



جامعة دمنهور  
Damanhour University



# مجلة الدراسات التجارية والإدارية

المجلد السادس – العدد الأول

يناير 2025

أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على تكلفة التمويل بالملكية: دليل من الشركات المقيدة  
بالبورصة المصرية

محمد صلاح احمد الصاوي – باحث ماجستير

البنك الزراعي المصري

[Mohamed.alsawi98@gmail.com](mailto:Mohamed.alsawi98@gmail.com)

**المخلص:**

تناولت هذه الدراسة أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية (CSR) على تكلفة التمويل بالملكية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية. اعتمد البحث على تحليل بيانات 87 شركة خلال الفترة من 2018 إلى 2023، مستخدمًا نماذج الانحدار المتعدد لإختبار العلاقة بين الإفصاح الاجتماعي وتكلفة التمويل. وقد أظهرت النتائج أن الشركات التي تفصح بشكل أكبر عن ممارساتها الاجتماعية تتمتع بتكلفة تمويل أقل، مما يشير إلى أن الإفصاح يعزز من ثقة المستثمرين ويقلل من المخاطر المرتبطة بالاستثمار في هذه الشركات .

**Abstract**

This study examined the impact of social responsibility (CSR) disclosure on the cost of equity financing in companies listed on the Egyptian Stock Exchange. The research relied on analyzing data for 87 companies during the period from 2018 to 2023, using multiple regression models to test the relationship between social disclosure and the cost of equity financing. The results showed that companies that disclose more about their social practices have a lower cost of financing, which indicates that disclosure enhances investor confidence and reduces the risks associated with investing in these companies .

**1: مقدمة:**

تلعب المعلومات المحاسبية دورًا حاسمًا في اتخاذ القرارات المالية، لكن التركيز التقليدي كان دائمًا على المعلومات المالية مع إغفال الأبعاد غير المالية مثل المسؤولية الاجتماعية للشركات. في السنوات الأخيرة، زاد الإهتمام بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، حيث يُعتقد أن هذا الإفصاح يمكن أن يؤثر بشكل إيجابي على تكلفة التمويل بالملكية من خلال تحسين شفافية الشركة وزيادة ثقة المستثمرين.

في هذا السياق، تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على تكلفة التمويل بالملكية في الشركات المصرية المدرجة في البورصة.

**مشكلة البحث:** في ظل تناقض نتائج الدراسات السابقة حول العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتكلفة التمويل بالملكية، تبرز الحاجة إلى مزيد من البحث لفهم هذه العلاقة في السياق المصري. ولذلك تسعى هذه الدراسة إلى سد الفجوة في الأدبيات من خلال تقديم أدلة تطبيقية من الشركات المصرية.

**أهداف البحث:** يهدف هذا البحث إلى ما يلي:

- تحليل العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتكلفة التمويل بالملكية.
- دراسة تأثير الأبعاد المختلفة للإفصاح (البيئية، المجتمعية، والموارد البشرية) على تكلفة التمويل.
- اختبار تأثير المتغيرات الرقابية مثل حجم الشركة وربحيتها على العلاقة بين الإفصاح وتكلفة التمويل.

**الفجوة البحثية:** رغم أن الدراسات السابقة قدمت أدلة قوية على العلاقة بين الإفصاح الاجتماعي وتكلفة التمويل، إلا أن هناك نقصاً في الأدلة التطبيقية التي تتناول السياق المصري بشكل خاص. تتناول هذه الدراسة هذه الفجوة من خلال اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتكلفة التمويل بالملكية في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مستفيدة من الأدوات المنهجية الحديثة لتحليل البيانات .

**المنهجية وتصميم الدراسة:** اعتمدت الدراسة على المنهج التحليلي الوصفي لتحليل العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتكلفة التمويل بالملكية. كما تم استخدام نموذج الإنحدار المتعدد لاختبار الفروض المتعلقة بأثر الإفصاح على تكلفة التمويل، مع الأخذ في الاعتبار المتغيرات الرقابية مثل حجم الشركة، وربحيتها، ونوع الصناعة .

## 2: مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) :

تُشير المسؤولية الاجتماعية للشركات إلى التزام المؤسسات التجارية بتحقيق التوازن بين الأهداف الاقتصادية والمجتمعية والبيئية. وقد ظهر مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات كأحد أهم إهتمامات الإدارة وأصبح موضوعاً مهماً للنقاش العلمي نظراً لزيادة الوعي والإهتمام لدى أصحاب المصالح والأكاديميين والهيئات التنظيمية ، ونتيجة لذلك تُفصح الشركات بشكل متزايد عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية لديها لإرضاء أصحاب المصالح وتوصيل الصورة الإيجابية عن الشركة حيث يساهم الإفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية في تحسين صورة الشركة ، وتعزيز شفافيتها ، وتعزيز ثقة

المستثمرين في قرارات الإستثمار بتلك الشركة ، كما تعتبر ممارسات المسؤولية الإجتماعية للشركات من المعايير الهامة للتنمية المستدامة للأعمال وخلق القيمة (Ehsan et al., 2018; Xu., et al 2015).

تُعتبر المسؤولية الاجتماعية أحد الموضوعات الحديثة التي تساهم في خلق بيئة عمل قادرة على التطور السريع في مختلف الجوانب الإقتصادية والتكنولوجية والإجتماعية ، وقد أصبح مفهوم المسؤولية الإجتماعية من التطورات التي تهتم الشركات وتدخل في نطاق ممارساتها ، حيث لم يعد تقييم الشركات في القطاع الخاص على أساس ربحيتها فقط ، فقط وذلك مع إنتشار العولمة وتوسع الشركات حيث أصبح هناك مستوى وعي أعلى حول أهمية دورها في المجتمع ، كما لم يعد إعتداد تلك الشركات في بناء سمعتها على مراكزها المالية فقط ، بل أصبحت الشركات تدرك ضرورة التوسع في أنشطتها لتتضمن ما هو أكثر من الأنشطة الإنتاجية ، لتشمل قضايا المجتمع وقضايا البيئة ، وضرورة الأخذ بعين الإعتبار العوامل الثلاثة التي أشار إليها مجلس الأعمال العالمي للتنمية المستدامة وهي النمو الإقتصادي والرفاهية الإجتماعية وحماية البيئة ( أبو ملوح ، 2017). ولا تزال المسؤولية الإجتماعية في مرحلة النمو ومن الصعوبات التي واجهت دراسة المسؤولية الإجتماعية للشركات هي عدم وجود توافق في الآراء حول تعريف الظاهرة وتوحيد النظرية والمقاييس والأساليب التجريبية غير المتطورة ، وترجع صعوبات تحديد المسؤولية الإجتماعية للأعمال جزئياً إلى تباين أصول المفهوم ومبرراته ( Höllerer et al. , 2012 ) .

وقد تطور مفهوم المسؤولية الاجتماعية ليشمل مجموعة واسعة من الممارسات التي تعزز من رفاهية المجتمع، وتقلل من الأضرار البيئية. حيث شهد القرن الحالي تغيرات في مفهوم وأبعاد المسؤولية الإجتماعية للشركات من مجرد الإهتمام بالنواحي البيئية والخيرية إلى ضرورة توفير آليات فعالة لتحديد والتغلب على المشكلات وتحقيق المنافع الإجتماعية من أجل تحقيق أهداف التنمية المستدامة في المجتمعات التي تعمل بها ، وبالتالي فإن أي شركة تسعى للبقاء والإستمرار علي المدى البعيد يتطلب منها أن تساهم في تلبية إحتياجات المجتمع والمساهمة في حل مشاكله حيث أن الإدارة الناجح هي التي تدرك حقيقة أن كون إزدهارها اليوم لا يعني ضمانها للمستقبل إن لم تحقق الشركة التفاعل والمواكبة للمتطلبات المجتمع والبيئة ومتغيراتها (العجوري ،2017). وفي ظل إهتمام الهيئات الحكومية والمساهمين وإهتمام وسائل الإعلام، أصبحت المسؤولية الإجتماعية للشركات أولوية لا مفر منها لإدارة الأعمال في كل بلد et (Feng al., 2015) .

وقد تناولت العديد من الدراسات مفهوم المسؤولية الاجتماعية، فعلى سبيل المثال أوضحت دراسة ( Liang & Renneboog, 2020 ) أن المسؤولية الإجتماعية للشركات تُشير إلى دمج الإعتبارات البيئية والإجتماعية والحوكمة في إدارة الشركات ، وإتخاذ القرارات المالية، وقرارات محافظ

المستثمرين . ومن المتوقع من الشركات ذات المسؤولية الاجتماعية أن تستوعب العوامل الخارجية التي تُسببها، وتكون مستعدة للخضوع للمساءلة أمام المساهمين وكذلك أمام مجموعة أوسع من أصحاب المصالح (الموظفين والعملاء والموردين والمجتمعات المحلية).

وقد عرفت دراسة ( Perks et al ., 2013 ) المسؤولية الاجتماعية للشركات على أنها الطريقة التي تحاول بها المنظمة تحقيق التوازن بين الضروريات الاقتصادية والبيئية والاجتماعية دون التخلي عن توقعات المساهمين .عرفتها دراسة ( Höllerer et al., 2012 ) بأنها مصطلح محدد بشكل غامض للمفهوم الواسع لسلوك الأعمال الذي يتوافق مع التوقعات الاجتماعية للنزاهة والشفافية والعدالة والقيم الاجتماعية المقبولة بشكل عام . كما عرفها مجلس الأعمال العالمي للتنمية المستدامة بأنها "إلتزام شركات الأعمال بالسلوك الأخلاقي وبالمساهمة في التنمية الاقتصادية وفي الوقت ذاته تحسين نوعية حياة القوي العاملة وأسرهم فضلاً عن المجتمعات المحلية والمجتمع عامة " (عسيري، 2011، Höllerer et al. , 2012). أيضاً عرفها البنك الدولي بأنها " إلتزام أصحاب الأنشطة التجارية بالمساهمة في التنمية المستدامة أو من خلال العمل مع موظفيهم وعملائهم والمجتمع المحلي والمجتمع ككل لتحسين مستوى المعيشة بأسلوب يخدم التنمية والتجارة في وقت واحد بما يعني الوسائل التي تدمج فيها شركات الأعمال أنشطتها البيئية والاجتماعية ضمن قيمها وثقافتها المؤسسية وآليات صنع القرار في إطار من الشفافية والمحاسبة بما يكرس ممارسات المؤسسة لتعظيم الثروة وتطور المجتمع وتحقيق التنمية المستدامة " (العذري ، 2015) .

فقد أصبحت لوائح سوق رأس المال الدولية، والقوانين الحكومية، والسياسات البيئية، وقوانين العمل، ومعايير إعداد التقارير المالية تدعم من المسؤوليات الاجتماعية للشركات، إلى جانب الإستثمار في المسؤولية الاجتماعية للشركات والتي تُعتبر أحد الطرق لتقليل تكلفة التمويل والحفاظ على الميزة التنافسية (Feng et al., 2015). وتحتاج الشركات إلى الحصول على موافقة المجتمع وذلك بالإمتثال إلى قيم هذا المجتمع وهذه الموافقة أساسية لأنها ستضمن وجود الشركات وإستمراريتها بينما عدم الإمتثال سيتم فرض عقوبات من قبل المجتمع ، مما قد يؤدي ذلك لفشل هذه الشركات؛ وبالتالي فإن إستمرارية العمل مشروط بالتواصل الإجتماعي الجيد وعدم المساس بقيم المجتمع الذي تعمل فيه وتحقيق صورة أفضل من خلال تعزيز الشرعية التي تحمل الوعد بتخفيض تكلفة رأس المال (Khancheh et al ., 2022) .

كما أن أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات تعمل على تحسين معنويات الموظفين وتساعد في تلبية مطالب النقابات العمالية، وتوفير رعاية صحية أفضل ، وإستحقاقات تقاعد أفضل، ودفع أجور أعلى من مستوى السوق، مما يؤدي إلى زيادة إنتاجية الموظفين وهذا بدوره يساعد الشركات على بناء سمعتها

كصاحب عمل جيد، مما يجذب المواهب الأفضل ويحفز الموظفين وبالتالي تحسين الأداء التشغيلي الذي يؤدي بدوره إلى زيادة الربحية بالإضافة إلى زيادة القيمة السوقية للشركات (Malik, 2015). علاوة على أن الشركات التي تتمتع بتصنيفات أفضل في مجال المسؤولية الاجتماعية للشركات تقدم تمويلاً أرخص للأسهم، حيث أن الإستثمار في تحسين علاقات المسؤولية الاجتماعية بين الموظفين، والسياسات البيئية، وتحسين إستراتيجيات المنتجات يسهم بشكل كبير في خفض تكاليف حقوق الملكية التي تتحملها الشركات (Reverte, 2012).

وتُحفز النظرة الإستراتيجية للمستثمر طويلة الأجل الشركات للإستثمار بقدر أكبر بكثير في أنشطة المسؤولية الاجتماعية، حيث يضمن أصحاب الملكية الكبيرة على المدى الطويل، أن المديرين لا يزيدون الإستثمار في المسؤولية الاجتماعية للشركات بشكل عشوائي، بل إن المديرين يتبعون إستراتيجية المسؤولية الاجتماعية التي تُقلل من مخاطر الحوادث المكلفة، كما يعتقدون أن المسؤولية الاجتماعية للشركات هي في مصلحتهم على المدى الطويل إذا كانت تمنع وقوع الحوادث (Gloßner, 2019). كما أن التصنيفات البيئية والاجتماعية وحوكمة الجيدة للشركات تؤدي إلى تقليل مخاطر إنهيار أسعار الأسهم (Harjoto and Jo, 2011، Feng et al., 2022). وغالباً ما تستخدم الشركات المسؤولية الاجتماعية للشركات كأداة إستراتيجية لتعزيز قيمة الشركة، حيث أن الشركات التي تتمتع بأداء قوي في مجال المسؤولية الاجتماعية للشركات لديها إمكانيات أكبر لزيادة قيمة حقوق المساهمين بالإضافة إلى قيمة حقوق أصحاب المصالح الآخرين (Malik, 2015). حيث تتمثل المسؤولية الأساسية للشركات في تحقيق الربح وعائد لائق على الإستثمار لمساهميها، وبالتالي فإن الربحية هي شرط لا غنى عنه للمسؤولية الاجتماعية الفعالة للشركات وتتمثل المسؤولية الاجتماعية الأولى في تحقيق أرباح كافية لتغطية تكاليف المستقبل، وإذا لم يتم الوفاء بهذه المسؤولية الاجتماعية، فلا يمكن الوفاء بأي "مسؤولية اجتماعية" أخرى، ولقد أصبح ضرورياً بشكل متزايد بسبب البيئة المتغيرة التي تعمل بها الشركات أن تقف المسؤوليات الأخلاقية على قدم المساواة مع المسؤوليات الإقتصادية والقانونية كأساس لنجاح الأعمال التجارية، وبالتالي ينبغي إعتبار المسؤولية الاجتماعية للشركات حقيقية إذا كانت المسؤولية الاجتماعية للشركات التي تفصح عنها الشركة في الواقع عبارة عن إستراتيجية عمل مقنعة تهدف إلى زيادة الأرباح، أو حصة السوق، أو المركز التنافسي، ومع إرتفاع التوقعات المجتمعية للشركة، فإن العقوبات التي يُفرضها أصحاب المصالح بسبب هفوات المسؤولية الاجتماعية للشركات ستصبح باهظة (Höllerer et al., 2012).

يمكن إستخدام المسؤولية الاجتماعية الخارجية للشركات كأشارة إلى جودة المنتج غير الواضحة، ومن ناحية أخرى يمكن للمسؤولية الاجتماعية الداخلية للشركات (تلك الممارسات التجارية التي لها تأثير

إجتماعي على أصحاب المصالح الداخليين، وخاصة الموظفين مثل ممارسات الموارد البشرية عالية الالتزام مثل التدريب، وإستقرار العمل، ومشاركة الموظفين، والأجور المرتفعة) أن تحسن إنتاجية العمل في الشركة ، خاصة في الشركات التي تقدم خدمات عالية الجودة ، كما توصلت إلي أن المسؤولية الإجتماعية للشركات قد تكون بمثابة أداة لإستراتيجية تمييز المنتجات الخاصة بالشركة ، كما توصلت إلي أن المسؤولية الإجتماعية للشركات الداخلية والخارجية تعلمان على تحسين جودة منتج الشركة ووجود تكامل بين المسؤولية الإجتماعية الداخلية والخارجية للشركات (حيث يعزز كل منهما الآخر) في تحسين جودة المنتج . فإذا كان المستهلكون يقدررون المزيد من ممارسات المسؤولية الإجتماعية للشركات عندما يتم توفيرها من قبل شركة تبيع سلعاً عالية الجودة، فيمكن إستخدام هذه المسؤولية التي يمكن ملاحظتها كأشارة لتقليل عدم تماثل المعلومات المتعلق بالجودة، مما يعزز الرفاهية الإجتماعية حتى عندما تكون تكلفة تلك المسؤولية أعلى من فوائدها الإجتماعية المباشرة (تقييم المستهلك). كما أن الدور الذي تلعبه المسؤولية الاجتماعية للشركات في إستراتيجيات تمييز منتجات الشركات يقدم تفسيراً رئيسياً للدور المتزايد الذي تلعبه المسؤولية الإجتماعية للشركات في الجهود التسويقية للعديد من الشركات Calveras ( et al., 2018) .

ومن المرجح أن تكون أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات مصدراً لخلق القيمة عندما لا يتجاوز الإستثمار في المسؤولية الاجتماعية للشركات مستوى معيناً ، ومع ذلك وبمجرد أن يتجاوز الإستثمار في المسؤولية الاجتماعية هذا المستوى، فإن المديرين فقط يستفيدون منه دون خلق أي قيمة إضافية للشركة ، كما إن الشركات التي تشارك طوعاً في المزيد من أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات تتكبد تكاليف أعلى؛ ولذلك فإن الشركات التي حصلت على درجات أعلى في المسؤولية الاجتماعية إستثمرت المزيد من الموارد المالية في المسؤولية الاجتماعية للشركات مقارنة بتلك التي حصلت على درجات أقل في المسؤولية الاجتماعية للشركات ومن ثم يمكن أن تكون المسؤولية الإجتماعية للشركات مصدراً لتدمير القيمة ( Benlemlih et al., 2021) .

فقد أصبح تحقيق المسؤولية الاجتماعية للشركات جزءاً مهماً من عملياتها وله درجة من ارتباط مع تكاليف التشغيل وتكاليف رأس المال ، فعندما تُهمل الشركات المسؤولية الاجتماعية يمكن أن يؤدي ذلك إلى حدوث حالات عدم يقين أثناء العمليات، كما قد يؤدي إلى مواقف غير متوقعة ، ودعاوى قضائية، وتعويضات، مما يزيد من تكاليف التشغيل (Chen et al., 2020) . وبالتالي فلم يعد الإهتمام بالمسؤولية الاجتماعية مجرد دعوة توجهها الحكومات والمؤسسات الدولية إلى الشركات للقيام بالممارسات الإجتماعية بدافع أخلاقي بل أصبحت أحد الأبعاد الأساسية في إستراتيجياتها وتحقيق ميزة تنافسية في ظل العولمة (الشويمان، 2012، مليجي، 2014؛ ابراهيم، 2014) . خاصة بعد إدراك الإدارة

لأثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على إستمرارية الشركات وتحسين أدائها وتعظيم ربحيتها وتقليل تكاليفها (عبدالحميم ، 2018) .

وبالرغم من ذلك ينظر العديد من الأشخاص إلى بعض ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات الخارجية على أنها وسيلة للتحايل التسويقي ومع ذلك قد تخلق المسؤولية الاجتماعية للشركات قيمة إجتماعية ، وحتى عندما لا يعوض تقييم المستهلك المباشر لممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات الخارجية عن تكاليفها، فأنها قد تعزز الرفاهية الاجتماعية من خلال تسهيل توفير منتج عالي الجودة ولكي يحدث هذا يتعين أن تكون في بيئة لا تكون فيها المعلومات المتعلقة بجودة المنتج غير المتماثلة (Calveras et al., 2018) . ويرى البعض أن المديرين وكبار المساهمين يحصلون على فوائد شخصية من المسؤولية الاجتماعية عند مستويات الملكية العالية فيتحملون المزيد من التكاليف المرتبطة بالمسؤولية الاجتماعية للشركات ولكن في مرحلة ما، يؤدي التأثير الهامشي للجنية الإضافي من نفقات المسؤولية الاجتماعية للشركات إلى تقليل ثروة المساهمين، وبالتالي يجب أن يكون المستوى المحدد لنفقات المسؤولية الاجتماعية للشركات متنسفاً مع هذه الأهداف وإستجابة للتغيرات في توقعات أصحاب المصالح ، ومع ذلك فإن المديرين وكبار المساهمين قد يكون لديهم حافز لزيادة نفقات المسؤولية الاجتماعية للشركات إلى مستوى أعلى من الحد الذي يزيد من قيمة الشركة إلى الحد الأقصى إذا حصلوا على المنفعة من التصنيف العالي للمسؤولية الاجتماعية لشركاتهم ، بما يؤدي الي تعزيز سمعتهم كأفراد يحترمون موظفيهم ومجتمعاتهم وبيئتهم (Barnea et al., 2010) .

كما أن العديد من إستثمارات المسؤولية الاجتماعية للشركات لا تتماشى مع مصالح المساهمين بل يتم إجراؤها لتحقيق المنفعة الخاصة لمديري الشركات إما لأنهم يعتقدون أن لديهم إلتزاماً أخلاقياً أو يعتقدون أن هذه الإستثمارات تعزز سمعتهم الشخصية (Breuer et al ., 2018) . كما أن المسؤولية الوحيدة للشركات هي الربح وتعظيم التفضيلات العامة وأن التفضيلات العامة تعني ضمناً أن الحكومات وليس الشركات هي التي ينبغي لها إدارة العوامل الخارجية وتوفير المنافع العامة وأن الدولة هي التي تقوم بتصحيح إخفاقات السوق والعوامل الخارجية التي تضر بالكفاءة ( Friedman . 1970 )

ويتوقع من قيام الشركات بتفعيل مسؤوليتها الاجتماعية تجاه المجتمع كأحد أنشطتها وعملياتها إلى تحسين الأداء المالي وزيادة ولاء العملاء ، إلى جانب ذلك فإن أثر المسؤولية الاجتماعية للشركات يبلغ أثره إلى القيمة السوقية لتلك الشركات الأمر الذي ينعكس إيجابياً على أسعار الأسهم ، وقد لوحظ في الوقت الحاضر زيادة الإهتمام من قبل الشركات بكافة أنشطتها بالإلتزام بالمسؤولية الاجتماعية إستجابة لتوقعات عملائها ، حيث تُطبق الشركات أنشطة المسؤولية الاجتماعية لتحقيق أهدافاً مختلفة منها تحسين

صورة الشركة ، وتعزيز الروح المعنوية للموظفين فيها ، والمحافظة على الموظفين داخل الشركة وعدم تركهم للعمل ، وبناء علاقات جيدة مع الحكومات والمجتمعات المحلية ، والإستجابة للتوقعات المتزايدة للعملاء والفئات الإجتماعية (أبو ملوح ، 2017) .

إن الزيادة في نفقات المسؤولية الإجتماعية للشركات قد تكون متسقة مع تعظيم قيمة الشركة إذا كان ذلك إستجابة للتغيرات في تفضيلات أصحاب المصالح، كما قد يسعى المديرون وكبار المساهمي إلى الإفراط في الإستثمار في المسؤولية الإجتماعية لمصلحتهم الخاصة إلى الحد الذي يجعل القيام بذلك يحسن سمعتهم على أنهم جيدون (Barnea et al., 2010). وعليه فمن المهم أن تقوم الشركة بتعريف المستثمرين وأصحاب المصالح بأنشطتها البيئية والإجتماعية ، حيث أظهرت الشركات التي تهتم برفاهية موظفيها والمجتمع وتعمل على حماية البيئة التي تعمل بها وأفصحت عن هذه النفقات كانت تكلفة حقوق الملكية لرأس المال لديها أقل من الشركات الأخرى التي لا تهتم بالمسؤولية الاجتماعية ( Et ., 2011 ، El Ghoual al ، Dhaliwal et al. 2011 ، Attig et al ., 2013 ، Feng et al., 2015 ؛ Du et al ., 2017 ؛ Dhaliwal et al., 2017 ؛ El Ghoual Et al ., 2018 ) .

مما سبق يتضح أن هناك رأيان يعكسان الإختلاف حول المسؤولية الإجتماعية للشركات، فمن وجهة نظر الحوكمة الرشيدة للمسؤولية الاجتماعية أن الشركات المسؤولة إجتماعيا التي تعزز الجهود للمساعدة في حماية البيئة، وتسعى لتحقيق المساواة الإجتماعية، وتحسين العلاقات المجتمعية، يمكنها من تعظيم القيمة. ووجهة النظر المعاكسة تُؤيد الإدعاء الشهير الذي قدمه الإقتصادي الأمريكي ميلتون فريدمان بأن المسؤولية الوحيدة للشركات هي تحقيق الأرباح وتكون المسؤولية الاجتماعية مجرد مظهر من مظاهر مشاكل الوكالة الإدارية داخل الشركة .

وحيث أفادت دراسات سابقة أن المناقشات حول المسؤوليات الإجتماعية للشركات تفتقر إلى الدقة، وأن إستخدام عباءة المسؤولية الاجتماعية يضر بشكل واضح بأسس المجتمع الحر، ففي المجتمع الحر هناك مسؤولية إجتماعية واحدة فقط للشركات وهي إستخدام مواردها والإنخراط في الأنشطة التي تهدف إلى زيادة أرباحها طالما أنها تظل ضمن قواعد السوق ، أي أنها تشارك في منافسة مفتوحة وحرّة دون خداع أو إحتيال ، ففي نظام الملكية الخاصة للمؤسسات الحرّة، يكون المدير التنفيذي للشركة هو موظف لدى أصحاب الشركة ولديه مسؤولية مباشرة تجاه أصحاب العمل وتتمثل هذه المسؤولية في إدارة العمل وفقاً لرغباتهم، والتي تتمثل بشكل عام في جني أكبر قدر ممكن من المال بوسائل مطابقة للقواعد الأساسية للمجتمع، سواء تلك التي يجسدها القانون أو تلك التي يجسدها العرف الأخلاقي (Friedman, 2007). لذا تسعى الدراسة الحالية إلي ضرورة بيان تأثير الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية علي

تكلفة التمويل بالملكية في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية كأحد أهم المحددات التي تعتمد عليها الشركات في تعظيم أرباحها وإستدامتها وإتخاذ قرارات صائبة فيما يخص التمويل .

### 3: أهداف وأنشطة المسؤولية الإجتماعية:

تتمثل أهداف المسؤولية الإجتماعية في الإفصاح عن الأنشطة التي تقوم بها الشركة والتي لها آثار إجتماعية وذلك بتوفير البيانات الملائمة عن المسؤولية الإجتماعية وإيصال هذه البيانات إلى الأطراف المستفيدة الداخلية والخارجية لإظهار مدى مساهمة الشركة في تحقيق الأهداف الإجتماعية من أجل ترشيد القرارات المتعلقة بتوجيه الأنشطة الإجتماعية وتحديد النطاق الأمثل لها سواء أكان ذلك من وجهة نظر الإدارة أم من وجهة نظر المجتمع بما يعظم المنفعة العامة والخاصة (زلوم ، ٢٠١١ ؛ العجوري ، 2017 )، واثبات القدرة على تقديم المنتج او الخدمة بما يتفق مع متطلبات العملاء ، زيادة رضا العملاء والعاملين عن طريق التنفيذ الفعال للنظام ، تحسين القدرات والأداء العام لتلبية إحتياجات أصحاب المصالح ، تقليل المخاطر التي من الممكن أن يتعرض لها المجتمع المحيط بالشركة ، إظهار للفئات المستفيدة أن سياسات المؤسسة تتوافق مع الحقوق الأساسية للعمال ، المساعدة في تطوير حوار أكثر فاعلية مع الأطراف المستفيدة لتحقيق التوازن بين الأداء الإجتماعي والإقتصادي والبيئي.

**وفيما يتعلق بأنشطة ومجالات المسؤولية الإجتماعية،** فقد حددت المفوضية الأوروبية مفهوم المسؤولية الإجتماعية للشركات كنموذج تستخدمه الشركات على أساس طوعي تمامًا متجاوزًا مجرد الإمتثال للمتطلبات القانونية وتوقعات السوق من أجل دمج مختلف القضايا الإجتماعية والإهتمامات البيئية ومصالح أصحاب المصالح من خلال إعلان مسؤوليتها الإجتماعية والإهتمام طوعًا بالإلتزامات تتجاوز المتطلبات التنظيمية والتقليدية المشتركة، والتي يتعين عليها إحترامها على أي حال ، والتي تسعى الشركات إلى رفع معايير التنمية الإجتماعية وحماية البيئة وإحترام الحقوق الأساسية وتبني الحوكمة الجيدة ، والتوفيق بين مصالح مختلف أصحاب المصالح في نهج شامل للجودة والإستدامة ، كما أشارت إلي إن المسؤولية الإجتماعية للشركات لها منظور داخلي وخارجي ، داخل الشركة ، تستهدف الممارسات المسؤولة إجتماعيا في المقام الأول الموظفين وتعالج قضايا مثل إدارة الموارد البشرية، والصحة والسلامة المهنية، وإدارة التغيير، إدارة الموارد الطبيعية، وكذلك الآثار البيئية لعمليات الإنتاج. ومع ذلك، فإن المسؤولية الإجتماعية للشركات تمتد إلى ما هو أبعد من أبواب الشركة وتشمل مجموعة واسعة من أصحاب المصالح الخارجيين؛ بالإضافة إلى المساهمين والموظفين، يجب على الشركات أيضًا التعامل مع العملاء والموردين وشركاء الأعمال والسلطات العامة والمنظمات غير الحكومية التي تمثل المجتمعات المحلية والعالمية، فضلاً عن البيئة والمجتمع ككل (Höllerer et al. , 2012) .

#### 4: أسباب ظهور المسؤولية الاجتماعية:

فيما يتعلق بأسباب ظهور المسؤولية الاجتماعية فقد كان نتيجة لتفاعل عدة عوامل من أهمها: زيادة ضغوط المجتمع مع زيادة حجم الشركات وتعدد علاقاتها ، مساهمة الشركات في تطوير نوعية الحياة وتوفير الرفاهية للمجتمع ، أهمية دور الشركات في تعزيز القيم الإنسانية والاجتماعية ، أهمية رضا المجتمع وقبوله لأهداف الشركات ، تطور الوعي والإدراك لدى أفراد المجتمع ، إهتمام مراكز البحوث والجامعات بدراسة علاقة شركات الأعمال بالمجتمع ، تأثير العمليات الصناعية التي تقوم بها الشركات على البيئة التي تعمل بها وعلى المجتمع مما قد يسبب التلوث مما يؤثر على علاقاتها بالمجتمع وأصحاب المصالح ، زيادة الإهتمام من قبل الحكومات لتنظيم سلوك الوحدات الاقتصادية بما يحقق مصلحة المجتمع ، حماية حقوق العمال في المنظمات الاقتصادية حيث أصبحت هذه المنظمات مطالبة بتوفير ظروف عمل ملائمة والإعتناء برفاهية العمال لديها والنظر إلي العمال كموارد بشرية ، ويجب الإفصاح عن ذلك في القوائم المالية (أبو ملوح ، 2017).

وهناك ثلاثة أسباب مختلفة على الأقل وراء قيام مديري الشركات بالإستثمار في المسؤولية الاجتماعية للشركات ، أحد الأسباب هو الإيثار حيث قد يعتقد مديرو الشركات شخصياً أنهم (شركتهم) لديهم واجب أخلاقي للإستثمار في أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات مثل حماية البيئة، ورفاهية الموظفين ، وغيرها من الإستثمارات الإنسانية والاجتماعية. الدافع الثاني هو أن المديرين يقومون بهذه الإستثمارات لأنها تتفق مع المصالح المالية للشركة على سبيل المثال ، قد يساعد تقديم فوائد سخية للموظفين وتأسيس سمعة طيبة للمسؤولية الاجتماعية للشركات على جذب الموظفين ذوي الجودة العالية والحفاظ عليهم، وجذب العملاء المخلصين والحفاظ عليهم، وتخفيف المخاطر القانونية والسياسية والضريرية وتقليل احتمال التعرض للمقاضاة إلى الحد الذي تؤدي فيه إستثمارات المسؤولية الاجتماعية للشركات إلى تقليل المخاطر، وكحافز أخير محتمل، فإن المديرين يتابعون أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات لأنهم يعتقدون أنها تعزز حياتهم المهنية و/أو السمعة الشخصية حيث ان مشكلة الوكالة المحتملة التي تنشأ عندما يبالغ المديرون في الإستثمار في المسؤولية الاجتماعية للشركات لتعزز سمعتهم الخاصة. ( Breuer et al .,2018; Borghesi et al., 2014 ).

## 5: معايير ومبادئ المسؤولية الاجتماعية

فيما يتعلق بمعايير المسؤولية الاجتماعية فلا يوجد إتفاق موحد على الأنشطة التي يمكن إعتبارها أنشطة إجتماعية لذلك لا بد من التطرق لمعايير التفرقة بين عناصر الأنشطة الاجتماعية وعناصر الأنشطة الاقتصادية وهي كالتالي (زلوم ، 2011) : المعيار الأول : وجود أو عدم وجود إلزام قانوني، فالأنشطة الاجتماعية هي أنشطة إختيارية تقوم بها الشركات تجاه المجتمع وأن صفة الإختيار أو الإلزام هي التي تحدد فيما إذا كان النشاط إجتماعي أم إقتصادي . المعيار الثاني : وهو يخص النشاط ، بمعنى أن يكون النشاط ذو صفة إجتماعية بغض النظر عن وجود إلزام قانوني أو عدمه فعناصر المسؤولية الاجتماعية هي الأنشطة التي تقوم بها المؤسسات أو الشركات التي تتصف بالصفة الاجتماعية بغض النظر عن وجود إلزام قانوني أو عدم وجوده .

وفيما يتعلق بمبادئ المسؤولية الاجتماعية، فمن أجل أن تستطيع الإدارة العليا للشركات زيادة مساهمتها في تحقيق التنمية المستدامة والتي تعتبر المسؤولية الاجتماعية جوهرها أن تقوم بتنفيذ الخطط والبرامج المجتمعية لها من خلال العمل على أساس مجموعة من المبادئ وفقا لمعيار ISO 26000 وهي ( ابراهيم ، 2014 ؛ العجوري ، 2017): القابلية للمساءلة ، ويقصد بذلك أن تكون الشركات مسؤولة عن تأثيراتها على المجتمع والبيئة أمام السلطات القانونية والمجتمع ككل ، الشفافية ، ويقصد بذلك أن تلتزم الشركات بالشفافية في قراراتها وأنشطتها التي لها تأثير على المجتمع والبيئة وذلك بالإفصاح على نحو واضح ودقيق وبدرجة معقولة عن عملياتها وأنشطتها المختلفة . السلوك الأخلاقي، ويقصد بذلك أن يبنى سلوك الإدارة العليا للشركات على أخلاقيات الأمانة والعدالة والتكامل مع الأفراد والبيئة المحيطة بها والإلتزام بعدم حدوث أي تضارب في المصالح بين الأطراف المهتمة بها وكذلك إنشاء آليات لمراقبة السلوك الأخلاقي للشركات أو ما يُعرف بآليات حوكمة الشركات . إحترام مصالح الأطراف المهتمة بالشركات ، ويقصد بذلك أن تأخذ الإدارة العليا للشركات في إعتبارها مصالح الأطراف المهتمة بها عند ممارسة الأنشطة والعمليات المختلفة لها . إحترام سيادة القانونين، بمعنى إلتزام الإدارة العليا للشركات بكافة القوانين والقواعد المطبقة في المجتمع عند ممارسة الأنشطة والعمليات المختلفة لها . إحترام المعايير الدولية للسلوك الأخلاقي ، ويُقصد بذلك إلتزام الإدارة العليا للشركات بالحد الأدنى من حماية المجتمع والبيئة . إحترام حقوق الإنسان ، ويُقصد بذلك أن تحترم وتعزز الإدارة العليا للشركات الحقوق المتضمنة في الميثاق الدولي لحماية حقوق الإنسان.

## 6: مفهوم الإفصاح المسؤولية الاجتماعية للشركات:

يُعرف الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بأنه "عملية توصيل الآثار الاجتماعية والبيئية للإجراءات الاقتصادية التي تقوم بها الشركة لمجموعات ذات مصالح محددة داخل الشركة و المجتمع ككل" (الحوشي، 2017، ص11). كما يُعرف الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بأنه " الأسلوب أو الطريق الذي بموجبه تستطيع الشركة إعلام المجتمع بأطرافه المختلفة عن أنشطتها المتنوعة ذات الأبعاد الاجتماعية والبيئية ، وتعتبر القوائم المالية أو التقارير الملحق بها أداة مناسبة لتحقيق ذلك" ( قادري ، 2018 ، ص 38 ) . كما عرفت دراسة (إدريس ، 2018) الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بأنه "منهج لقياس وتوصيل المعلومات المترتبة علي قيام الإدارة بمسئولياتها الاجتماعية لمختلف الطوائف المستفيدة داخل المجتمع بشكل يمكن من تقييم الأداء الاجتماعي للمشروع".

إن الإفصاح المحاسبي \_بصفة عامة\_ هو المرآة التي تعكس أداء الشركات لمستخدمي المعلومات المحاسبية وبالتالي فلا بد أن يكون كافيًا وعادلًا وشاملاً ، ويكون الإفصاح كافيًا عندما يمثل عن الحد الأدنى من المعلومات بحيث تكون التقارير المالية مفهومة وغير مضللة ، و يكون عادلاً عندما يحقق الموازنة بين مصالح مستخدمي التقارير المالية من خلال الإفصاح عن كل المعلومات التي توضح الحالة المالية للوحدة المحاسبية لجميع الأطراف دون التحيز لطرف دون الآخر ، ويكون شاملاً عندما يعبر عن كل المعلومات بدقة بما يضمن عدم إخفاء معلومات جوهرية قد تؤثر على قرارات المستثمر العادي (السيد، 2016). فالإفصاح السليم عن المعلومات وزيادة جودة الإفصاح عن المعلومات يقلل بشكل فعال من عدم تناسق المعلومات بين إدارة الشركة والمستثمرين الخارجيين ويقلل من مخاطر التشغيل وتقليل المخاطر الشخصية، وزيادة ثقة المستثمرين وتقليل تكاليف رأس المال ، وفي المقابل فإن ضعف جودة الإفصاح عن المعلومات من شأنه أن يدفع المستثمرين والدائنين إلى الإنتظار والترقب وسيكون المستثمرين أقل رغبة في الإستثمار ولكنهم سيطالبون بعائدات مطلوبة أكبر مما سيزيد من صعوبة جمع الأموال للشركات وتزيد التكاليف بسرعة (Chen et al., 2020).

كما أن الإفصاح عن المعلومات البيئية يمكن أن يُقلل من مستوى المخاطر ، ويُسهل أنشطة الابتكار ، ويُحسن سمعة الشركات ، وبالتالي جذب المستثمرين وتعزيز إستثماراتهم كما يُمكن أن تؤدي المشاركة في المسؤولية الاجتماعية إلى تعزيز صورة الشركة ، وتعزيز رضا المستهلك ، تعزيز العلامة التجارية للمستهلك ، و تعزيز نية الشراء والتي يمكن أن يكون لها ردود فعل إيجابية بين المستهلكين وكذلك المستثمرين وتحقيق ربح مالي كبير للشركة (Meng et al ., 2022) .

ويمثل الإفصاح عن المعلومات دورًا هامًا في رفع كفاءة سوق الأوراق المالية وجذب الإستثمارات سواء المحلية أو الأجنبية نتيجة لشفافية المعلومات ، حيث يؤدي توافر المعلومات لكافة

الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية إلى إمكانية توقع العائد على الإستثمارات وتحديد درجة المخاطر المرتبطة بها ، وبالتالي يجب تحقيق التكامل بين الإفصاح الإلزامي والإفصاح الاختياري خاصة عندما تكون متطلبات الإفصاح الإلزامي محدودة أو غير واضحة ويصعب تفسيرها ، وبالتالي ضرورة توفير المزيد من المعلومات الإضافية من خلال الإفصاح الاختياري لتلبية إحتياجات مستخدمي التقارير المالية وتقديم صورة كاملة عن أداء الشركات (السيد، 2016) .

ويمكن للإستثمار في أنشطة المسؤولية الإجتماعية للشركات أن يُزيد من الإفصاح عن المعلومات المرتبطة بعمليات الشركة ، وجودة المعلومات المفصح عنها ، ويُقلل من عدم تناسق المعلومات داخل الشركات وخارجها، مما يؤدي إلى تقليل مخاطر التشغيل ، وتقليل تكاليف رأس المال وتسهيل العمليات المستقبلية (Chen et al., 2020) . كما أن المعلومات الإجتماعية والبيئية تُقلل من الأخطاء في توقعات المحللين الماليين وتزيد من شفافية معلومات الشركة (Dhaliwal et al. 2011) . حيث تتصرف الشركات ذات المسؤولية الإجتماعية بشكل مسؤل في إعداد التقارير المالية وتُظهر إحتماية أقل لإدارة الأرباح، مما يُشير إلى أن إلتزام الشركات بالمعايير الأخلاقية الأعلى له تأثير إيجابي على جودة المعلومات المحاسبية ، وإذا حافظت الشركات التي تتمتع بدور أفضل في مجال المسؤولية الإجتماعية على نفس المستوى العالي من المعايير الأخلاقية في إعداد التقارير المالية، فمن المرجح أن ترتبط بمستوى أعلى من الشفافية، ومن غير المرجح أن تُخفي الأخبار السيئة عن المستثمرين وبالتالي إنخفاض مخاطر إنهيار أسعار الأسهم (Kim et al., 2014) . كما أن الشركات التي تتمتع بإدارة أفضل للمخاطر البيئية لديها تكلفة أقل لرأس المال حيث إن المستثمرين على إستعداد لقبول عائد إستثماري منخفض عندما يستثمرون في الشركات ذات الأداء البيئي الجيد (Benlemlih et al., 2021) .

كما يمثل الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وسيلة فعالة للتواصل مع أصحاب المصالح لإدارة السمعة التنظيمية وإدارة تهديدات الشرعية التي تواجهها ، فالشركات التي تُخالف المعايير البيئية تتعرض لضغوط من الجهات المهتمة بالبيئة لكي تقدم المزيد من الإفصاح عن المبادرات البيئية والإجتماعية الحالية والمستقبلية لتقليل مخاوف هذه الأطراف من أصحاب المصالح ، وبالتالي يمكن إستخدام الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية كإستراتيجية لكسب والحفاظ على دعم أصحاب المصالح (مختار، 2015) .

ونظرًا لتوافر بيانات الأداء البيئي والإجتماعي وهي في الغالب غير مالية وتشمل مجموعة واسعة من الجوانب، مثل ممارسات العمل، وحماية المستهلك، ودعم المجتمع، حوكمة الشركات ، وحقوق الإنسان، وحماية البيئة ، فإن عددًا متزايدًا من المستثمرين يدمجون الإعتبارات الإجتماعية

والبيئية في عمليات صنع القرار الإستثماري (Reverte, 2012). ومن وجهة نظر المساهمين للمسئولية الإجتماعية ، فان قرار الإستثمار في الأسهم لا يتطلب تقييماً للمقايضة بين المخاطر والعائدات في ضوء البيانات الحالية فحسب، بل يتطلب أيضاً الإيمان (الثقة) بأن البيانات التي بحوزتهم موثوقة وأن النظام العام عادل وفي حالة الإنخفاض غير المتوقع في المستوى العام للثقة، من المرجح أن يكون المساهمين الخارجيين أكثر قلقاً من أن المعلومات المالية التي إعتدوا عليها سابقاً لتوجيه قرارات الإستثمار والتي قد لا تكون ذات مصداقية وعلى هذا النحو سوف يبحثون عن مقاييس إضافية مثل تقييمات رأس المال الإجتماعي التي تتحدث عن قيم الشركة ونزاهتها، ووضع علاوة تقييم على الشركات التي تعتبر أكثر جدارة بالثقة (Lins et al., 2017).

وتستخدم الشركات ممارسات المسؤولية الاجتماعية الخارجية التي يمكن ملاحظتها (مثل، التبرعات الخيرية ، ومشاركة الشركة في مشروع إجتماعي) للإشارة والإستدلال على الأبعاد غير الملحوظة لجودة المنتج ومن ثم فإن المسؤولية الاجتماعية الخارجية للشركات ، إلى جانب القيمة المباشرة للمنتج قد تُصبح جزءاً لا غنى عنه من إستراتيجية الشركة الراغبة في وضع نفسها في قطاع السوق عالي الجودة (Calveras et al., 2018) . وقد تلعب المسؤولية الاجتماعية للشركات دوراً هاماً في التغلب على مشاكل عدم تماثل المعلومات المرتبطة بجودة المنتج (Calveras et al., 2018) .

وعلى الرغم من ذلك يرتبط الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات بتكلفة حقوق الملكية سواء بشكل مباشر أو غير مباشر، وتعد تقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات نوعاً مهماً من التقارير غير المالية التي لها تأثير على تكلفة التمويل والتي تمثل حجر الزاوية الذي تدور حوله مجموعة كبيرة من القرارات والتي أهمها قرارات الإستثمار وقرارات التمويل ، وتسعي الشركات إلى تخفيض تكلفة التمويل بهدف تعظيم قيمة الشركة وجعل الإستثمار أكثر جذباً للمستثمرين (سمره ، 2015) . فالشركات التي تتمتع بمستوى عالي من المسؤولية الاجتماعية تميل إلى الإفصاح طوعاً عن المزيد من المعلومات المتعلقة بالمسئولية البيئية والاجتماعية مما أدى (في الشركات الأمريكية محل الدراسة) إلى إنخفاض تكلفة رأس المال، لأن هذه الشركات ترغب في نقل رسائل إيجابية إلى المستثمرين وأصحاب المصالح (Dhaliwal et al. 2011) . كما أن الشركات التي تشارك في المزيد من أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات يمكنها الحصول على حماية شبيهة بالتأمين والحفاظ على أدائها حتى في مواجهة المخاطر ولذلك يأخذ كل من المستثمرين من المؤسسات والأفراد بشكل متزايد في الإعتبار المعلومات البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات في إستراتيجياتهم الإستثمارية (Chen & Yang, 2020).

يهتم المستثمرون والشركات بشكل متزايد بالإفصاح عن الإستدامة الإقتصادية المالية (ECON) ومعلومات أداء الإستدامة البيئية والإجتماعية والحوكمة غير المالية ولقد خلق هذا الإهتمام فرصاً وتحديات للشركات في علاقات المخاطر والعائد مع المساهمين وأصحاب المصالح الآخرين (Ng et al., 2015). فالمستثمرين يحصلون على عوائد متوقعة أعلى للأسهم ذات الإنحراف السلبي كمكافأة لقبول هذه المخاطر (Kim et al., 2014). وبذلك أصبح البعد البيئي تدريجياً أحد الجوانب الهامة عند تقييم المستثمرين لأداء المسؤولية الإجتماعية للشركات، كما أنه أحد العوامل التنافسية المهمة في المجتمع الحديث، وشرط أساسي للشركات لإنشاء علاقات مع البيئة الطبيعية وإلتزام كل شركة بحماية البيئة الإجتماعية، كما أصبح جزءاً لا يتجزأ من المسؤولية الإجتماعية للشركات، وباعتبارها معلومات غير مالية يمكن أن تنتقل سمات الشركة إلى الجمهور الذي يمكن التفاعل معها، بالإضافة إلى المؤشرات المالية لتقييم أداء الشركات، وبالتالي توفير معلومات قيمة للمديرين والمستثمرين في سياق التقلبات الإجتماعية وعدم اليقين الإقتصادي، وبالتالي يعتبر العديد من المستثمرين المعلومات البيئية مؤشراً مهماً عند إتخاذ قرارات الإستثمار (Meng et al., 2022).

كما يؤدي الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية إلى زيادة قيمة أسهم الشركات (عبدالمولي، 2017؛ عبدالحليم، 2018). وذلك لأن الإهتمام بمسؤولية الشركات الإجتماعية يُركز على المبدأ القائل بأن الأعمال والمجتمع متشابكان وعلى هذا النحو تؤثر البيئة والمجتمع ومكان العمل وقيم الأعمال والحوكمة على أداء الشركات وتقييم الإستثمار بها (Cox and Wicks، 2011).

ولذلك تُمثل تقارير المسؤولية الإجتماعية للشركات إستراتيجية للتأثير على تصورات الجمهور حول الشركة وتشكيل الطريقة التي ينظر بها أصحاب المصالح إلى الشركة، تقوم الشركات بتوصيل المعلومات المتعلقة بالمسؤولية الإجتماعية للشركات إلى أصحاب المصالح من خلال مجموعة متنوعة من القنوات وتشمل التقارير الاجتماعية السنوية و التقارير البيئية والإستدامة، والمواقع الإلكترونية للشركات، والنشرات الإعلامية، وإعلانات المسؤولية الإجتماعية للشركات (Perks et al., 2013).

ويتضمن تقرير المسؤولية الإجتماعية النموذجي للشركات ثروة من المعلومات وكلها غالباً لا يتم ذكرها في البيانات المالية والتي يمكن أن يكون لها تأثير كبير في تحديد قيمة الأعمال وتكلفة حقوق الملكية (Thuy et al., 2022).

ويهتم محللو البورصة بمعلومات الأداء الإجتماعي للشركات ويأخذونها في الإعتبار في توصياتهم التي يتم توجيهها إلى المستثمرين، نظراً لأن الأداء الإجتماعي للشركات غالباً ما يكون غير

مؤكد وغامضًا بالنسبة للمستثمرين فقد يكون المحللين بمثابة المسار المعلوماتي الذي يربط الأداء الاجتماعي للشركات بعوائد الأسهم ، حيث أن توصيات المحللين تتوسط في العلاقة بين الأداء الاجتماعي للشركات وعوائد أسهم الشركة (Luo et al., 2015).

ويقدم أصحاب المصالح فوائد للشركات التي يعتبرونها مواطنًا صالحًا حيث تُمنح هذه الشركات فرصًا استثمارية أفضل كما يحصلون على رأس المال بتكاليف أقل ، ولجني هذه الفوائد ترغب الشركات في أن يُنظر إليها من أصحاب المصالح على أنها جيدة ، وفي غياب الإفصاح الإلزامي عن معلومات المسؤولية الاجتماعية للشركات، يصعب على أصحاب المصالح تحديد الشركات التي تُعتبر في الواقع جيدة (Mahoney., et al 2013) .

#### 7: أهمية الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية:

هناك أهمية كبيرة تعود على الشركات عند تبنيها للمسؤولية الاجتماعية منها كما ورد في (ISO 26000:2010) ؛ إتخاذ القرارات الصحيحة من خلال محاولة فهم إحتياجات المجتمع ، وتحسين سمعة الشركة وزيادة الثقة بها ، وتحسين الوضع التنافسي للشركات ، وتحسين علاقات الشركة مع الأطراف المختلفة مما يمكنها من معرفة وجهات نظر جديدة بالتالي القدرة على الابتكار ، وزيادة ولاء الموظفين للشركة ورفع روحهم المعنوية في العمل ، وتحسين قدرة الشركة في الحفاظ على مواردها البشرية وتحسين أوضاعهم ، وزيادة الإنتاجية وزيادة كفاءة الموارد من خلال خفض إستهلاك الطاقة وتقليل الفاقد ، ورفع مستوى شفافية المعاملات من خلال المنافسة العادلة ، والحد من الصراعات المحتملة مع الأطراف ذات العلاقة (ابن محفوظ ، 2019) .

كما ان هناك أهمية كبيرة تعود على الشركات عند تبنيها للمسؤولية الاجتماعية وإذا كان لأنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات تأثير سلبي أو ليس لها أي تأثير على الإطلاق على قيمة الشركة، فلن يكون المديرون مهتمين بالإستثمار في المسؤولية الاجتماعية والإفصاح عنها وبما أن إستثمارات المسؤولية الاجتماعية للشركات والإفصاح عنها في إهتمام متزايد وهذا يعني ضمنا أن المديرين يتم تشجيعهم على متابعة أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات بسبب آثارها الإيجابية على الشركات (Malik, 2015) .

وأشارت دراسة (Feng et al., 2015) إلي أن القيام بأنشطة المسؤولية الاجتماعية مفيد للشركات، وهناك تفسيران محتملان لذلك أولاً، يمكن النظر إلى نفقات المسؤولية الاجتماعية للشركات كجزء من النفقات الإعلانية للشركة ، حيث يمكن إستخدامها لتحسين صورة الشركة وبهذه الطريقة، من

خلال الإستثمار في شركات المسؤولية الإجتماعية للشركات يمكن أن يرضي كلا الطرفين متطلبات أصحاب المصالح وجذب العملاء والمستثمرين المحتملين. ثانياً هناك تصور متزايد بأن الشركات قد تعاني إذا لم تستثمر في أنشطة المسؤولية الإجتماعية ، وربما تفقد عملاءها، أو تضعها في موقف ضعيف نسبياً فيما يتعلق بالشركات المنافسة.

#### 8: طرق الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية للشركات

على الرغم من أهمية الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية للشركات ، وتأثيرها على إتخاذ القرارات من قبل جميع أطراف المصالح والمشاركين في السوق ، إلا إن الإفصاحات غير المالية التي تُفصح عنها الشركة إختيارياً ليس لها إرشادات مهنية تُنظم عمليات الإفصاح عنه من حيث وقت، ومكان، وشكل الإفصاح مما جعل تقارير المسؤولية الإجتماعية غير موحدة مما يؤثر سلباً على قابليتها للمقارنة وملائمتها لإتخاذ القرار ( Johnson ، 2005 ، قادري ، 2018) .

ومن خلال إستقراء الدراسات المختلفة للإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الإجتماعية

يمكن التمييز بين الإتجاهات التالية (الحسن ، 2014) :

الإتجاه الأول ، الإفصاح عن معلومات المسؤولية الإجتماعية بجانب المعلومات المالية في تقرير وأحد وفقاً لهذا الإتجاه يتم الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية في قوائم مالية تعرض الأداء الإجتماعي إلى جانب الأداء الإقتصادي ، وتعتمد تلك التقارير على إعطاء صورة شاملة ومتكاملة عن الأداء الكلي للشركة من خلال التقارير المالية التقليدية ، بمعنى الدمج بين المعلومات المالية والمعلومات الإجتماعية بحيث تصبح المعلومات الإجتماعية جزءاً من المعلومات المالية ، ويعتبر نموذج Abt أحد النماذج التي تمثل هذا الإتجاه في الإفصاح وذلك بإعداد قائمة داخل وأحدة وأطلق عليها قائمة دخل مالي/ إجتماعي وتشمل كل المنافع والإيرادات والتكاليف سواء الخاصة بالعمليات الإقتصادية أو الإجتماعية. كما يتم إعداد ميزانية عمومية مالية / إجتماعية تتضمن الأصول والخصوم الخاصة بالعمليات الإجتماعية والإقتصادية دون تمييز بينهما. وبالرغم من معالجة النموذج السابق الإفصاح والتقارير عن العمليات الإجتماعية إلا أنه تضمن الكثير من المعالجات التقديرية التي تعتمد على الاجتهاد الشخصي والتي كانت تهدف إلى محاولة تفادي صعوبات القياس بالإضافة إلى العديد من المعالجات في كل من الميزانية الإجتماعية والمالية وقائمة الدخل الإجتماعي بغرض الربط بينهم .

**الإتجاه الثاني ، الإفصاح عن معلومات المسؤولية الإجتماعية في تقارير منفصلة وطبقا لهذا الأسلوب يتم إعداد تقارير إجتماعية مستقلة بالإضافة إلي التقارير المالية التي تعدها الشركة ، ويعتمد هذا الإتجاه علي أن كل من المحاسبة المالية والمحاسبة عن المسؤولية الإجتماعية فرعين مختلفين لكل منهما أهدافه الخاصة التي يجب تحقيقها ، وفي ظل هذا الأسلوب تختلف الطرق التي يمكن الإفصاح عنها ، حيث يعتمد هذا الإتجاه على وجهة النظر التي تقضي باستقلال نظام محاسبة المسؤولية الإجتماعية عن نظام المحاسبة المالية وذلك بما يتطلب إعداد قوائم منفصلة للتقرير عن الأداء الإجتماعي للشركة تلحق بالقوائم المالية المنشورة التي تعكس الأداء الإقتصادي للشركة ( عبدالحليم ، 2018 ) .**

### **9: النظريات المفسرة للمسؤولية الاجتماعية**

قسمت المفوضية الأوروبية (EC) European Community المسؤولية الإجتماعية للشركات (2001) إلى بعدين، البعد الداخلي (الذي يشمل بشكل رئيسي سياسات الموارد البشرية، والصحة والسلامة في العمل، وإدارة التأثير البيئي، وما إلى ذلك). والبعد الخارجي (المجتمعات المحلية والموردين والعملاء وحقوق الإنسان وسلسلة التوريد والقضايا البيئية) (Calveras et al., 2018). ويمكن لثلاث حجج نظرية أن تُفسر تأثير المسؤولية الإجتماعية للشركات في تخفيف المخاطر (Hmaittane et al . 2019) : تكمن الحجة الأولى ، في تصور المستثمرين بأن المشاركة في المسؤولية الإجتماعية للشركات تُقلل بشكل مباشر من المخاطر التي تتعرض لها الشركة ،حيث تُمكن المسؤولية الإجتماعية الشركات من تقليل إحتمالية تعرضها لمواجهات إجتماعية أو الأزمات البيئية والتي تعني إرتفاع التدفقات النقدية الخارجة مثل الغرامات الباهظة التي تفرضها الحكومة ومن خلال تجنب تلك التدفقات النقدية السلبية المستقبلية، وبالتالي فإن الإلتزام بالمسؤولية الإجتماعية للشركات يُقلل من تعرض الشركة للمخاطر وبالتالي سيخفض تكلفة حقوق الملكية (El Ghouli et al., 2011) .

تشير الحجة الثانية ، إلى أن المسؤولية الإجتماعية للشركات تُقلل من عدم تناسق المعلومات بين أصحاب المصالح وإدارة الشركة ، حيث تُشير المسؤولية الإجتماعية للشركات إلى جودة الإدارة بالنسبة للمستثمرين وبالتالي فهي تُقلل من تكاليف المراجعة حيث أن جمع معلومات موثوقة والتحقق مما إذا كانت أنشطة الإدارة تتماشى مع حقوق أصحاب المصالح مكلف . وبالتالي، فإن إرتفاع (إنخفاض) المسؤولية الإجتماعية للشركات قد يقلل (يزيد) من المخاطر المحتملة .

وتنص الحجة الثالثة ، على أن المستثمرين ذوي الوعي الإجتماعي سوف يتجنبون أسهم الشركات التي تعاني من ضعف المسؤولية الإجتماعية للشركات، ونتيجة لذلك، ستنخفض قاعدة المساهمين فيها ويُترجم هذا الإنخفاض إلى فرص محدودة لتقاسم المخاطر، وبالتالي إنخفاض

أسعار الأسهم وإرتفاع تكلفة رأس المال ، وهو ما تدعو إليه النظرية المالية من ضرورة تنويع المستثمرين ونتيجة لهذا فإن أسهم الشركات التي تتمتع بقاعدة أصغر من المساهمين لديها فرص أقل لتقاسم المخاطر، وإرتفاع تكلفة رأس المال ، وقد تم تطوير نموذج مماثل بواسطة (2001, Heinkel et al) ويتوقع أن المستثمرين يطالبون بعائد متوقع أعلى كتعويض عن امتلاكهم أسهمًا في الشركات الملوثة للبيئة أكثر مما قد يحتفظون به في سوق خالية من المقاطعات وهو ما يسمى بالمستثمرين الخُسر.

وفيما يتعلق بالنظريات المفسرة لإفصاح الشركات عن المسؤولية الإجتماعية ؛ فهناك العديد من النظريات التي تفسر أسباب حرص الشركات علي الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية ومن هذه النظريات (2020, Yeh et al .) : نظريتين بديلتين حول الإستثمار في المسؤولية الإجتماعية للشركات اولا نظرية الإستثمار المفرط ، ونظرية تخفيف المخاطر فتشير نظرية الإستثمار المفرط إلى أن إستثمارات المسؤولية الإجتماعية للشركات تمثل تحويلات مكلفة لموارد الشركة ومضيعة للموارد وبالتالي فإن المديرين سوف يستثمرون بشكل مفرط في المسؤولية الإجتماعية للشركات للحصول على مزايا خاصة على حساب المساهمين وبالتالي يكون لها تأثير سلبي من حيث القيمة (2018, Alkayed et al.) . بينما تقوم نظرية تخفيف المخاطر علي أن الإستثمار في المسؤولية الإجتماعية للشركات يمكن أن يقلل من المخاطر وبالتالي فإن البنوك أكثر استعدادًا لتقديم قروض ملائمة إلى مؤسسات إدارة المخاطر الإجتماعية (2011, El et al., Ghoul).

ومن أهم النظريات أيضًا التي تناولت تفسير الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية (عبدالحليم ، 2018) :

- (1) **نظرية الوكالة** : حيث يساعد الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية في تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المديرين والملاك من جهة وبين المديرين وأصحاب المصالح الآخرين من جهة أخرى وبالتالي فإن الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية يساعد في متابعة ومراقبة أداء المديرين (مختار ، 2015) .
- (2) **نظرية الشرعية** : فطبقا لهذه النظرية لاتقتصر الشركات علي الأهداف الإقتصادية فقط وإنما تتعدى لتشمل الأهداف البيئية والإجتماعية لمقابلة توقعات المجتمع وكافة الأطراف المرتبطة لكي تضمن الشركة الإستمرار والبقاء في السوق حيث أن الشركة مرهونة بقدرتها علي الوفاء بالإلتزامات المتوقعة منها تجاه المجتمع وليس الملاك فقط وعدم إمتثال الشركة لإلتزاماتها يعرضها

للضرر (Ali et al . , 2013) . وتعتمد شرعية الشركات علي عدد من المتطلبات المتجددة منها بما في ذلك أداء المسؤولية الإجتماعية للشركات ، وفعالية إستراتيجية الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية للشركات ، ومع ذلك ، فإن إجراءات المسؤولية الإجتماعية للشركات تخضع لشكوك اصحاب المصالح بسبب زيادة الوعي العام ، وقد عرفتها دراسة ( et al., 2014 ) p13 Panwar بأنها " هي تصور عام أو إفتراض بأن تصرفات كيان ما مناسبة ضمن نظام محدد إجتماعيا من المعايير والقيم والمعتقدات والتعريفات " .

(3) **نظرية أصحاب المصالح :** حيث يهدف مفهوم أصحاب المصالح إلى توسيع رؤية الإدارة لأدوارها ومسؤولياتها بما يتجاوز وظائف تعظيم الربح لتشمل مصالح ومطالبات المجموعات غير المساهمة ، تسعى نظرية أصحاب المصالح بشكل منهجي إلى تحديد مجموعات أصحاب المصالح التي تستحق أكبر قدر من الإهتمام من المديرين Van der Laan Smith et al . , ( 2010) .

تُشير نظرية أصحاب المصالح، إنه كلما تمكنت الشركات من إدارة علاقاتها بشكل أفضل مع المجموعات المختلفة من أصحاب المصالح التي لا تعد ولا تحصى والتي لديها بعض المصالح، أو "حصة" في الشركة، كلما زادت نجاحها ، تري نظرية أصحاب المصالح أن الشركات بإعتبارها حلقة وصل بين العقود ، وتزيد قدرة الشركة بزيادة ميزتها التنافسية عن طريق تقليل تكاليف التعاقد وتقوم الشركة بتقليل هذه التكاليف من خلال تطوير علاقات الثقة مع مختلف أصحاب المصالح ، يعد الإنخراط في سلوكيات مسؤولة إجتماعيا أحد ي الأليات الأساسية التي يمكن للشركة من خلالها تعزيز علاقات الثقة مع أصحاب المصالح والحفاظ عليها (Barnett et al., 2012) .

(4) **النظرية المؤسسية :** تفترض هذه النظرية أن أنشطة الشركة لاتقع بالكامل تحت سيطرة وتقدير الإدارة ولكنها عبارة عن خيارات محددة بواسطة مجموعة من الجهات والأليات والأطر القانونية والتشريعية والثقافية التي تشكل المجال التنظيمي للشركة وضرورة تفسير التفاعل بين الشركة والمؤسسات المحيطة بها ودمج التوقعات المجتمعية في ثقافة وأنشطة وعمليات الشركة والإفصاح عن هذه العمليات ، والذي يعد أحد الأليات التي تمكن من الإتصال الفعال بين الشركة والبيئة المؤسسية المحيطة بها (Gao et al . , 2015) ؛ عبدالحليم , (2018) .

(5) **نظرية إحتياجات رأس المال :** وفقا لنظرية إحتياجات رأس المال ، يتمثل دافع الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية في الحصول علي التمويل اللازم من رأس المال بأقل تكلفة حيث يسمح الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية بتوفير معلومات كافية للمستثمرين والمقرضين تساعدهم في

تقييم أداء الشركة الإجماعي ومساهمتها في البيئة وبالتالي الحصول على التمويل باقل تكلفة (Wang et al . , 2020) .

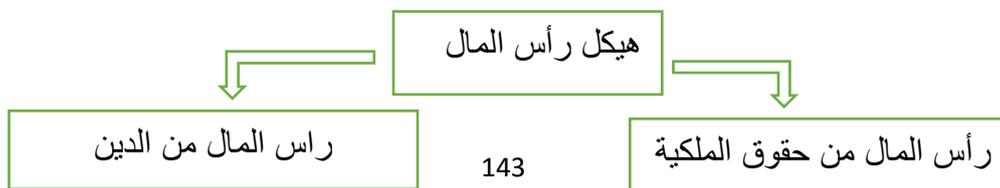
(6) **نظرية الإشارة** : تؤكد دراسة ( Zhang ، 2009 ) أن المديرين التنفيذيين للشركات يمكنهم توصيل رسائل غير مالية إلى المستثمرين المحتملين . كما أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات يمكن أن تُقلل من تكلفة رأس المال الشركة من خلال الإفصاح كالأشارات وذلك للحد من عدم تناسق المعلومات ومخاطر الإستثمار، يمكن اعتبار المسؤولية الاجتماعية للشركات آلية فعالة للمستثمرين المحتملين لإتخاذ قرارات الإستثمار الصحيحة وخفض تكلفة رأس المال بشكل فعال ( El Ghoul et al . , 2011 ) . تساعد نظرية الإشارة في تفسير حوافز الإدارة لتحقيق كل من الأداء المالي والأداء غير المالي الاجتماعي البيئي والحوكمة (ESG) ورد فعل المستثمرين على الإفصاح عن معلومات أداء الإستدامة ( Ng et al . , 2015 ) .

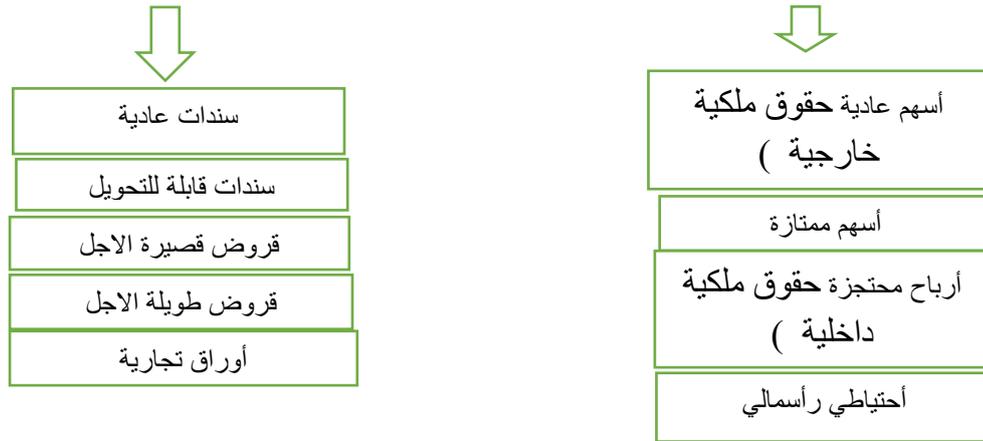
(7) **نظرية العقد الاجتماعي**: تفترض نظرية العقد الاجتماعي أن هناك تعاقدات إجتماعية بين المجموعات المختلفة داخل المجتمع والمجتمع نفسه وعادة ما تكون هذه التعاقدات ضمنية ولكنها المحدد الأساسي لسلوك الشركات ، لذلك يهدف الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية التأكيد من الوفاء بهذه التعاقدات (ابن محفوظ , 2019) . وتفترض هذه النظرية ان هذه التعاقدات بمثابة ترخيص عمل للشركة داخل المجتمع (مقابلة، 2019).

ويبدو أن نظرية أصحاب المصالح هي النظرية السائدة لاستدامة الأعمال. ومع ذلك، فإن هذه النظريات لا تحدد بوضوح اتجاهات أي ارتباط بين الإعتبارات البيئية والاجتماعية والحوكمة وتكلفة رأس المال، حيث أن الأبعاد المختلفة لأداء الإستدامة يمكن أن تتعارض أيضاً ويمكن أن توجد مقايضات بين الإستثمار في المبادرات البيئية والاجتماعية ومبادرات الحوكمة. أو الأنشطة التجارية التي تحقق أقصى قدر من الأرباح الإقتصادية ( Ng et al . , 2015 ) .

## 10: تكلفة التمويل بالملكية :

من المهم ان نتعرف الشركة على مصادر التمويل التي يمكن أن تحصل منها على الأموال اللازمة لتنفيذ مهامها وإستراتيجيتها والأكثر أهمية أن تحصل الشركة على هذه الأموال باقل تكلفة ممكنة بما يؤدي إلى تعظيم قيم 'الشرك' ، ويُشار إلي رأس المال الي الثروة المالية المستخدمة لبدء الأعمال أو للحفاظ عليها ، كما يشار إلي هيكل رأس المال بالتمويل الدائم للشركة والذي يتكون من نوعين :





شكل رقم (1): هيكل رأسمال الشركة

وتتمثل تكلفة رأس المال في المعدل الذي تدفعه الشركة لمن يقوم بإقراضها أو إستثمار أمواله في أعمالها وهو بمثابة معدل تكلفة الفرصة البديلة ، وتتمثل أهمية معرفة تكلفة رأس المال في أن الشركة تستطيع تحقيق أرباح مناسبة إذا كان معدل العائد على أصولها أكبر من تكلفة رأس مالها ، وبالتالي يجب أن يحقق هيكل رأس المال المثالي التوازن بين الخطر والعائد بما يعظم سعر السهم أو قيمة الشركة ( عبيد الله ، 2008 ) .

و تُعرف تكلفة رأس المال بأنها " المعدل الذي يسمح بالمحافظة على قيمة الأموال المستخدمة من قبل المستثمر " (عبدالله، 2017) . كما تُعرف بأنها " متوسط تكلفة جميع مصادر التمويل المستخدمة بالشركة مرجحة بنسبة كل مصدر من مصادر التمويل إلى إجمالي هيكل التمويل " (عبدالحليم، 2018) . كما عرفها (صالح، 2012) بأنها " الحد الأدنى المستهدف تحقيقه من إستثمار الأموال المتاحة للشركة حتي لاتنخفض قيمتها " . وقد أضاف ( Bearly ، 2014 ) بعداً إقتصادياً لتكلفة رأس المال حيث عرفها بأنها " العائد المتوقع على محفظة الأوراق المالية أو هي تكلفة الفرصة البديلة على رأس المال الناتج عن الإستثمار في أصول الشركة " . كما عرفتها دراسة ( Xu et al ., 2015 ) تكلفة حقوق الملكية بأنها "معدل العائد المطلوب بالنظر إلى تصور السوق لمخاطر الشركة" . كما عرفت دراسة ( Reverte , 2012 ) تكلفة حقوق الملكية على أنها معدل الخصم الذي يطبقه السوق على التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة للشركة للوصول إلى سعر السهم الحالي. كما عرفتها دراسة (Thuy et al ., 2022) بأنها "العائد المطلوب الذي يجب على الشركة توفيره لمساهميها مقابل شراء الأخير لأسهمها وقبول المخاطر التي تأتي معها"

وفيما يتعلق بالعوامل المؤثرة علي تكلفة رأس المال ؛ فيوجد العديد من العوامل التي تؤثر علي تكلفة رأس المال منها ما تستطيع الشركة التحكم بها ومنها عوامل خارج عن سيطرتها (النعيمي 2015 ؛ عبدالله 2017) : فالعوامل التي لايمكن السيطرة عليها تتمثل في ، معدل فائدة السوق فالعلاقة طردية بينها وبين تكلفة التمويل بالملكية وتكلفة التمويل بالإقتراض . معدل الضريبة الذي تخضع له الشركة، فيتناسب عكسيا مع تكلفة التمويل بالإقتراض ويتأثر طرديًا مع تكلفة التمويل بالملكية إذا كان قانون الضريبة يعفي أرباح الأسهم من ضريبة الدخل فالأسهم في هذه الحالة تجذب المستثمرين وبالتالي تزداد السيولة وتنخفض تكلفة التمويل بالملكية . مخاطر السوق النظامية ، وهي مخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر على السوق بشكل عام وليس على شركة معينة وترتبط هذه المخاطر بالظروف الإقتصادية والإجتماعية والسياسية كالحروب والكساد والتضخم وأسعار الأوراق المالية تتأثر بهذه العوامل بدرجات متفاوتة.

أما العوامل التي يمكن للشركة السيطرة عليها فنتتمثل في : سياسة هيكل رأس المال ، إن وصول الشركة إلى هيكل رأس مال مثالي سيؤدي إلى إرتفاع تكلفة القروض الجديدة . سياسة توزيع الأرباح ، وهي تؤثر على تكلفة التمويل بالملكية بشكل طردي . سياسة الإستثمار ، فعند قيام الشركة بإستثمارات جديدة تحمل مخاطر أعلى أو أقل من معدل مخاطر الشركة فإن ذلك سيؤثر على تكلفة التمويل بالإقتراض والتمويل بالملكية بالإرتفاع أو الإنخفاض حسب مخاطر هذه الإستثمارات .

**وفيما يتعلق بمقاييس تكلفة التمويل بالملكية ،** فإن مقاييس تكلفة حقوق الملكية تعتمد علي عوائد الأسهم الممتازة والعادية للمستثمرين الداخليين أو الخارجييين وكذلك تعتمد علي الأرباح المحتجزة وتعتمد تكلفة الأرباح المحتجزة على مبدأ تكلفة الفرصة البديلة فعندما تحقق الشركة صافي ربح فإن هذه الأرباح تكون من حق حملة الأسهم ولكن إذا احتفظت الشركة بهذه الأرباح أو جزء منها في شكل أرباح محتجزة فسوف تستثمر هذه الأموال بدلا من توزيعها على حملة الأسهم العادية وبالتالي سوف يطلب حملة الأسهم عائد علي هذه الأموال التي تحتفظ بها الشركة وهذا العائد يعادل نفس المبلغ الذي كانوا سيحصلون عليه لو أنهم حصلوا على الأرباح المحتجزة في شكل توزيعات ثم قاموا بإستغلال مبلغ التوزيعات في شراء المزيد من أسهم نفس الشركة وبالتالي فإن تكلفة الأرباح المحتجزة هي معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون على الأسهم العادية للشركة .

يوجد نهجين في الأدبيات لتقدير تكلفة حقوق الملكية ، الأول هو إستخدام متوسط العوائد المحققة كبديل للعائدات المتوقعة على إفتراض أنه عند حساب المتوسط على عينات كبيرة، فإن العائدات المحققة هي تقدير غير متحيز للعائد المطلوب في السوق (أي تكلفة رأس المال). ويلاحظ أن العوائد

المحققة هي في المتوسط أقل من المعدل الخالي من المخاطر لبعض الفترات التي تبلغ عشر سنوات أو أكثر، مما يشير إلى أن العوائد المحققة هي بديل ضعيف للعائدات المتوقعة ، ويعتمد النهج الثاني، على نموذج تقييم الدخل المتبقي (Ohlson, 1995) ويقدر التكلفة الضمنية المسبقة لرأس المال المحتجز في أسعار السوق الحالية وتوقعات أرباح المحللين. تعد التكلفة الضمنية المسبقة لرأس المال السهمي وكلياً جذاباً بشكل خاص للعوائد المتوقعة ، وبالتالي فهي بديل أفضل للعائدات المتوقعة في الوضع الحالي (مقارنة باستخدام العوائد المحققة اللاحقة) ( Reverte , 2012 ) .

### 11: تحليل العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية وتكلفة التمويل بالملكية:

أشارت الدراسات السابقة إلى وجود ثلاث اتجاهات للعلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية وتكلفة التمويل بالملكية وهي: علاقة عكسية - علاقة إيجابية - عدم وجود علاقة. وسيتم تحليل هذه الدراسات على النحو التالي:

من الخصائص المميزة لنفقات المسؤولية الإجتماعية للشركات أنه ليس من السهل تحديدها كمياً، كما أنه من الصعب رصد وتقييم الإستثمار في المسؤولية الإجتماعية للشركات. وفي غياب سيطرة المستثمرين الخارجيين، فإن هذه الخاصية الخاصة بنفقات المسؤولية الإجتماعية للشركات قد تخلق حوافز للمديرين لإستخدام موارد الشركة بشكل إنتهازي لتحقيق مصلحتهم الخاصة بطريقة من غير المرجح أن توفر عوائد كبيرة للشركة على سبيل المثال، قد ينفق المديرون الموارد في المسؤولية الإجتماعية للشركات لتحسين سمعتهم على حساب المساهمين، وهو ما يمكن أن يمثل تكلفة حقوق الملكية للوكالة ( Wang et al., 2021)

وبما أن مفهوم المسؤولية الإجتماعية للشركات هو مصطلح غامض من الناحية النظرية والعملية، فيمكن للمديرين بسهولة ترشيد إستخدامهم غير الفعال للموارد ولذلك، فإن الإستثمار في المسؤولية الإجتماعية للشركات يمكن أن يؤدي إلى إرتفاع تكاليف المراقبة وزيادة المخاطر المتصورة. ومن ثم، فإن الشركات ذات الأداء الإجتماعي قد تتحمل تكلفة أعلى لحقوق الملكية بسبب المستوى المرتفع من المخاطر الناشئة عن الصراعات بين الوكالات ( Wang et al., 2021) . وهناك العديد من الدراسات التي توصلت إلي هذه النتائج ، فعلي سبيل المثال

قامت دراسة ( El Ghoul et al .,2011) ببحث تأثير المسؤولية الإجتماعية للشركات على تكلفة حقوق الملكية لعينة كبيرة من الشركات الأمريكية وتوصلت إلي أن الشركات التي حصلت على درجات

أفضل في المسؤولية الاجتماعية للشركات تعرض تمويل أقل للأسهم ، على وجه الخصوص أن الإستثمار في تحسين علاقات الموظفين والسياسات البيئية وإستراتيجيات المنتجات يساهم بشكل كبير في تقليل تكلفة الشركات من حقوق الملكية .

كما بحثت دراسة ( Reverte , 2012 ) تأثير جودة تقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) على تكلفة حقوق الملكية لعينة من الشركات الإسبانية المدرجة ، بعد التحكم في المخاطر المعروفة مثل (بيتا، و القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، والحجم) ، وقد توصلت الي وجود علاقة عكسية كبيرة بين تصنيفات الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وتكلفة حقوق الملكية. كما توصلت أيضاً إلى أن العلاقة العكسية بين جودة تقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات وتكلفة حقوق الملكية تكون أكثر وضوحاً بالنسبة لتلك الشركات العاملة في الصناعات الحساسة بيئياً. ايضاً توصلت الي أن تحسين المسؤولية الاجتماعية للشركات يمكن أن يعزز قيمة الشركة عن طريق تقليل تكلفة حقوق الملكية الخاصة بالشركة ، وهذا يعني أن تقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات هي جزء من أدوات الاتصال الخاصة بالشركة من أجل تقليل عدم تناسق المعلومات بين المديرين والمستثمرين.

كما قامت دراسة ( Petrova et al ., 2012 ) ببحث أثر الإفصاح الإختياري علي تكلفة حقوق الملكية لعينة من 121 شركة سويسرية غير مالية مقيدة في البورصة وقد توصلت إلي أن الشركات في السوق السويسري يمكن أن تُقلل من تكلفة حقوق الملكية عن طريق زيادة مستوى الإفصاح الإختياري كما أن هذه النتائج إستمرت حتى بعد التحكم في العديد من المتغيرات مثل حجم الشركة و الرفع المالي وبغض النظر عن إستراتيجية الإفصاح الخاصة بالشركة (المتحفظة أو غيرمتحفظة).

كما هدفت دراسة ( Wang et al ., 2013 ) إلي بيان تأثير المسؤولية الاجتماعية على تكلفة رأس المال من منظور عالمي وقد توصلت إلى وجود ارتباط بين المسؤولية الاجتماعية وتكلفة رأس المال حيث تعمل الشركات في أمريكا الشمالية وأوروبا على خفض تكلفة رأس المال من خلال تنفيذ إستراتيجية المسؤولية الاجتماعية ومن جهة أخرى فإن الشركات التي لديها أداء أفضل للمسؤولية الاجتماعية للشركات في آسيا تواجه تمويل رأس مال أكثر تكلفة وهذا يكشف فهم وإدراك المستثمر للمسؤولية الاجتماعية .

كما توصلت دراسة ( Attig et al ., 2013 ) إلي أن وكالات التصنيف الائتماني تميل إلى منح تصنيفات عالية نسبياً للشركات ذات الأداء الإجتماعي الجيد حيث أن نقاط القوة والمخاوف المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية للشركات تؤثر على تصنيفات الجدارة الائتمانية وأن المكونات الفردية للمسؤولية الاجتماعية للشركات التي تتعلق بإدارة أصحاب المصالح الأساسيين (أي العلاقات المجتمعية والتنوع

وعلاقات الموظفين والأداء البيئي وخصائص المنتج) هي الأكثر أهمية في شرح الشركات الجدارة الائتمانية حيث أن أداء المسؤولية الاجتماعية للشركات ينقل معلومات غير مالية مهمة من المرجح أن تستخدمها وكالات التصنيف في تقييمها للجدارة الائتمانية للشركات وأن إستثمارات المسؤولية الاجتماعية للشركات خاصة تلك التي تتجاوز سلوك الإمتثال لتعكس ما يرغب فيه المجتمع يمكن أن تؤدي إلى إنخفاض تكاليف التمويل الناتجة عن إرتفاع التصنيف الائتماني .

وقد أشارت دراسة (Koh et al ., 2014 ) إلي أن المستثمرين يعتبرون الشركات ذات المشاركة غير الكافية في المسؤولية الاجتماعية للشركات أكثر خطورة حيث قد تواجه مخاطر تقاضي كبيرة ودعاوى قضائية في المستقبل وقد يقوم المستثمرون بتقييم احتمال ية هذه التكاليف المستقبلية ويطلبون عائداً متوقعاً أعلى علي هذه الأسهم .

وقد أشارت دراسة ( Dhaliwal et al .,2014 ) أنه يُمكن أن يساعد الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في تخفيض تكلفة رأس المال من خلال آليات متعددة أولاً ، من خلال شفافية الإفصاح حيث يقلل من عدم تناسق المعلومات بين المستثمرين وبين المديرين وبالتالي يُظهر المستثمرون رغبة أكبر في الإستثمار مما يؤدي إلى إرتفاع السيولة ، كما يقلل المستوى العالي من الشفافية من تكلفة المراجعة التي يتقاسمها المستثمرون وبالتالي يطالبون معدل عائد أقل على الأسهم المملوكة ، ثانياً يقلل الإفصاح من مخاطر التقدير وعدم اليقين في نماذج تسعير الأصول التي يستخدمها المستثمرون ثالثاً ، يعمل الإفصاح الأفضل على تحسين التعرف على المستثمرين مما يؤدي إلى تعزيز تقاسم المخاطر نتيجة لذلك ، يمكن للمسؤولية الاجتماعية القوية للشركات جذب مجموعة أوسع من المستثمرين مما يقلل من تكلفة حقوق الملكية.

وفي نفس الإتجاه تناولت دراسة ( Dhaliwal et al .,2014 ) فحص الفوائد المرتبطة بالمسؤولية الاجتماعية للشركات في بيئة دولية تغطي 31 دولة باستخدام متغيرات مثل الوضع القانوني لحماية العمال ومتطلبات الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات والوعي العام والمواقف تجاه قضايا المسؤولية الاجتماعية للشركات ، وقد توصلت إلي وجود علاقة عكسية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وتكلفة حقوق الملكية وأن هذه العلاقة أكثر وضوحاً في البلدان ذات التوجه لأصحاب المصالح ، كما توصلت إلي أن الإفصاح المالي وإفصاح المسؤولية الاجتماعية للشركات يعملان كبديلان لبعضهما البعض في تقليل تكلفة حقوق الملكية .

أيضاً تناولت دراسة ( Sieber et al., 2014 ) تأثير الإفصاح الإختياري في تقارير الإدارة علي تكلفة حقوق الملكية ، حيث قامت بتحليل عينة من 100 شركة ألمانية من 2002 إلى 2008 ، وتم

قياس مستويات الإفصاح الإختياري باستخدام درجات الإفصاح ، وقد توصلت إلي أن مستويات الإفصاح المرتفعة والمتوسطه مرتبطة بانخفاض تكلفة حقوق الملكية حتى بعد التحكم في جودة الإفصاح وبالتالي فإن الإفصاح الإختياري في تقارير إدارة الشركات يقلل من عنصر عدم تناسق المعلومات وفي تكلفة حقوق الملكية و لذلك يمكن إعتباره مصدرًا جيدًا ذا صلة للمعلومات للمستثمرين .

أيضًا أشارت دراستي ( Kim et al., 2014 ؛ Thuy et al ., 2022 ) إلي أن الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية للشركات يمكن أن يقلل تكلفة التمويل من خلال تخفيض مخاطر إنهيار أسعار الأسهم فكلما إنخفضت مخاطر إنهيار أسعار الأسهم بدوره يقلل من تكلفة حقوق الملكية فالإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية للشركات يكون له أثر غير مباشر على تكلفة حقوق الملكية فالإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية للشركات لا يؤدي إلى خفض تكلفة حقوق الملكية بشكل مباشر فحسب بل يمكن أن يكون له أيضًا أثر غير مباشر من خلال عامل وسيط مثل خطر إنهيار أسعار الأسهم.

كما تناولت دراسة ( سمرة ، 2015 ) بحث أثر الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية بأبعادها الثلاثة أداء إجتماعي وأداء بيئي وأداء حوكمي علي تكلفة التمويل بالملكية والديون وذلك بالتطبيق علي الشركات المصرية بعينة مكونة من 117 شركة ، وقد توصلت إلي أن الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية بأبعادها الثلاثة يؤثر عكسيا علي تكلفة التمويل بالملكية ويؤثر بدرجة ضعيفة معنويا علي تكلفة التمويل بالديون مما يدل علي وعي المستثمرين والدائنين بأهمية المعلومات المتعلقة بالمسؤولية الإجتماعية . كما توصلت دراسة ( النعيمي ، 2015 ) إلي وجود علاقة عكسية بين الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية و تكلفة التمويل .

وقد تناولت دراسة ( Xu et al ., 2015 ) تأثير المسؤولية الإجتماعية للشركات (CSR) تجاه أصحاب المصالح الأساسيين على تكلفة حقوق الملكية في الشركات الصينية المقيدة وقد توصلت إلي أن الشركات التي حصلت على درجات أعلى في المسؤولية الإجتماعية للشركات لديها تكلفة رأس المال أقل بكثير وعلى وجه الخصوص وجد أن الإستثمار في تحسين المسؤولية الإجتماعية للشركات تجاه المستثمرين تقدم أكبر مساهمة في تقليل تكاليف تمويل حقوق الملكية للشركات ، كما أن تكلفة الآثار الرأسمالية للمسؤولية الإجتماعية للشركات أكثر أهمية في فترات الركود منها في فترات الازدهار الإقتصادي.

وقد أشارت دراسة ( Kölbel et al., 2017 ) إلي أن الشركات التي لا تراعي إحتياجات أصحاب المصالح من المرجح ان تتحمل تكاليف مستقبلية أعلى نتيجة المراجعة .

كما بحثت دراسة ( Du et al ., 2017 ) العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات والسلوك المالي للشركات من خلال التحقيق في تأثير الأداء البيئي للشركات على تكلفة الديون باستخدام عينة من الشركات الصينية المملوكة للقطاع الخاص وتوصلت إلي أدلة قوية ومتسقة أن الأداء البيئي للشركات يرتبط سلبيا بشكل كبير بتكلفة الديون ويرتبط ارتباطا وثيقًا بسعر الفائدة على الديون ، كما توصلت إلى أن المقرضين يشيدون بالأداء البيئي الأفضل علاوة على ذلك تخفف الرقابة الداخلية من الارتباط السلبى بين الأداء البيئي للشركات ومعدل الفائدة على الديون مما يعني وجود آثار بديلة بين الأداء البيئي للشركات والرقابة الداخلية على خفض أسعار الفائدة على الديون.

كما بحثت دراسة ( El Ghoul et al,2018 ) في كيفية تأثير المسؤولية البيئية للشركات على تكلفة حقوق الملكية لشركات التصنيع في 30 دولة باستخدام العديد من الأساليب لتقدير تكاليف تمويل الأسهم وتوصلت إلي أن تكلفة حقوق الملكية تكون أقل عندما يكون لدى الشركات معدل مرتفع من المسؤولية الاجتماعية وأن الإستثمار في المسؤولية البيئية يقلل من تكاليف تمويل حقوق الملكية للشركات في جميع أنحاء العالم .

كما بحثت دراسة (Gupta, 2018) العلاقة بين الممارسات البيئية والتكلفة الضمنية لحقوق الملكية باستخدام عينة شاملة مكونة من 23301 ملاحظة من 43 دولة، وتوصلت الي أن تحسن الممارسات البيئية يؤدي إلى تقليل التكلفة الضمنية لحقوق الملكية ، كما ان هذه النتائج تكون أقوى في البلدان التي تعاني من ضعف الإدارة ، كما أن معظم الفوائد تأتي من تقليل الانبعاثات وتخفيض إهدار الموارد غير الضروري.

كما أشارت دراسة ( Breuer et al ., 2018 ) إلي أنه يمكن التحكم في تكلفة التمويل من خلال قاعدة المستثمرين حيث أن الشركات التي لديها مشاركة غير كافية في المسؤولية الاجتماعية للشركات لديها تكاليف تمويل أعلى للأسهم بسبب ضعف قاعدة المستثمرين حيث أنه إذا قام عدد كبير من المستثمرين بفحص هذه الشركات وإختيار عدم الإستثمار فيها يتعين على هذه الشركات أن تقدم لمساهميها عوائد متوقعة أعلى لتعويضهم عن تقاسم المخاطر وسيؤدي هذا في النهاية إلى خفض أسعار أسهم هذه الشركات وزيادة تكلفة حقوق الملكية .

كما دراسة بحثت دراسة ( Wang et al., 2021 ) العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات بالأبعاد الثلاثة (البيئي والأداء الإجتماعي وحوكمة الشركات ) وتكلفة التمويل بالملكية باستخدام عينة من الشركات المدرجة في شرق آسيا خلال الفترة 2007-2013،الي ان ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات في شرق آسيا غير مجدية ويجب تجاهلها وذلك لانه من وجهة نظر المستثمرين في الأسهم

(المساهمين)، الذين تشكل مصالحهم المالية محور التركيز الأساسي للشركات، في حين أن الشركات المسؤولة اجتماعياً تعطي الأولوية للمسائل التي تتجاوز مصالح المساهمين وتتخذ خطوات لمراعاة مصالح أصحاب المصالح الآخرين (على سبيل المثال، الموظفين والعملاء والموردين وأصحاب الديون العامة والخاصة)، فإن أصحاب المصالح الآخرين سوف لا يحفزون ذلك حيث ان لديهم تصور للمسؤولية الاجتماعية للشركات مماثل لتصور المساهمين . وأوضحت الدراسة أن هناك تنبؤات نظرية متضاربة حول تأثير المسؤولية الاجتماعية للشركات على تكلفة حقوق الملكية. على الرغم من أن الشركات ذات الأداء الاجتماعي الأفضل قد تتمتع بقاعدة أكبر من المستثمرين، ومستوى مخاطر أقل، وإنخفاض عدم تناسق المعلومات، وبالتالي تكون تكلفة رأس المال أقل، إلا أن إرتفاع تكلفة الأداء الاجتماعي قد يجذب إهتمام أعلى إذا اعتقد المستثمرون أن أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات يمكن استغلالها بشكل انتهازى من قبل المديرين على الشركات لخدمة مصالحهم الخاصة (Wang et al., 2021).

كما أشارت دراسة (Chen & Zhang (2021) إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات قد يقلل من تكلفة حقوق الملكية عن طريق تقليل مخاطر الأعمال .

كما بحثت دراسة (Chen et al ., 2023) تقييم تأثير حماية البيئة والمسؤولية الاجتماعية وأداء حوكمة الشركات (ESG) على تكلفة حقوق الملكية لشركات الصين بين عامي 2010 و 2020 ، وقد توصلت إلى أن تأثير حماية البيئة والمسؤولية الاجتماعية وأداء حوكمة الشركات يقل بشكل كبير من تكلفة حقوق الملكية لهذه الشركات . كما توصلت إلى أن تأثير ESG ليس فقط بشكل مباشر ، ولكن أيضاً بشكل غير مباشر من خلال تقليل تكلفة حقوق الملكية عن طريق الحد من المخاطر التشغيلية وكذلك مخاطر السوق للمؤسسات وهو ما يقدره ويفضله المستثمرون وتشير الدراسة أيضاً إلى أن تعميم ممارسة التنمية المستدامة لن يجلب عبئاً إضافياً على الشركات ولكنه يجلب فوائد إضافية للمؤسسات.

#### **11-2 تحليل الدراسات التي تناولت العلاقة الإيجابية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتكلفة التمويل بالملكية \***

تناولت دراسة (Richardson et al ., 2001) اختبار العلاقة بين الإفصاح المالي والاجتماعي والبيئي علي تكلفة حقوق الملكية لعينة من الشركات الكندية في السنوات 1990 و 1991 و 1992 وتوصلت إلى ان جودة الإفصاح المالي يرتبط ارتباطاً سلبياً بتكلفة حقوق الملكية للشركات ، وقد توصلت أيضاً إلى وجود علاقة إيجابية كبيرة بين الإفصاح الاجتماعي وتكلفة حقوق الملكية وتم تفسير هذه العلاقة الإيجابية بوجود بعض التحيز في الإفصاح الاجتماعي حيث لاحظ ان الشركات التي تعاني من إرتفاع التكاليف الاجتماعية تقوم بمزيد من الإفصاح الاجتماعي لتحقيق منافع ذاتية.

بحث دراسة (Barnea et al., 2010) العلاقة بين تصنيفات الشركات المسؤولة الاجتماعية للشركات وملكيته وهيكل رأس المال في السنوات الأخيرة، بالتطبيق على أكبر من 3000 شركة أمريكية إما مسؤولة اجتماعياً (SR) أو غير مسؤول اجتماعياً (SI)، وينطوي تصنيف الشركات على مرحلتين. أولاً، يطبق فحصاً اجتماعياً استبعادياً. في هذه المرحلة، يتم تعريف شركات SI بناءً على عملياتها (مثل الكحول والتبغ والقمار). في المرحلة الثانية، يطبق فحصاً اجتماعياً نوعياً على الشركات المتبقية ويشمل الفحص النوعي مجالات مثل العلاقات المجتمعية، وتنوع القوى العاملة، وعلاقات الموظفين، والبيئة، وسلامة المنتج وإستخدامه، في كل من هذه المجالات، تم التحقيق فيما إذا كانت الشركة قد دفعت غرامات أو، المتغير التابع الرئيسي في تحليلنا هو تصنيف المسؤولية الاجتماعية للشركات لكل شركة. كمتغير ثنائي، فإن المسؤولية الاجتماعية للشركات تساوي واحد إذا اجتازت الشركة الفحص وتساوي صفرًا بخلاف ذلك، وقد توصلت الي أن المديرين وكبار المساهمين المديرين يحصلون على فوائد شخصية من المسؤولية الاجتماعية للشركات عند مستويات الملكية العالية وبالتالي يتحملون المزيد من التكاليف المرتبطة بالمسؤولية الاجتماعية للشركات، كما ان مستويات الديون المرتفعة تجعل الإفراط في الإستثمار في المسؤولية الاجتماعية للشركات أكثر صعوبة نظرًا لقلّة الأموال المتاحة لديهم كما ينبغي أن تحفز مستويات الديون المرتفعة الدائنين على لعب دور رقابي أكثر نشاطاً.

كما توصلت دراسة (Reverte, 2012) إلى وجود علاقة إيجابية مهمة بين الإفصاح الاجتماعي وتكلفة حقوق الملكية وأن هذه العلاقة الإيجابية بين تكلفة حقوق الملكية والإفصاح الاجتماعي يتم الاحتفاظ بها فقط للشركات التي يقل أداءها عن متوسط الصناعة.

بحث دراسة (Borghesi et al., 2014) العوامل المختلفة التي تحفز مديري الشركات على القيام بإستثمارات مسؤولة اجتماعياً من عام 1992 إلى عام 2006، ولقد توصلت أن الشركات الأكبر حجماً، والشركات التي تتمتع بتدفق نقدي حر أكبر، ونفقات إعلانية أعلى، تظهر مستويات أعلى من المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR)، وتوصلت أيضاً إلى أن الشركات التي تتمتع بملكية مؤسسية أقوى من غير المرجح أن تستثمر في المسؤولية الاجتماعية للشركات، كما توصلت الي أن الرؤساء التنفيذيين الإناث، والرؤساء التنفيذيين الأصغر سناً، كما أشارت إلى أن الإستثمارات في المسؤولية الاجتماعية للشركات قد لا تكون مدفوعة فقط لأسباب إثارية، بل قد تكون بدلاً من ذلك جزءاً من إستراتيجية أوسع لخلق حسن النية و/أو المساعدة في الحفاظ على علاقات سياسية جيدة. كما توصلت علاقة إيجابية قوية بين مستوى الإهتمام الإعلامي المحيط بالشركة ومديريها التنفيذي، ومستوى الإستثمار في المسؤولية الاجتماعية للشركات. وتشير هذه النتيجة إلى أن إهتمام وسائل الإعلام يساعد في حث الشركات على القيام بإستثمارات مسؤولة اجتماعياً.

بحثت دراسة (Feng et al., 2015) في كيفية تأثير المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) فيما يتعلق بالأبعاد البيئية والاجتماعية وأبعاد حوكمة الشركات وفيما يتعلق بالجزء الاقتصادي على تكلفة تكلفة حقوق الملكية من منظور عالمي بالإستعانة بعينة تتألف من 10803 ملاحظة ، وتشمل العينة المستخدمة شركات كبيرة متعددة الجنسيات لديها بيانات أداء في المسؤولية الاجتماعية للشركات من عام 2002 إلى عام 2010 في قاعدة بيانات Thomson Reuters ASSET4 وقد تم الحصول على بيانات توقعات المحلل المستخدمة لحساب تكلفة رأس المال من قاعدة بيانات ThompsonInstitutional Brokers Earnings (I/B/E/S) ، وتوصلت إلى أن الشركات التي حققت درجات أفضل في مجال المسؤولية الاجتماعية للشركات ترتبط بشكل كبير بانخفاض تكلفة رأس المال في أمريكا الشمالية وأوروبا. بينما توصلت الي أن الشركات ذات الأداء الأفضل في مجال المسؤولية الاجتماعية للشركات في آسيا تواجه زيادة في تكاليف رأس المال، وهذا يشير إلى أن المستثمرين في البلدان الآسيوية عموماً قد ينظرون إلى أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات بشكل سلبي مما يشير إلى أن العوامل المؤسسية و/أو الثقافية تؤثر على سلوك الإدارة العليا في إعداد التقارير الاجتماعية وإنطباع المستثمرين عن أهمية المسؤولية الاجتماعية للشركات. وبالتالي ينبغي للجهات التنظيمية الآسيوية أن تعمل بشكل فعال على تعزيز الفهم العام والوعي بمعلومات المسؤولية الاجتماعية للشركات.

كما توصلت دراسة ( Suto et al., 2016 ) أيضاً إلي وجود علاقة ايجابية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتكلفة راس المال . وفي نفس السياق اتجهت (Richardson et al., 2001) لإختبار العلاقة بين الإفصاح المالي والاجتماعي وتكلفة حقوق الملكية لعينة من الشركات الكندية في السنوات 1990 و 1991 و 1992 وقد توصلت إلي أن هناك علاقة ايجابية كبيرة بين الإفصاح الاجتماعي وتكلفة حقوق الملكية وتم تفسير هذه النتيجة بعض التحيزات في الإفصاح الاجتماعي حيث أن عمليات الإفصاح الاجتماعي قد تفيد شركة من خلال تأثيرها على أصحاب المصالح التنظيميين بخلاف المستثمرين في الأسهم .

كما بحثت دراسة ( Gjergji et al., 2021 ) اثر الإفصاح عن المسؤولية البيئية والاجتماعية علي تكلفة راس المال ، وتم قياس الإفصاح المتعلق بكل عنصر من المكونات الثلاثة لمؤشر الحوكمة البيئية والاجتماعية والحوكمة بشكل منفصل وقد توصلت الي إن الإفصاح البيئي للشركات الصغيرة والمتوسطة يؤدي إلى زيادة في تكلفة رأس المال لأنها تتمتع بفوائد أقل وتعاني من تكاليف أعلى ، ولكن في الشركات الكبيرة الفوائد تميل إلى أن تفوق التكاليف ، كما توصلت الي أن الإفصاح البيئي يملّي زيادة تكلفة رأس المال، في حين أن المعلومات الاجتماعية ومعلومات الحوكمة لا تمارس أي تأثير، مما يشير الي أن المستثمرين الماليين في الشركات الصغيرة والمتوسطة لا يعتمدون عليها بالتساوي ، حيث أن

الإفصاح البيئي فقط هو الذي يلعب دورًا محوريًا في قراراتهم التمويلية وبشكل عام فإن الإفصاح البيئي يضر بالشركات الصغيرة والمتوسطة، ما لم تكن شركة عائلية .

كما هدفت دراسة ( Meng et al ., 2022 ) إلى تحليل تأثير الإفصاح عن المعلومات البيئية للشركات من منظور المستثمرين علي تكلفة رأس المال لجميع الشركات الصينية المدرجة في الفترة من 2004 إلى 2020 ، وقد توصلت إلى أن الإفصاح عن المعلومات البيئية يمكن أن يكون له ردود فعل سلبية كبيرة بين المستثمرين عندما تكون الشركات شديدة التلوث وكذلك الشركات ذات المساهمة المؤسسية العالية ، كما توصلت إلي أن الإستثمار في المسؤولية البيئية يرفع تكاليف رأس المال وتكاليف العمالة ، خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم . ، كما توصلت الي أن الشركات المدرجة في البورصة تفتقر إلى الحافز للاندماج في الإدارة البيئية وتحجم عن الإفصاح عن المعلومات البيئية ، كما توصلت إلي انه ينبغي على الحكومة صياغة سياسة الإفصاح الإلزامي وتقديم الدعم الإداري للشركات الصديقة للبيئة ، كما يجب على الشركات الإبتكار لخفض التكاليف البيئية. وفي الوقت نفسه يجب أن يكون المستثمرون على دراية بأهمية السلوكيات البيئية للشركات وأن يدركوا الفوائد طويلة الأجل للإدارة البيئية للشركات.

كما تناولت دراسة ( Nazir et al ., 2022 ) تأثير أداء ESG (الأداء البيئي ، والأداء الاجتماعي ، والحوكمة) للشركات الرائدة في مجال التكنولوجيا العالمية على تكلفة رأس المال الشركة من خلال تقسيم تكلفة رأس المال إلى تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الدين. وتوصلت إلي أن أداء ESG مرتبط بشكل إيجابي بتكلفة رأس المال ، أي تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الدين ويرجع ذلك إلى أن كبار قادة التكنولوجيا العالميين المسؤولين إجتماعيا يتحملون تكلفة أعلى لرأس المال حيث ينظر المستثمرون إلى الحوكمة البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات على أنها عبء مالي إضافي ولا يتعاملون مع تكاليف الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية كعامل ذي قيمة مضافة ، ومن ثم يجب على مديري الشركات ترشيد الإستثمار في الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية للحد من تكلفة رأس المال.

### 3-11 تحليل الدراسات التي تناولت عدم وجود علاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتكلفة التمويل بالملكية

وقد تناولت دراسة ( Déjean et al ., 2009 ) تأثير الإفصاح البيئي الإختياري للشركات على تكلفة حقوق الملكية للشركات المدرجة في مؤشر البورصة الفرنسي SBF 120 في عام 2006 ، وقد خصصت معظم هذه الشركات قسمًا من تقريرها السنوي للإجراءات البيئية ، ومع ذلك فقد نشر أقل من 20٪ منها بالفعل تقريرًا منفصلاً مخصصًا للتنمية المستدامة وتبين ان الموضوعات البيئية التي تحظى بأكبر قدر من الإهتمام في تقارير الشركات هي التلوث والموارد الطبيعية وإعادة التدوير

وكانت المحددات المرتبطة بالإفصاح البيئي هي: حجم الشركة ، الرافعة المالية ، وعدد المحللين الماليين الذين يراقبون أسهم الشركة وقد توصلت الدراسة إلي انه لا يؤدي إفصاح الشركات للمعلومات البيئية بالضرورة إلي تخفيض تكلفة حقوق الملكية.

بحث دراسة ( Humphrey et al ., 2012 ) العلاقة بين تصنيفات الشركات البيئية والاجتماعية والمنتجات والحوكمة والعوائد والمخاطر، وتوصلت إلي أن الشركات ذات التصنيفات البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) المرتفعة أو المنخفضة لا تحصل على عوائد مختلفة ، كما لا يؤثر التصنيف المرتفع أو المنخفض للمعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) على المخاطر الشخصية ، تميل الشركات ذات التصنيفات البيئية والاجتماعية والحوكمة الجيدة إلى أن تكون أكبر. كما توصلت أيضاً الي أن النتائج لا تتغير بشكل كبير بإستخدام بيانات التصنيفات البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) العامة أو الخاصة بالصناعة. وبالتالي، فإن مديري الشركات في المملكة المتحدة يمكنهم تنفيذ إستراتيجية ESG دون تكبد أي تكلفة مالية كبيرة (أو فائدة) من حيث المخاطر أو العائد.

أيضا بحثت دراسة ( Feng et al ., 2014 ) فيما إذا كان أداء المسؤولية الاجتماعية للشركات يؤثر على تكلفة حقوق الملكية للشركات المرتبطة بالسياحة في كل من آسيا والغرب وما إذا كانت هناك اختلافات إقليمية وثقافية في هذا الصدد وذلك بتقسيم الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية إلي أربعة أبعاد (الأداء الحوكمي - الأداء الإقتصادي - الأداء الإجتماعي - الأداء البيئي ) بإستخدام عينة عالمية ذات صلة بالسياحة وقد توصلت إلي أن الأداء الأفضل للمسؤولية الاجتماعية للشركات يقلل بشكل كبير من تكلفة حقوق الملكية لمجموعة الشركات الغرب ولكن ليس للشركات في الدول الآسيوية ، كما توصلت إلى أن وجود مخاوف مختلفة فيما يتعلق بالإستثمار في المسؤولية الاجتماعية للشركات من أجل السياحة الشركات في مناطق مختلفة بسبب الاختلافات في تصورات المستثمرين والثقافة والبيئة المؤسسية والمعتقدات الإدارية.

كما قامت دراسة ( Suto et al ., 2016 ) ببحث العلاقة بين الأداء الإجتماعي للشركات اليابانية وتكلفة رأس المال من حيث تكلفة التمويل بالإقتراض وتكلفة التمويل بالملكية لتكلفة رأس المال خلال الفترة من عام 2007 إلى 2013م ، وقد توصلت إلي أن علاقة الارتباط بين الأداء الإجتماعي للشركات وتكلفة التمويل بالإقتراض علاقة إيجابية وذلك خلال الفترة من 2007 إلى 200 فترة الأزمة المالية العالمية ، ولكن علاقة الارتباط بين الأداء الإجتماعي للشركات الاجتماعية وتكلفة التمويل بالإقتراض علاقة ضعيفة خلال الفترة من 2011م وحتى 2013م.

كما توصلت دراسة (عبدالله، 2017) إلى أنه لا تتأثر تكلفة رأس المال في الشركات الصناعية المقيدة في الاسواق المالية للشركات الكويتية بالإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية (تجاه المجتمع ، البيئة ، الموارد البشرية ، تجاه المنتج ) وأن التغير في المسؤولية الإجتماعية لا يؤثر على تكلفة رأس المال . كما بحثت دراسة ( Wang et al ., 2020 ) فيما إذا كانت المسؤولية الإجتماعية للشركات تؤثر على تكلفة حقوق الملكية ورأس مال الديون في الصين وقد توصلت إلى أن الشركات الصينية ذات الأداء العالي في المسؤولية الإجتماعية للشركات يمكنها أن تقلل بسرعة من تكلفة رأس مال الديون وعلى الرغم من ذلك تظهر النتائج أن أداء المسؤولية الإجتماعية للشركات لا يؤثر بشكل كبير على تكلفة حقوق الملكية .

كما قامت دراسة ( Eugster , 2020 ) ببحث العلاقة بين جودة الإفصاح الطوعي وتكلفة حقوق الملكية علي عينة من الشركات السويسرية في الفترة ما بين 1999-2009 وقد توصلت إلى أن العلاقة بين الإفصاح الإختياري وتكلفة التمويل بالملكية غير مهمه .

ومن العرض السابق للدراسات اظرت نتائج مختلفة حيث توصلت بعض الدراسات الي علاقة العكسية - علاقة إيجابية - عدم وجود علاقة مما سبق تلاحظ أنه لم تتفق الدراسات علي شكل العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية وتكلفة التمويل بالملكية ، كما ان هناك القليل من الدراسات التي تناولت هذه المتغيرات معا في ظل البيئة المصرية ولتغطية هذه القضية سوف يقوم الباحث بدراسة أثر الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية علي تكلفة التمويل بالملكية وذلك بالتطبيق علي البيئة المصرية ، حيث تتناول الدراسة الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية كمتغير مستقل وتكلفة التمويل بالملكية كمتغير تابع ، وقد تم إشتقاق فرض الدراسة ذات الصلة بالعلاقة التاثيرية محل الدراسة تمهيدا لإختبارها عمليا في بيئة الأعمال والممارسة المهنية المصرية .

ويخلص الباحث مما سبق إلى أنه على الرغم من أن الهدف الأساسي للعديد من الشركات سيستمر في تعزيز قيمة المساهمين من خلال إنتاج أداء إقتصادي مستدام، إلا أنه يجب على الشركات أيضا التعامل بشكل فعال مع الأداء البيئي والإجتماعي والحوكمة لضمان إضافة قيمة لأصحاب المصالح الآخرين. يتوافق مع الرأي القائل بأن المسؤولية الإجتماعية للشركات، على سبيل المثال، تعكس إستثمارا في الأصول غير الملموسة، مثل السمعة ورأس المال البشري، والذي يساهم بدوره لتعزيز القدرة التنافسية للشركات والإستدامة المالية على المدى الطويل. من ناحية أخرى، قد يكون التأثير السلبي متسقا مع الرأي القائل بأن المسؤولية الإجتماعية للشركات مكلفة وأن فوائدها المحتملة يمكن أن ترتبط باستهلاك المنافع الخاصة (مثل السمعة والأمن الوظيفي والصورة العامة) التي

تستخرجها الإدارة على حساب المساهمين. ويمكن للشركات التي تتمتع بتفوق في المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة، كما يتضح من قواعد حوكمة الشركات الأكثر فعالية والأنشطة الاجتماعية والبيئية الأكثر مسؤولية، أن تشير إلى إلتزامات بجذب الموظفين الموهوبين والاحتفاظ بهم، وتحسين ولاء العملاء، وزيادة الإنتاجية. كما يمكن أن تؤثر مبادرات وتحسينات ESG بشكل إيجابي على الأداء المالي وتمكن من الوصول بشكل أفضل إلى رأس المال وبالتالي إنخفاض تكلفة رأس المال. وفي الوقت نفسه، قد يكون تنفيذ هذه المبادرات البيئية والاجتماعية والحوكمة مكلفاً (Ng et al., 2015).

ويخلص الباحث مما سبق أن هناك دراسات سابقة تشير إلى وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتخفيض تكلفة التمويل بالملكية. فالشركات التي تفصح بشكل أكبر عن ممارساتها الاجتماعية والبيئية تكون أكثر جاذبية للمستثمرين، مما يقلل من مخاطر الاستثمار فيها ويؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل. ومع ذلك، تختلف نتائج الدراسات باختلاف السياقات والأسواق والتي جاءت بعضها بنتائج تفيد أن العلاقة عكسية وبعضها عدم وجود علاقة، مما يستدعي إجراء مزيد من الدراسات التطبيقية عن أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية علي تكلفة التمويل بالملكية، وعلى ذلك يمكن صياغة فروض الدراسة على النحو التالي :

H1: يؤثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية معنوياً علي تكلفة التمويل بالملكية .

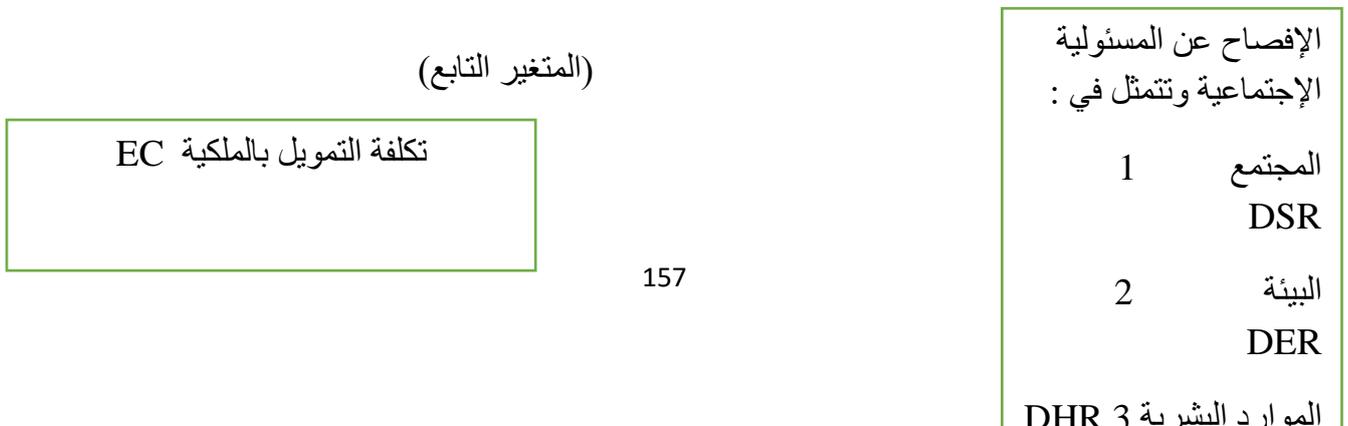
ويشتق من هذا الفرض الرئيسي الفروض الفرعية التالية :

H1a: يؤثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية تجاه البيئة معنوياً علي تكلفة التمويل بالملكية .

H1b: يؤثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية تجاه المجتمع معنوياً علي تكلفة التمويل بالملكية

H1c: يؤثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية تجاه الموارد البشرية معنوياً علي تكلفة التمويل بالملكية

ويوضح الشكل رقم (2) نموذج الدراسة.



المتغير التابع



المتغيرات الرقابية

Size	حجم الشركة
ROA	معدل العائد علي الأصول
Lev	الرفع المالي

شكل رقم (2): نموذج الدراسة والعلاقة بين المتغيرات

12: الدراسة التطبيقية :

12-1-1 أهداف الدراسة التطبيقية :

تهدف الدراسة التطبيقية إلى إختبار فروض الدراسة تطبيقية؛ حيث تستهدف الدراسة التطبيقية إختبار أثر الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية علي تكلفة التمويل بالملكية علي عينة من الشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية , وكذلك إختبار أثر بعض المتغيرات الرقابية (حجم الشركة – الرفع المالي – معدل العائد علي الأصول) علي العلاقة محل الدراسة .

12-1-2 مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات غيرالمالية المقيدة في مؤشر المسؤولية الإجتماعية في البورصة المصرية التي تفصح عن المسؤولية الإجتماعية في تقاريرها السنوية وبذلك يخرج عن نطاق البحث القطاع المالي كما يخرج عن سياق البحث تكلفة التمويل بالدين والشركات غير المقيدة في البورصة المصرية . وقد تم الحصول علي البيانات اللازمة لإختبار فروض الدراسة عن طريق العديد من التقارير الصادرة عن الشركات محل الدراسة عن الفتره المالية من عام 2018- 2023 . حيث

تقتصر الدراسة لتحليل أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية علي تكلفة التمويل بالملكية علي تلك الفترة

### 3-1-12 توصيف وقياس متغيرات الدراسة

استنادا لفروض البحث يمكن توصيف وقياس متغيرات الدراسة كما هو موضح بالجدول رقم (1).

جدول رقم (1): توصيف وقياس متغيرات الدراسة

اسم المتغير	نوعه	توصيفه	قياسه	الأثر المتوقع
الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية	مستقل	ويعني عملية إيصال التأثيرات الاجتماعية والبيئية للعمل الإقتصادي لمنظمة ما إلى مجموعات المصالح الخاصة داخل المجتمع والمجتمع ككل" (2018، Ehsan et al)	ويتم قياسه من خلال تحليل المحتوى للتقارير السنوية المنشورة إجمالي بنود الإفصاح الفعلي للشركات علي إجمالي بنود الإفصاح (المليجي، 2014) (الحوشي، 2017)، Nekhili et al., (2017). (المدهون ، 2018 )، Thuy et al (2022)	- كلما زاد الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية تقل تكلفة التمويل بالملكية
تكلفة التمويل بالملكية	تابع	ويعني الحد الأدنى المستهدف تحقيقه من إستثمار الأموال المتاحة للشركة	$\text{معدل الضريبة} = \frac{\text{صافي الدخل قبل الغوائد والضريبة}}{\text{صافي القيمة الدفترية لاصول الشركة}}$ (عبيد الله، 2008) .	-

		حتى لا تتخفف قيمتها (2012) ، ( saleh ) .		
-	( بنسبة الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك إلى إجمالي الأصول ) ( Chang et al ., 2014 ) ( Breuer et al ( 2018 ) ( Benlemlih et al., 2021 )	وتعني كفاءة الإدارة استخدام الأصول لتوليد الأرباح المليجي (2014) .	رقابي	معدل العائد علي الأصول
+	ويتم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لاجمالي أصول الشركة ( Chang et al ., 2014 ) ص 25	اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية لأسهم الشركة في نهاية السنة المالية	رقابي	حجم الشركة SIZE
+	ويتم قياسه من خلال إجمالي الإلتزامات إلي ( Breuer et al ., 2018 ) ( Lynch et al ., 2023 ) ( Benlemlih et al., 2021 )	هي نسبة إجمالي الإلتزامات إلي إجمالي الأصول ( Thuy et al ( 2022 )	رقابي	الرفع المالي LEV

#### 4-1-12 أدوات وإجراءات الدراسة التطبيقية :

تتمثل أدوات الدراسة التطبيقية في القوائم والتقارير المالية وغير المالية للشركات غير المالية الدرجة في البورصة المصرية المختارة ضمن عينة الدراسة ، وتشمل إجراءات الدراسة تحديد تكلفة التمويل

بالملكية وتحليل المحتوى التقارير ، وقد قام الباحث بفحص القوائم المالية وغير المالية لعدد 87 شركة عن الفترة المالية من عام 2018-2023 ، وقد تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي الذي يتضمن الوسط الحسابي والتكرارات والانحراف المعياري واستخدام التوزيع الطبيعي لإختبار تبعية البيانات للتوزيع الطبيعي لكل متغيرات الدراسة وكذلك إختبار الارتباط وتحليل الإنحدار لإختبار فروض لدراسة .

## 2-12 نتائج إختبار فروض البحث

لإختبار فروض الدراسة تم استخدام نموذج الإنحدار لقياس العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية و تكلفة التمويل بالملكية .

وفيما يلي نتائج إختبار فروض البحث كل علي حدة :

### 1 /2/12 إختبار أثر الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية تكلفة التمويل بالملكية

إستهدف الفرض الأول للبحث إختبار تأثير الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية علي تكلفة التمويل بالملكية .

، و لإختبار الفرض الأساسي (مجموع المتغيرات الداخلية معا) ، والذي يختبر أثر الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية على تكلفة التمويل بالملكية قام الباحث بإجراء تحليل إنحدار متعدد باستخدام النموذج التالي :

$$EC = \alpha + \beta_1 DSEHR + \beta_2 Size + \beta_3 ROA + \beta_4 LEV + \epsilon_{it}$$

حيث :

EC : تكلفة التمويل بالملكية ، DSEHR : الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية ،  $\beta_1 DSR$  : الإفصاح عن البعد الاجتماعي

$\beta_2 DER$  : الإفصاح عن البعد البيئي ،  $\beta_3 DHR$  : الإفصاح عن بعد الموارد البشرية ،  $\beta_4 cus pr$  : الإفصاح عن بعد حماية المستهلك ، Size : حجم الشركة ، ROA : معدل العائد علي الأصول ، LEV : الرفع المالي .

وقد توصلت النتائج لهذا الفرض إلي وجود علاقة عكسية بين الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية علي تكلفة التمويل بالملكية

2 /2/12 إختبار أثر الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية (الإفصاح عن البعد الاجتماعي) على تكلفة التمويل بالملكية

لإختبار الفرض الفرعي الأول H1a (الإفصاح الإجتماعي) ، والذي يختبر أثر الإفصاح الإجتماعي للمسئولية الإجتماعية على تكلفة التمويل بالملكية بإجراء تحليل إنحدار متعدد بإستخدام النموذج التالي :

$$EC=\alpha+\beta_1DSR + \beta_2Size+ + \beta_3ROA+ \beta_4LEV+\epsilon$$

وقد توصلت النتائج لهذا الفرض إلي وجود علاقة عكسية بين الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية علي تكلفة التمويل بالملكية

3 /2/12 إختبار أثر الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية(الإفصاح عن البعد البيئي ) على تكلفة التمويل بالملكية

لإختبار الفرض الفرعي الثاني H1b (الإفصاح البيئي) ، والذي يختبر أثر الإفصاح البيئي للمسئولية الإجتماعية على تكلفة التمويل بالملكية بإجراء تحليل إنحدار متعدد بإستخدام النموذج التالي :

$$EC=\alpha+\beta_1DER + \beta_2Size+ + \beta_3ROA+ \beta_4LEV+\epsilon$$

وقد توصلت النتائج لهذا الفرض إلي وجود علاقة عكسية بين الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية علي تكلفة التمويل بالملكية

4 /2/12 إختبار أثر الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية (الإفصاح عن بعد الموارد البشرية ) على تكلفة التمويل بالملكية

لإختبار الفرض الفرعي الثالث H1c (الإفصاح عن الموارد البشرية ) ، والذي يختبر أثر الإفصاح عن الموارد البشرية للمسئولية الإجتماعية على تكلفة التمويل بالملكية بإجراء تحليل إنحدار متعدد بإستخدام النموذج التالي :

$$EC=\alpha+ \beta_3DHR + \beta_2Size+ + \beta_3ROA+ \beta_4LEV+\epsilon$$

وقد توصلت النتائج لهذا الفرض إلي وجود علاقة عكسية بين الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية علي تكلفة التمويل بالملكية .

ومن العرض السابق لنتائج البحث نجد أن النتائج تدعم الفرض القائل بأن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يؤدي إلى تقليل تكلفة التمويل من خلال تحسين شفافية الشركة وتقليل المخاطر. وذلك عند إختبار ابعاد الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية الثلاثة محل الدراسة معا أو بشكل منفصل كل

بُعد علي حده نجد أن النتائج لا تتغير في اتجاه العلاقة ، ولكن ويُظهر التحليل أن البعد الاجتماعي، مثل دعم المجتمع والحفاظ على البيئة، له تأثير أكبر على تكلفة التمويل مقارنة بالأبعاد الأخرى.

كما أظهرت النتائج أن المتغيرات الرقابية مثل حجم الشركة وربحيتها تلعب دورًا في تحديد العلاقة بين الإفصاح وتكلفة التمويل. فعلى سبيل المثال، الشركات الأكبر حجمًا تميل إلى تحقيق تكاليف تمويل أقل، مما قد يكون نتيجة للثقة الأكبر التي يوليها المستثمرون لهذه الشركات. وعلى ذلك يمكن القول أن نتائج الدراسة الحالية تقدم دليلاً عملياً للشركات على أهمية تعزيز الإفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية. ويمكن للشركات المصرية الاستفادة من هذه النتائج من خلال تطوير سياسات إفصاح متقدمة تساهم في تحسين صورتها وتقليل تكلفة التمويل، كما توصلت إليه دراسة **Mahoney et al. (2013)** ، والتي تختلف مع نتائج الدراسات السابقة مثل **Benlemlih et al. (2021)** التي أشارت إلى وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتخفيض تكلفة التمويل. ومع ذلك، توفر هذه الدراسة أدلة جديدة في السياق المصري، مما يضيف قيمة إضافية للأدبيات الحالية مما يشير إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يعزز من قيمة الشركة من خلال تحسين علاقتها مع أصحاب المصالح.

### 13: الخلاصة والتوصيات:

تؤكد الدراسة الحالية على أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يلعب دورًا حيويًا في تقليل تكلفة التمويل بالملكية في الشركات المدرجة في البورصة المصرية. كما يشير التحليل إلى أن الشفافية في الإفصاح تعزز من ثقة المستثمرين وتقلل من المخاطر المرتبطة بالشركة، وتقلل من علاقة الشركة مع المجتمع المحيط والذي يتفاعل معه بشكل مستمر، مما يساهم في تحسين الوصول إلى التمويل بتكاليف أقل.

وعلى ذلك يقدم الباحثان التوصيات التالية:

- ينبغي على الشركات تعزيز ممارسات الإفصاح الاجتماعي والبيئي لتحسين صورتها وزيادة قدرتها على الحصول على تمويل أقل تكلفة.
- يجب على الجهات التنظيمية تحسين معايير الإفصاح لضمان شفافية أكبر في التقارير السنوية للشركات. يمكن لهذه التحسينات أن تشمل وضع إرشادات أكثر وضوحًا وتطبيقًا صارمًا لمتطلبات الإفصاح.

ومن اقتراحات البحوث المستقبلية ما يلي:

- دراسة تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على جوانب أخرى من الأداء المالي مثل قيمة السوق أو العائد على الأسهم.
- تحليل تأثير المتغيرات الأخرى مثل الهيكل المالي والصناعي على العلاقة بين الإفصاح وتكلفة التمويل. كما يمكن إجراء دراسات مقارنة بين السوق المصرية وأسواق أخرى لتحقيق فهم أعمق للعوامل المؤثرة.

## المراجع:

### أولاً : المراجع العربية:

- 1- ابراهيم ، علاء الدين توفيق (2014) "محددات وحوافز التقرير عن المسؤولية الاجتماعية : دراسة تطبيقية علي الشركات المقيدة في البورصة المصرية " *مجلة التجارة والتمويل* ، كلية التجارة ، جامعة طنطا1(34) : 45-104.
- 2- ابن محفوظ ، حنان (2019) " العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والأداء المالي للبنوك: دراسة تطبيقية على البنوك المدرجة بسوق المال السعودي " *مجلة البحوث المحاسبية* 14(2) : 77- 123 .
- 3- أبو ملوح ، علاء محمود ، قاقش ، محمود حسن سالم (2017) " أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية علي السيولة في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية : دراسة ميدانية ، رسالة ماجستير ، جامعة اليرموك .
- 4- إدريس ، شادية عبدالله أحمد (2018) " القياس والإفصاح المحاسبي عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية ودورة في إستمرارية المنشأة : دراسة حالة علي أطلس للتعبئة والبسكوت – رسالة ماجستير – جامعة النيلين – الخرطوم .
- 5- الحسن ، محمد احمد محمد (2014) "المحاسبة البيئية ودورها في ترشيد قرارات الإستثمار : الجزء الثاني " ع 75 ( 2014 ) : 45 - 48.
- 6- الحوشي ، محمد محمود (2017) "التأثير المباشر وغير المباشر لمستوي الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية علي قيمة الشركة : دراسة تطبيقية علي الشركات المقيدة في البورصة المصرية " *مجلة البحوث المحاسبية* ، كلية التجارة ، جامعة طنطا ، 2(1) : 393-444 .
- 7- الدليل المصري لحوكمة الشركات – الإصدار الثالث في 26-7-2016 ص15

- 8- السيد ، محمد صابر حموده (2016) " نحو مؤشر للإفصاح الإجمالي والإختياري وتأثيره على تكلفة رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري " *مجلة البحوث التجارية المعاصرة*، كلية التجارة ، جامعة سوهاج ، 1(30) : 379- 440 .
- 9- الطحان ، ابراهيم محمد (2018) " أثر الإفصاح الإختياري عن معلومات المسؤولية الإجتماعية للشركات علي عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية : دراسة نظرية وتطبيقية " *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة ، جامعه طنطا ، 5(1) : 590 - 654 .
- 10- العجوري ، هدي محمد عبدالرحمن ( 2017 ) " أثر تطبيق محاسبه المسؤولية الإجتماعية علي الأداء المالي لشركات الخدمات المساهمه العامة الأردنية " رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا ، الجامعه الهاشميه.
- 11- النعيمي ، فاتن أمين (2015) "المسؤولية الإجتماعية وأثرها علي تكلفة رأس المال في الشركات الصناعية المقيدة في بورصة عمان " رسالة ماجستير، كلية الدراسات العليا ، جامعة الزرقاء.
- 12- زلوم ، عبدالله محمد (2011) ، " نموذج مقترح لقياس أثر محاسبة المسؤولية الإجتماعية علي الأداء المالي " *رسالة دكتوراه* ، كلية الأعمال ، جامعة عمان العربية ، 1- 256 .
- 13- سمرة ، ياسر محمد السيد عبدالعزيز(2015) " أثر الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية في ضوء المؤشر المصري لمسؤولية الشركات علي تكلفة التمويل : دراسة تطبيقية . *مجلة الدراسات والبحوث التجارية* ، كلية التجارة – جامعة بنها ، ع(4) ص 631- 675
- 14- عبدالحليم ، احمد حامد (2018) " قياس أثر الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الإجتماعية علي تكلفة راس المال وقيمة الشركة : أدلة عملية من الشركات المقيدة في المؤشر المصر للمسؤولية الإجتماعية ESG " *مجلة البحوث المحاسبية* – كلية التجارة - جامعة طنطا، 5 (2) : 463- 494.
- 15- عبدالله ، وليد عبدالرحمن (2017) " أثر الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية على تكلفة رأس المال في الشركات الصناعية المساهمة العامة في دولة الكويت " رسالة ماجستير، كلية إدارة المال والأعمال ، جامعة ال البيت – الاردن .

- 16- عبدالمولي ، سعيد ناصر (2017) " تقيم مستوي الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الإجتماعية في المنشآت السعودية " ، كلية التجارة ، جامعه عين شمس، 21(2) : 126-155 .
- 17- عسيري ، عبدالله بن علي بن عبدالله (2011) " إفصاح شركات المساهمة السعودية عن المسؤولية الإجتماعية في تقاريرها المالية : دراسة تطبيقية ، *مجلة البحوث التجارية* ، مج 33 ، ع2 : 173-211 .
- 18- قادري ، سمية عايش قاسم ، حمودة ، تركي راجي (2018) " أثر خصائص التدقيق علي الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية للشركات المساهمة العامة الأردنية : دراسة تطبيقية - رسالة ماجستير - جامعة اليرموك .
- 19- مقابلة ، مجد محمد محمد احمد (2019) " أثر الإفصاح عن المسؤولية الإجتماعية علي أداء الشركات المساهمة العامة الأردنية : دراسة تحليلية " رسالة ماجستير - كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة اليرموك .
- 20- مليجي ، مجدي مليجي عبدالحكيم (2014) "محددات الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الإجتماعية وأثره على أداء وسمعة البنوك في البيئة المصرية دراسة نظرية تطبيقية " *المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة*، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، (4) : 1-81

#### ثانيًا : المراجع الأجنبية

- 21- Ali، W.، & M. Rizwan، (2013). Factors influencing corporate social and environmental disclosure (CSED) practices in the developing countries: An institutional theoretical perspective. *International Journal of Asian Social Science*، 3(3): 590-609.
- 22- Alkayed، H. A. M. (2018). The determinants and consequences of corporate social responsibility disclosure: the case of Jordan (Doctoral dissertation، University of Salford).

- 23- Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Suh, J. (2013). Corporate social responsibility and credit ratings. *Journal of business ethics*, 117(4): 679-694.
- 24- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71–86.
- 25- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2012). Does it pay to be really good? Addressing the shape of the relationship between social and financial performance. *Strategic Management Journal*, 33(11), 1304–1320.
- 26- Benlemlih, M., Bitar, M., Erragragui, E., & Peillex, J. (2021). New evidence on the relationship between Corporate Social Responsibility and the use of equity capital. *Management international*, 25(2), 200-217.
- 27- Borghesi, R., Houston, J.F., Naranjo, A., 2014. Corporate socially responsible investments: CEO altruism reputation, and shareholder interests. *J. Corp. Finance* 26, 164–181. Bos, J. (2014). Integrating ESG factors in the investment process. January/February CFA Institute Magazine, 15-16.
- 28- Breuer, W., Müller, T., Rosenbach, D., & Salzmänn, A. (2018). Corporate social responsibility, investor protection, and cost of equity: A cross-country comparison. *Journal of Banking & Finance*, 96: 34-55.
- 29- Calveras, A., & Ganuza, J. J. (2018). Corporate social responsibility and product quality. *Journal of Economics & Management Strategy*, 27(4), 804-829.

- 30- Chang, Y., Hsieh, C. H., Wang, T. C., & Hsieh, T. Y. (2014). Corporate Social Responsibility, Cost of Equity and Cost of Bank Loans. *International Review of Accounting, Banking & Finance*, 6.
- 31- Chen, H. Y., & Yang, S. S. (2020). Do investors exaggerate corporate ESG information? Evidence of the ESG momentum effect in the Taiwanese market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 63, 101407
- 32- Chen, R. C., Lee, C. H., & Hung, S. W. (2020). The relationship between ex-ante cost of equity capital and corporate social responsibility in introductory and maturity period. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 1089-1107.
- 33- Chen, B., & Zhang, A. (2021). How does corporate social responsibility affect the cost of equity capital through operating risk?. *Borsa Istanbul Review*, 21: 38-45.
- 34- Chen, Y., Li, T., Zeng, Q., & Zhu, B. (2023). Effect of ESG performance on the cost of equity capital: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 83, 348-364.
- 35- Déjean, F., & Martinez, I. (2009). Environmental disclosure and the cost of equity: the French case. *Accounting in Europe*, 6(1), 57-80.
- 36- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., et al. (2011) Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *Accounting Review* 86: 59–100.
- 37- Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2014). Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4): 328-355.

- 38- Du, X., Weng, J., Zeng, Q., Chang, Y., & Pei, H. (2017). Do lenders applaud corporate environmental performance? Evidence from Chinese private-owned firms. *Journal of Business Ethics*, 143(1):179-207.
- 39- Ehsan, S., Nazir, M. S., Nurunnabi, M., Raza Khan, Q., Tahir, S., & Ahmed, I. (2018). A multimethod approach to assess and measure corporate social responsibility disclosure and practices in a developing economy. *Sustainability*, 10(8): 2955.
- 40- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kim, H., & Park, K. (2018). Corporate environmental responsibility and the cost of capital: International evidence. *Journal of Business Ethics*, 149(2): 335-361.
- 41- El Ghoul, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital?. *Journal of Banking & Finance*, 35(9): 2388-2406.
- 42- Eugster, F. (2020). Endogeneity and the dynamics of voluntary disclosure quality: is there really an effect on the cost of equity capital?. *Contemporary Accounting Research*, 37(4) : 2590-2614.
- 43- Feng, J., Goodell, J. W., & Shen, D. (2022). ESG rating and stock price crash risk: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 46, 102476.
- 44- Feng, Z. Y., Wang, M. L., & Huang, H. W. (2015). Equity financing and social responsibility: further international evidence. *The international journal of accounting*, 50(3), 247-280
- 45- Feng, Z. Y., Wang, M. L., & Huang, H. W. (2014). Research note: Corporate social responsibility and equity financing in the global tourism industry. *Tourism Economics*, 20(4), 869-883.
- 46- Friedman M. 1970. The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, 13 September, 122

- 47- Friedman, M. (2007). The social responsibility of business is to increase its profits. In *Corporate ethics and corporate governance* (pp. 173-178). Berlin, Heidelberg: Springer Berlin Heidelberg.
- 48- Gao, L., & Zhang, J. H. (2015). Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and valuation. *Journal of Corporate Finance*, 32, 108-127.
- 49- Gjergji, R., Vena, L., Sciascia, S., & Cortesi, A. (2021). The effects of environmental, social and governance disclosure on the cost of capital in small and medium enterprises: The role of family business status. *Business Strategy and the Environment*, 30(1), 683-693
- 50- Gloßner, S. (2019). Investor horizons, long-term blockholders, and corporate social responsibility. *Journal of Banking & Finance*, 103, 78-97
- 51- Gupta, K. (2018). Environmental sustainability and implied cost of equity: International evidence. *Journal of Business Ethics*, 147(2), 1–23.
- 52- Heinkel, R., Kraus, A., Zechner, J., 2001. The effect of green investment on corporate behavior. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 36, 431-449.
- 53- Hmaitane, A., Bouslah, K., & M'Zali, B. (2019). Does corporate social responsibility affect the cost of equity in controversial industry sectors?. *Review of Accounting and Finance*, 18(4), 635-662
- 54- Höllerer, M. A. (2012). Between creed, rhetoric façade, and disregard: Dissemination and theorization of corporate social responsibility in Austria (p. 257). Peter Lang International Academic Publishers.
- 55- <https://www.iso.org/iso-26000-social-responsibility.html>
- 56- Humphrey, J. E., Lee, D. D., & Shen, Y. (2012). Does it cost to be sustainable?. *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 626-639.

- 57- Jizi, M. I., Salama, A., Dixon, R., & Stratling, R. (2014). Corporate governance and corporate social responsibility disclosure: Evidence from the US banking sector. *Journal of business ethics*, 125(4) : 601-615.
- 58- Khanchel, I., & Lassoued, N. (2022). ESG disclosure and the cost of capital: is there a ratcheting effect over time?. *Sustainability*, 14(15), 9237.
- 59- Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 43: 1-13.
- 60- Koh, P. S., Qian, C., & Wang, H. (2014). Firm litigation risk and the insurance value of corporate social performance. *Strategic Management Journal*, 35(10) : 1464-1482.
- 61- Liang, H., & Renneboog, L. (2020). Corporate social responsibility and sustainable finance: A review of the literature. European Corporate Governance Institute–Finance Working Paper, (701).
- 62- Lins, K.V., Servaes, H. and Tamayo, A., 2017. Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *Journal of Finance*, 72(4), 1785-1824.
- 63- Luo, X., Wang, H., Raithel, S., & Zheng, Q. (2015). Corporate social performance, analyst stock recommendations, and firm future returns. *Strategic Management Journal*, 36(1), 123–136.
- 64- Lynch, B., & O'Hagan-Luff, M. (2023). Relative corporate social performance and cost of equity capital: International evidence. *International Journal of Finance & Economics*
- 65- Mahoney, L., Thorne, L., Cecil, L., & LaGore, W. (2013). A research note on standalone corporate social responsibility reports:

- Signaling or greenwashing? *Critical Perspectives on Accounting*, 24(4–5), 350–359.
- 66- Malik, M. (2015). Value-enhancing capabilities of CSR: A brief review of contemporary literature. *Journal of Business Ethics*, 127(2), 419–438. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2051-9>
- 67- Meng, J., & Zhang, Z. (2022). Corporate Environmental Information Disclosure and Investor Response: Empirical Evidence from China's Capital Market .
- 68- Nazir, M., Akbar, M., Akbar, A., Poulou, P., Hussain, A., & Qureshi, M. A. (2022). The nexus between corporate environment, social, and governance performance and cost of capital: evidence from top global tech leaders. *Environmental Science and Pollution Research*, 1-14.
- 69- Obied-Allah, Fayza. (December 2009). The cost of optimal level of balanced capital structure: An Empirical Study, *Accounting, Management & Insurance Review* (13), Cairo University.
- 70- Nekhili, M., Nagati, H., Chtioui, T., & Rebolledo, C. (2017). Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily firms. *Journal of Business Research*, 77, 41-52
- 71- Panwar, R., Paul, K., Nybakk, E., Hansen, E., & Thompson, D. (2014). The legitimacy of CSR actions of publicly traded companies versus family-owned companies. *Journal of Business Ethics*, 125(3), 481–496.
- 72- Perks, K., Farache, F., Shukla, P., & Berry, A. (2013). Communicating responsibility- practicing irresponsibility in CSR advertisements. *Journal of Business Research*, 66(10), 1881–1888.
- 73- Petrova, E., Georgakopoulos, G., Sotiropoulos, I., & Vasileiou, K. Z. (2012). Relationship between cost of equity capital and voluntary

- corporate disclosures. *International Journal of Economics and Finance*, 4(3): 83-96.
- 74- Reverte, C. (2012). The impact of better corporate social responsibility disclosure on the cost of equity capital. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19(5): 253-272.
- 75- Richardson, A. J., & Welker, M. (2001). Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, organizations and society*, 26(7-8): 597-616.
- 76- Sieber, T., Weißenberger, B. E., Oberdörster, T., & Baetge, J. (2014). Let's talk strategy: the impact of voluntary strategy disclosure on the cost of equity capital. *Business Research*, 7(2): 263-312.
- 77- Song. (2013). The determinants of corporate social responsibility disclosure: Evidence from China. *Journal of Applied Business Research* (JABR), 29(6): 1833-1848.
- 78- Suto, M., & Takehara, H. (2016). Corporate Social Responsibility and the Cost of Capital: Evidence from Japanese Firms. In Asian Finance Association (AsianFA) 2016 Conference.
- 79- Thuy, C. T. M., Khuong, N. V., Canh, N. T., & Liem, N. T. (2022). The mediating effect of stock price crash risk on the relationship between corporate social responsibility and cost of equity moderated by state ownership: Moderated mediation analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*.
- 80- Van der Laan Smith, J., Adhikari, A., Tondkar, R. H., & Andrews, R. L. (2010). The impact of corporate social disclosure on investment behavior: A cross-national study. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(2), 177-192

- 81- Wang, K. T., Kartika, F., Wang, W. W., & Luo, G. (2021). Corporate social responsibility, investor protection, and the cost of equity: Evidence from East Asia. *Emerging Markets Review*, 47, 100801
- 82- Wang, M. L., Feng, Z. Y., & Huang, H. W. (2013). Corporate social responsibility and cost of equity capital: a global perspective. *Journal of Behavioral Finance*, 9: 85-94.
- 83- Xu, S., Liu, D., & Huang, J. (2015). Corporate social responsibility, the cost of equity capital and ownership structure: An analysis of Chinese listed firms. *Australian Journal of Management*, 40(2): 245-276.
- 84- Yeh, C. C., Lin, F., Wang, T. S., & Wu, C. M. (2020). Does corporate social responsibility affect cost of capital in China?. *Asia Pacific Management Review*, 25(1): 1-12.