



مجلة البحوث المالية والتجارية

المجلد (21) - العدد الرابع - أكتوبر 2020



الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار في الشركات
المقيدة بالبورصة المصرية

Sustainable Development Disclosure and Investment Efficiency in the Listed Companies in Egypt

د. أحمد بخيت محمد أحمد

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة جنوب الوادي

ملخص

يتمثل الهدف الرئيس للبحث في محاولة اختبار أثر الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وقد اعتمدت الدراسة الميدانية للبحث على عينة مكونة من عدد (52) شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال عامي 2018 م، 2019 م، وقد توصل البحث إلى وجود تأثير معنوي موجب للإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، بالإضافة إلى وجود تأثير معنوي موجب للمتغيرات الرقابية أو الضابطة والتمثلة في حجم الشركة، نوع النشاط، وحجم مكتب المراجعة، وتأثير معنوي سالب للرافعة المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. وقد أوصى الباحث بضرورة تطوير الإصدارات المهنية ذات العلاقة مثل: معايير المحاسبة المصرية، المعايير المصرية للمراجعة والفحص المحدود ومهام التأكد الأخرى، قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، وقواعد حوكمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وذلك بغرض تدعيم التزام الشركات بالإفصاح عن أنشطة التنمية المستدامة بها، بالإضافة إلى تدعيم قدرة أصحاب المصالح على الاستفادة من العلاقات التبادلية بين الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار في الشركات، كما أوصى الباحث بضرورة قيام الهيئات المعنية، وفي مقدمتها الهيئة العامة للرقابة المالية ووزارة الاستثمار بتقديم ما يلزم لتهيئة المناخ الملائم لتحسين أنشطة الاستدامة بالشركات وسوق المال، مع تكثيف الأدلة الإرشادية الموجهة لمساعدة أصحاب المصالح بشأن كيفية الاستفادة من الإفصاح المحاسبي عن أنشطة التنمية المستدامة في تقييم كفاءة الاستثمار بالشركات، مع ضرورة تكثيف البحوث المحاسبية المرتبطة بالإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار بالشركات.

الكلمات الدالة: الإفصاح عن التنمية المستدامة، تقارير الاستدامة، المؤشر المصري لمسئولية الشركات، كفاءة الاستثمار بالشركات.



Abstract

The main objective of the research was to try to test the impact of sustainable development disclosure on investment efficiency in the listed companies in Egypt. A field study was based on a sample of (52) listed companies in Egypt during the period starting from 2018 AD to 2019 AD, this research finds that there is a positive significant impact of sustainable development disclosure on investment efficiency of the listed companies in Egypt, in addition to a positive significant impact of firm size, activity type, and audit firm size, and a negative significant impact of leverage on investment efficiency in the listed companies in Egypt. The researcher recommended developing related professional publications for accounting and auditing such as: Egyptian Accounting Standards (EAS), Egyptian Standards on Auditing (ESA), Egyptian Exchange Listing Rules, and Governance Rules for listed Companies on the Egyptian Stock Exchange to support companies' commitment to disclose their sustainable development activities, with the need to intensify the accounting research related to the accounting disclosure about sustainable development and investment efficiency.

Keywords: Sustainable Development Disclosure, Sustainability Reports, The Egyptian Corporate Responsibility Index (S&P-EGX ESG Index), Corporate Investment Efficiency.

(1) الإطار العام للبحث

1/1 مقدمة ومشكلة البحث:

يلاحظ ويرغب المتأمل لأسواق المال في تفسير كيف أن بعض الشركات تتمتع بالقبول العام من قبل أصحاب المصالح الحاليين والمرقبين بالمقارنة مع مثيلاتها من الشركات العاملة في نفس الصناعة والتي قد تحقق مستويات أرباح متقاربة، وقد يتم تفسير ذلك بأن المستقبل أصبح للاستثمار المسئول اجتماعياً، حيث أصبح توجه أصحاب المصالح في أسواق المال نحو القيام بالربط بين المعايير المالية والمعايير غير التقليدية للشركات المختلفة وافصاحها في سياق التنمية المستدامة عن الأداء البيئي والمسئولية الاجتماعية وإتباع معايير حوكمة الشركات، لقد أيقن أصحاب المصالح أهمية الإفصاح المحاسبي عن الأداء المرتبط بالتنمية المستدامة في القيام بعمليات إدارة المخاطر المرتبطة بالشركات محل الاستثمار في أسواق المال، حيث يحاول أصحاب المصالح تصنيف تلك الشركات وفقاً لمعايير تقع فيما بين الانتهازية والكفاءة.

وبناءً عليه، أصبح الإفصاح عن التنمية المستدامة من الموضوعات الرئيسة في البحوث الأكاديمية، وخاصةً مع وجود جهات نظر متضاربة حول التأثيرات المختلفة للإفصاح عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار وفعالية تخصيص الموارد (Lee, M., 2020)، وفي هذا السياق أشارت دراسة (Wang, S., et al., 2020) إلى أن الآلية التي يؤثر من خلالها إفصاح الشركات عن التنمية المستدامة على أدائها المالي وكفاءة الاستثمار بها ما تزال محل جدل وغير واضحة وخاصةً في الدول النامية، وأوصت الدراسة إلى أن تكون توجهات البحوث المحاسبية المستقبلية في هذا السياق، كما أشارت دراسات (Belasri, S., et al., 2020; Tran, Q., 2020) إلى ان العلاقة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار قد تختلف في الدول المتقدمة عنها في الدول النامية، كما أن تلك العلاقة قد تختلف باختلاف مستويات حماية المستثمرين بتلك الدول.

هذا، وتعد قضية الاستدامة من المحددات الرئيسة في أسواق المال، مما يؤدي إلى البحث عما إذا كانت الشركات التي تتجه نحو التنمية المستدامة هي الأعلى من حيث كفاءة الاستثمارات الخاصة بها، فيما يعرف بالاستثمار المعتمد على المسئولية الاجتماعية (Aggarwal, P., 2013; Mikolajek, G., 2016; Brooks, C., and Oikonomou, I., 2018) حيث أنه وعلى الرغم من جوهرية موضوع الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة إلا أنه ما زال يمثل موضوعاً جدلياً بالفكر المحاسبي (Kend, M., 2015).



وتعد كفاءة الاستثمار أحد أهم المقومات الرئيسة للاقتصاديات المختلفة، كما تعد أحد أهم المحددات الرئيسة لنمو الشركات والاقتصاد القومي ككل، ويعمل الإفصاح عن التنمية المستدامة على تشكيل السلوك الاستثماري للشركات وكفاءتها (Benlemlih, M., and Bitar, M., 2018)، حيث يستخدم أصحاب المصالح إفصاح الشركات عن أبعاد التنمية المستدامة في مراقبة أهداف الشركة الاستراتيجية طويلة الأجل وكفاءة الاستثمار بها، وذلك لاتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة (Arena, M., and Arnaboldi, M., 2014)، وقد نتج تزايد إدراك الشركات بأهمية التنمية المستدامة عن ارتباطها بتحقيق الأرباح على المدى الطويل، كما تم توجيه الكثير من الانتقادات مؤخرًا للكثير من الشركات لسوء أدائها على المستوى البيئي والاجتماعي، وذلك على الرغم من كونها حققت مستويات مميزة من الناحية الاقتصادية (Muttakin, M., and Khan, A., 2014).

كما أشارت دراسة (KPMG, 2013) إلى وجود تزايد كبير في الاهتمام بالإفصاح عن التنمية المستدامة، كما أشارت الدراسة إلى أن نسبة (95%) من أكبر 250 شركة حول العالم تقوم بإصدار تقارير استدامة بشكل دوري، وتمثل المملكة المتحدة المركز الأول من حيث إصدار تلك التقارير على مستوى العالم، أما على مستوى جمهورية مصر العربية فقد أشارت نتائج دراسة (Soliman, M., et al., 2012) إلى أن مؤشر إفصاح الشركات المصرية عن التنمية المستدامة بلغ حوالي (37%) من إجمالي البنود المتضمنة، وعلى وجه الخصوص، قد تواجه الدول النامية وخاصةً دول أفريقيا صعوبات في تحقيق أهداف التنمية المستدامة، وذلك بسبب تدني مستويات التنمية الاجتماعية والاقتصادية بها، مما يدعو هذه الدول إلى التركيز على أبعاد التنمية المستدامة لتحقيق كفاءة الاستثمار بها وزيادة الاستثمار الأجنبي (Aust, V., et al., 2019).

وبمراجعة الأدب المحاسبي، نجد أنه ومنذ العشرينيات من القرن الماضي، بدأ أصحاب المصالح بالشركات بالاهتمام بصورة واضحة بمدى إفصاح الشركات عن مسؤوليتها الاجتماعية وأبعاد التنمية المستدامة، حيث لوحظ خلال تلك الفترة اتجاه الشركات إلى الإفراط في استهلاك الموارد النادرة بغرض تحقيق الأرباح بغض النظر عن أثر ذلك على المجتمع والبيئة المحيطة بها (Habbash, M., 2016)، حيث يثق أصحاب المصالح بالشركات ويتوقعون تنفيذ استثماراتها بمستويات كفاءة عالية حين تفصح وتفي بتعهداتها تجاه المشكلات البيئية المحيطة وتسهم في تحقيق التنمية المستدامة بها، حيث تعد تقارير الاستدامة بمثابة مكون هام من مكونات الحوار والتواصل فيما بين الشركات وأصحاب المصالح بها، بالإضافة إلى اتجاه أصحاب المصالح للربط بشدة بين إفصاح الشركات عن التنمية المستدامة ومقدرتها على استمرارية النمو والأرباح في الأجل الطويل (Goncalves, T., et al., 2020).

وعلى الرغم من أن التنمية المستدامة أصبحت هدف مشترك في جميع أنحاء العالم إلا أن هناك ندرة فيما يتعلق ببحث مخططات كفاءة الاستثمار في ظل إفصاح الشركات عن أبعادها، (Chen, L., et al., 2017, B) وفي ذات السياق دعت دراسة (Benlemlih, M., and Bitar, M., 2018) إلى التركيز على فحص العلاقة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار للحد من احتمالات حدوث الأزمات المالية.

وبناءً عليه، يمكن للباحث صياغة مشكلة البحث في السؤال حول: "أثر الإفصاح عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟".

2/1 أهداف البحث:

- تضمنت الأهداف الرئيسة للبحث ما يلي:
- عرض أهم نتائج الدراسات السابقة المتعلقة بمجال البحث.
- عرض وتحليل أثر الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
- اختبار أثر الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

3/1 أهمية البحث:

يمكن عرض أهمية البحث الحالي في مستويين هما:

(1) المستوى النظري:

على الرغم من جوهرية موضوع الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة إلا أنه ما زال يمثل موضوعاً جدلياً بالفكر المحاسبي (Kend, M., 2015)، وفي هذا السياق، أشارت دراسة (Garmaise, M., and Natividad, G., 2010) إلى أن الدراسات المرتبطة بتقييم أثر المعلومات المفصوح عنها على مخاطر وعدم تماثل المعلومات وكفاءة الاستثمار والتمويل ما زالت في مراحلها المبكرة وفي حاجة إلى مزيد من البحث والتطوير، كما أشارت دراسة (Chen, L., et al., 2017, B) إلى أن هناك ندرة فيما يتعلق ببحث مخططات كفاءة الاستثمار في ظل إفصاح الشركات عن أنشطتها المرتبطة بتحقيق التنمية المستدامة.

وقد لاحظ الباحث أن تركيز الدراسات خلال الفترات الماضية انصب على الإفصاح البيئي أو الإفصاح الاجتماعي، وبناءً عليه فإن هناك قصور نسبي في الدراسات التي تناولت أثر الإفصاح



عن التنمية المستدامة وخاصةً في الدول النامية، وعليه، دعت دراسة Zhong, M., and Gao, (2017) إلى ضرورة إجراء المزيد من البحوث المرتبطة بالكشف عن العلاقة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار بالشركات، كما أشارت الدراسة إلى أنه ربما يؤدي اختلاف البيئة البحثية إلى آثار مختلفة على العلاقة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار، كما دعت دراسة (Naeem, K., and Li, M., 2019) إلى إجراء مزيد من البحوث لسد الفجوة المرتبطة ببحث تداعيات الإفصاح عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار اعتمادًا على الحجم الملائم، ويسعى البحث الحالي للمساهمة في ذلك.

(2) المستوى التطبيقي:

يتجه أصحاب المصالح حاليًا للربط بشدة بين إفصاح الشركات محل الاستثمار عن التنمية المستدامة ومقدرتها على استمرارية النمو وتحقيق كفاءة استثمارية عالية، وبناءً عليه، تبرز الحاجة لتحديد العلاقات التبادلية بين الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار بالشركات، كما أشارت دراسات (Belasri, S., et al., 2020; Tran, Q., 2020) إلى أن نوع واتجاه العلاقة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار قد يختلف في الدول المتقدمة عنها في الدول النامية وباختلاف مستويات حماية المستثمرين، وقد دعت دراسة (Benlemlih, M., and Bitar, M., 2018) إلى التركيز على اختبار العلاقة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار للحد من احتمالات حدوث الأزمات المالية.

- يسعى البحث الحالي إلى توفير دليل ميداني لمساعدة القائمين على وضع وتطوير معايير المحاسبة والمراجعة وقواعد القيد وقواعد الحوكمة بشأن مدى حاجتهم إلى القيام بتعديلات تماشيًا مع العلاقات التبادلية بين الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار بالشركات العاملة في البيئة المصرية.

- يسهم البحث الحالي في تقييم كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
- يسهم البحث الحالي في مساعدة صانعي القرارات في تطوير مخططات الاستثمار اعتمادًا على تحقيق أهداف التنمية المستدامة بالاقتصاد القومي.

4/1 حدود البحث:

- يركز البحث الحالي على اختبار أثر الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، ويخرج عن نطاق البحث ما عدا ذلك.

5/1 تنظيم البحث:

تم تنظيم هذا البحث بغرض تحقيق الأهداف المشار إليها سابقاً كما يلي:

- (1) الاطار العام للبحث.
- (2) الاطار النظري للبحث.
- (3) منهجية الدراسة الميدانية.
- (4) تحليل البيانات واختبار الفرضيات.

(2) الإطار النظري للبحث

1/2 الدراسات السابقة:

توصلت الدراسات المرتبطة باختبار العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار بالشركات إلى نتائج متباينة، وقد يكون هذا التباين نتيجة المتغيرات المرتبطة باختلاف البيئات أو الفترات الزمنية للدراسة، وفي هذا السياق توصلت مجموعة من الدراسات إلى وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار بالشركات، وكمثال، هدفت دراسة (Renard, Y., et al., 2013) إلى فحص العلاقة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار لعينة من عدد (44) شركة مقيدة في البورصة الأسترالية خلال عام 2012 م، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط موجبة بين إفصاح الشركات عن ممارسات التنمية المستدامة وأدائها المالي وكفاءة الاستثمار بها، واختبرت دراسة (Chen, L., et al., 2015) العلاقة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة والأداء المالي وكفاءة الاستثمار لعينة مكونة من عدد (75) شركة من الشركات السويدية، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة جوهرية موجبة بين الإفصاح المرتبط بالمجتمع وحقوق الإنسان ومعدل العائد على الأصول، كما فحصت دراسة (Qiu, Y., et al., 2016) طبيعة العلاقة بين إفصاح الشركات المدرجة في مؤشر "FTSE 350" في بورصة لندن خلال الفترة من عام 2005 م حتى عام 2009 م، وكفاءة الاستثمار بها وربحيتها، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية، حيث أشارت نتائج الدراسة إلى ارتفاع قيمة وكفاءة الاستثمار بالشركات كثيفة الإفصاح الموجه نحو تحقيق الاستدامة حيث تحقق تلك الشركات معدلات أعلى من النمو في تدفقاتها النقدية وربحيتها.

وعلى العكس مما سبق، توصلت مجموعة من الدراسات إلى وجود علاقة سلبية بين إفصاح الشركات عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار بها، وفي هذا السياق، توصلت دراسة (Schuler, D., and Cording, M., 2006) إلى وجود علاقة سلبية بين إفصاح الشركات



الأمريكية عن التنمية المستدامة والأداء المالي وكفاءة الاستثمار بها، حيث أشارت نتائج الدراسة إلى أن تركيز إدارات تلك الشركات على تحسين أنشطة الاستثمار بها يؤدي إلى ضعف تركيزها على أنشطة أخرى أكثر ربحية، بالإضافة إلى التركيز على الاستفادة من ممارسات التنمية المستدامة بشكل خاطئ بغرض تحقيق المصالح الشخصية للإدارة وليس الشركة، كما وجدت دراسة (Bhandari, A., and Javakhadze, D., 2017) دليل ميداني يدعم وجود تأثير سلبي للتركيز على أنشطة التنمية المستدامة على كفاءة تخصيص رأس المال والاستثمار بالشركات، وقد أجريت الدراسة على عينة كبيرة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من عام 1992 م حتى عام 2014 م، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن تركيز الشركات على استراتيجيات التنمية المستدامة الشاملة قد يفرض تكاليف إضافية في شكل فرص استثمارية مهدرة تتجلى على المدى الطويل في فقدان ثروة المساهمين.

وتناولت دراسة (Zhong, M., and Gao, L., 2017) فحص العلاقة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة في بورصة شنغهاي الصينية خلال الفترة من عام 2010 م وحتى 2013 م، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود ارتباط إيجابي قوى بين الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار، وتتضح هذه العلاقة بشكل أكبر في حالة الشركات ذات الإفراط في الاستثمار، كما أشارت النتائج إلى أن تلك العلاقة تكون قوية في حالة انخفاض جودة التقارير المالية مما يدعم فكرة أن الإفصاح عن التنمية المستدامة والمسئولية الاجتماعية للشركات يؤدي دوراً هاماً في الحد من عدم تماثل المعلومات وتعزيز كفاءة الاستثمار، كما ركزت دراسة (Benlemlih, M., and Bitar, M., 2018) على فحص العلاقة المباشرة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار لعينة مكونة من (3000) شركة أمريكية في الفترة من عام 1998 م حتى عام 2012 م، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن إفصاح الشركات عن التنمية المستدامة يزيد من كفاءة الاستثمار، وقد فسرت الدراسة ذلك بتأثير الإفصاح عن التنمية المستدامة على عدم تماثل المعلومات وفي سياق نظرية أصحاب المصالح، كما قامت دراسة (Hammami, A., and Zadeh, M., 2019) باختبار العلاقة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار في كندا خلال الفترة من عام 2008 م حتى عام 2017 م وقد توصلت الدراسة إلى أن شفافية الإفصاح المرتبطة بالتنمية المستدامة للشركات تعمل على الحد من عدم تماثل المعلومات فيما بين الشركات وأصحاب المصالح بها، ويسهم ذلك في تعزيز عملية تخصيص الموارد بشكل أفضل وتحقيق كفاءة الاستثمار.

وبالإضافة إلى ما سبق، حاولت دراسة (Rezaei, Y., 2017) الكشف عن تأثير الإفصاح عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار لعينة مكونة من (90) شركة مقيدة في بورصة طهران خلال السنوات من 2010 م حتى 2015 م، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة تأثير جوهريّة موجبة بين إفصاح الشركات الإيرانية عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار بها، واتفقت الدراسة مع تضامن أصحاب المصالح مع الشركات ذات الأداء الموجه للاستدامة، كما دعمت دراسة (Cook, K., et al., 2018) العلاقة الإيجابية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات الأمريكية وكفاءة الاستثمار بها وقدرتها على تنمية أصولها غير الملموسة، وتوصلت دراسة (Xuemei, G., et al., 2019) إلى أن الإفصاح عن التنمية المستدامة لعينة من الشركات الصينية المقيدة من عام 2008 م حتى عام 2017 م يرتبط إيجابياً بتحقيق كفاءة رأس المال، كما اهتمت دراسة (Belasri, S., et al., 2020) بفحص تأثير الإفصاح عن التنمية المستدامة للبنوك على كفاءة الاستثمار بها، وقد اشتملت عينة الدراسة على عدد (184) بنك من (41) دولة مختلفة خلال الفترة من عام 2009 م حتى عام 2015 م، وقد وجدت الدراسة تأثير إيجابي للإفصاح المرتبط بالتنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار بالبنوك وخاصةً في الدول المتقدمة التي تتمتع بمستويات عالية من حماية المستثمرين، كما تناولت دراسة (Wang, S., et al., 2020) العلاقة بين إفصاح عينة مكونة من عدد (289) شركة مقيدة بالصين عن التنمية المستدامة وأدائها المالي وكفاءة الاستثمار بها، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي للإفصاح عن التنمية المستدامة على الأداء المالي وكفاءة الاستثمار بالشركات الصينية.

وفي نفس السياق السابق، تعرضت دراسة (Nekhili, M., et al., 2017) لفحص العلاقة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة لعدد (120) شركة فرنسية والقيمة السوقية وكفاءة الاستثمار بها، وذلك خلال الفترة من 2001 م حتى 2010 م وقد توصلت الدراسة إلى أن القيمة السوقية وكفاءة الاستثمار ترتبط إيجابياً بالإفصاح عن التنمية المستدامة بالنسبة للشركات العائلية، بينما ترتبط سلباً بالنسبة للشركات غير العائلية، كما قامت دراسة (Samet, M., and Jarbou, A., 2017) ببحث الارتباط بين الإفصاح عن أداء التنمية المستدامة للشركات وكفاءة الاستثمار بها، وقد تضمنت عينة الدراسة عدد (398) شركة أوروبية خلال الفترة من عام 2009 م حتى عام 2014 م، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن الشركات ذات الأداء المستدام تستثمر بكفاءة، كما حاولت دراسة (Cho, S., et al., 2019) تحديد ما إذا كانت هناك علاقة منتظمة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة لعينة من (191) شركة مقيدة في بورصة كوريا والأداء المالي وكفاءة الاستثمار بها، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بينها، كما وجدت دراسة (Liu, L., and



(Tian, G., 2019) دليل ميداني يدعم تأثير إفصاح الشركات الصينية عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار بها، حيث يعمل الإفصاح عن التنمية المستدامة على تحسين عمليات الرقابة على الشركات خاصةً تلك التي تعاني من مشكلات كبيرة في الوكالة، واختيرت دراسة (Lee, M., 2020) العلاقة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار لعينة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية في تايوان، وذلك خلال الفترة من عام 2014 م حتى عام 2017 م، وقد أظهرت الدراسة الميدانية أن الإفصاح عن التنمية المستدامة يخفف بشكل كبير من عدم كفاءة الاستثمار، وفسرت الدراسة ذلك بمواجهة الشركات التي تفصح عن أداء الاستثمار لمشاكل أقل حدة من حيث عدم تماثل المعلومات والوكالة.

وعلى العكس من وجهتي النظر السابقتين، أظهرت نتائج دراسة (Moroney, R., et al., 2012) عدم وجود تأثير للإفصاح عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار مقاساً بمعدل العائد السوقي لسهم الشركة، كما وضحت نتائج دراسة (Oyewami, O., et al., 2018) أن الإفصاح عن استثمار الشركات في المسؤولية الاجتماعية في سياق التنمية المستدامة ليس له تأثير أو ربما له تأثير ضئيل على الأداء وكفاءة الاستثمار بالبنوك النيجيرية.

ومن العرض السابق للدراسات السابقة، يمكن للباحث استخلاص ما يلي:

- هناك تباين واضح في نتائج الدراسات السابقة بشأن أثر الإفصاح عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار بالشركات، وكمثال، توصلت دراسات (Hammami, A., and Zadeh, M., 2019; Lee, M., et al., 2020) إلى وجود علاقة طردية بين الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار في الشركات، بينما توصلت دراسات (Schuler, D., and Cording, M., 2006; Bhandari, A., and Javakhadze, D., 2017) إلى وجود أدلة ميدانية تدعم وجود علاقة عكسية بين الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار في الشركات، في حين أشارت نتائج دراسات (Moroney, R., et al., 2012; Oyewami, O., et al., 2018) إلى عدم وجود علاقة بين الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار بالشركات.

- لم ينل موضوع الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار في الشركات اهتمام الباحثين في البيئة المصرية، وقد لاحظ الباحث وفقاً لتاريخ بداية العمل بهذا البحث - وفي حدود علمه - عدم وجود دراسات تناولت اختبار أثر الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار في الشركات العاملة في البيئة المصرية، كما لاحظ الباحث تركيز الدراسات خلال

الفترة الماضية على الإفصاح البيئي أو الإفصاح الاجتماعي، وبناءً عليه فإن هناك قصور نسبي في الدراسات التي تناولت الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار بالشركات وخاصةً في الدول النامية، كما أشارت دراسة (Wang, S., et al., 2020) إلى أن الآلية التي يؤثر من خلالها إفصاح الشركات عن التنمية المستدامة على أدائها المالي وكفاءة الاستثمار بها ما تزال محل جدل وغير واضحة وخاصة في الدول النامية، وأوصت الدراسة إلى أن تكون توجهات البحوث المحاسبية المستقبلية في هذا السياق.

- وفي هذا السياق، دعت دراسة (Zhong, M., and Gao, L., 2017) إلى ضرورة إجراء المزيد من البحوث الموجهة لفحص العلاقة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار بالشركات، حيث ترى الدراسة أنه ربما يؤدي اختلاف البيئة البحثية إلى آثار مختلفة على العلاقة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار، كما أوصت دراسة (Naeem, K., and Li, M., 2019) بإجراء مزيد من البحوث للمساهمة في سد الفجوة المرتبطة ببحث تداعيات الإفصاح عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار اعتمادًا على الحجم الملائم، ويسعى البحث الحالي للمساهمة في سد تلك الفجوة البحثية.

2/2 الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة:

يقوم الباحث بعرض الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة من خلال العناصر الآتية:

1/2/2 ماهية الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة:

لقد تم اقتراح أول مفهوم مقبول على نطاق واسع للتنمية المستدامة في تقرير لجنة "برونتلاند" عام 1987 م، حيث تضمن التقرير ضرورة تحقيق التوازن الضمني بين الأبعاد الاقتصادية والبيئية والاجتماعية لتحقيق الاستدامة (Grosskurth, J., and Rotmans, J., 2005)، وقد قدمت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) تعريفها للتنمية المستدامة بأنها تلك التنمية المتضمنة لعمليات دمج الأهداف البيئية والاجتماعية والاقتصادية للمجتمع بغرض تعظيم رفاهية أفراده دون المساس بفرص الأجيال المستقبلية في تلبية احتياجاتها (OECD, 2008)، كما أنه يمكن تحديد مفهوم التنمية المستدامة كنوع من أنواع إدارة المخاطر الهادفة لتجنب حدوث الأزمات المالية والبيئية والاجتماعية (Fraser, B., 2005).

ويشير أداء الاستدامة للشركات إلى جهودها وإنجازاتها فيما يتعلق بأبعاد الاستدامة والتي تمثل مصدر قلق بالغ للمستثمرين وأصحاب المصالح بها (Papoutsis, A., and Sodhi, M.,



(2020)، في حين ترى دراسة (Lourenco, I, et al., 2011) ان استدامة الشركات مفهوم لقياس كيف تدمج الشركات الأبعاد البيئية والاجتماعية والبيئية داخل منظومة أعمالها، وبالتالي تأتي عملية الإفصاح عن تأثير تلك الأعمال على الشركة والمجتمع، كما تم تعريف الاستدامة بأنها قيام الشركة بإعداد وتبني استراتيجية قادرة على تلبية احتياجاتها وأصحاب المصالح بها دون إهدار الموارد الطبيعية التي تحتاجها مستقبلاً (KPMG, 2011).

كما يقصد بإفصاح الشركة عن التنمية المستدامة عملية توصيل مجموعة الآثار الاجتماعية والبيئية لأنشطة الشركة إلى أصحاب المصالح بها وإلى المجتمع ككل (Schonborn, G., et al., 2019)، كما يمكن تعريف تقارير الاستدامة بأنها تلك التقارير التي تتضمن القياس والإفصاح المرتبط بمسئولية الشركة تجاه أصحاب المصالح بها لغرض تحقيق التنمية المستدامة (Global Reporting initiative (GRI), 2018).

كما أن هناك علاقة قوية بين زيادة أنشطة الشركات التي تؤثر على البيئة المحيطة ومواردها، وبين زيادة المطالبات الموجهة نحو زيادة الإفصاح المرتبط بالأبعاد الرئيسية للتنمية المستدامة (Wang, S., et al., 2020)، وتتمثل أبعاد التنمية المستدامة الرئيسية فيما يلي (Global Reporting Initiative (GRI), 2018):

- **البعد الاقتصادي:** ويركز على تحسين رفاهية الأفراد من خلال توافر السلع والخدمات الضرورية ويتحقق ذلك بتوافر عناصر الإنتاج، رفع كفاءة الأفراد، وزيادة النمو الإنتاجي.

- **البعد الاجتماعي:** ويركز على العلاقات الفردية والجماعية في المجتمع، ويتكون ذلك البعد من الحكم الرشيد والتمكين والاندماج والشراكة.

- **البعد البيئي:** ويركز على التوظيف الكفء للموارد الاقتصادية المتاحة دون التأثير بالسلب على البيئة الطبيعية، وتتمثل عناصره في التنوع البيولوجي، الثروات والموارد الجديدة، والتلوث البيئي، ويركز هذا البعد على الآثار المرتبطة بالمدخلات والمخرجات.

وقد أشارت المبادرة العالمية لإعداد التقارير (GRI) Global Reporting Initiative أن هناك نوعين من أنواع الإفصاح في سياق التنمية المستدامة (GRI, 2018):

- **الإفصاح المعياري العام:**

وتحدده الشركة المعدة للتقارير، ويشتمل على الحوكمة، اشتراك أصحاب المصلحة، هيكل الشركة التنظيمي واستراتيجيتها، والنزاهة والأخلاق.

- **الإفصاح المعياري المحدد:**

وينقسم الإفصاح المعياري المحدد إلى ثلاث مجموعات هي:

- أ- **مجموعة المعايير الاقتصادية:** وتتضمن إفصاح الشركة عن الآثار الاقتصادية المباشرة وغير المباشرة لأنشطتها، ممارسات الشراء، ومكافحة صور الفساد.
- ب- **مجموعة المعايير الاجتماعية:** وتتضمن إفصاح الشركة عن التوظيف، علاقات الموظفين، التدريب والتعليم، وصحة العملاء.
- ج- **مجموعة المعايير البيئية:** وتتضمن إفصاح الشركة عن الموارد الاقتصادية والمياه والطاقة والتلوث والتقييم البيئي.

2/2/2 المؤشر المصري لمسئولية الشركات S&P-EGX ESG:

قام كل من مركز المديرين المصري بالتعاون مع مؤسسة "ستاندارد اند بورز" ومؤسسة "كريسيل" والبورصة المصرية والمركز المصري لمسئولية الشركات بتدشين المؤشر المصري لمسئولية الشركات في 22 مارس 2010 م، وقد كان لمصر السبق على مستوى الدول العربية والافريقية، فيما جاء المؤشر المصري ثانياً بعد المؤشر الهندي والذي تم تدشينه في يناير 2008 م على مستوى الاقتصاديات الناشئة.

ويتم اختيار الشركات للإدراج ضمن المؤشر كونها الأفضل أداءً وفقاً للمعايير الثلاثة البيئية والمسئولية الاجتماعية والحوكمة، وذلك وفقاً لعدد نقاط كل شركة من بين عدد (100) شركة هي الأنشط في البورصة المصرية، هذا ويتكون المؤشر على الأكثر من عدد (30) شركة هي الأفضل والأنشط من بين (100) شركة الأنشط، كما يعتمد المؤشر ضمن آلياته على معايير السيولة ورأس المال السوقي (البورصة المصرية ، 2020، ص ص 1 - 6).

3/2 كفاءة الاستثمار بالشركات:

يقوم الباحث بعرض كفاءة الاستثمار بالشركات من خلال تناول العناصر الآتية:

1/3/2 ماهية كفاءة الاستثمار بالشركات:

في السوق المالية المثالية حيث تكون قرارات الاستثمار مستقلة عن الوضع المالي يجب على الشركات تنفيذ كل المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة والتخلي عن كل المشروعات ذات صافي القيمة الحالية السالبة، وبناءً عليه تعنى كفاءة الاستثمار عملية الحصول على عائد أكبر من العائد الخالي من المخاطر.

وقد أشارت دراسات (Chen, L., et al., 2017, B; Naeem, K., and Li, M., 2019) إلى أنه غالباً ما ينحرف الاستثمار عن المستوى الأمثل المحقق للكفاءة بسبب مشاكل الوكالة



والتمويل، وعليه تتحدد ماهية كفاءة الاستثمار بتحديد مقدار الانحراف عن ذلك الحجم الأمثل والملائم.

وقد اتفقت دراسات (Biddle, G., et al., 2009; Chen, F., et al., 2011; Samet, M., and Jarboui, A., 2017; Benlemlih, M., and Bitar, M., 2018; Lee, M., 2020; Yang, X., et al., 2020) على تحديد مفهوم كفاءة الاستثمار اعتماداً على عملية توجيه رأس المال تجاه الاستثمارات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، أخذاً في الحسبان تكلفة الفرصة البديلة للاستثمارات، وعلى ذلك تعد إي زيادة أو نقص في الاستثمار من أوجه عدم الكفاءة الاستثمارية، لأن ذلك يعد انحرافاً عن حجم الاستثمار الأمثل لمقابلة الفرص الاستثمارية المتاحة.

2/3/2 محددات كفاءة الاستثمار بالشركات:

حددت النماذج المحاسبية للاستثمار أن فرص الاستثمار هي المحرك الوحيد لاستثمارات الشركات، وعليه يرجح ان تحصل الشركات على تمويل لجميع المشروعات التي تحقق صافي قيمة الحالية موجبة، وتستمر الشركات في الاستثمار حتى تتساوى المنفعة الحدية للاستثمار مع تكلفته الحدية (Benlemlih, M., and Bitar, M., 2018)، إلا أنه ومن الناحية العملية قد تواجه الشركات ببعض القيود التمويلية التي تحد من قدرتها على تنفيذ جميع المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة (Chen, L., et al., 2015).

كما أن ظروف السوق قد تؤدي إلى انحراف الاستثمار عن المستوى الأمثل لتحقيق الكفاءة، وتحدث ظاهرة الاستثمار الزائد عندما يختار المديرين الاستثمار بشكل غير فعال بتحديد اختيارات سيئة، وعلى العكس تحدث ظاهرة نقص الاستثمار عندما تنسحب الشركات التي تواجه قيود تمويلية من المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة وذلك بسبب التكلفة المرتفعة لزيادة رأس المال، وفي الحالتين السابقتين تنتج حالة عدم كفاءة الاستثمار بالشركات (Biddle, G., et al., 2009).

وقد ناقش العلماء على نطاق واسع محددات كفاءة الاستثمار بالشركات بالإضافة إلى القوى التي تشوه أو تمنع تحقيق المستوى الأمثل له، وقد أشارت الأدلة التجريبية إلى أن مشكلات الوكالة وعدم تماثل المعلومات المحاسبية هما الأكثر حسماً في عملية تحديد كفاءة الاستثمار بالشركات (Benlemlih, M., and Bitar, M., 2018)، حيث يؤدي عدم تماثل المعلومات وحياسة المديرين لمعلومات خاصة إلى قرارات خاطئة تتعلق بإصدار الأوراق المالية وتكلفة حقوق الملكية واختيار المشروعات المستثمر فيها، ويمنع عدم التماثل الاستثمار الفعال ويؤدي إلى نقص الاستثمار نتيجة السلوك الانتهازي للمديرين كما تزيد مشاكل الوكالة من عدم كفاءة الاستثمار

بسبب سوء اختيار المشروعات الاستثمارية وتوقع المستثمرين لمصادرة الموارد مما يزيد من تكلفة التمويل، وقد يؤدي ذلك أيضاً إلى الإفراط في الاستثمار خاصة في ظل مستويات الرقابة المنخفضة من قبل المساهمين للمديرين (Lee, M., 2020).

4/2 العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار:

بمراجعة الأدب المحاسبي، توجد مجموعة من النظريات التي يمكن استخدامها لتفسير العلاقة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار بالشركات يذكر الباحث من تلك النظريات ما يلي:

(1) نظرية أصحاب المصالح:

تقوم نظرية اصحاب المصالح على إحلال مفهوم الوحدة المجتمعية بدلاً من الوحدة المحاسبية، وبناءً عليه، تقوم الشركات بتوسيع مجال اهتمامها ليشمل مصالح الملاك مع باقي أصحاب المصالح، وعليه تفصح الشركة عن أبعاد التنمية المستدامة لضمان جذب رؤوس الأموال وتحقيق كفاءة الاستثمار بها لضمان استمرارها وتنمية قيمتها في الأجل الطويل.

(2) نظرية الوكالة:

تشير نظرية الوكالة إلى حدوث الخلافات بين الأصل والوكيل نتيجة لوجود تعارض في المصالح بينهما، ومنطقيًا يدعم وجود هذا التعارض عدم تماثل المعلومات المحاسبية، وبناءً عليه، يفيد الإفصاح عن التنمية المستدامة في تخفيض حالة عدم التماثل الموجودة بين طرفي الوكالة، مما يؤدي إلى تخفيض حالة عدم التأكد وزيادة الثقة لدى أصحاب المصالح بالشركة مما يدعم عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة ويعمل ذلك على تعزيز كفاءة الاستثمار.

(3) نظرية الملكية:

تقوم نظرية الملكية على فكرة أن حياة الشركات لمعلومات خاصة تؤثر على كفاءة الاستثمار بها من خلال التأثير على تكاليف رأس المال وعدم تماثل المعلومات، وبناءً عليه، يجب على الشركات الإفصاح عن التنمية المستدامة بغرض تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وباقي الفئات من أصحاب المصالح مما يسهم في تحقيق كفاءة الاستثمار بها.

وفي ذات السياق، أشار الدليل الاسترشادي لإفصاح الشركات المقيدة بالبورصة المصرية عن أداء الاستدامة إلى أن تطبيق تلك الشركات لمعايير الاستدامة يؤثر على متغيرات أهمها (البورصة المصرية ، 2019، ص ص 1 - 8):



(1) رأس المال المستثمر:

حيث تؤدي عملية دمج ابعاد الاستدامة في تقارير الشركات إلى تحسن أدائها وعائد وكفاءة الاستثمار بها، كما يؤدي إفصاح الشركات المرتبط بالتنمية المستدامة إلى زيادة قدرتها على توفير شروط تمويل أفضل مما يؤدي لزيادة قدرتها على جذب أنواع الاستثمار طويل الأجل مثل أموال صناديق المعاشات.

(2) النمو والربحية:

حيث يسهم إفصاح الشركات عن أبعاد التنمية المستدامة في توفير فرص ربحية أفضل وتحسين قدرتها على تخفيض التكاليف وإدارة مخاطر استثماراتها، كما يعمل على توجيه قرارات الاستثمار بصورة ملائمة من خلال تحليل أفضل لاحتياجات كافة أصحاب المصالح.

(3) إدارة مخاطر الشركة:

حيث يسهم توجه الشركات نحو التنمية المستدامة إلى تحليل مخاطرها من منظور متكامل وبالتالي وضع خطط ملائمة لإدارتها، وذلك من خلال التقرير لكافة أصحاب المصالح عن معدلات المخاطر إلى العائد، ويؤدي ذلك إلى تعزيز قدرة الشركة على توفير المزيد من الاستثمارات وتخفيض نسب المخاطر مما يساعد في زيادة العوائد وتعديلها طبقاً للمخاطر.

وتعد تقارير الاستدامة من أهم العناصر المؤثرة على القرارات الاستثمارية بالشركات المختلفة، حيث يستخدم أصحاب المصالح الإفصاح المرتبط بأداء الاستدامة كمدخل جوهري من مدخلات نماذج قراراتهم، وبناءً عليه، أشارت دراسة (KPMG, 2011) إلى أن الإفصاح عن التنمية المستدامة يؤثر إيجابياً على كفاءة الاستثمار في الشركات العاملة بأسواق رأس المال على مستوى العالم، حيث يتضمن تقرير التنمية المستدامة معلومات حول موارد وعمليات المشروع ويتم تفصيل الموارد إلى متاح ومستخدم حتى يمكن لأصحاب المصالح تقييم عمليات الشركة، ويعمل ذلك على تحسين سعي إدارة الشركة إلى تحديد الفرص الاستثمارية بغرض تخفيض التكاليف وزيادة الإيرادات والعمل على استغلال رأس المال بصورة أفضل لتحقيق الاستثمار الكفاء.

وتتمثل الآلية المحددة للعلاقة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار بالشركات في أن زيادة الإفصاح المرتبط بسعي الشركة نحو الاستدامة يعمل على تخفيض عدم تماثل المعلومات المحاسبية الناتجة عن مشكلات الوكالة، حيث أن وجود عدم تماثل المعلومات يحد من قدرة الشركة على جذب التمويل الملائم لاحتياجاتها، كما أن أنه يؤثر سلباً على رقابة جوانب

الإفصاح المرتبطة بإدارة الشركات من قبل أصحاب المصالح، ومن المعلوم أن انخفاض التمويل وصعوبة الرقابة يؤثران بالسلب على كفاءة الاستثمار (Wang, F., et al., 2015)، وبناءً عليه، يؤدي الإفصاح عن التنمية المستدامة دورًا تكميليًا مهمًا في تعزيز كفاءة الاستثمار بالشركات، وذلك من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات وتحفيز الاستثمار والتمويل (Zhong, M., and Gao, L., 2017).

ويمكن وصف العلاقة بين إفصاح الشركات عن التنمية المستدامة وربحية الشركات بأنها علاقة ايجابية في كلا الاتجاهين، بمعنى أن الشركات التي تفصح أكثر تحقق أرباح أكبر والشركات التي تحقق أرباح أكبر تقوم بالإفصاح بصورة أكبر مما يدعم كفاءة الاستثمار بتلك الشركات (Rodriguez, F., 2016)، وتحقق الشركات كثيفة الإفصاح عن التنمية المستدامة معدلات نمو أعلى من غيرها من حيث قيمة التدفقات النقدية والربحية، مما ينعكس على تحقيق كفاءة الاستثمار بها (Qiu, Y., et al., 2016)، كما يسهم الإفصاح عن أبعاد التنمية المستدامة في تحسين الأداء المالي والاقتصادي للشركات على المدى الطويل، ويرجع ذلك إلى أن الإفصاح عن أبعاد التنمية المستدامة يعمل على تقوية المركز التنافسي للشركة بزيادة قدرتها على زيادة مبيعاتها وحصتها السوقية وسمعتها بالأسواق، وذلك نتيجة دور الإفصاح عن أبعاد التنمية المستدامة في تحسين ثقة أصحاب المصالح بالشركة واستقرار وتعزيز كفاءة الاستثمار بها (Feng, Y., et al., 2018; Ahmad, N., et al., 2019).

هذا ويتوقف اتخاذ القرارات الاستثمارية الكفاء على توافر المعلومات الملائمة كمدخلات لنماذج تلك القرارات لدى أصحاب المصالح بالشركات محل الاستثمار، وتعد معلومات التنمية المستدامة من المعلومات الجوهرية لاتخاذ القرارات الاستثمارية الكفاء (Rad, S., et al., 2016)، وبناءً عليه، يساعد الإفصاح عن التنمية المستدامة في تحقيق كفاءة الاستثمار من خلال العلاقة الارتباطية المتواجدة فيما بين جودة الإفصاح الوارد بالقوائم والتقارير المالية وكل من نقص الاستثمار والإفراط في الاستثمار (Wang, F., et al., 2015)، حيث يثق أصحاب المصالح بالشركات ويتوقعون تنفيذ استثمارات بمستوى كفاءة عالية حيث تفصح وتفي بتعهداتها تجاه المشكلات البيئية المحيطة وتسهم في تحقيق التنمية المستدامة بها، حيث تعد تقارير الاستخدام بمثابة مكون هام من مكونات الحوار والتواصل فيما بين الشركات وأصحاب المصالح بها، كما يتوقع المساهمين بالشركات منافع اقتصادية ناشئة من استثمارهم بالشركات التي تشارك بفعالية في



تبيد المخاوف المتعلقة بالمشاكل البيئية والاجتماعية والعمل على تحقيق الاستدامة (Goncalves, T., et al., 2020).

ومن وجهة نظر أخرى، أشارت دراسة (Wang, S., et al., 2020) إلى أن الآلية التي يؤثر من خلالها إفصاح الشركات عن التنمية المستدامة على أدائها المالي وكفاءة الاستثمار بها ما تزال محل جدل وغير واضحة وخاصةً في الدول النامية، فمن وجهة نظر الوكالة، قد يستخدم المديرين الانتهازيين اعتبارات استدامة الشركات كأداة لتعظيم منافعهم الخاصة مما يعمل على زيادة التسهيلات في كفاءة تخصيص رأس المال، بينما يتجه المديرين العقلانيين لاستخدام اعتبارات استدامة الشركات كحافز لتعزيز سمعة الشركة وسمعتهم الخاصة، وقد يدفعهم ذلك للاستجابة لمطالبات ورغبات أصحاب المصالح الأقوياء بالشركة بالتوسع في أنشطة الاستدامة حتى وإن استنزف ذلك جزء كبير من رأس مال الشركة ومصادرها الأخرى، كما أشارت دراسة (Benlemlih, M., and Bitar, M., 2018) إلى أن الأبعاد المرتبطة مباشرة بأصحاب المصالح الأساسيين مثل علاقات الموظفين والتنوع البيئي وخصائص المنتج أكثر ارتباطاً بالحد من عدم كفاءة الاستثمار من تلك الأبعاد المرتبطة بالأطراف الثانوية مثل حقوق الإنسان والمشاركة المجتمعية.

وعلى الرغم من أن وجهة نظر الاقتصاديون الكلاسيكيون بأن المسؤولية الوحيدة للشركة هي زيادة القيمة المضافة لمساهميها، وبناءً عليه فإن الهدف الرئيس للشركات وخاصةً في القطاع الخاص هو زيادة الأرباح ومع ذلك لا ينبغي أن يؤدي تحقيق هذا الهدف إلى آثار سلبية على باقي أصحاب المصالح والمجتمع ككل، حيث تشكل الشركات جزء من المجتمع وتعتمد عليه لتحقيق أهدافها الاقتصادية (Dong, X., et al., 2020)، حيث تعتمد نظرية أصحاب المصالح على قاعدة أنه كلما كانت الشركة تدير علاقاتها مع أصحاب المصالح بها بشكل أفضل كلما كانت أكثر نجاحاً بمرور الوقت (Galant, T., and Codez, S., 2017)، كما أن إفصاح الشركات عن مساهمتها تجاه تحقيق وتحسين أبعاد التنمية المستدامة قد يفسر تعرضها لمخاطر مالية أقل وسهولة وصولها للتمويل وتخفيض القيود المالية المفروضة (Benlemlih, M., and Bitar, M., 2018; Li, Y., et al., 2019; Zhao, T., and Xiao, X., 2019) ومن المتوقع أن ينعكس

ذلك في نهاية المطاف على تحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية والاقتصاد القومي ككل (Yeh, C., 2020).

وأخيرًا، وبشكلٍ عام، يعمل الإفصاح عن التنمية المستدامة على تحقيق كفاءة الإفصاح الشامل لدى الشركات (Cormier, D., et al., 2011; Lai, S., et al., 2013; Yang, X., et al., 2020)، ويسهم ذلك في تشكيل السلوك الاستثماري لها وبالتالي تحسين كفاءة الاستثمار بها (Benlemlih, M., and Bitar, M., 2018).

وبناءً على ما سبق، يمكن للباحث عرض العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار بالشركات كما بالشكل الآتي:



شكل رقم (1): "الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار بالشركات".

المصدر: من "إعداد الباحث".



(3) منهجية الدراسة الميدانية

1/3 فرضية الدراسة الميدانية:

توصلت الدراسات الموجهة نحو اختبار أثر الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار في الشركات إلى نتائج متباينة، وكمثال، توصلت دراسات (Hammami, A., and Zadeh, M., 2019; Lee, M., et al., 2020) إلى وجود علاقة طردية بين الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار في الشركات، بينما توصلت دراسات (Schuler, D., and Cording, M., 2006; Bhandari, A., and Javakhadze, D., 2017) إلى وجود أدلة ميدانية تدعم وجود علاقة عكسية بين الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار في الشركات، في حين أشارت نتائج دراسات (Moroney, R., et al., 2012; Oyewumi, O., et al., 2018) إلى عدم وجود علاقة بين الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار في الشركات.

وبناءً على ما سبق، قام الباحث بصياغة فرضية الدراسة في الصورة العدمية كما يلي:

H_0 : لا يوجد تأثير معنوي للإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

2/3 النموذج المستخدم في الدراسة:

يهدف نموذج الدراسة إلى اختبار أثر الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية والمتضمنة في عينة الدراسة الميدانية، وقد تمت صياغة نموذج الدراسة الحالية كما يلي:

$$INVEFF_{i,t} = B_0 + B_1 SDD_{i,t} + B_2 FS_{i,t} + B_3 ACT_{i,t} + B_4 LEV_{i,t} + B_5 AUS_{i,t} + E_{i,t}$$

حيث أن:

$INVEFF_{i,t}$: تمثل كفاءة الاستثمار للشركة (i) في الفترة (t).

B_0 : تمثل ثابت نموذج الانحدار، ويعبر عن محددات كفاءة الاستثمار بالشركات والتي لا تتأثر بالمتغيرات المستقلة أو الرقابية.

$SDD_{i,t}$: الإفصاح عن التنمية المستدامة للشركة (i) في الفترة (t).

$FS_{i,t}$: حجم الشركة (i) في الفترة (t).

$ACT_{i,t}$: نوع نشاط الشركة (i) في الفترة (t).

$LEV_{i,t}$: الرافعة المالية للشركة (i) في الفترة (t).

$AUS_{i,t}$: حجم مكتب المراجعة للشركة (i) في الفترة (t).

$E_{i,t}$: بواقي نموذج الانحدار للشركة (i) في الفترة (t).

3/3 متغيرات الدراسة:

1/3/3 كفاءة الاستثمار بالشركات:

اعتمد الباحث في تقدير كفاءة الاستثمار على نموذج الانحراف عن حجم الاستثمار الملائم، ويتم حساب الاستثمار الملائم باستخدام معدل النمو في إيرادات الشركة، وذلك كما يلي: (Biddle, G., et al., 2009; Chen, F., et al., 2011; Samet, M., and Jarboui, A., 2017; Benlemlih, M., and Bitar, M., 2018; Lee, M., 2020; Yang, X., et al., 2020)

$$AppInv_{i,t} = B_0 + B_1 NEG_{i,t-1} + B_2 \%RevGrowth_{i,t-1} + B_3 NEG * \%RevGrowth_{i,t-1} + E_{i,t}$$

حيث أن:

$AppInv_{i,t}$: حجم الاستثمار الملائم للشركة (i) في الفترة (t).

$NEG_{i,t-1}$: نوع النمو في الإيرادات، وهو متغير وهمي تخصص فيه القيمة (1) في حالة ما إذا كان النمو في الإيرادات سالباً، والقيمة (صفر) في حالة خلاف ذلك.

$RevGrowth_{i,t-1}$: ويعبر عن معدل النمو في إيرادات الشركة (i) في الفترة (t-1).

ويتم حساب معدل النمو في إيرادات الشركة (RevGrowth) كما يلي:

معدل النمو في إيرادات الشركة (RevGrowth) = إيرادات العام الحالي - إيرادات العام السابق ÷ إيرادات العام السابق.

كما يتم حساب حجم الاستثمارات الفعلية للشركة (ActInv) كما يلي:

حجم الاستثمارات الفعلية للشركة (ActInv) = مجموع الإنفاق الاستثماري بغرض شراء أصول ثابتة واستثمارات طويلة الأجل وأنشطة البحث والتطوير - إجمالي المتحصلات من بيع الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل ÷ إجمالي أصول الشركة × 100.

وعلى ذلك، يتم تحديد مدى كفاءة الاستثمار بالشركة كما يلي:

$$InvEff_{i,t} = ActInv - AppInv.$$



وفي حالة ما إذا كانت نتيجة المعادلة السابقة قيمة موجبة يكون الاستثمار الفعلي أكبر من الملائم وتكون هناك زيادة في الاستثمار، وعلى العكس مما سبق، في حالة كون النتيجة قيمة سالبة يكون الاستثمار الفعلي أقل من الملائم ويكون هناك نقص في الاستثمار، وفي كلتا الحالتين السابقتين يكون هناك عدم كفاءة في الاستثمار، ولتفادي مشكلة القيم السالبة يتم استخدام القيمة المطلقة لقيم النقص في الاستثمار، وذلك بتحويلها إلى قيم موجبة بحيث يشير ارتفاع تلك القيم إلى زيادة حالة نقص الاستثمار الفعلي للشركة (ActInv) عن الحجم الملائم (AppInv).

كما أنه يمكن تحديد عدم كفاءة الاستثمار بالشركات (InvInEff) مباشرةً عن طريق استخدام القيم المطلقة لبواقي نموذج انحدار الاستثمار كوكيل أو نائب عن عدم الكفاءة، وتمثل تلك البواقي الانحراف التقديري عن الاستثمار الملائم المتوقع، وتعكس حجم عدم كفاءة الاستثمار (Samet, M., and Jarboui, A., 2017; Benlemlih, M., and Bitar, M., 2018)

2/3/3 الإفصاح عن التنمية المستدامة:

اعتمد الباحث في تحديد مدى إفصاح الشركات عن التنمية المستدامة على إدراجها بالمؤشر المصري لمسئولية الشركات S&P-EGX ESG خلال الفترة المحددة للدراسة الميدانية، وقد كان ذلك سيرًا على خطى دراسات (Soliman, M., et al., 2012; Aboud, A. and Diab, A., 2018)، حيث أن تلك الشركات خضعت لتقييم شامل ودقيق من حيث إفصاحها عن أبعاد التنمية المستدامة قبل إدراجها بالمؤشر.

وقد تم قياس مدى الإفصاح عن التنمية المستدامة بمتغير وهمي، حيث تم تخصيص القيمة (1) للشركات المدرجة بالمؤشر المصري لمسئولية الشركات S&P-EGX ESG خلال الفترة المحددة للدراسة الميدانية، كما تم تخصيص القيمة (صفر) للشركات غير المدرجة بالمؤشر.

3/3/3 المتغيرات الرقابية أو الضابطة:

هناك متغيرات أخرى قد تؤثر في كفاءة الاستثمار بالشركات بخلاف الإفصاح عن التنمية المستدامة، يقوم الباحث بعرض أهمها كما يلي:

(1) حجم الشركة:

يعد حجم الشركة من العوامل الرئيسية في تحديد كفاءة الاستثمار بها (Aboud, A., and Diab, A., 2018; ;Yang, X., et al., 2020) وتتعرض الشركات كبيرة الحجم عادةً إلى ضغوط أكثر من جانب أصحاب المصالح بها، (Agyei-Mensah, B., 2012)، كما أنها تتمتع بقدرة أكبر على العمل بتكاليف منخفضة نسبياً نتيجة وفرة الحجم الكبير وتوافر الخبرات (Flostrand, P., and Storom, N., 2006; Personne, and Paajarni, K.2013)، بالإضافة إلى قدرة الشركات ذات الحجم الكبير على توفير السيولة لأسهمها والاستفادة من الإفصاح الاختياري المرتبط بمزايا الحجم الكبير (Wang, L., 2018)، كما أشارت دراسة (Qiu, Y., et al., 2016) إلى أن الشركات كبيرة الحجم تمتلك موارد اقتصادية تجعلها أكثر قدرة على الاستفادة من الإفصاح المحاسبي المرتبط بالتنمية المستدامة لتحقيق صافي منافع اقتصادية موجبة لتحسين كفاءة الاستثمار بها.

وترى أغلب الدراسات السابقة تمتع الشركات الأكبر حجماً بكفاءة استثمار أعلى (Chen, L., et al., 2017, A)، وفي هذا السياق أشارت دراسة (Zhong, M., and Gaol., 2017) إلى وجود علاقة طردية بين حجم الشركة وكفاءة الاستثمار بها، كما وجدت دراسة (Benlemlih, M., and Bitar, M., 2018) علاقة إيجابية دالة إحصائياً بين حجم الشركة وكفاءة الاستثمار بها، كما أكدت دراسة (Lee, M., 2020) على ما سبق.

وعلى العكس مما سبق، أشارت نتائج دراسة (Rad, S., et al., 2016) إلى وجود علاقة عكسية جوهرية بين حجم الشركات وكفاءة الاستثمار بها.

ويعتمد الباحث في قياس حجم الشركات على اللوغاريتم الطبيعي لأصولها، حيث يتوقف الحجم الاقتصادي للتشغيل بالشركات على التكاليف التشغيلية فيما بين المتغير والثابت، ويؤدي استخدام اللوغاريتم الطبيعي إلى ضبط فروق الحجم، كما أنه يعمل على تلافي مشكلة اختلاف تباين الخطأ في نموذج الانحدار.

(2) نوع نشاط الشركة:

تختلف الشركات فيما بينها من حيث درجات المنافسة وأنماط التكاليف والالتزامات القانونية والاستراتيجيات الحالية والمستقبلية وذلك طبقاً لنوع نشاطها (Groysberg, B., et al., 2011)، وقد أشارت دراسة (Hussainey, K., and Walker, M., 2009) إلى اختلاف نوع النشاط من



حيث درجة تأثر الشركات بالظروف الاقتصادية المحيطة، وبناءً عليه يتأثر الاستثمار بالشركات بظروف كل صناعة من حيث معدلات النمو والعائد بالإضافة إلى تحليل ظروف المنافسة.

وتختلف كفاءة الاستثمار وفرص النمو من نشاط اقتصادي لآخر، حيث يكون المستثمر على استعداد أكبر لتوجيه استثماراته نحو الأنشطة التي تحقق معدلات نمو أعلى من غيرها، كما أن المشكلات المرتبطة بالإفصاح قد تمنع تدفق الاستثمارات نحو فرص الاستثمار الجيدة مما يؤثر على كفاءة الاستثمار بالشركات (Francis, J., et al., 2009)، وفي هذا السياق، أكد نتائج دراسة (Benlemlih, M., and Bitar, M., 2018) على تأثير نوع الصناعة على العلاقة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار بالشركات.

كما أشارت دراسة (Biddle, G., et al., 2009) إلى أن المتغيرات المرتبطة بنوع نشاط الشركة تؤثر على كفاءة الاستثمار بها ممثلة في عدم وجود نقص في الاستثمار أو إفراط فيه وكلما زادت حساسية النشاط زادت علاقة التأثير والارتباط، وترى دراسة (Samet, M., and Jarboui, A., 2017) اختلاف محددات كفاءة الاستثمار من نوع نشاط إلى آخر، وقد أيدت الدراسة استخدام نوع النشاط كمتغير رقابي ضابط عند دراسة العلاقة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار بالشركات، وقد وجدت دراسة (Liu, L., and Tian, G., 2019) أن تأثير الإفصاح عن التنمية المستدامة يظهر بصورة كبيرة في النشاط الصناعي وخاصة في الشركات التي تسبب تلوث للبيئة مما يستلزم ضرورة الحد من الإفراط في الاستثمار بها لتحقيق كفاءة الاستثمار عند المستوى الملائم.

ويتم قياس نوع نشاط الشركة بمتغير وهمي بتخصيص القيمة (1) للنشاط الصناعي، وتخصيص القيمة (صفر) لخلاف ذلك.

(3) الرافعة المالية:

تحدد الرافعة المالية مدى اعتماد الشركات على مصادر التمويل الخارجية، كما تعد مؤشرًا هامًا لحجم السيولة لديها، وقد أشارت دراسة (Whiting, R., and Woodcock, J., 2011) إلى زيادة درجة الرقابة المفروضة على الشركة من قبل الدائنين مع زيادة درجة الإفصاح بغرض تخفيض تكاليف الوكالة.

وفي هذا السياق، أشارت دراسة (Benlemlih, M., and Bitar, M., 2018) إلى أن الشركات ذات الرافعة المالية الأعلى تتحمل المزيد من الفوائد وينخفض احتمال حصولها على تمويل إضافي، ويحد ذلك من قدرتها على الاستثمار، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى العلاقة السلبية

بين الشركات ذات الرافعة المالية المرتفعة وكفاءة الاستثمار بها، وقد أكدت دراسة (Chen, L., et al., 2017, A) على ما سبق.

في حين ترى دراسة (Cheng, F., et al., 2019) ان ارتفاع الرافعة المالية لدى الشركة يمكن المقرضين من تأدية دورهم الفعال في المراقبة والحد من عدم تماثل المعلومات، بالإضافة إلى تخفيض مقدرة المديرين على حجب الأخبار السيئة مما يعمل على تحسين كفاءة الاستثمار في الأجل الطويل، وقد أكدت دراسة (Lee, M., 2020) على العلاقة الإيجابية بين كفاءة الاستثمار والرافعة المالية بها.

ويتم قياس الرافعة المالية لدى للشركة باستخدام إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول.

(4) حجم مكتب المراجعة:

تؤدي مكاتب المراجعة دور رقابي تصحيحي للتأكيد على دقة محتويات القوائم المالية وحدود استمرارية الشركة مع التأكيدات المرتبطة بالتقديرات المحاسبية وخلو القوائم المالية من الغش والتحريف، وقد أكدت دراسات (Agyei-Mensah, B., 2012; Michal, K., et al., 2019) على أن تحقيق جودة المراجعة ترتبط بمراجعة حسابات الشركة من قبل أحد مكاتب المراجعة الأربعة الكبار.

وفي هذا السياق، أكدت دراسة (Hammami, A., and Zadeh, M., 2019) على وجود تأثير جوهري لجودة المراجعة على العلاقة بين الإفصاح عن التنمية المستدامة للشركات وكفاءة الاستثمار بالشركات، حيث يسهم الالتزام بالمراجعة عالية الجودة في زيادة الإفصاح عن التنمية المستدامة مما يسهم في تحقيق كفاءة الاستثمار.

كما أشارت دراسة (Boubaker, S., et al., 2018) إلى انخفاض عدم كفاءة الاستثمار مع ارتفاع جودة المراجعة، وقد استنتجت الدراسة أن مراجعي الحسابات يقدمون خدمات ذات قيمة مضافة تؤثر على قرارات الاستثمار من قبل مديري الشركات، مما يؤدي إلى انخفاض الاستثمار في الشركات المعرضة للإفراط في الاستثمار وزيادة الاستثمار في الشركات المعرضة لنقص الاستثمار، كما أكدت دراسة (Chen, F., et al., 2011) على وجود علاقة قوية بين حجم وجودة مكتب المراجعة وكفاءة الاستثمار بالشركات المختلفة، وقد أشارت الدراسة أيضًا إلى أن استخدام الشركات لمكاتب المراجعة الكبيرة يساعدها في تحسين كفاءة الاستثمار بها، وذلك من خلال وضع الاستثمارات عند حدودها الملائمة.



ويتم قياس حجم مكتب المراجعة بمتغير وهمي بتخصيص القيمة (1) عند مراجعة حسابات الشركة من خلال أحد مكاتب المراجعة الأربعة الكبار (Big 4)، بينما تم تخصيص القيمة (صفر) لخلاف ذلك، ويتضمن الجدول رقم (1) بيان بمكاتب المراجعة الأربعة الكبار (Big 4) والمكاتب المشاركة لهم في جمهورية مصر العربية.

جدول رقم (1): "بيان بمكاتب المراجعة الأربعة الكبار (Big 4) والمكاتب المشاركة لهم في مصر".

م	مكاتب المراجعة الأربعة الكبار (Big 4)	المكاتب المشاركة لهم في مصر
1	Deloitte Touche Tohmatsu Limited	صالح ورسوم وعبد العزيز - (Deloitte)
2	Price Water houses Coopers (PWC)	منصور وشركاهم برايس وترهاوس كوبرز - (PWC)
3	Ernst & Young (E & Y)	المتضامنون للمحاسبة والمراجعة - Ernst & Young
4	Klynveld Peat Marwick Goerdeler (KPMG)	حازم حسن - (KPMG)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: (Bloomberg, 2018; Bloomberg, 2019)

4/3 عينة الدراسة الميدانية:

قام الباحث باختيار عينة الدراسة الميدانية من بين الشركات العاملة في مصر وفقاً للضوابط الآتية:

- 1- أن تكون الشركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
- 2- أن تتوفر البيانات المالية للشركة خلال فترة الدراسة الميدانية.
- 3- أن تقوم الشركة بنشر قوائمها المالية بالجنه المصري.
- 4- تم استبعاد البنوك نظراً لطبيعتها الخاصة في التحليل.

وبعد قيام الباحث بتطبيق الضوابط السابقة على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية عامي 2018 م، 2019 م، وبعد استبعاد القيم الشاذة أو المتطرفة، ووفقاً لمحددات ومتطلبات الدراسة الميدانية تم التطبيق على عينة تتكون من عدد (52) شركة، بواقع عدد (26) شركة مدرجة بالمؤشر المصري لمسئولية الشركات S&P-EGX ESG، وعدد (26) شركة غير مدرجة بالمؤشر.

ويتضمن الملحق رقم (1) قائمة بأسماء الشركات المتضمنة في عينة الدراسة الميدانية.

5/3 مصادر الحصول على بيانات الدراسة الميدانية:

اعتمد الباحث على مجموعة المصادر المتضمنة بالجدول رقم (2):

جدول رقم (2): "مصادر الحصول على بيانات الدراسة الميدانية".

م	بيان
1	المواقع الإلكترونية لشركات عينة الدراسة الميدانية (ملحق رقم (1)).
2	موقع معلومات مباشر . https://www.mubasher.info/countries/eg
3	موقع البورصة المصرية. http://www.egx.com.eg/ar/homepage.asp
4	موقع مصر لنشر المعلومات. http://www.egidegypt.com/arabic/
5	موقع شركة أرقام للمعلومات. https://www.argaam.com/
6	موقع المؤشر المصري لمسئولية الشركات S&P- EGX ESG https://www.egx.com.eg/ar/currentindexconstitutes.aspx?type=7&nav=7

(4) تحليل البيانات واختبار الفرضيات

1/4 اختبار مدى ملاءمة بيانات الدراسة للتحليل الإحصائي:

قام الباحث باستخدام اختبار "Shapiro-Wilk" لفحص مدى خضوع بواقي نموذج الانحدار للتوزيع الاعتدالي أو الطبيعي، وقد جاءت النتائج كما بالجدول رقم (3).

جدول رقم (3): "نتائج اختبار Shapiro-Wilk".

Shapiro-Wilk Test of Normality			
V.	Statistic	DF.	Sig.
Unstandardized Residual	0.868	51	0.714

وتشير النتائج إلى أن قيمة مستوى المعنوية أو الدلالة الإحصائية أو الجوهرية للاختبار أكبر من مستوى (0,05)، مما يدل على أن بواقي نموذج انحدار متغيرات الدراسة الميدانية لا تختلف معنويًا عن التوزيع الطبيعي أو الاعتدالي.

2/4 اختبار الارتباط الذاتي بين متغيرات نموذج الدراسة:

قام الباحث باستخدام اختبار "Durbin Watson" لفحص مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين متغيرات نموذج الانحدار الدراسة الميدانية من عدمه، وقد جاءت النتائج كما هو مبين بالجدول رقم (4).



جدول رقم (4): "نتائج اختبار Durbin Watson".

Durbin Watson Test - Model Summary	
Model No.	D - W
1	2.316

وتظهر النتائج السابقة أن قيمة اختبار D - W المحسوبة تساوي (2,316)، وهي تقع ضمن النطاق المقبول فيما بين القيمتين (1,500 ، 2,500)، مما يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي لمتغيرات الدراسة، ويدعم ذلك افتراض دقة النتائج.

3/4 نتائج الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

يتضمن الجدول رقم (5) نتائج الإحصاءات الوصفية لمشاهدات الشركات المتضمنة في عينة الدراسة الميدانية:

جدول رقم (5): "نتائج الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة".

Model Variables	Mean	Std. Dev.	Min	Max
INVEFF.	0.135	0.146	0.000	0.942
SDD.	0.500	0.500	0.000	1.000
FS.	8.462	2.743	3.630	15.418
ACT.	0.630	0.482	0.000	1.000
LEV.	2.135	4.538	-1.356	14.610
AUS.	0.468	0.476	0.000	1.000

وتشير نتائج الإحصاءات الوصفية الواردة بالجدول رقم (5) إلى ما يلي:

- بلغ متوسط كفاءة الاستثمار لشركات عينة الدراسة الميدانية (0.135)، وهي نسبة تعد منخفضة، بينما بلغ الحد الأدنى والأعلى لمستوى كفاءة الاستثمار (0.000 ، 0.942) على التوالي، ويدل ذلك على وجود اختلافات نسبية فيما يتعلق بكفاءة الاستثمار لشركات عينة الدراسة، وذلك بانحراف معياري مقداره (0.146) وتدل قيمة الانحراف المعياري على وجود تفاوت نسبي لشركات العينة فيما يتعلق بكفاءة الاستثمار بها، كما يلاحظ أيضاً ارتفاع قيمة الانحراف المعياري مقارنةً بقيمة المتوسط.

- تتوافق نتائج الإحصاءات الوصفية لمتغير الإفصاح عن التنمية المستدامة مع كونه متغير وهمي متضمن القيم (0.000)، (1.000)، مقسم بالتساوي بين عدد (26) شركة مدرجة بالمؤشر المصري

لمسئولية الشركات S&P-EGX ESG خلال الفترة المحددة للدراسة الميدانية، وعدد (26) شركة أخرى غير مدرجة بالمؤشر.

- بلغ متوسط حجم شركات العينة (8,462) وبانحراف معياري مقداره (2,743)، بينما بلغ الحدين الأدنى والأعلى للحجم (3,630، 15,418)، ويدل ذلك على وجود تفاوت نسبي في أحجام شركات العينة.

- بلغ متوسط نوع النشاط لشركات العينة (0,630) وبانحراف معياري مقداره (0,482) مما يدل على أن النسبة الأكبر من شركات العينة كانت من الشركات الصناعية.

- بلغ متوسط الرافعة المالية لشركات العينة (2,135) وبانحراف معياري مقداره (4,538)، بينما بلغ الحدين الأدنى والأعلى (-1,356، 14,610)، مما يدل على وجود تفاوت نسبي في اعتماد شركات العينة على مصادر التمويل الخارجي.

- بلغ متوسط حجم مكاتب المراجعة لشركات العينة (0,468) وبانحراف معياري مقداره (0,476)، مما يدل على اعتماد شركات العينة على مكاتب المراجعة الكبرى (Big 4) وغير الكبرى بنسب متقاربة.

4/4 نتائج انحدار متغيرات نموذج الدراسة:

جاءت نتائج الانحدار لاختبار أثر الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار في الشركات المدرجة في عينة الدراسة الميدانية، بالإضافة إلى مجموعة المتغيرات الرقابية أو الضابطة، كما هو موضح بالجدول رقم (6).

جدول رقم (6): "نتائج انحدار متغيرات نموذج الدراسة الميدانية".

Model Variables	B	T	Sig.
B ₀ (Model Constant)	0.038	0.395	0.694
SDD.	1.589	0.697	0.000
FS.	0.052	2.863	0.000
ACT.	0.028	0.359	0.010
LEV.	-0.026	0.046	0.000
AUS.	0.127	2.514	0.003
Adjusted R ²		0.631	
F		5.637	
Sig.		0.000	

ويبين الجدول رقم (6) ما يلي:



- تقوم المتغيرات المستخدمة في نموذج الدراسة الميدانية بتفسير نسبة (63,1%) من التغيرات التي تحدث في كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية والمدرجة في عينة الدراسة الميدانية.

- بلغ مستوى المعنوية لقيم $F (0,000)$ مما يدل على معنوية أو جوهرية تأثير المتغيرات المتضمنة في نموذج الدراسة الميدانية على نسبة كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وبناءً على ما سبق، نستطيع القول أنه بإمكاننا تعميم نتائج الدراسة الميدانية من العينة إلى المجتمع، اعتماداً على نسبي الثقة والخطأ المحددتين بمقدار (95%)، (5%) على التوالي.

- جاء معامل انحدار متغير الإفصاح عن التنمية المستدامة موجب ومعنوي مما يدل على العلاقة الإيجابية المعنوية بين إفصاح الشركات المقيدة بالبورصة المصرية عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار بها.

- جاءت المتغيرات الرقابية أو الضابطة المتمثلة في حجم الشركة، نوع النشاط، وحجم مكتب المراجعة بمعاملات انحدار موجبة ومعنوية، مما يدل على وجود تأثير إيجابي ومعنوي لتلك المتغيرات على كفاءة الاستثمار بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

- جاء متغير الرافعة المالية بمعامل انحدار معنوي سالب، مما يدل على وجود تأثير سلبي ومعنوي لنسبة الرافعة المالية على كفاءة الاستثمار بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

وبناءً عليه، تدعم نتائج الانحدار النتائج الآتية:

- يتم رفض فرضية الدراسة في الصورة العدمية كما يلي:
 H_0 : لا يوجد تأثير معنوي للإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

- يتم قبول الفرضية البديلة للدراسة كما يلي:

H_1 : يوجد تأثير معنوي (موجب) للإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

- يوجد تأثير معنوي موجب لحجم الشركة، نوع النشاط، وحجم مكتب المراجعة على كفاءة الاستثمار بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

- يوجد تأثير معنوي سالب للرافعة المالية على كفاءة الاستثمار بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

الخلاصة والنتائج والتوصيات ومقترحات دراسات مستقبلية

تمثل الهدف الرئيس للبحث في محاولة اختبار أثر الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وقد اتبع الباحث منهجية بدأت بعرض وتحليل نتائج الدراسات السابقة المرتبطة بالموضوع، ثم عرض وتحليل أثر الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار في الشركات، وبغرض اختبار أثر الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار في الشركات، انتهى الباحث بعرض المنهجية التي تم استخدامها في الدراسة الميدانية والتي تمت باستخدام عينة مكونة من عدد (52) شركة مقيدة أسهما بالبورصة المصرية خلال عامي 2018 م، 2019 م، وقد قام البحث بعملية عرض وتحليل لنتائج الإحصاءات الوصفية، ثم عرض وتحليل نتائج نموذج انحدار متغيرات الدراسة الميدانية بغرض اختبار فرضية البحث الرئيسة.

ويعتبر أهم ما توصل إليه البحث فيما يلي:

(1) المستوى النظري:

توصل البحث إلى وجود تباين في وجهات نظر الدراسات السابقة بشأن أثر الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار في الشركات، حيث يرى البعض أن الإفصاح عن التنمية المستدامة يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة مما يؤدي إلى زيادة ثقة أصحاب المصالح ورقابته وتحديد الاستثمار عند الحجم الأمثل بدون زيادة أو نقص وبالتالي تحقيق كفاءة الاستثمار.

في حين يرى البعض الآخر أن تركيز إدارات الشركات على تحسين أنشطة التنمية المستدامة يؤدي إلى ضعف تركيزها على أنشطة أخرى أكثر ربحية وكفاءة استثمارية، بالإضافة إلى الاستفادة من ممارسات التنمية المستدامة بغرض تحقيق المصالح الشخصية للإدارة وليس الشركة وباقي أصحاب المصالح بها، مما يقود إلى التأثير السلبي على كفاءة الاستثمار.

كما توصل البحث إلى استخدام مقياس حديث وملائم لقياس كفاءة الاستثمار بالشركات.

(2) المستوى التطبيقي:

أظهرت النتائج الإحصائية رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة للدراسة مما يعني وجود تأثير معنوي موجب للإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، بالإضافة إلى وجود تأثير معنوي موجب للمتغيرات الرقابية أو



الضابطة والمتمثلة في حجم الشركة، نوع النشاط، وحجم مكتب المراجعة، وتأثير معنوي سالب للرافعة المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

وبناءً على ما سبق، يوصي الباحث بما يلي:

- ضرورة تطوير الإصدارات المهنية ذات العلاقة مثل: معايير المحاسبة المصرية، المعايير المصرية للمراجعة والفحص المحدود ومهام التأكد الأخرى، قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، وقواعد حوكمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وذلك بغرض تدعيم التزام الشركات بالإفصاح عن أنشطة التنمية المستدامة بها، بالإضافة إلى تدعيم قدرة أصحاب المصالح على الاستفادة من العلاقات التبادلية بين الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار في الشركات.

- قيام الهيئات المعنية، وفي مقدمتها الهيئة العامة للرقابة المالية ووزارة الاستثمار بتقديم ما يلزم لهيئة المناخ الملائم لتحسين أنشطة الاستدامة بالشركات وسوق المال، مع تكثيف الأدلة الإرشادية لمساعدة أصحاب المصالح بشأن كيفية الاستفادة من الإفصاح المحاسبي عن أنشطة التنمية المستدامة في تقييم كفاءة الاستثمار بالشركات.

- تكثيف البحوث المحاسبية المرتبطة بالإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار بالشركات مثل:

- (1) أثر الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة على دقة تنبؤات المحللين الماليين بأسعار أسهم الشركات.
- (2) أثر الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة على أسعار أسهم الشركات بسوق المال.
- (3) أثر الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة على قرارات المستثمرين بسوق المال.
- (4) أثر الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة على كفاءة سوق الأوراق المالية المصري.
- (5) أثر هيكل الملكية على الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة.
- (6) أثر خصائص الشركة على الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة.
- (7) أثر خصائص الشركة على كفاءة الاستثمار المستدام بها.
- (8) أثر جودة تقارير الاستدامة على كفاءة الاستثمار بالشركات.
- (9) تطوير الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة بغرض تحسين كفاءة الاستثمار بالشركات.
- (10) تطوير قواعد القيد بالبورصة المصرية لتحسين الإفصاح عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار بالشركات.

المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- البورصة المصرية (2020)، البورصة والاستدامة: مؤشر S&P-EGX ESG، ص ص 1-6، متاح على:

<https://www.egx.com.eg/ar/EGX-And-Sustainability.aspx>

- البورصة المصرية، (2019)، الدليل الاسترشادي لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الاستدامة، ص ص 1-38، متاح على:

<https://www.egx.com.eg/ar/Sustainability-Guidance.aspx>



ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Aboud, A. and Diab, A., (2018), The Impact of Social, Environmental and Corporate Governance Disclosures on Firm Value: Evidence from Egypt, *Journal of Accounting in Emerging Economies*, Vol. (8) No. (4), PP. 442-458.
- Aggarwal, P., (2013), Impact of Sustainability Performance of Company on its Financial Performance: A Study of Listed Indian Companies, *Global Journal of Management and Business Research*, Vol. (13), No (11), PP. 60-70.
- Agyei-Mensah, B., (2012), Association Between Firm-Specific Characteristics and Levels of Disclosure of Financial Information of Rural Banks in the Ashanti Region of Ghana, *Journal of Applied Finance and Banking*, Vol. (2), No. (1), PP. 69-92.
- Ahmad, N., Li, H., and Tian, X., (2019), Increased Firm Profitability Under a Nationwide Environmental Information Disclosure Program?: Evidence from China, *Journal of Cleaner Production*, Vol. (230), PP. 1176-1187.
- Arena, M. and Arnaboldi, M., (2014), Risk and Performance Management: Are They Easy Partners?", *Management Research Review*, Vol. (37), No. (2), PP. 152-166.
- Aust, V., Morais, A., and Pinto, I., (2019), How Does Foreign Direct Investment Contribute to Sustainable Development Goals?: Evidence from African Countries, *Journal of Cleaner Production*, Vol. (19), PP. 1-28.
- Belasri, S., Gomes, M., and Pijourlet, G., (2020), Corporate Social Responsibility and Bank Efficiency, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. (54), PP. 1-30.
- Benlemlih, M., and Bitar, M., (2018), Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency, *Journal of Business Ethics*, Vol. (148), No. (3), PP. 647-671.
- Bhandari, A., and Javakhadze, D., (2017), Corporate Social Responsibility and Capital Allocation Efficiency, *Journal of Corporate Finance*, Vol. (43), PP. 354-377.
- Bhatia, A., and Tuli, S., (2014), An Empirical Analysis of Sustainability Disclosure Practices: Evidence from India and China, *IIM Kozhikode Society and Management Review*, Vol. (3), No. (2), PP. 135-148.
- Biddle, G., Hilary, G., and Verdi, R., (2009), How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. (48), No. (2-3), PP. 112-131.
- Bloomberg, (2018), Big Four Auditors: Middle East Edition, Available at: <https://www.bloomberg.com/middleeast>.

- Bloomberg, (2019), Big Four Auditors: Middle East Edition, Available at: <https://www.bloomberg.com/middleeast>.
- Boubaker, S., Houcine, A., Ftiti, Z., and Masri, H., (2018), Does Audit Quality Affect Firms' Investment Efficiency?, *Journal of the Operational Research Society*, Vol. (69), No. (10), PP. 1688-1699.
- Brooks, C., and Oikonomou, I., (2018), The Effects of Environmental, Social and Governance Disclosures and Performance on Firm Value: a Review of the Literature in Accounting and Finance, *The British Accounting Review*, Vol. (50), No. (1), PP. 1-15.
- Chen, F., Hope, O., Li, Q., and Wang, X., (2011), Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets, *The Accounting Review*, Vol. (86), No. (4), PP. 1255-1288.
- Chen, L., Feldmann, A., and Tang, O., (2015), The Relationship between Disclosures of Corporate Social Performance and Financial Performance: Evidences from GRI Reports in Manufacturing Industry, *International Journal of Production Economics*, Vol. (170), PP. 445-456.
- Chen, L., Sung, H., and Yang, J., (2017), (A), Ownership Structure, Corporate Governance and Investment Efficiency of Chinese Listed Firms, *Pacific Accounting Review*, Vol. (29), No. (3), PP. 266-282.
- Chen, L., Wang, Y., Lai, F., and Feng, F., (2017), (B), An Investment Analysis for China's Sustainable Development Based on Inverse Data Envelopment Analysis, *Journal of Cleaner Production*, Vol. (142), PP. 1638-1649.
- Cheng, F., Chiao, C., Fang, Z., Wang, C., and Yao, S., (2019), Raising Short-Term Debt for Long-Term Investment and Stock Price Crash Risk: Evidence from China, *Finance Research Letters*, Accepted Manuscript, PP. 1-9, Available at:doi:10.1016/j.frl.2019.05.018
- Cho, S., Chung, C., and Young, J., (2019), Study on the Relationship between CSR and Financial Performance, *Sustainability*, Vol. (11), No. (2), PP. 1-26.
- Cook, K., Romi, A., Sanchez, D., and Sanchez, J., (2018), The Influence of Corporate Social Responsibility on Investment Efficiency and Innovation, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. (46), PP. 494-537.
- Cormier, D., Ledoux, M. and Magnan, M. (2011), The Informational Contribution of Social and Environmental Disclosures for Investors, *Management Decision*, Vol. (49) No. (8), PP. 1276-1304.
- Cutillas, G., and Sanchez, P., (2014), Financial Reporting Quality, Debt Maturity and Investment Efficiency, *Journal of Banking and Finance*, Vol. (40), PP. 494-506.



- Dong, X., Dong, W., and Lv, X., (2020), Impact of Environmental Policy on Investment Efficiency: Evidence from the Oil and Gas Sector in Canada, *Journal of Cleaner Production*, Vol. (252), PP. 1-11.
- Fakhari, H., Rezaei, P., and Noroozi, M., (2017), Corporate Social Responsibility Disclosure and Investment Efficiency, *Journal of Financial Management Strategy*, Vol. (4), No. (15), PP. 85-106.
- Feng, Y., Chen, H., and Tang, J., (2018), The Impacts of Social Responsibility and Ownership Structure on Sustainable Financial Development of China's Energy Industry, *Sustainability*, Vol. (10), No. (2), PP. 1-15.
- Flostrand, P., and Storom, N., (2006), The Valuation Relevance of Non-Financial Information, *Management Research News*, Vol. (29), No. (9), PP. 580-597.
- Francis, J., Huang, S., Khurana, I., and Pereira, R., (2009), Does Corporate Transparency Contribute to Efficient Resource Allocation?, *Journal of Accounting Research*, Vol. (47), No. (4), PP. 943-989.
- Fraser, B., (2005), Corporate Social Reporting, *Internal Auditor*, Vol. (62), No. (1), PP. 42- 48.
- Galant, A., and Cadez, S., (2017), Corporate Social Responsibility and Financial Performance Relationship: a Review of Measurement Approaches, *Economic Research*, Vol. (30), No. (1), PP. 676-693.
- Garmaise, M., and Natividad, G., (2010), Information, the Cost of Credit, and Operational Efficiency: An Empirical Study of Microfinance, *Review of Financial Studies*, Vol. (23), No. (6), PP. 2560-2590.
- Global Reporting Initiative (GRI), (2018), Sustainability Reporting Guidelines (G4), Reporting Principles and Standard Disclosures, PP. 1-97, Available at:<https://www.globalreporting.org/>.
- Gonçalves, R., Medeiros, O., Niyama, J., and Weffort, E., (2013), Social Disclosure and Cost of Equity in Public Companies in Brazil, *Revista, Contabilidade and Finanças*, Vol. (24), No. (62), PP. 113-124.
- Goncalves, T., Gaio, C., and Costa, E., (2020), Committed vs. Opportunistic Corporate and Social Responsibility Reporting, *Journal of Business Research*, Accepted Manuscript, PP. 1-11, Available at:<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.01.008>
- Grosskurth, J., and Rotmans, J., (2005), The Scene Model: Getting A Grip on Sustainable Development in Policy Making, *Environment, Development and Sustainability*, Vol. (7), No. (1), PP. 135-151.
- Groysberg, B., Healy, P., Nohria, N., and Serafeim, G., (2011), What Factors Drive Analyst Forecasts?, *Financial Analysts Journal*, Vol. (67), No. (4), PP. 18-29.

- Habbash, M., (2016), Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Disclosure: Evidence from Saudi Arabia, *Social Responsibility Journal*, Vol. (12), No. (4), PP. 740-754.
- Hammami, A., and Zadeh, M., (2019), Audit Quality, Media Coverage, Environmental, Social, and Governance Disclosure and Firm Investment Efficiency: Evidence from Canada, *International Journal of Accounting and Information Management*, Vol. (28), No. (1), PP. 45-72.
- He, L., Liu, R., Zhong, Z., Wang, D., and Xia, Y., (2019), Can Green Financial Development Promote Renewable Energy Investment Efficiency?: A Consideration of Bank Credit, *Renewable Energy*, Vol. (143), PP. 974-984.
- Huang, C., (2010), Corporate Governance, Corporate Social Responsibility and Corporate Performance, *Journal of Management and Organization*, Vol. (16), PP. 641-655.
- Hussainey, K., and Walker, M., (2009), The Effects of Voluntary Disclosure and Dividend Propensity on Prices Leading Earnings, *Accounting and Business Research*, Vol. (39), No. (1), PP. 37-55.
- Ilychev, I., Repyeva, N., and Povysheva, E., (2015), Sustainable Development and Investment Efficiency, *Russian Journal of Industrial Economics*, Vol. (2), PP. 12-15.
- Kend, M., (2015), Governance, Firm-Level Characteristics and Their Impact on The Client's Voluntary Sustainability Disclosures and Assurance Decision, *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol. (6), No. (1), PP. 78-54.
- KPMG, (2011), KPMG International Survey of Corporate Responsibility Reporting 2011, KPMG International Cooperative, PP. 1-32.
- KPMG, (2013), KPMG International Survey of Corporate Responsibility Reporting 2013, KPMG International Cooperative, PP. 1-81.
- Lai, S., Liu, C., and Wang, T., (2013), Increased Disclosure and Investment Efficiency, *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, Vol. (21), No. (3), PP. 308-327.
- Lee, M., (2020), Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency: Evidence from an Emerging Asian Market, *DLSU Business and Economics Review*, Vol. (29), No. (2), PP. 1-16.
- Li, Y., He, J., and Xiao, M., (2019), Risk Disclosure in Annual Reports and Corporate Investment Efficiency, *International Review of Economics and Finance*, Vol. (63), PP. 138-151.
- Liu, L., and Tian, G., (2019), Mandatory CSR Disclosure, Monitoring and Investment Efficiency: Evidence from China, *Accounting and Finance*, Vol. (10), PP. 1-50.



- Lourenco, I., Branco, M., Curto, J., and Eugenio, T., (2011), How Does the Market Value Corporate Sustainability Performance?, *Journal of Business Ethics*, Vol. (108), No. (4), PP. 417-428.
- Michal, K., Tomasz, J., and Jacek, M., (2019), Capital Market Pressure, Real Earnings Management, and institutional Ownership Stability - Evidence from Poland, *International Review of Financial Analysis*, Accepted Manuscript, PP. 1-53, Available at: doi.org/10.1016/j.irfa.2019.01.009
- Mikolajek, G., (2016), The Relationship between Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance: Evidence from Empirical Studies, *Comparative Economic Research*, Vol. (19), No. (4), PP. 67-84.
- Moroney, R., Windsor, C., and Aw, Y., (2012), Evidence of Assurance Enhancing the Quality of Voluntary Environmental Disclosures: An Empirical Analysis, *Accounting and Finance*, Vol. (52), No. (3), PP. 903-939.
- Muttakin, M., and Khan, A., (2014), Determinants of Corporate Social Disclosure: Empirical Evidence from Bangladesh *Advances in Accounting*, Vol. (30), No. (1), PP. 168-175.
- Naeem, K., and Li, M., (2019), Corporate Investment Efficiency: The Role of Financial Development in Firms with Financing Constraints and Agency Issues in OECD Non-Financial Firms, *International Review of Financial Analysis*, Vol. (62), PP. 53-68.
- Nekhili, M., Nagati, H., Chtioui, T., and Rebolledo, C., (2017), Corporate Social Responsibility Disclosure and Market Value: Family versus Nonfamily Firms, *Journal of Business Research*, Vol. (77), PP. 41-52.
- Organization for Economic Co-operation and Development (OECD), (2008), Sustainable Development: Linking Economy, Society, Environment, *OECD Insights*, PP. 1-148.
- Oyewumi, O., Ogunmeru, O., and Oboh, C., (2018), Investment in Corporate Social Responsibility, Disclosure Practices, and Financial Performance of Banks in Nigeria, *Future Business Journal*, Vol. (4), No. (2), PP. 195-205.
- Papoutsis, A., Sodhi, M., (2020), Does Disclosure in Sustainability Reports Indicate Actual Sustainability Performance?, *Journal of Cleaner Production*, Vol. (260), PP. 1-33.
- Personne, K., and Paajarvi, K., (2013), Financial Analysts' Forecast Precision: Swedish Evidence, *Auditing and Business Analysis*, Uppsala University Publications, PP. 1-57, Available at: <https://www.diva-portal.org/>
- Qiu, Y., Shaikat, A., and Tharyan, R., (2016), Environmental and Social Disclosures: Link with Corporate Financial Performance, *The British Accounting Review*, Vol. (48), No. (1), PP. 102-116.

- Rad, S., Embong, Z., Mohd, S., and Jaffar, R., (2016), Financial Information Quality and Investment Efficiency: Evidence from Malaysia, *Asian Academy of Management, Journal of Accounting and Finance (AAMJAF)*, Vol. (12), No. (1), PP. 129-151.
- Ren, S., Wei, W., Sun, H., Xu, Q., Hu, Y., and Chen, X., (2020), Can Mandatory Environmental Information Disclosure Achieve a Win-win for a Firm's Environmental and Economic Performance?, *Journal of Cleaner Production*, Vol. (250), PP. 1-28.
- Renard, Y., Siew, M., and David, G., (2013), The Relationship between Sustainability Practices and Financial Performance of Construction Companies, *Smart and Sustainable Built Environment*, Vol. (2), No. (1), PP. 6-27.
- Rezaei, Y., (2017), Corporate Social Responsibility Disclosure and Investment Efficiency, *Journal of Financial Management Strategy*, Vol. (4), PP. 85-106.
- Rodriguez, F., (2016), Social Responsibility and Financial Performance: the Role of Good Corporate Governance, *BRQ Business Research Quarterly*, Vol. (19), No. (2), PP. 137-151.
- Samet, M., and Jarboui, A., (2017), How Does Corporate Social Responsibility Contribute to Investment Efficiency? *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. (40), PP. 33-46.
- Schonborn, G., Berlin, C., Pinzone, M., Hanisch, C., Georgoulas, K., and Lanz, M., (2019), Why Social Sustainability Counts: The Impact of Corporate Social Sustainability Culture on Financial Success, *Sustainable Production and Consumption*, Vol. (17), PP. 1-10.
- Schuler, D., and Cording, M., (2006), A Corporate Social Performance-Corporate Financial Performance Behavioral Model for Consumers, *Academy of Management Review*, Vol. (31), No. (3), PP. 540-558.
- Soliman, M., El Din, M., and Sakr, A., (2012), Ownership Structure and Corporate Social Responsibility (CSR): An Empirical Study of the Listed Companies in Egypt, *The International Journal of social Science*, Vol. (5), No. (1), PP. 63-74.
- Tran, Q., (2020), Creditor Protection, Shareholder Protection and Investment Efficiency: New Evidence, *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. (5), PP. 1-14.
- Wang, F., Zhu, Z., and Hoffmire, J., (2015), Financial Reporting Quality, Free Cash Flow, and Investment Efficiency, *SHS Web of Conferences*, Vol. (17), PP. 1-10.
- Wang, L., (2018), Which Firm Characteristics Affect Foreign Analyst Coverage?: Evidence from the Taiwan Stock Market, *Journal of Mathematical Finance*, Vol. (8), PP. 64-85.



- Wang, S., Wang, H., Wang, J., and Yang, F., (2020), Does Environmental Information Disclosure Contribute to Improve Firm Financial Performance?: An Examination of the Underlying Mechanism, *Science of the Total Environment*, Vol. (714), PP. 1-11.
- Whiting, R., and Woodcock, J., (2011), Firm Characteristics and Intellectual Capital Disclosure by Australian Companies, *Journal of Human Resource Costing and Accounting*, Vol. (15), No. (2), PP. 102-126.
- Xuemei, G., Guixian, T., and Guoshuang, T., (2019), The Mediating Effect of Corporate Social Responsibility on Governance Structure and Investment Efficiency Based on PLS-SEM, *Ekoloji*, Vol. (107), PP. 3579-3591.
- Yang, X., Cao, D., Andrikopoulos, P., Yang, Z., and Bass, T., (2020), Online Social Networks, Media Supervision and Investment Efficiency: An Empirical Examination of Chinese Listed Firms, *Technological Forecasting and Social Change*, Vol. (154), PP. 1-12.
- Yeh, C., Lin, F., Wang, T., and Wu, C., (2020), Does Corporate Social Responsibility Affect Cost of Capital in China?, *Asia Pacific Management Review*, Vol. (25), No. (1), PP.1-12.
- Zhao, T., and Xiao, X., (2019), The Impact of Corporate Social Responsibility on Financial Constraints: Does the Life Cycle Stage of a Firm Matter?, *International Review of Economics and Finance*, Vol. (63), PP. 76-93.
- Zhong, M., and Gao, L., (2017), Does Corporate Social Responsibility Disclosure Improve Firm Investment Efficiency?, *Review of Accounting and Finance*, Vol. (16), No. (3), PP. 348-365.

ملاحق البحث

ملحق رقم (1)

"قائمة بأسماء شركات عينة الدراسة الميدانية"

م	شركات مدرجة بمؤشر S&P-EGX ESG	م	شركات غير مدرجة بمؤشر S&P-EGX ESG
1	امار مصر للتنمية.	27	أبو قير للأسمدة.
2	البويات والصناعات الكيماوية (باكين).	28	أسمنت سيناء.
3	الحديد والصلب المصرية.	29	أسيك للتعدين (اسكوم).
4	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار	30	الإسكندرية للزيوت المعدنية.
5	العربية للإسمنت.	31	الإسكندرية للغزل والنسيج.
6	القابضة المصرية الكويتية.	32	الجيزة العامة للمقاولات.
7	القلعة للاستشارات المالية.	33	الدلتا للسكر .
8	المجموعة المالية هيرمس القابضة.	34	الدولية للمحاصيل الزراعية.
9	المصرية لخدمات النقل (إيجيترانس).	35	السويدي للكابلات.
10	المصرية للاتصالات.	36	الشرقية للدخان.
11	النساجون الشرقيون للسجاد.	37	الشمس للإسكان والتعمير .
12	اوراسكوم للإنشاء والصناعة.	38	الصعيد العامة للمقاولات.
13	اوراسكوم للاستثمار القابضة.	39	العربية بوليفارا للغزل والنسيج.
14	اوراسكوم للتنمية مصر .	40	العربية لحليج الأقطان.
15	إيديتا للصناعات الغذائية.	41	العز الدخيلة للصلب.
16	بالم هيلز للتعمير .	42	العز لحديد التسليح.
17	جلوبال تيلكوم القابضة.	43	العز للبورسلين (الجوهرة).
18	جھينة للصناعات الغذائية.	44	الكابلات الكهربائية المصرية.
19	غبور للسيارات (جي بي أوتو).	45	المتحدة للإسكان والتنمية.
20	راية القابضة للاستثمارات المالية.	46	المصرية الدولية للصناعات الدوائية.
21	راية لخدمات مراكز الاتصالات.	47	المصريين للإسكان والتنمية والتعمير (أيكون).
22	سيدي كرير للبتروكيماويات.	48	النيل لحليج الأقطان.
23	شركة مستشفى كليوباترا.	49	جنوب الوادي للإسمنت.
24	مجموعة بورتو القابضة (بورتو جروب).	50	مصر الجديدة للإسكان والتعمير .
25	مجموعة عامر القابضة (عامر جروب)	51	مصر بني سويف للإسمنت.
26	مدينة نصر للإسكان والتعمير	52	مصر للإسمنت (قنا).