ع1. 37 - 80
- الشعباني, منى محمد على. (2018). دور مراجعة البعد البيئي في دعم تقارير التنمية المستدامة دراسة استكشافية في منشآت الاعمال في البيئة المصرية. الفكر المحاسبى, 22(6), 255-316.
- شنن, علي عباس. (2017). إطار مقترح للقياس والإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة في بيئة الأعمال المصرية المعاصرة : دراسة تطبيقية. الفكر المحاسبى, 21(7), 250-316.
- الصباغ, أحمد عبده. (2022). أثر مستوى الإفصاح بتقارير الأعمال المتكاملة على القيمة السوقية للشركة - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية, 6(1), 137-170.
- صالح, تامر محمود محمد, (2020), اثر مستوى الافصاح المحاسبي عن الاستدامة على قيمة البنك الاسلامي دراسة تطبيقية على البنوك الاسلامية العربية. مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية, مج 4, ع3. 1- 39.

- الصيرفي، أسماء محمد. (2016). أثر مستوى الإفصاح المحاسبي عن المعاملات مع الأطراف ذوي العلاقة على قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة الفكر المحاسبي . مج 20 ، ع2 ، 167-251.
- عبد الله، السماني محمد احمد & نجيب، اسماعيل عثمان.(2014). أثر تكلفة تمويل على اليكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة دراسة حالة: الشركة القومية للاتصالات سودايل 2007-2011. مجلة العلوم الاقتصادية مج15، ع2، 98-114
- عبد الله، ياسر محمد أحمد. (2018). الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وقيمة الشركة-أدلة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية, (2)2 , 261-337.
- عبد الغني، محمد فتحي . (2020). تطور مفهوم التنمية المستدامة وأبعاده ونتائجه في مصر .المجلة العلمية للاقتصاد و التجارة. 468-401, (2)50 ,
- عبد الحلیم، أحمد حامد محمود. (2018). قياس اثر الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية على تكلفة رأس المال وقيمة الشركة: أدلة عملية من الشركات المدرجة في المؤشر المصري للمسؤولية ESG. مجلة البحوث المحاسبية,(2)5 , 394-464.
- عبدالحليم، أحمد حامد محمود. (2019). قياس أثر تطبيق المراجعة المشتركة على قيمة الشركة: أدلة عملية من بيئة الأعمال المصرية. مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، مج3، ع2 ، - 159 235.
- عبد الحلیم، أحمد حامد، محمد، نبيل ياسين، عبد الكريم، عبير . (2021). العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن تقارير استدامة الشركات وجودة الأرباح المحاسبية وانعكاساتها على تكلفة رأس المال- دراسة تطبيقية على البيئة المصرية. مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية، (3)10 , 559-636.

- عبد اللطيف, دعاء حافظ إمام عبد اللطيف. (2017). أثر جودة عملية المراجعة على تكلفة التمويل بالاقتراض-دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية, 1(1), 69-126
- عبدالناصر، عيد محمود أبو زيد. (2017). أثر استيفاء الشركات لمتطلبات الإدراج في المؤشر المصري للمسئولية ESG على قيمة وأداء الشركة: دراسة تطبيقية. مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، مج1، ع1 ، 690 - 623
- عقيل، مفلح، (2004). مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، عمان: دار المستقبل للنشر والتوزيع.
- فؤاد، ريمون ميلاد. (2016). الآثار الايجابية لتقرير الاستدامة : دراسة ميدانية على شركات المساهمة السعودية. الفكر المحاسبى, 20(7), 141-191.
- قنديل ، ياسر سعيد . (2016). مدى إفصاح الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية السعودي عن التنمية المستدامة ومحددات ذلك الإفصاح: دراسة تطبيقية. مجلة البحوث المحاسبية - جامعة طنطا 2 : 314 - 380.
- مبادرة الإبلاغ العالمية (GRI). (2013). المبادئ التوجيهية لإعداد تقارير الاستدامة، مبادئ إعداد التقارير والإفصاحات المعياري، 1- 94.
- المتولي, محمد سمير محمد. (2021). تأثير الرافعة المالية والربحية على القيمة السوقية للمنشأة. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية., (4)12 , 868-920.
- مجلس الاستقرار المالي ، (2017)، متاح من خلال الرابط التالي: ([www.fsb-tcfd.org](http://www.fsb-tcfd.org)).
- محمد، مجدي شكري فوزي. (2017). دور المحاسبة المستدامة في تحسين المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية. الفكر المحاسبى، مج21، ع2 ، 124 - 62

محمد، مؤمن فرحات السيد. (2016). تقييم أثر الإفصاح المحاسبي عن الأداء البيئي والمسئولية الاجتماعية لدعم التنمية المستدامة في إشارة للمؤشر المصري: دراسة ميدانية. الفكر المحاسبي، مج20، ع4، 193 - 281

المذبولي، داليا محمد خيرى. (2016). تحليل العلاقة بين جودة التقارير المالية وبعض الخصائص التشغيلية للشركات وتكلفة التمويل بالمدىونية: دراسة تطبيقية على الشركات المسجلة في البورصة المصرية. الفكر المحاسبي، مج20، ع2، 789 - 856.

المركز الاقليمي للتمويل المستدام، (2021)، متاح خلال الرابط التالي:

<https://fra.gov.eg/%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B1%D9%83%D8%B2-%D8%A7%D9%84%D8%A5%D9%82%D9%84%D9%8A%D9%85%D9%8A-%D9%84%D9%84%D8%AA%D9%85%D9%88%D9%8A%D9%84-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B3%D8%AA%D8%AF%D8%A7%D9%85-rsf/>

مركز المديرين المصري، (2010)، متاح خلال الرابط :

<https://fra.gov.eg/%D9%85%D8%B1%D9%83%D8%B2-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%AF%D9%8A%D8%B1%D9%8A%D9%86-%D8%A7%D9%84%D9%85%D8%B5%D8%B1%D9%8A-eiod>

مشري، حسناء و مسالته، سفيان و تمرابط، زينب. (2021). دور المسئولية الاجتماعية في تعزيز العلاقة مع أصحاب المصالح دراسة حالة بعض المؤسسات الاقتصادية بولاية سطيف. مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، مج4، ع2، 380-365.

معايير منظمة accountability (2017)، متاحة خلال الرابط التالي: [www.accountability.org](http://www.accountability.org).

مؤتمر الأمم المتحدة، (1992)، متاح خلال الرابط التالي:

<https://www.un.org/ar/conferences/environment/rio1992>

الهيئة العامة للرقابة المالية ، 2017، المعايير المصرية للتقييم المالي للمنشآت، قرار رقم (1) لسنة 2007.

الهيئة الرقابة المالية ، 2022 ، التقرير السنوي لهيئة الرقابة المالية، متاحة خلال الرابط التالي:

[https://fra.gov.eg/fra\\_other\\_pages/%d8%b1%d8%a4%d9%8a%d8%a9-%d9%88-%d8%a3%d9%87%d8%af%d8%a7%d9%81-%d8%a7%d9%84%d9%87%d9%8a%d8%a6%d8%a9/](https://fra.gov.eg/fra_other_pages/%d8%b1%d8%a4%d9%8a%d8%a9-%d9%88-%d8%a3%d9%87%d8%af%d8%a7%d9%81-%d8%a7%d9%84%d9%87%d9%8a%d8%a6%d8%a9/)

هلال, هدى ابراهيم احمد. (2017). دور الإفصاح المحاسبي عن الأداء البيئي في دعم التنمية المستدامة : دراسة ميدانية. الفكر المحاسبي , (5)21 , 40-9

الهيبي، نوزاد عبد الرحمن(2006).التنمية المستدامة في المنطقة العربية: الحالة الراهنة والتحديات المستقبلية، مجلة الشؤون العربية، العدد 125، دولة الكويت.

يونس ، نجاه محمد مرعى. (2018). أثر الإفصاح عن التقارير المتكاملة علي ترشيد قرارات المستثمرين في بورصة الأوراق المالية المصرية "دراسة ميدانية . "المجلة العلمية للإقتصاد و التجارة 153-239 48(4)

## ثانياً: المراجع الاجنبية

Adams, S., and Simnett, R. (2011), Integrated Reporting: An opportunity for Australia's not-for-profit sector. Australian Accounting Review,21(3),292-301

Aggarwal, D., & Padhan, P. C. (2017). Impact of capital structure on firm value: Evidence from Indian hospitality industry. Theoretical Economics Letters, 7(4), PP. 982-1000.

Ahmed, A. S., Billings, B. K., Morton, R. M., & Stanford-Harris, M. (2002). The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-

shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review*, 77(4), 867-890.

Akhtar, M. W., Khan, F. A., Shahid, A., & Ahmad, J. (2016). Effects of Debt on Value of a Firm. *Journal of Accounting & Marketing*, 5(4), 1-4.

Alan S. G., 2021, Sustainability Reporting Frameworks, The Sustainable Entrepreneurship Project. ([www.seproject.org](http://www.seproject.org)).

Althaf, M. E., Dalimunthe, Z., Sulistyarini, I., & Prabowo, H. (2021, November). The Effect of CSR Disclosure on Financial Performance Companies Listed on The Indonesia Kompas-100 Index 2018-2020. In *Proceeding of The 38th IBIMA Conference*.

Amahalu, N. (2018). Effect of sustainability reporting on economic value added of quoted brewery firms in Nigeria. Available at : [www.SSRN.com](http://www.SSRN.com).

Artiach, T., lee, D. Nelson, and J. Walker. 2010, The determinates of Corporate Sustainability Performance. *Accounting and Finance* 50: 31-51.

Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Suh, J. (2013). Corporate social responsibility and credit ratings. *Journal of business ethics*, 117(4), 679-694

Bandanuji, A., & Khoiruddin, M. (2020). The Effect of Business Risk and Firm Size on Firm Value with Debt Policy as Intervening Variable. *Management Analysis Journal*, 9(2), 200-210

Ballou, B., D. Heitger and C. Landes. 2013. "The future of .46 corporate sustainability Reporting. A rapidly growing assurance opportunity". *Journal of Accountancy* (December):. <http://sec.gov/rules/final/2009/33->

Barnea, A., Rubin, A. (2010). Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders. *Journal of business Ethics* 97, 71–86 .

Barth, M. E., Cahan, S. F., Chen, L., & Venter, E. R. (2017). The economic consequences associated with integrated report quality: Capital market and real effects. *Accounting, Organizations and Society*, -62, 43-64



Beiting C.,Loanni I.,& George S.,(2011),Corporate Social Responsibility and Access to Finance, available at: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)

Bhuiyan, M. B. U., & Nguyen, T. H. N. (2020). Impact of CSR on cost of debt and cost of capital: Australian evidence. *Social Responsibility Journal*, 16(3), 419-430.

Blesener,Susan,(2012),”Connecting the dots”, available at: <https://www.Proquest.com>

Bourguignon, Annick,(2005),Management Accounting and Value Creation: the profit and loss of reification, *Critical Perspective on Accounting*, 16(4):353-389.

Crane, A., Palazzo, G., Spence, L.J. and Matten, D. (2014),” Contesting the Value of creating Shared Value’,*California Management Review*,VOL. 56 No. 2,PP.130-153.

Eccles, G.&George S.,(2014),Corporate and Integrated Reporting: A Functional Perspective, available at: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

Eweje, G., Sajjad, A., Nath, S. D., & Kobayashi, K. (2020). Multi-stakeholder partnerships: A catalyst to achieve sustainable development goals. *Marketing Intelligence & Planning*.

Ezat, A. N. (2019). The impact of earnings quality on the association between readability and cost of capital. *Journal of Accounting in Emerging Economies*.

Gherghina, S. C., Vintila, G., & Dobrescu, D. (2015). An empirical research on the relationship between corporate social responsibility ratings and US listed companies' value. *Journal of Economics Studies and Research*, 2015, 1.

Global Reporting Initiative, Sustainability Reporting Guidelines,Version 3.0, 2006, p 13-20.

Global Reporting Initiative,2020, available at: [www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org)

Haitham Nobanee, NejlaEllili ,(2015)," Corporate sustainability disclosure in annual reports: Evidence from UAE banks: Islamic versus conventional ", Elsevier, at Science Direct.

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. In Press.

Higgins, C., Stubbs, W. and Love, T.(2014),Walking the talk(s):organizational narratives of integrated reporting, Accounting, Auditing& Accountability Journal,27(7): 1090-1119.

Hong, S. (2016). The Effect Of Debt Choice On Firm Value. Journal of Applied Business Research (JABR), 33(1), 135–140

The International Integrated Reporting Committee (IIRC),(2011) Towards Integrated Reporting Communication Value in the 21,Century.

Investor Responsibility Research Center Institute (IRRCI). (2016).Tripping points 2016. Available at [http://irrcinstitute.org/wpcontent/uploads/2016/11/TIIP-and-IRRCi\\_State-of-Industry\\_Nov-2016.pdf](http://irrcinstitute.org/wpcontent/uploads/2016/11/TIIP-and-IRRCi_State-of-Industry_Nov-2016.pdf)

International Union for Conservation of Nature. (1980). World Conservation Strategy: Living Resource Conservation for Sustainable Development. Gland, Switzerland: IUCN.

The international IR framework available at:

<https://www.integratedreporting.org/resource/international-ir-framework/>

International Federation of Accountants, IFAC (2011), "Sustainability Framework 2.0 Professional Accountants as Integrators" , March

Jacobs, M. (1995). Sustainable Development, Capital Substitution and Economic Humility: A Response to Beckerman'. Environmental Values 4:57--68.

Kamel, H., & Shahwan, T. (2014). The association between disclosure level and cost of capital in an emerging market: evidence from Egypt. Afro-Asian Journal of Finance and Accounting, 4(3), 203-225.

- Kuzey, C.;& Uyar, A. (2017). Determinants of Sustainability Reporting and its Impact on Firm Value: Evidence from the Emerging Market of Turkey. *Journal of Cleaner Production*, 143: 27-39.
- Lee,D., Faff,R.W. and Smith, K.,(2009),”Revisiting the Vexing Question: Does Superior Corporate Social Performance Lead to Improved Financial Performance?”, *Australian Journal of Management*, Vol.34, NO.1,PP.21-49.
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X. Y., & Koh, L. (2018). The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power. *The British Accounting Review*, 50(1), 60-75.
- Liu. C, K. Uchida, and Y. Yang. (2012). “Corporate governance and Firm value during the global financial crisis: Evidence from China”, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 21: 70-80.
- Lixin, X., & Lin, C. (2008,). The relationship between debt financing and market value of company: empirical study of listed real estate company of China. In 7th international conference on innovation & management, China (pp. 2043-2047).
- Luu, D. H. (2021). The impact of capital structure on firm value: A case study in Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(5), 287-292.
- Michaels, A., & Grüning, M. (2017). Relationship of corporate social responsibility disclosure on information asymmetry and the cost of capital. *Journal of Management Control*, 28(3), 251-274.
- Njagi, J. N., Aduda, J., Kisaka, S. E., & Iraya, C. (2017). Capital structure, firm efficiency and firm value: The case of listed non-financial firms in Kenya. *European Journal of Business and Management*, 9(22), 71-81.
- Nash,H..(1998), "AFTF,Accounting for the future: a disciplined approach to value – added accounting”, available on line.

Nyoman, N. G., Moeljadi, P. M.;& Djazuli, D. A. (2014). Factors Affecting Firms Value of Indonesia Public Manufacturing Firms. *Internationals Journal of Business and Management Invention*, 3 (2):35-44.

Ohlson, J.A., (1995), Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2):p.661.

Potter, R., Binns, J., Elliott, J., & Smith, D. (2004). *Geographies of Development*, second edition, Addison Wesley Longman, Harlow.

Reimsbach, D., Hahn, R.,& Gurturk, A. ,(2017), Integrated Reporting and Assurance of Sustainability Information: An Experimental study on Professional Investors' Information Processing, *Journal European Accounting review*, available on line.

Rikkert, J., 2014, "The use of business valuation methods in Africa, Europe and Australia", Bachelor thesis, Business Administration, University of Twente, Enschede

Ross, S., westerfield, R., Jordan, B.,&Bely, J.,(2014), *Essentials of Corporate Finance*, First Middle East edition, MC Graw Hill Education.

Saleh M., Hematfar and Khazae, 2012, A Study of the relationship between conservatism and capital cost of listed companies. Some Iranian evidences, *Australian Journal of Basic and Applied sciences*, 6(2):1-8.

Samy, M., & Deeb, E. (2019). The impact of integrated reporting on firm value and performance: evidence from Egypt. *Journal of Accounting Research*, 3(2), 1-33.

SASB Conceptual Framework, Sustainability Accounting Standards Board(SASB), (2017)

Schreck, P., & Raithel, S. (2018). Corporate Social Performance, Firm size, and Organizational Visibility: distinct and joint effects on voluntary sustainability reporting. *Business & Society*, 57(4), 742- 778.

Shad, M. K., Lai, F. W., Shamim, A., & McShane, M. (2020). The efficacy of sustainability reporting towards cost of debt and equity reduction. *Environmental Science and Pollution Research*, 27(18), 22511-22522.

Shalihin, M. Y., Suharman, H., & Hasyir, D. A. (2020). Impact of Corporate Sustainability on Firm Value: Indonesian Context. *Journal of Accounting Auditing and Business*, 3(1), 102-110.

Siboni, Z., and M. Pourali, (2015), "The Relationship between Investment Opportunity, Dividend Policy and Firm Value in Companies Listed in TSE: Evidence from IRAN", *Journal of Natural and Social Sciences*, 4 (1):263-272.

Singh, S.; Tabassum, N.; Darwish, T.; & Batsakis, G. (2018). Corporate Governance and Tobin's Q as a Measure of Organizational Performance. *British Journal of Management*. 29 (1):171-190.

Solomon, J., and Maroun, W. (2012). Integrated reporting: the influence of King III on Social, ethical and environmental reporting, available at:

<https://research-repository.st-andrews.ac.uk/bitstream/handle/10023/3749/ACCA-2012-Integrated-Reporting.pdf>

Sumiyati, S. (2019). How Does Important Sustainability Reporting for Investment Decision Making?. *SIJDEB*, 3(4).

Sustainable development Goals, (2015), available at:

<https://sustainabledevelopment.un.org/topics/greeneconomy>

Thompson, E. K., Ashimwe, O., Buertey, S., & Kim, S. Y. (2022). The value relevance of sustainability reporting: does assurance and the type of assurer matter?. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*

United Nations Environment Program (UNEP), 2012

Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. Journal of Global Responsibility.

WBCSD, 2016, Generating Value from External Assurance of Sustainability reporting <https://www.wbcsd.org/>

World Summit on Sustainable Development,2002, available at:

[https://unfccc.int/news/world-summit-on-sustainable-development-wssd-plenary-statement-by-executive-secretary-joke-waller?gclid=CjwKCAiA19efBhAkEiwA4Toriu42Y7e53NjqDsiQm7Mt3ecrYQMzO6rWvjFQWxZz--m-jWNQ0LxdfhoCiLoQAvD\\_BwE](https://unfccc.int/news/world-summit-on-sustainable-development-wssd-plenary-statement-by-executive-secretary-joke-waller?gclid=CjwKCAiA19efBhAkEiwA4Toriu42Y7e53NjqDsiQm7Mt3ecrYQMzO6rWvjFQWxZz--m-jWNQ0LxdfhoCiLoQAvD_BwE)

## الملاحق

### مؤشر قياس مستوى الإفصاح عن الاستدامة

أولاً: البيانات الأساسية للشركة
1. اسم الشركة والأنشطة والعلامة التجارية ومعلومات عنها.
2. موقع الشركة الرئيسي.
3. الهيكل التنظيمي للشركة ورؤيتها.
4. الفترة المعد عنها التقرير، وهيكل الملكية وحقوق المساهمين.
5. الشكل القانوني للشركة وحجمها.
6. طبيعة راس مال الشركة ومما يتكون.
7. رؤية الشركة الخاصة بالاستدامة واستراتيجيتها.
8. النشاط الذي تقوم به الشركة.
ثانياً: حوكمة الشركات المتعلقة بالاستدامة
9. الإفصاح عن دليل الممارسات الجيدة لحوكمة الشركة.
10. الإفصاح عن السياسات والمعايير المحاسبية المستخدمة.
11. الإفصاح عن أعضاء مجلس الإدارة مع توضيح الأعضاء المستقلين والتنفيذيين
12. محضر اجتماعات مجلس الإدارة، وطريقة ترشيح مجلس الإدارة.
13. الإفصاح عن قائمة أعضاء مجلس الإدارة ولجان مجلس الإدارة ودور كل لجنة وأعضائها.
14. الإفصاح عن أصحاب المصالح الرئيسيين.
15. الإفصاح عن سياسات وإجراءات مكافحة الرشوة والفساد
16. الإفصاح عن عدد ونسب مقاعد مجلس الإدارة ورؤساء اللجان التي يشغلها الذكور والإناث
17. إصدار الشركة لقواعد السلوك الأخلاقي وميثاق الشرف
18. اتباع قواعد أو توصيات بشأن خصوصية البيانات بالإضافة الى متطلبات قانون حماية البيانات وحماية المستهلك
19. إصدار اي شكل من اشكال تقارير الاستدامة
20. استهداف الشركة لتحقيق اهداف محددة للتنمية المستدامة للأمم المتحدة SDGs
21. يتم الإفصاح عن التقدم المحرز في تحقيق هذه الأهداف
22. الإفصاح عن الالتزام بمعايير المسؤولية الاجتماعية للشركات
23. تبني الشركة لسياسة أو مبدأ صريح وواضح بشأن الاستثمار المجتمعي
24. مشاركة الشركة في مبادرات القطاعين العام والخاص المعنية بتنمية المجتمع
25. مراجعة الإفصاحات البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) الصادرة عن الشركة من قبل طرف ثالث مستقل
ثالثاً: الإفصاحات الاجتماعية
26. الإفصاح عن عدد الموظفين والموظفات بحسب نوع التوظيف ( مؤقتة ، دائمة)
27. الإفصاح عن النسب المئوية إجمالي عدد الموظفين والمناصب الادارية من الذكور والإناث.

28. الإفصاح عن نسبة متوسط الأجر للذكور مقارنة بنسبة متوسط الأجر للإناث
29. الإفصاح عن النسبة المئوية لمعدل دوران العاملين الدائمين والمؤقتين على أساس سنوي
30. تبني سياسة تجريم التحرش الجنسي، عدم التمييز
31. تبني الشركة سياسة للصحة المهنية أو الصحة والسلامة
32. الإفصاح عن عدد ضحايا الحوادث
33. الإفصاح عن ساعات التدريب المتعلقة بالقضايا البيئية والاجتماعية وقضايا الصحة والسلامة
34. تبني سياسة تجريم عمالة الأطفال
35. تبني قوانين ومعايير منظمة العمل الدولية بالإضافة الى متطلبات قانون العمل المصري
36. توفير برامج تدريبية وتأهيلية للعاملين لتطوير أداءهم الوظيفي.
37. تقييم الأداء الدوري للعاملين وتحفيز المبدعين منهم.
38. آليات معالجة شكاوى ومقترحات العملاء.
39. الغرامات والعقوبات المالية وغير المالية عن عدم الالتزام للقوانين واللوائح الاجتماعية
40. الإهتمام بالبرامج الاجتماعية التي تخدم المجتمع
رابعاً: الإفصاحات البيئية
41. للشركة سياسة بيئية أو اجتماعية
42. تحدد الشركة وتقيم الأخطار البيئية والاجتماعية الناشئة عن نشاطها الاقتصادي
43. سياسات تدوير المخلفات / استهلاك المياه/ الطاقة
44. للشركة أهداف تتعلق بخفض انبعاثات الغازات الدفيئة/ غازات الاحتباس الحراري
45. للشركة اي نظام / شهادة فيما يتعلق بالممارات البيئية ( شهادة ISO14001)
46. حساب إجمالي نسبة انبعاثات الكربون سنوياً
47. حساب إجمالي حجم الطاقة المستهلكة بشكل مباشر سنوياً
48. حساب نسبة إستهلاك الطاقة حسب نوع مصدر التوليد سنوياً
49. حساب نسبة الطاقة التي تم توفيرها سنوياً
50. حساب إجمالي كمية المياه المستهلكة سنوياً
51. حساب إجمالي كمية المياه المعاد تدويرها والمعالجة سنوياً
52. حساب إجمالي حجم المخلفات المنتجة أو المعاد تدويرها والمعالجة سنوياً
53. استبدال موارد الطاقة التقليدية الضارة بموارد طاقة حديثة أقل تلوثاً
54. المبادرات التطوعية التي تبنتها الشركة لإصالح الأضرار البيئية
55. الغرامات والعقوبات المالية وغير المالية عن عدم الالتزام للقوانين واللوائح البيئية
خامساً: الأداء الاقتصادي للاستدامة:
56. المخاطر والفرص التي يفرضها تغير المناخ.
57. قيمة بيع المخلفات الإنتاجية .
58. الإجراءات القانونية المتعلقة بالمنافسة وانتهاكات تشريعات مكافحة ممارسات الاحتكار.
59. الحصة السوقية للشركة في السوق.
60. معدل نمو المبيعات