



مركز الاستشارات والبحوث والتطوير
بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية

مجلة البحوث الإدارية

Journal of Management Research

علمية - متخصصة - مُكمّمة - دورية ربع سنوية

للسنة
الحادية والأربعون

Vol. 41, No.2; Apr. 2023

عدد أبريل 2023



www.sams.edu.eg/crdc

رئيس مجلس الإدارة
أ. د. محمد حسن عبد العظيم
رئيس أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

رئيس التحرير
أ. د. أنور محمود النقيب
مدير مركز الاستشارات والبحوث والتطوير

ISSN : 1110-225X

الأداء المستدام كمتغير معدل بين القدرة الإدارية للمديرين وأداء الأسهم: دراسة تطبيقية

د. مصطفى محمد عبد النبي يسين

د. أسامة وجدي وديع

قسم إدارة الأعمال
كلية التجارة وإدارة الأعمال
جامعة حلوان

قسم التمويل والمحاسبة
شعبة إدارة الأعمال
الأكاديمية الدولية للهندسة وعلوم الإعلام

الملخص:

في ضوء تباين الركائز الفكرية حول انعكاسات القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على أداء منشآت الأعمال وأسهمها المصدرة بسوق التداول، حيث جنحت "نظرية الوكالة" إلى التأثير السلبي لهذه القدرة في ظل فرضية التبرج الإداري، وفي المقابل جنحت كل من "نظرية الصفوف الإدارية العليا"، بالإضافة إلى "نظرية الاعتماد على الموارد" إلى التأثير الإيجابي لتلك القدرة في ظل فرضية الاستخدام الأمثل للموارد، مما أوجد فجوة بحثية. ولهذا سعى البحث الحالي إلى التعرف على تأثير الدور المعدل للإداء المستدام لمنشآت الأعمال بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وأداء أسهم تلك المنشآت في بيئة الأعمال المصرية؛ وذلك من خلال تحليل كمي لخمسة وخمسون منشأة مقيدة في البورصة المصرية، خلال الفترة من عام ٢٠١٥ إلى عام ٢٠١٩، وتم استخدام تحليل البيانات المستعرضة لاختبار فروض البحث. وخلص التحليل الاستدلالي إلى وجود تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على كل من الأداء المستدام وأداء الأسهم التي تصدرها منشآتهم؛ بالإضافة إلى وجود تأثير معنوي للأداء المستدام لمنشآت الأعمال على أداء أسهمها المتداولة عند مستوى (١%)، بذلك يتبين انطباق فرضي التبرج الضريبي في ظل الاثر على مخاطر الاسهم مما يدعم نظرية الوكالة، والاستغلال الأمثل لموارد المنشأة في ظل الاثر على عوائد الاسهم مما يدعم نظرية الصفوف الإدارية العليا في بيئة الأعمال المصرية. وأخيراً في ظل النموذج الشامل قد وجد البحث أن الدور المعدل للأداء المستدام لمنشآت الأعمال كان له تأثيراً معنوياً على المتغير الناتج (أداء أسهم هذه المنشآت)، أما المتغير المنبئ (القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين) فلم يكن له أي تأثير معنوي على المتغير الناتج (أداء أسهم هذه المنشآت)، وهو الأمر الذي يمكن تفسيره إحصائياً في ضوء ارتفاع معامل الارتباط بين المتغير المنبئ والمتغير المعدل بمعامل ارتباط قيمته المقدر بـ (٨٨,٤%)، أما فكرياً؛ يعتبر الأداء المستدام هو خلاصة القدرة الإدارية للمديرين.

الكلمات الدالة:

القدرة الإدارية، الأداء المستدام، عوائد الأسهم، مخاطر الأسهم، نظرية الصفوف الإدارية العليا، نظرية الاعتماد على الموارد، نظرية الوكالة.

Sustainable Performance as a Moderator Variable Between Managerial Ability of Managers and Stocks Performance: Empirical Study

Dr. Osama Wagdi

Department of Finance and Accounting;
School of Business, International Academy
for Engineering and Media Science (IAEMS)

Dr. Mostafa Yassin

Business Administration Department;
Faculty of Commerce and Business
Administration, Helwan University

Abstract:

Literature reviews have shown different results concerning the effect of managerial ability on corporate and stock performance. The agency theory showed a negative effect of managerial ability, which is reflected in the rent extraction hypothesis. While Upper Echelon Theory and Resource-Based Theory showed a positive effect of managerial ability, this was reflected in the optimal use of resources hypothesis. This led to a research gap. This study aims to show the effect of sustainable performance as a moderator variable between managerial ability and stock performance in Egypt. This was done through a quantitative analysis of 55 companies registered on the Egyptian stock exchange from 2015 until 2019. Panel data analysis was used to test hypotheses. The deductive analysis showed a significant effect of managerial ability on sustainable performance and on stock performance in companies. In addition, there was a significant effect of sustainable performance on stock performance at (1%) level. This proves the taxation earning hypothesis, and optimal use of resources hypothesis in Egypt. Finally, the study found that moderately sustainable performance had a significant effect on stock performance. While managerial ability didn't have a significant effect on stock performance, This can be explained statistically by the increase in the correlation coefficient between managerial ability and sustainability performance (88.4%). Theoretically, sustainability performance is the result of managerial ability

Key words:

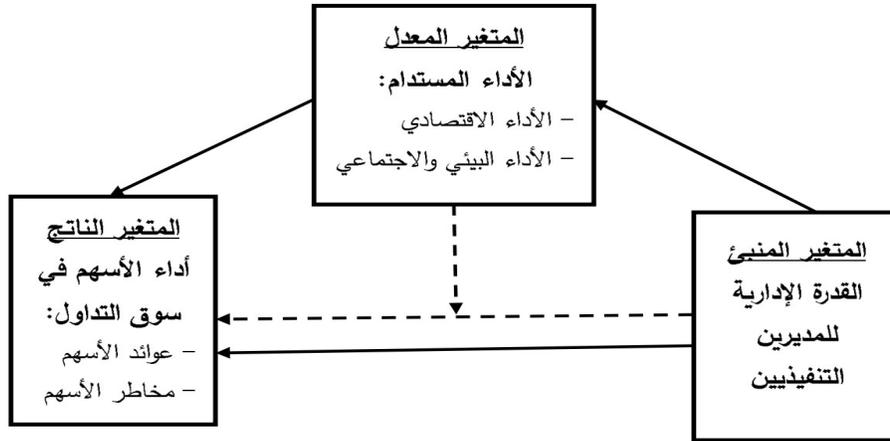
Managerial Ability, Sustainable Performance, Stock Returns, Stock Risks, Upper Echelon Theory, Resource-Based Theory, Agency Theory.

١/ مقدمة:

لقد أدى الفصل بين "الملكية" و"الإدارة" في منشآت الأعمال إلى ظهور نظرية الوكالة Agency Theory، من رَجَم تضارب المصالح بين الموكل (الملاك، أي حملة الأسهم) والوكيل (الإدارة، أي المديرين)، وقد كان السبق في إلقاء الضوء على هذا التضارب يعود إلى آدم سميث (Smith, 1826)، وهو الأمر الذي عُرِفَ باسم "مشكلة الوكالة" Agency Problem". وقد توالفت بعد ذلك العديد من المفاهيم والنظريات والنماذج التي حاولت سد الفجوة المعرفية في نمط العلاقة والتفاعل بين الموكل والوكيل، وهو الأمر الذي أدى إلى ظهور مفاهيم القيمة، والتي تناولت قيمة الأوراق المالية التي تُصدرها منشآت الأعمال، خاصةً الأوراق المالية التي تُمثل أدوات ملكية، وعلى الأخص الأسهم العادية، والتي تنوعت لتتضمن سبعة قيم لذات الورقة المالية، وهي القيمة الاسمية، والقيمة المدفوعة، والقيمة الدفترية، والقيمة السوقية، وقيمة التبادل (قيمة الأسهم طبقاً لما تم القبول به في ظل عروض الاندماج والاستحواذ)، وقيمة التصفية، وأخيراً القيمة العادلة - تُعرف في بعض الكتابات بالقيمة الذاتية - إلى جانب العديد من النظريات كنظرية كفاءة الأسواق Market Efficiency، والتي تُعد أحد ركائز الفكر المالي الحديث، جنباً إلى جنب مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model، وذلك على الرغم من تعرض هذا النموذج لانتقادات كثيرة (Lai and Stohs, 2015)، وكذلك نماذج تقييم منشآت الأعمال، ومن أهم نماذجها نموذج التوزيعات النقدية المخصومة (DDM)، وعادةً ما يُعرف باسم نموذج جوردون للنمو (Gordon Growth Model) في حالة منشآت الأعمال الناضجة، عوضاً عن حالات النمو غير المنتظمة، بالإضافة إلى كلٍ من نموذج التدفقات النقدية الحرة للمنشأة FCFF، ونموذج التدفقات النقدية الحرة للملكية FCFE.

وعلى الرغم من اختلاف نماذج التقييم، إلا أنها تشترك في عدد من الافتراضات Assumptions، ومنها أن لكل ورقة مالية وكذلك للسوق ككل قيمة ذاتية في أي لحظة زمنية، وأن هذه القيمة الذاتية هي دالة لكلٍ من المخاطر والعائد، كما أن تقدير المخاطرة يختلف من مستثمر لآخر، وبطبيعة الحال فإن القيمة الذاتية لسهم ما ستختلف بدورها من مستثمر لآخر، وأن السوق يسعى إلى علاج الاختلالات التي تظهرها فجوات التقييم عند اتسامه بالكفاءة (Dimson and Mussavian, 1998; Syed and Bajwa, 2018). وأخيراً فإن تحديد هذه القيمة الذاتية يستلزم معرفة العوامل الأساسية المؤثرة فيها، وهذه العوامل بدورها تتناول قدرة المنشأة على التكيف مع متغيرات بيئة الأعمال بمستوياتها المباشرة وغير المباشرة (وجدي، ٢٠١٥).

مما سبق يتبين للباحثين، تُعدّد محددات أداء منشآت الأعمال وقيم أوراقها المُصدرة كدالة في قدرة المديرين التنفيذيين بتلك المنشآت على اتخاذ قرارات تشغيلية واستثمارية وتمويلية للتكيف مع متغيرات بيئة الأعمال، وهو الأمر الذي يتماشى مع نظرية الصفوف الإدارية العليا (Upper Echelon Theory)، والتي تُشير إلى تأثير خصائص الإدارة على الأداء المالي لمنشآت الأعمال، وهو ما أدى إلى ظهور مفهوم القدرة الإدارية Managerial Ability، وذلك من خلال قدرة الإدارة على اختيار السياسات التي تتبناها وتطبقها المنشأة (Bertrand and Schoar, 2003)، وتوجيه استثماراتها (Malmendier and Tate, 2005)، عوضًا على تأثيرها على التدفقات النقدية للمنشأة (Silva, 2010)، وهو الأمر الذي قد تم تفسيره في ضوء نتائج (Demerjian et al., 2013; Krishnan and Wang, 2015) باعتبار أن قدرة الإدارة تمنح المنشأة نطاق أكبر للتكيف مع متغيرات بيئة الأعمال، في ضوء المعارف والمهارات والخبرات التي يتسم بها المديرين بتلك المنشأة؛ وهو الأمر الذي يتماشى مع نظرية الاعتماد على الموارد Resource-Based Theory، وبذلك يمكن توضيح دور الأداء المستدام كمتغير معدل بين القدرة الإدارية للمديرين وأداء الأسهم من خلال الشكل رقم (١).



شكل رقم (١) الإطار العام للبحث

المصدر: الشكل من إعداد الباحثين.

من خلال الشكل رقم (١) يمكن إيجاز متغيرات البحث، والتي تتمثل في القدرة الإدارية للمديرين، باعتبارها متغير منبئ ذو تأثير على مستويات الأداء المختلفة للمنشأة، والتي تتضمن كلاً من "الأداء الاقتصادي"، و"الأداء البيئي والاجتماعي"؛ والتي تُعدّ مكونات للأداء المستدام لمنشآت الأعمال، والذي يعد متغير معدل يسبق المتغير الناتج، والمتمثل في أداء الأسهم المصدرة من قبل تلك المنشآت، والذي

يمكن تقييمه من خلال ما تحمله تلك الأسهم من عوائد ومخاطر، والتي تعتمد على المقايضة بين تكاليف الوكالة والمنافع المتولدة من إدارة المنشأة، وهو الأمر الذي يجعل من نظرية الوكالة أحد الركائز الفكرية للقدرة الإدارية.

وفي ضوء ما سبق، تتضمن الأجزاء التالية من البحث الحالي كلاً من التأصيل الفكري لمفهوم القدرة الإدارية، بالإضافة إلى الاستعراض والتحليل النقدي للدراسات السابقة ذات العلاقة بالقدرة الإدارية من جانب، وكلٍ من الأداء المستدام لمنشآت الأعمال وأداء أسهمها المصدرة في سوق التداول من جانب آخر، وذلك بغرض اشتقاق فروض البحث، والتي تم اختبارها عبر التحليل الإحصائي الاستدلالي، من خلال بيانات كمية لمنشآت الأعمال المصرية، مما أتاح للباحثين التوصل إلى طبيعة القدرة الإدارية في بيئة الأعمال المصرية وأثرها على أداء الأسهم في ظل الدور المعدل للأداء المستدام.

٢/ التأصيل الفكري والدراسات السابقة واشتقاق الفروض:

يُعد جوهر القرارات الاستثمارية هو توفير المعلومات اللازمة لدعم القرار للأطراف ذات العلاقة سواء كانت أطراف من داخل منشآت الأعمال عند تناول قرارات الاستثمار الحقيقي أو من خارجها (الاستثمار في الأصول الحقيقية كالأراضي وخطوط الإنتاج.. إلخ)، وكذلك الأمر عند تناول قرارات الاستثمار المالي (الاستثمار في الأصول المالية كالأسهم والسندات.. إلخ)، حيث تؤثر وتفسر المعلومات المتاحة أداء الأسهم بسوق التداول سواء كانت تلك المعلومات مالية أو غير مالية، إلى جانب مدى تماثلها Information Symmetry بين الأطراف ذوي العلاقة، عوضاً عن تحركات القيم السوقية للأسهم العادية بأسواق الأوراق المالية في ضوء تقييمات المتعاملين فيها نحو المخاطرة والعائد التي تتحملها تلك الأصول المالية في ضوء هذه المعلومات؛ وهو الأمر الذي يمكن أن تحققه منشآت الأعمال من خلال الإفصاح عن ممارساتها، عوضاً عن مسئوليتها تجاه المجتمع المحلي (وجدي وعبدالباسط، ٢٠٢٢) وهو ما يُعرف بالأداء المستدام، والذي أصبح أحد احتياجات المعلومات المالية وغير المالية التي يطلبها الأطراف ذات العلاقة (أي جماعات المصالح) في بيئة الأعمال المعاصرة.

وفي هذا الصدد يشير كل من (عبدالله ووادي، ٢٠١٨) إلى أن الاستدامة يُقصد بها إمكانية المنشأة في الاستمرار بممارسة الأعمال على المدى البعيد؛ وبذلك يُعرف اتجاه منشآت الأعمال نحو الاستدامة بأنه مراعاة الأبعاد البيئية والاجتماعية، إلى جانب مبادئ الحوكمة، جنباً إلى جنب مع العوامل المالية عند اتخاذ القرارات الاستراتيجية والتشغيلية بالمنشأة بصفة عامة، وعند صنع واتخاذ القرار الاستثماري بصفة خاصة، حيث تتضح أهمية الاستدامة في ظل قرارات الاستثمار، وهو الأمر الذي يظهر بجلاء في

كلٍ من خصائص نموذج الأعمال Business Model إلى جانب اختيار نمط التكنولوجيا Technology Pattern التي تطبقه تلك المنشأة (وجدي وعبد الباسط، ٢٠٢٢).

وقد لَقِيَ مفهوم الأداء المستدام اهتمام دولي وإقليمي ومحلي، وذلك من قبل الجهات التنظيمية والرقابية بالأسواق المالية، عوضًا عن المؤسسات المالية ذات العلاقة، ففي عام ٢٠١٠ أطلقت البورصة المصرية من خلال جهود مشتركة مع مؤسسات دولية ومحلية شملت كلٍ من مؤسسة ستاندرد آند بورز (Standard & Poor's)، ومركز المديرين المصري (The Egyptian Institute of Directors – EioD)، المؤشر المصري لحوكمة الشركات ومسئوليتها الاجتماعية والبيئية (Environmental, social and ESG-corporate governance)، والذي يُعرف بالرمز S&P/EGX ESG، ليكون أول مؤشر عربي يتابع الأداء الاستثماري لأسهم منشآت الأعمال ذات أفضل أداء مستدام، ويُعد هذا المؤشر الثاني على مستوى الأسواق الناشئة Emerging Markets بعد المؤشر الهندي S&P/India ESG؛ الأمر الذي لقي اهتمامًا من جانب العديد من الأطراف ذات العلاقة بسوق الأوراق المالية؛ وفي هذا الإطار أشار كلٍ من (مليجي، ٢٠١٥؛ صالح، ٢٠١٦) إلى انخفاض مستوي الإفصاح عن ممارسات الأداء المستدام من قبل المنشآت في بيئة الأعمال العربية.

أما الأداء المستدام فهو تفاعل بين بيئة الأعمال التي تعمل بها المنشأة مع القرارات التي يتخذها المديرين الذين يتخذون تلك القرارات، وهو الأمر الذي أدى إلى مزيد من الاهتمام بمفهوم القدرة الإدارية Managerial Ability، والتي تعددت محاولات تعريفها، فقد أشارت دراسة (Nazari et al., 2016) إلى أن القدرة الإدارية تعني قدرة المديرين على تحقيق شبكة تواصل فاعلة بين المرؤوسين، بهدف تنمية مهاراتهم، وتوضيح أساليب التواصل بين جميع أطراف المنشأة، وهو ما يحقق الفاعلية في الأداء، بينما أشارت دراسة (Francis et al., 2019) إلى أن القدرة الإدارية تعكس رأس المال البشري الذي يضمن الاستخدام الأمثل للموارد اللازمة لإيجاد القيمة. أيضًا أوضحت دراسة (Diri, 2020) أن القدرة الإدارية تعني محصلة الخصائص الخاصة بالمدير، والتي تتضمن الخبرة والسمعة، ونمط الإدارة، والمستوى التعليمي، والمعتقدات الشخصية، والميل إلى المخاطرة، والخلفية المهنية، وهو ما يتوافق مع توصيف رأس المال البشري. في حين أشارت دراسة (Bhutta, 2021) أن القدرة الإدارية تعني قدرة المديرين على استحداث أساليب ووسائل جديدة لتنمية الموارد، بهدف ضمان استمرارية المنشأة لفترات أطول، بحيث لا يقتصر دور الإدارة على اتخاذ إجراءات لمواكبة التغيرات البيئية والاقتصادية والقانونية المحيطة. كما أشارت دراسة (Eissa and Hashad, 2021) إلى القدرة الإدارية بأنها مدى إمام المدير بالموقف الاقتصادي

للمنشأة، وظروف الصناعة المحيطة، ومدى القدرة على الاحتفاظ بمستوى الأداء المرتفع للمنشأة، وهو ما يساعد على الاستفادة من الفرص المستقبلية.

وفي هذا الصدد يشير (النجار، ٢٠٢١) إلى اعتبارها أحد الخصائص الإدارية لمنشآت الأعمال، ولذلك نجد اتجاهين لتتظير القدرة الإدارية، منهما اتجاه كان يعتمد على مجموعة السمات والخصائص المعرفية والمهنية والسلوكية التي يتمتع بها المديرين بمنشآت الأعمال كأساس لهذه القدرة، والتي تساعدهم على حل المشاكل، والتعامل مع المواقف المعقدة (Baik et al., 2011; Sahin, 2011)، حيث يُنظر إليها باعتبارها من عوامل نجاح منشآت الأعمال، واستدامة أدائها (Salehi et al., 2018)، حيث تساهم تلك القدرة في اتخاذ القرارات الملائمة، والتي تتبع من فهم البيئة التي تعمل بها المنشأة، والتغيرات التي قد تحدث بالأسواق (Hessian, 2018). وفي المقابل كان الاتجاه الآخر لتتظير القدرة الإدارية يعتمد على أساس كفاءة استخدام الموارد، باعتبارها قدرة المدير التنفيذي والإدارة العليا على استخدام موارد المنشأة بكفاءة (Demerjian at al., 2012)، بما في ذلك رأس المال والعمال، والأصول، وهو ما يمكن قياسه عبر كلاً من الإيرادات، والأرباح، وقيمة المنشأة، مقارنةً بنظيراتها في الصناعة، ويُقصد بالكفاءة تحقيق أعلى إيرادات من الموارد، أو تقليل الموارد المستخدمة لتحقيق الإيرادات المستهدفة (Gul et al., 2018)؛ وخلال العمليات التشغيلية يمكن التعرف على الاستخدام الفعال لموارد المنشأة من خلال قرارات الاستثمار على اختلاف طبيعتها المادية والبشرية، إلى جانب تحسين الأنشطة التشغيلية التي تعمل على تعظيم الإيرادات، أو تنديّة التكاليف أو كليهما معاً (Choi et al., 2015)، وهو الأمر الذي يجعل القدرة الإدارية أحد محركات توليد القيمة داخل منشآت الأعمال؛ وبذلك يمكن للباحثين تعريف القدرة الإدارية باعتبارها "أحد محركات توليد القيمة داخل منشآت الأعمال، والناجئة عن مجموعة السمات والخصائص المعرفية والمهنية والسلوكية التي يتمتع بها فريقها الإداري، عبر تعظيم تكيف أنشطة تلك المنشأة مع التغيرات في بيئة الأعمال، وبما يحقق منافع لأصحاب المصالح".

أما عن العوامل المؤثرة على مستوى القدرة الإدارية للمديرين، فتشير دراسة (Fernando et al., 2020) إلى أن تنوع مجلس الإدارة له تأثير معنوي على القدرة الإدارية، ومن جانب آخر يُشير كلٍ من (سليمان والجوهري، ٢٠٢٢) إلى ثلاثة ركائز فكرية تناولت القدرة الإدارية، حيث تناولت كلٍ من نظرية الاعتماد على الموارد ونظرية الصفوف الإدارية العليا المنافع الناتجة منها مقابل نظرية الوكالة والتي تشير إلى المخاطر الناتجة من تلك القدرة؛ حيث يمكن إيجاز فحوى نظرية الاعتماد على الموارد بأن امتلاك واستخدام ورقابة أصول منشأة الأعمال يمنحها ميزة تنافسية مستدامة، قادرة على إيجاد القيمة. أما فحوى نظرية الصفوف الإدارية العليا فتؤكد على أن الخصائص والسمات الفردية للمديرين تؤثر على قرارات

المنشأة الاستثمارية والمالية، أما نظرية الوكالة فتشير إلى أن توافر القدرة الإدارية يُدعم السلوك الانتهازي، حيث تعاني منشآت الأعمال التي يتميز مديروها بقدرة إدارية مرتفعة بارتفاع تكاليف الوكالة، والتي تزيد في النهاية من مخاطر انهيار الأسهم وتكلفة رأس المال، وهو ما خلّصت إليه نتائج كل من (Mishra, 2014; Habib and Hasan, 2017)، وهو الأمر الذي يتماشى مع فرضية التبرج الإداري Rent Extraction Hypothesis.

وبذلك يتبين وجود صراع فكري نحو منافع ومخاطر القدرة الإدارية، لذلك قام الباحثان باستعراض الدراسات السابقة ذات العلاقة، وتحليلها بغرض اشتقاق فروض البحث على النحو التالي:

١/٢ دراسات سابقة خاصة بالقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وأداء أسهم منشآت الأعمال:

تُعد القدرة الإدارية للمديرين أحد مولدات العائد بمنشآت الأعمال، وذلك عبر ما تمثله تلك القدرة من معارف ومهارات يتسم بها صانع القرار في تلك المنشآت، وهو الأمر الذي يساهم في إيجاد القيمة لجماعات المصالح بصفة عامة، وحملة الأسهم بصفة خاصة إذا تمت في ضوء الأخلاقيات المهنية ومبادئ الحوكمة، حيث يتم توظيف تلك القدرة في تحقيق منافع ناتجة عن كفاءة استغلال موارد المنشأة، أو تدنية المخاطر من خلال عمليات الممارسات الرشيدة لآليات إدارة المخاطر.

وتُشير دراسة (Hessian, 2018) إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين القدرة الإدارية للمديرين والإدارة الحقيقية للأرباح، من خلال التلاعب بالأنشطة التشغيلية، وهو ما يُشير إلى استخدام المديرين لقدراتهم في الإدارة الحقيقية للأرباح. لذلك يتبين للباحثين توافق نتائج تلك الدراسة مع نظرية الوكالة، والتي تشير إلى المخاطر الناتجة من تلك القدرة، وهو الأمر الذي يتماشى مع فرضية التبرج الإداري. الأمر الذي يجعل تداول الأسهم التي تصدر عن منشآت الأعمال التي يديرها مديرون ذو قدرة إدارية مرتفعة يؤدي إلى ارتفاع مخاطر تلك الأسهم الناتجة عن مخاطر هذا التلاعب.

وعلى النقيض من ذلك، خلصت دراسة (Romaisyah and Naimah, 2018) إلى وجود تأثير معنوي إيجابي للقدرة الإدارية على الأداء المستقبلي للمنشأة، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Cui and Leung, 2020)، والتي خلّصت إلى أن عمليات الاستحواد والاندماج على منشآت الأعمال التي يتمتع مديروها بقدرة إدارية مرتفعة تحقق أداءً تشغيليًا أفضل في الأجل الطويل، إلى جانب تحقيق عائد أعلى لأسهمها، خاصةً عندما تحدث تلك الاستحوادات والاندماجات في نفس الصناعة؛ وهو ما يتوافق مع نظرية الصفوف الإدارية العليا.

حيث يشير كل من (سليمان والجوهري، ٢٠٢٢) إلى أن نظرية الصفوف الإدارية العليا تتماشى مع فرضية الكفاءة، حيث يتمتع المديرون ذوي القدرة الإدارية العالية بقدرة على تحقيق الاستثمار الكفاء، وزيادة معدلات النمو، وبالتالي يكون المتداولين في الأسواق المالية أكثر استجابة لتلك التوقعات، والتي تعمل بدورها على تحسين عوائد أسهم منشآت الأعمال الخاضعة لإدارتهم.

مما سبق، وفي ضوء تباين تفسير كلا من "نظرية الوكالة"، و"نظرية الصفوف الإدارية العليا"، و"نظرية الاعتماد على الموارد"، يمكن للباحثين اشتقاق الفرض التالي في صورة فرض العدم كما يلي:

لا يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على أداء الأسهم التي تُصدرها منشآتهم في بيئة الأعمال المصرية.

٢/٢ دراسات سابقة خاصة بالقدرة الإدارية والأداء المستدام لمنشآت الأعمال:

يُعد الأداء المستدام هو خطوة للأمام بالمقارنة مع مفهوم الأداء المالي، حيث يحتوي الأداء المستدام على الأداء المالي، والذي يُعرف أيضًا بالأداء الاقتصادي مع الأداء غير المالي، وهو ما يُعرف بالأداء البيئي والاجتماعي؛ وعادةً ما يتم ربط الأداء المستدام بمفهوم التنمية المستدامة، وهو الأمر الذي يتطلب العناية بكلٍ من الموارد بشكلٍ عام، فمفهوم الأداء المستدام يتضمن كلٍ من الأداء الاقتصادي، والبيئي، والاجتماعي. حيث يعرف (Schaltegger and Wagner, 2006) الأداء المستدام على أنه أداء المنشأة متعدد الأبعاد، والذي يؤدي إلى استدامة المنشأة؛ وفي هذا الإطار يشير (Fiksel et al., 1999) إلى أن الأداء المستدام يفوق في مدلوله الحدود المكانية للمنشأة، ومن وجه نظر الباحثين فإن الأداء المستدام يفوق في مدلوله الحدود الزمنية للمنشأة أيضًا، فهذا المفهوم يتضمن كافة أبعاد بيئة الأعمال، وما تتضمنه من جماعات المصالح ليس على مستوى النطاق الزمني الحالي، بل على الأجل الطويل أيضًا.

أما عن العوامل ذات التأثير على الأداء المستدام لمنشآت الأعمال، فتشير دراسة (حمادة، ٢٠٢٠) إلى دور إدارة الموارد البشرية الإلكترونية في تحسين الأداء المستدام؛ وتشير دراسة كل من (أبوزيد، والرميدي، ٢٠١٩) إلى دور ممارسات الدعم التنظيمي على الأداء المستدام بمنشآت الأعمال؛ أما دراسة (مندور، ٢٠١٧) فتشير إلى أثر الضغوط المؤسسية على الأداء المستدام بمنشآت الأعمال؛ وتشير دراسة (السجاري وإسماعيل، ٢٠٢٢) إلى دور الشراكة الاستراتيجية في دعم الأداء المستدام، وهو الأمر الذي يتفق مع نتائج دراسة (إسماعيل وسعد، ٢٠٢٢) التي خلصت إلى وجود علاقة بين الريادة الاستراتيجية والأداء المستدام في بيئة الأعمال المصرية، وهو الأمر الذي تم الإشارة إليه سابقًا من قبل دراسة (نوار،

(٢٠١٧) والتي أشارت إلى العلاقة بين نظم المحاسبة الإدارية - سواء التقليدية أو الاستراتيجية - على الأداء المستدام لمنشآت الأعمال.

بالإضافة إلى اتجاه منشآت الأعمال نحو الاستدامة فهناك دراسات قد أشارت إلى وجود علاقة طردية لهذا الأمر نحو تحسن مؤشرات أدائها المالي (Franco et. al., 2020; Su et. al., 2020; Sciarelli et. al., 2020; Ali et. al., 2020). في مقابل دراسات تناولت ممارسات المسؤولية الاجتماعية (CSR) مع قيمة المنشأة (Worokinasih and Zaini, 2020; Zhang et. al., 2020; Machmuddah et. al., 2020; Zhang and Cui, 2020). حيث يعمل اتجاه المنشآت نحو الاستدامة إلى دعم الأداء على الأجل الطويل في ضوء تغيرات بيئة الأعمال، من خلال التكيف الإيجابي مع تلك المتغيرات، في ظل علاقات متميزة مع كافة جماعات المصالح ذات العلاقة (Virakul, 2015).

وهو الأمر الذي يتوافق مع نتائج دراسة (DE Franco et al., 2017) والتي خلصت إلى وجود علاقة طردية بين القدرة الإدارية وتحسين أداء المنشأة من خلال الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة، كما أن توافر القدرة الإدارية للمديرين يعمل على الحد من إهدار الموارد، وهو ما يتفق مع ما أشارت إليه دراسة (Anom, 2018) من وجود تأثير معنوي للقدرة الإدارية على أداء المنشأة، إلى جانب دراسة (Chang et al., 2010) من انعكاس القدرة الإدارية المرتفعة إيجابياً على أداء المنشأة مما يزيد من قيمتها، وهو الأمر الذي يمكن تفسيره في ضوء انعكاس تلك القدرة على مستوى الفعالية التنظيمية للمنشأة (Smutny et al., 2016)، وتتألفيتها (Sahin, 2011)، وكفاءة إدارة التكلفة (Dziwornu, 2017).

وفي ضوء عدم تغطية الدراسات السابقة لاختبار أثر القدرة الإدارية للمديرين على الأداء المستدام في بيئة الأعمال المصرية - في حدود علم الباحثين - يمكن صياغة الفرض التالي في صورة فرض العدم على النحو التالي:

"لا يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على الأداء المستدام لمنشآت الأعمال في بيئة الأعمال المصرية".

٣/٢ دراسات سابقة خاصة بالأداء المستدام لمنشآت الأعمال وأداء أسهمها:

تشير دراسة (Stekelenburg et al., 2015) إلى وجد أثر للأداء المستدام لمنشآت الأعمال الأوروبية على نمط عوائدها، حيث ساهم ذلك الأداء في تحقيق عوائد غير عادية، لكن هذا الأمر يتعارض مع ما خلصت إليه دراسة (Yilmaz et al., 2020)، والتي أشارت إلى عدم معنوي أثر القيد أو حذف

منشأة الأعمال من المؤشرات السوقية التي تقيس الأداء الاستثماري لأفضل منشآت الأعمال، طبقاً لمستويات الأداء المستدام، على الجانب الآخر قد كان لقيود منشأة على أحد مؤشرات الاستدامة أثر إيجابي على تدنية مخاطر تداولات أسهمها.

مما سبق يتضح تباين نتائج الدراسات الاختبارية في الأسواق المختلفة، بذلك يمكن للباحثين اشتقاق الفرض التالي في صورة فرض العدم كما يلي:

"لا يوجد تأثير معنوي للأداء المستدام لمنشآت الأعمال على أداء أسهمها المتداولة في بيئة الأعمال المصرية".

٤/٢ الدور المعدل للأداء المستدام بين القدرة الإدارية للمديرين وأداء الأسهم:

تعتمد كل من نظرية المنفعة Utility Theory، ونظرية الاحتمالات Prospect Theory (والتى تُعرف في بعض الكتابات العربية باسم نظرية النقطة المرجعية)، على علاقة المقايضة بين المخاطرة والعائد، وهى أحد الركائز الفكرية في العلوم المالية، حيث أن المتداول الرشيد لا يقوم بتحمل مخاطرة دون وجود عائد ملائم يعوضه عن تحمل تلك المخاطر، ويُعد هذا هو الأساس الفكري للعديد من النماذج والنظريات المالية بدءاً من نموذج خط سوق رأس المال (The Capital Market Line) في خمسينيات القرن العشرين، مروراً بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (The Capital Asset Pricing Model)، ونظرية المراجحة السعرية (The Arbitrage Pricing Theory) في سبعينيات ذات القرن، وصولاً إلى نماذج فاما وفرنش Fama And French ثلاثية وخماسية العوامل في العقد الأخير من القرن العشرين، مقابل العقد الثاني من القرن الواحد والعشرون على الترتيب.

ومن خلال تحليل تلك النماذج على اختلاف منهجياتها لتقدير المخاطرة وبدلاتها، يتبين للباحثين أن جميعها تسعى لتقدير العوائد التوازنية في ضوء التسعير النسبي لهذه المخاطرة، أو بعبارة أخرى، أن المخاطرة لا يتم تقدير بدلاتها بصورة مطلقة، وإنما من خلال تسعير مقارن ببدلات المخاطر السوقية، وتُعد المخاطر السوقية هي المتوسط المرجح لمخاطر كافة الأسهم المصدرة من منشآت الأعمال؛ وهو الأمر الذي يجعل أداء المنشآت المصدرة لتلك الأسهم متغير معدل لتقدير تلك البدلات، وهو ما يتماشى مع نظرية كفاءة الأسواق.

ويمكن التذليل على ذلك من خلال نتائج دراسة (النجار، ٢٠٢١) التي تمت في بيئة الأعمال المصرية، وخلصت إلى وجود تأثير إيجابي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على كل من معدل التوزيعات

النقدية، بالإضافة إلى وجود تأثير إيجابي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سيولة الأسهم بسوق التداول.

مما سبق، وفي ضوء علاقة المقايضة بين المخاطرة والعائد، عوضاً عن النماذج التسعيرية للمخاطرة، يمكن للباحثين اشتقاق الفرض التالي في صورة فرض العدم على النحو التالي:

"لا يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على أداء أسهم المنشأة المتداولة في بيئة الأعمال المصرية في ضوء الدور المعدل للأداء المستدام".

٥/٢ التعليق على الدراسات السابقة في نطاق بيئة الأعمال المصرية:

تناولت العديد من الدراسات السابقة في بيئة الأعمال المصرية أثر القدرة الإدارية للمديرين، فمنها دراسة (حسين، ٢٠١٨) والتي تناولت أثرها على العلاقة ما بين إدارة الأرباح الحقيقية والأداء المستقبلي لمنشآت الأعمال، وخلصت إلى وجود علاقة إيجابية بين القدرة الإدارية للمديرين وممارسة إدارة الأرباح من خلال التلاعب بأنشطة التشغيل الحقيقية، بذلك تُشير نتائج هذه الدراسة إلى انطباق فرضية التربح الضريبي التي يستغل فيها المديرين التنفيذيين قدرتهم على توجيه النتائج المالية، مما يجعل فرضية نظرية الوكالة لها موضع قدم في بيئة الأعمال المصرية. ويختلف البحث الحالي عن هذه الدراسة في تصنيف القدرة الإدارية كمتغير منبئ وليست متغير وسيط.

أما دراسة (مليجي، ٢٠١٩) فقد تناولت قياس أثر القدرة الإدارية على جودة التقرير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم، وقد توصلت تلك الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي للقدرة الإدارية على جودة التقارير المالية، ولكنها ترتبط بعلاقة سلبية بخطر انهيار أسعار الأسهم؛ ويختلف البحث الحالي عن تلك الدراسة في أنه لم يكتفي بقياس أثر القدرة الإدارية على مخاطر الأسهم، وإنما تناول أيضاً عوائد الأسهم، جنباً إلى جنب مع مخاطرها، بالإضافة إلى استخدام الأداء المستدام كمتغير معدل لأثر تلك القدرة.

في حين تناولت دراسة (عبد الونيس، ٢٠٢٠) قياس أثر تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS على العلاقة بين القدرة الإدارية وتعقد التقارير، وقد خلصت تلك الدراسة إلى أن تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS يحد من العلاقة بين القدرة الإدارية وتعقد التقارير المالية، بالإضافة إلى أن القدرة الإدارية تؤثر سلباً على تعقد التقارير المالية؛ وبذلك يجد الباحثان ما يشير إلى أن القدرة الإدارية للمديرين تعمل على الحد من مدى عدم تماثل المعلومات بين أطراف السوق، وهو الأمر الذي يمكن أن ينعكس على أداء الأسهم في أسواق التداول (وهو الأمر الذي سيخضع للاختبار الإحصائي).

كما تناولت دراسة (فودة، ٢٠٢٠) أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام، وقد خلصت تلك الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين القدرة الإدارية للمديرين والأداء المالي المستقبلي لمنشآت القطاع الخاص، بينما كانت هذه العلاقة سلبية وغير معنوية بالتطبيق على منشآت الأعمال التابعة لقطاع الأعمال العام؛ ويختلف البحث الحالي عن تلك الدراسة في إضافة متغير لاحق لهذه العلاقة عبر اختبار المتغير الناتج وهو أداء الأسهم، بدلالة أداء منشآت الأعمال والمتمثل في المتغير المعدل وهو الأداء المستدام.

في حين تناولت دراسة (فودة، والإسداوي، ٢٠٢٠) أثر القدرة الإدارية على سلوك المحللين الماليين والقيمة السوقية لمنشآت الأعمال، وقد خلصت تلك الدراسة إلى وجود أثر إيجابي بين القدرة الإدارية وكل من تغطية المحللين الماليين، والقيمة السوقية للمنشأة، بالإضافة إلى وجود أثر سلبي للقدرة الإدارية على تشتت تنبؤات المحللين الماليين، بذلك يتبين للباحثين ما تم الإشارة إليه سابقاً من الصراع الفكري بين نظرية الوكالة، ونظرية الصفوف الإدارية العليا، حيث نجد تارةً انعكاساً إيجابياً لتلك القدرة على القيمة السوقية للمنشأة، بينما نجد انعكاساً سلبياً لتلك القدرة على تشتت تنبؤات المحللين تارةً أخرى، مما يجعل هناك دلائل على انطباق الأسس الفكرية لكلاً من (نظرية الوكالة، نظرية الصفوف الإدارية العليا، نظرية الاعتماد على الموارد) في بيئة الأعمال المصرية، وهو ما سعى إليه البحث الحالي إلى اختبارها.

أما دراسة (السيد، ٢٠٢٠) فقد تناولت تأثير الملكية الإدارية على العلاقة بين القدرة الإدارية واستدامة الأرباح المحاسبية للمنشآت، وقد خلصت تلك الدراسة إلى وجود تأثيراً إيجابياً للقدرة الإدارية على استدامة الأرباح المحاسبية ومقاييسها التي تتمثل في استمرارية الأرباح، والقدرة التنبؤية بالأرباح المحاسبية المستقبلية، وجودة الاستحقاقات، وفي المقابل وجدت تأثيراً سلبياً للقدرة الإدارية على القدرة التنبؤية بالتدفقات النقدية المستقبلية، كما أن الملكية الإدارية تعزز من التأثير الإيجابي للقدرة الإدارية على استدامة الأرباح المحاسبية ومقاييسها، وأن الملكية الإدارية تؤدي إلى انخفاض التأثير الإيجابي للقدرة الإدارية على القدرة التنبؤية بالتدفقات النقدية المستقبلية؛ ويختلف البحث الحالي عن هذه الدراسة في تبني أسلوب تحليل المسار كأساس لفهم واختبار العلاقة بين المتغيرات.

وتناولت دراسة (حسين، ٢٠٢٠) قياس تأثير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على الإفصاح وسياسة التوزيعات النقدية بالبورصة المصرية، وخلصت إلى وجود تأثير لدرجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على كل من مستوى الإفصاح، وعلى معدل التوزيعات النقدية للمساهمين إلى الأصول، وعوائد التوزيعات النقدية على المساهمين، ويختلف البحث الحالي عن هذه الدراسة في أن تأثير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين

انصب على أداء الأسهم (اعتمادًا على العائد الجاري والرأسمالي)، فضلاً عن وجود الأداء المستدام كمتغير معدل.

بينما تناولت دراسة (النجار، ٢٠٢١) قياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيع النقدي وسيولة الأسهم في منشآت الأعمال، وقد خلصت تلك الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على العلاقة بين سياسة التوزيع النقدي وسيولة الأسهم المتداولة بسوق الأوراق المالية؛ ويختلف البحث الحالي عن هذه الدراسة في الاعتماد على العائد الكلي (حاصل جمع العائد الرأسمالي والعائد الجاري) بديلاً عن العائد الجاري فقط الذي يعتمد على عائد التوزيعات النقدية.

أما دراسة (الشريف، ٢٠٢٢) فقد تناولت قياس مدى تأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، وقد خلصت تلك الدراسة إلى عدم معنوية تأثير القدرة الإدارية في تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة، بالإضافة إلى قدرة الأداء التشغيلي والمالي والخطر المالي للمنشأة في التأثير على اتجاه ومعنوية العلاقة بين القدرة الإدارية وتكلفة رأس المال المملوك للمنشأة؛ ويختلف البحث الحالي عن هذه الدراسة في تبني أسلوب تحليل المسار لفهم واختبار العلاقة بين متغيرات البحث، بدءاً بالمتغير المنبئ المتمثل في القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، مروراً بالمتغير المعدل والمتمثل في الأداء المستدام لمنشآت الأعمال، وصولاً إلى المتغير الناتج، وهو أداء الأسهم تلك المنشآت.

٣/ تحديد الفجوة البحثية ومشكلة البحث:

خلصت العديد من الدراسات السابقة إلى وجود علاقة طردية بين الأداء المستدام لمنشآت الأعمال ومؤشرات أدائها المالي (Franco et. al., 2020; Su et. al., 2020; Sciarelli et. al., 2020; Ali et. al., 2020)، حيث يعمل الأداء المستدام إلى دعم الأداء على الأجل الطويل في ضوء تغيرات بيئة الأعمال، من خلال التكيف الإيجابي مع تلك المتغيرات، في إطار علاقة إدارة المنشأة مع كافة جماعات المصالح ذات العلاقة (Virakul, 2015)، وهو الأمر الذي يمكن للباحثين إرجاعه إلى القدرة الإدارية لمديري تلك المنشآت، وهو ما يتوافق مع ما خلصت إليه دراسة (Ma et al., 2019) بأن منشآت الأعمال التي يتمتع مديروها بقدرات إدارية مرتفعة، تستطيع جذب المزيد من الاستثمارات، وتوفير مصادر تمويل للاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة، بما يحقق الإيرادات المستهدفة، ويعمل على توليد قيمة اقتصادية على الأجل طويل.

لكن في ضوء تباين الركائز الفكرية، فهناك نظريات قد تناولت انعكاسات القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على منشآت الأعمال، حيث صنفت تلك الانعكاسات إلى انعكاس إيجابي لهذه القدرة، وهو ما

تمثل في نظريتي "الصفوف الإدارية العليا"، و"الاعتماد على الموارد" في ظل فرضية كفاءة استغلال موارد المنشأة، مقابل نظرية الوكالة التي تُشير إلى الانعكاس السلبي لهذه القدرة في ظل فرضية التبرج الإداري؛ وبذلك يكمن الجدل حول انعكاسات تلك القدرة، وفي سبيل الكشف عن أثر تلك القدرة على منشآت الأعمال سواءً بصورته الحقيقية (الأداء المستدام، وما يتضمنه من مؤشرات فرعية، لكلٍ من الأداء الاقتصادي، والبيئي، والاجتماعي)، والمالية (أداء الأسهم في سوق الأوراق المالية)، فقد ظهر للباحثين التساؤل البحثي التالي:

ما هو الدور الذي يلعبه الأداء المستدام في العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وأداء الأسهم في بيئة الأعمال المصرية؟

وترتفع أهمية الإجابة على هذا التساؤل في ضوء عدم تناوله في ظل بيئة الأعمال المصرية - في حدود علم الباحثين -، وعلى الجانب الآخر يتباين البحث الحالي عن دراسة (إسماعيل وسعد، ٢٠٢٢) في عدم تبني أسلوب القياس الوصفي للأداء المستدام، بل الاتجاه نحو تبني أسلوب القياس الكمي المعلن من قبل كل من البورصة المصرية، مؤسسة ستاندرد آند بورز، ومركز المديرين المصري، وهي الجهات المصدرة للمؤشر المصري لحوكمة الشركات ومسئوليتها الاجتماعية والبيئية والذي يُعرف بالرمز S&P/EGX ESG، عوضاً عن ما يتميز به أسلوب البحث من تبني أسلوب تحليل المسار عبر تصنيف الأداء المستدام كمتغير معدل، وهو الأمر الذي لم تتناوله أي من الدراسات السابقة في بيئة الأعمال المصرية - في حدود علم الباحثين - حيث نظرت الدراسات السابقة للقدرة الإدارية باعتبارها متغير مستقل، ذو تأثير متوقع على بعض المتغيرات الوسيطة أو التابعة على حسب الأحوال.

٤/ فروض البحث:

في ضوء ما تم استعراضه من دراسات سابقة، والتي أشارت إلى وجود صراعاً فكرياً بين نظرية الوكالة من جانب، ونظرية الصفوف الإدارية العليا، ونظرية الاعتماد على الموارد من جانبٍ آخر. يمكن للباحثين إيجاز فروض البحث الرئيسية واشتقاق فروضه الفرعية في صورة فرض العدم على النحو التالي:

١/٤ الفرض الرئيسي الأول:

لا يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على أداء الأسهم التي تُصدرها منشأتهم في بيئة الأعمال المصرية.

طبقاً لطبيعة المتغير الناتج (أداء الأسهم) في هذا الفرض، حيث يتم تقدير هذا الأداء في ضوء كلٍ من بعدي العائد والمخاطرة، يمكن اشتقاق فروضه الفرعية على النحو التالي:

١/١/٤ الفرض الفرعي الأول: لا يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على عوائد الأسهم التي تصدرها منشأتهم في بيئة الأعمال المصرية.

٢/١/٤ الفرض الفرعي الثاني: لا يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على المخاطر الكلية للأسهم التي تصدرها منشأتهم في بيئة الأعمال المصرية.

٢/٤ الفرض الرئيسي الثاني:

لا يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على الأداء المستدام لمنشآت الأعمال في بيئة الأعمال المصرية.

طبقاً لطبيعة المتغير المعدل (الأداء المستدام لمنشآت الأعمال) في هذا الفرض، حيث يتم تقدير هذا الأداء في ضوء ثلاثة أبعاد، بعد الأداء المالي المستدام، وبعد الأداء البيئي المستدام، وبعد الأداء الاجتماعي المستدام؛ لذلك قام الباحثان بالاعتماد على معدل النمو المستدام طبقاً لنموذج Higgine sustainable Growth Model (HSGM) كمقياس لتقدير الأداء المالي والاقتصادي طويل الأجل (for more see: Kumar, 2018;Feng et al., 2018)، إلى جانب الاعتماد على قياس الأداء البيئي والاجتماعي عبر التقييم المعنن لهما، طبقاً لمنهجية مؤشر S&P/EGX ESG، وبذلك تم اشتقاق الفروض الفرعية لهذا الفرض الرئيسي على النحو التالي:

١/٢/٤ الفرض الفرعي الثالث: لا يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على معدل النمو المستدام لمنشأتهم في بيئة الأعمال المصرية.

٢/٢/٤ الفرض الفرعي الرابع: لا يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على الأداء البيئي والاجتماعي المستدام لمنشأتهم في بيئة الأعمال المصرية.

٣/٤ الفرض الرئيسي الثالث:

"لا يوجد تأثير معنوي للأداء المستدام لمنشآت الأعمال على أداء أسهمها المتداولة في بيئة الأعمال المصرية".

طبقاً لطبيعة المتغير الناتج (أداء الأسهم) في هذا الفرض، تم اشتقاق فروضه الفرعية على النحو التالي:

١/٣/٤ الفرض الفرعي الخامس: لا يوجد تأثير معنوي للأداء المستدام لمنشآت الأعمال على عوائد أسهمها المتداولة في بيئة الأعمال المصرية.

٢/٣/٤ الفرض الفرعي السادس: لا يوجد تأثير معنوي للأداء المستدام لمنشآت الأعمال على مخاطر أسهمها المتداولة في بيئة الأعمال المصرية.

٤/٤ الفرض الرئيسي الرابع:

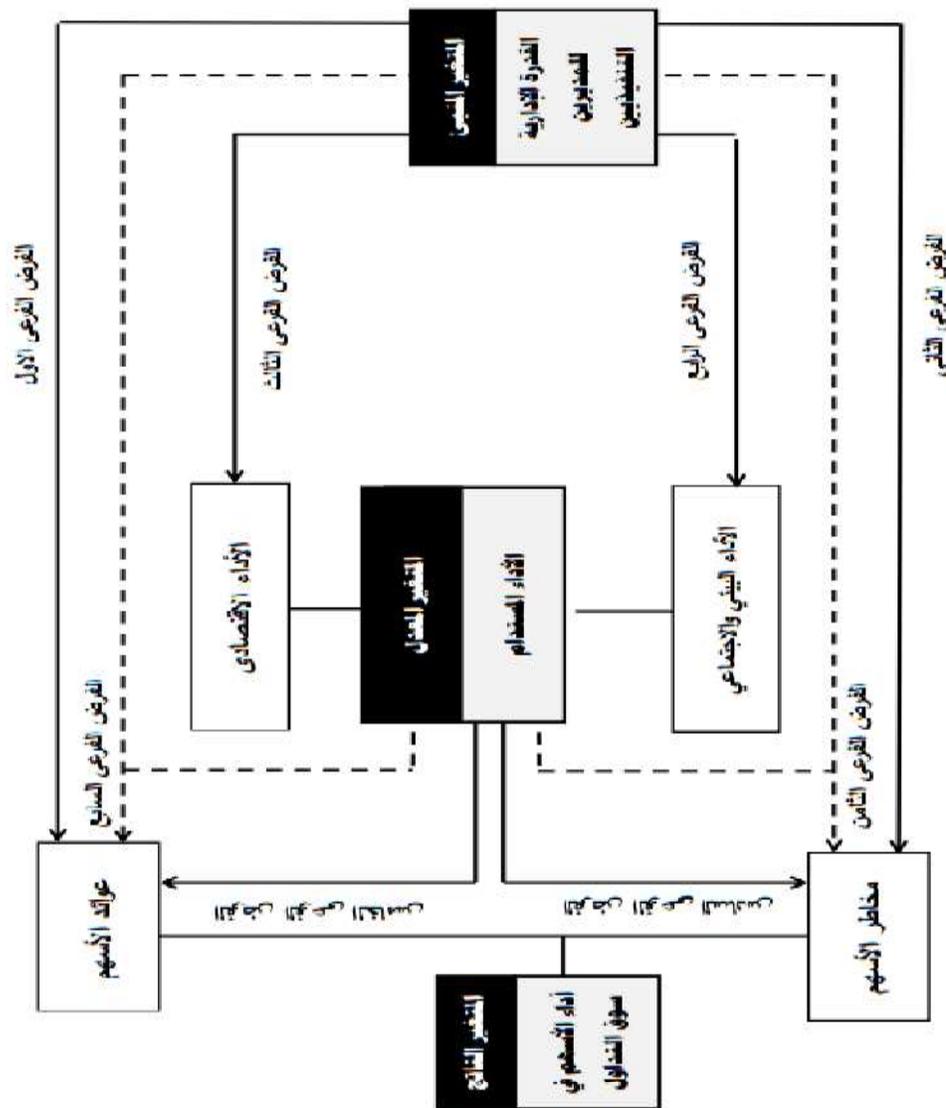
"لا يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على أداء أسهم المنشأة المتداولة في بيئة الأعمال المصرية في ضوء الدور المعدل للأداء المستدام".

طبقاً لطبيعة المتغير الناتج (أداء الأسهم) في هذا الفرض، تم اشتقاق فروضه الفرعية على النحو التالي:

١/٤/٤ الفرض الفرعي السابع: لا يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على عوائد أسهم المنشآت المتداولة في بيئة الأعمال المصرية في ضوء الدور المعدل للأداء المستدام".

٢/٤/٤ الفرض الفرعي الثامن: لا يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر أسهم المنشآت المتداولة في بيئة الأعمال المصرية في ضوء الدور المعدل للأداء المستدام".

ويمكن للباحثان ايجاز الفروض الفرعية للبحث على النحو الموضح في الشكل رقم (٢):



شكل رقم (٢) متغيرات البحث وفروضه الفرعية
المصدر: الشكل من إعداد الباحثين.

٥/ أهداف البحث:

- سعى البحث الحالي إلى تحقيق الأهداف التالية:
- ١- استعراض التأسيس الفكري للعلاقات بين (القدرة الإدارية للمديرين - الأداء المستدام - أداء الأسهم) في ضوء الركائز الفكرية ذات العلاقة.
 - ٢- التعرف على تأثير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على كل من الأداء المستدام لمنشآت الأعمال، وأداء الأسهم، بالإضافة إلى تأثير الأداء المستدام لمنشآت الأعمال على أداء الأسهم في بيئة الأعمال المصرية.

- ٣- التعرف على تأثير الدور المعدل للأداء المستدام لمنشآت الأعمال بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وأداء أسهمها في بيئة الأعمال المصرية.
- ٤- تقديم بعض التوصيات للأطراف ذات العلاقة بمنشآت الأعمال بصفة عامة، والمقيد بالبورصة المصرية بصفة خاصة، للاستفادة من العلاقات بين المتغيرات محل التحليل.
- ٥- تقديم مقترحات فكرية لبعض الدراسات المستقبلية التي تعمل على الحد من القيود التي تعرض لها البحث الحالي، عوضاً عن استكمال ملء الفجوات المعرفية للعلاقة بين المتغيرات محل التحليل.

٦/ أهمية البحث:

يستمد هذا البحث أهميته من عدة اعتبارات علمية وعملية، من أهمها:

١/٦ الأهمية العلمية:

- ١- استعراض الجدل الفكري لانعكاسات القدرة الإدارية على منشآت الأعمال، وذلك من خلال استعراض كلاً من نظرية الوكالة، ونظرية الصفوف الإدارية العليا، ونظرية استغلال الموارد.
- ٢- سد الفجوة المعرفية بالدراسات العربية فيما يتعلق بالأداء المستدام لمنشآت الأعمال كمتغير معدل للعلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين كمتغير منبئ، وأداء أسهمها في بيئة الأعمال المصرية كمتغير ناتج، حيث يعتبر البحث الحالي هو أول بحث باللغة العربية استخدم المتغير المعدل لقياس العلاقة بين هذين المتغيرين - في حدود علم الباحثين -.

٢/٦ الأهمية العملية:

- ١- توصيف الواقع الفعلي للدور الذي تلعبه القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين كمتغير منبئ على الأداء المستدام لمنشآت الأعمال كمتغير معدل، وفهم التأثيرات المباشرة وغير المباشرة لتأثيرات تلك القدرة على أداء الأسهم، وذلك في ضوء الدور المعدل للأداء المستدام للمنشآت المصدرة لتلك الأسهم.
- ٢- توجيه اهتمام أصحاب المصالح نحو أهمية الدور المعدل للأداء المستدام في تفسير أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على أداء أسهم منشاتهم، مما يساعد على ترشيد قرارات المتعاملين، سواءً في مجال الاستثمارات الحقيقية (أداء منشآت الأعمال)، والمالية (أداء أسهمهم في سوق التداول).

٧/ منهج ومدخل البحث:

١/٧ منهج البحث:

يتبنى البحث الحالي المنهج الاستقرائي، وهو أحد المناهج العلمية البحثية، الذي يهتمُ باستنتاج الحقائق من خلال دراسة مشكلة علمية ناتجة عن فجوة معرفية، وذلك في ضوء تباين الركائز الفكرية نحو انعكاسات القدرة الإدارية على الأداء والنمو المستدام للمنشأة وأداء أسهمها في سوق التداول، وذلك في ظل ما تخلص إليه كلٍ من "نظرية الصفوف الإدارية العليا"، في ظل فرض الاستخدام الكفاء للموارد The Efficient Use of Resources Hypothesis من قبل مديري منشآت الأعمال، مقابل "نظرية الوكالة"، وذلك في ظل فرضية التبرج الإداري Rent Extraction Hypothesis من قبل مديري منشآت الأعمال.

٢/٧ مدخل البحث:

تم الاعتماد على المدخل الوصفي التحليلي Analytical Descriptive، لتحديد نمط العلاقة بين المتغيرات الثلاثة من خلال الاطلاع على البيانات المحصلة من التقارير المالية وغير المالية الصادرة عن منشآت الأعمال المقيدة بالبورصة المصرية، والأطراف ذات العلاقة وخاصة الجهاز المركز للتعبئة العامة والإحصاء، وقاعدة البيانات المالية لوكالة رويترز Reuters، بهدف تقدير بعض المتغيرات (القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، معدل النمو المستدام)، ومعالجتها بالأساليب الإحصائية الملائمة بغية تحديد مدى قبول أو رفض فروض البحث، والتوصل إلى نتائج وتوصيات من نتاج عمليات الاستدلال الإحصائي، والتي تستكشف طبيعة الدور المعدل للأداء المستدام في نقل أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على أداء الأسهم المصدرة من قبل المنشآت التي يعملون بها.

٣/٧ أسلوب البحث:

في ضوء نمط العلاقة بين متغيرات البحث والتي تشمل كل من المتغير المنبئ (القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين)، المتغير الناتج (أداء أسهم المنشآت التي يديرها هؤلاء المديرين) عوضًا عن المتغير المعدل (التمثل في الأداء المستدام لمنشآت هؤلاء المديرين) يتبنى الباحثان أسلوب تحليل المسار Path Analysis بصفته مفهومًا عامًا لوصف النموذج السببي، وطبقًا إلى (جلال، ٢٠١٩) فإن تطبيق هذا الأسلوب يتطلب تحقيق عددًا من الاشتراطات تتضمن التوزيع الطبيعي لمتغيرات البحث، وأن تكون هناك علاقات خطية Linear بين المتغيرات، وألا يكون هناك ازدواج خطي Co-Linearity بين المتغيرات الداخلة في التحليل.

٨ / الأساليب الإحصائية:

قام الباحثان بتطبيق الاختبارات الإحصائية لتحليل البيانات المتصلة بمشكلة الدراسة وذلك باستخدام كل من:

١/٨ **الأساليب الإحصائية الوصفية Descriptive**، وهي تلك الأساليب التي تُعني بإعطاء معلومات عن خصائص البيانات الداخلة إلى التحليل لتحديد مدى انطباق التوزيع الطبيعي لمتغيرات البحث، عوضاً عن تحديد مدى استقرار وثبات السلاسل الزمنية محل التحليل، عوضاً عن اكتشاف نمط العلاقات بين المتغيرات الداخلة في التحليل.

٢/٨ **الأساليب الإحصائية الاستدلالية Inferential**، وهي تلك الأساليب التي تُعنى بإعطاء نتائج عن مدى قبول أو رفض فروض البحث، إضافة إلى تحديد كلاً من مستويات الثقة والمعنوية لنتائج الاختبار، حيث تم استخدام التحليل المستعرض للبيانات Panel data كأساس لاختبار فروض البحث.

٩ / حدود البحث:

يمكن استعراض حدود البحث على النحو التالي:

١/٩ **الحدود المكانية:** أقتصر هذا البحث على منشآت الأعمال المصرية المقيدة بالبورصة المصرية EGX.

٢/٩ **الحدود الزمنية:** غطى هذا البحث الفترة الزمنية من ٢٠١٥ إلى ٢٠١٩، وذلك في ضوء استبعاد الفترة بدءاً من عام ٢٠٢٠ للحد من أثر انعكاسات تفشي فيروس كورونا المستجد COVID-19 على نتائج الاستدلال الإحصائي.

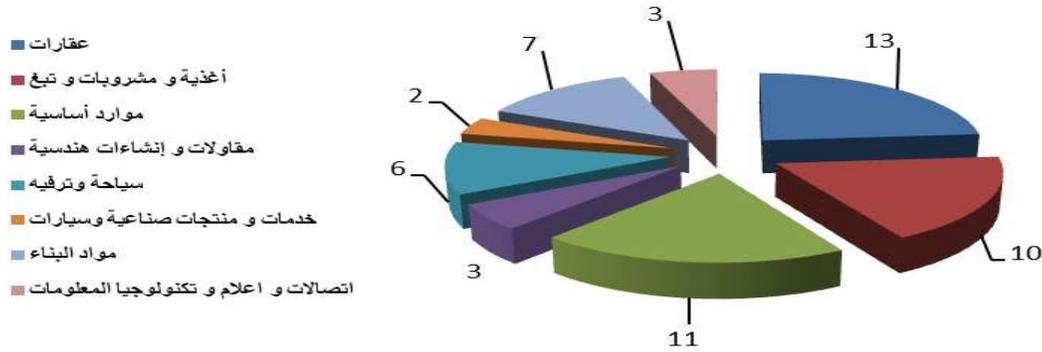
٣/٩ **الحدود الفنية:** تضمن هذا البحث تحليل منشآت الأعمال المصرية غير المالية لما لتلك المنشآت من سمات خاصة بها قد تشوه نتائج الاختبارات الإحصائية.

١٠ / مجتمع وعينة البحث:

يتمثل مجتمع البحث في منشآت الأعمال غير المالية المقيدة والمتداول أسهمها في البورصة المصرية، أما عينة البحث فقد تم اختيار مفرداتها وفقاً للشروط التالية:

١- استبعاد قطاع الخدمات المالية (سواء الوحدات المصرفية أو غير المصرفية).

- ٢- أن تتوافر القوائم المالية ونماذج الإفصاح عن المنشأة بانتظام خلال فترة التحليل ٢٠١٥-٢٠١٩.
- ٣- أن تكون المنشأة المصدرة للأسهم خاضعة لتقييم الأداء المستدام في نطاق المؤشر المصري لحوكمة الشركات ومسئوليتها الاجتماعية والبيئية S&P/EGX ESG.
- ٤- ألا تكون المنشأة المصدرة للأسهم قد تعرضت للشطب من جداول التداول بالبورصة المصرية خلال الفترة محل الاختبار.
- ٥- ألا تكون المنشأة المصدرة للأسهم قد تعرضت للاندماج أو الاستحواذ خلال الفترة محل الاختبار.
- وقد أسفرت المعايير السابقة عن انطباق خمسة وخمسون منشأة أعمال تمثل عينة البحث، يمكن استعراضهم من خلال ملحق رقم (١)، أما الشكل رقم (٣) فيستعرض التوزيع القطاعي لمفردات عينة البحث:



شكل رقم (٣)
التوزيع القطاعي لمفردات عينة البحث

من خلال الشكل رقم (٣)، يتبين أن أكثر القطاعات تمثيلاً في عينة البحث هي منشآت الأعمال التي تنتمي للقطاع "العقاري"، وذلك بمعدل تمثيل (٢٣,٦ %) من إجمالي عدد مفردات العينة، بواقع ثلاثة عشر منشأة، أما أقل القطاعات تمثيلاً فقد كان ذلك بمعدل (٣,٦ %) لقطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات، بواقع منشأتين فقط هما "السويدي إليكتريك" و"الكابلات الكهربائية المصرية"، بذلك تتضمن العينة ثمانية قطاعات طبقاً لتصنيفات البورصة المصرية.

١١/ متغيرات البحث:

في سبيل استقرار حقيقة انعكاس القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين لمنشآت الأعمال على كل من الاداء المستدام ثم أداء أسهم تلك المنشآت بأسواق التداول، تم الاعتماد على بيانات أولية وثانوية على حسب الأحوال؛ حيث تم تصنيف متغيرات البحث إلى ثلاث مجموعات، تتضمن كلٍ من المتغير المنبئ

(القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين)، والمتغير المعدل (الأداء المستدام)، والمتغير الناتج (أداء الأسهم)، ويمكن استعراض أسلوب قياس تلك المتغيرات على النحو التالي:

١/١١ المتغير المنبئ: القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين:

تم قياس القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين اعتمادًا على مؤشر القدرة الإدارية (MA-Score)، الذي قَدَّمته دراسة (Demerjian, et al., 2012)، من خلال الاعتماد على المسح المستندي للقوائم المالية المجمعة لمفردات عينة البحث، مع تقديرها على أساس سنوي (فترة تعني عام مالي)، وذلك من خلال قياس كفاءة المديرين التنفيذيين في استخدام موارد منشآت الأعمال المتاحة، وتحويلها إلى إيرادات، بعد استبعاد أثر كلٍ من خصائص المنشأة، وعملياتها التشغيلية والمالية، بالإضافة إلى استبعاد أثر تطور أدائها عبر الزمن (للمزيد: مليجي، ٢٠١٩؛ محمد، ٢٠٢١). وذلك من خلال الخطوتين التاليتين:

١/١/١١ تقدير درجة الكفاءة الكلية للمنشأة:

وذلك باستخدام نموذج تحليل مغلف البيانات Data Envelopment Analysis Model من

خلال المعادلة رقم (١):

$$\text{Max } \theta_{(i,t)} = [\text{Sales}_{(i,t)} / \{ \text{COGS}_{(i,t)} + \text{SG\&A}_{(i,t)} + \text{PPE}_{(i,t)} + \text{Opslease}_{(i,t)} + \text{R\&D}_{(i,t)} + \text{Goodwill}_{(i,t)} + \text{OtherIntan}_{(i,t)} \}]$$

معادلة رقم (١)

حيث أن:

$\text{Sales}_{(i,t)}$	مبيعات منشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t)
$\text{COGS}_{(i,t)}$	تكلفة البضاعة المباعة لمنشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t)
$\text{SG\&A}_{(i,t)}$	المصروفات البيعية والإدارية والعمامة لمنشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t)
$\text{PPE}_{(i,t)}$	القيمة الدفترية للألات والمعدات والتجهيزات لمنشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t)
$\text{Opslease}_{(i,t)}$	قيمة عقود التأجير التشغيلي لمنشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t)
$\text{R\&D}_{(i,t)}$	قيمة الإنفاق على البحوث والتطوير لمنشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t)
$\text{Goodwill}_{(i,t)}$	قيمة الشهرة (قيمة العلامات التجارية) لمنشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t)
$\text{OtherIntan}_{(i,t)}$	قيمة الأصول غير الملموسة بخلاف الشهرة لمنشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t)
$\text{Firm Eff}_{(i,t)}$	الكفاءة الكلية المقدره لمنشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t)

أكبر معدل للكفاءة الكلية المقدره بين منشآت الأعمال محل التحليل خلال الفترة (t)، ويساوى واحد صحيح

$$\text{Max } \theta_{(i,t)}$$

وباستخدام تحليل مغلف البيانات DEA فإن ناتج البيانات الداخلة إلى عمليات المعالجة تتراوح ما بين الصفر والواحد الصحيح، حيث تكون هناك علاقة طردية بين القيمة المستخرجة ومستوى كفاءة استخدام الموارد بالمنشأة محل التحليل، مما يدل على مستوى الكفاءة الكلية المقدره لمنشأة الأعمال، أو بكلماتٍ أخرى فالمنشآت التي تأخذ قيمة تقترب من الواحد الصحيح؛ هي المنشآت الأكثر كفاءة، حيث تحقق أقصى استفادة من الموارد المتاحة لها مقارنةً بنظيرتها في ذات الصناعة عند الوصول إلى قيمة الواحد الصحيح، في حين أن المنشآت التي تقترب من الصفر فهي المنشآت الأقل كفاءة، والتي تحتاج بصورة ضرورية إلى الزيادة في إيراداتها، أو تخفيض مصروفاتها، حتى يمكنها تحقيق تعظيم ثروة الملاك، حيث يمثل التقييم السابق درجة كفاءة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين ومنشأة الأعمال معاً.

٢/١/١١ استبعاد تأثير بعض خصائص منشأة الأعمال والعمليات المؤثرة على درجة الكفاءة الكلية:

يتم استخدام درجة الكفاءة الكلية للمنشأة السابق تقديرها بغرض استبعاد تأثير خصائصها وعملياتها المولدة للعائد، ذات التأثير على درجة الكفاءة الكلية، وذلك بهدف تقدير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، من خلال استخدام نموذج انحدار Tobit Regression، ويرجع استخدام نموذج انحدار Tobit، لما يتميز به من قدرة كبيرة عند تقدير المعادلات التي يكون المتغير التابع فيها محدوداً بمدى معين (Demerjian et al, 2012)، حيث أن كفاءة منشآت الأعمال تقع بين قيمتي الصفر والواحد الصحيح، وبالتالي فهي تمثل متغير محدود (مليجي، ٢٠١٩)، وفقاً لمعادلة رقم (٢):

$$\begin{aligned} \text{Firm Eff}_{(i,t)} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Log Total Assets}_{(i,t)} + \beta_2 \text{Market Share}_{(i,t)} + \beta_3 \text{FCF}_{(i,t)} \\ & + \beta_4 \text{Log Firm Age}_{(i,t)} + \beta_5 \text{Ind. Concentration}_{(i,t)} \\ & + \beta_6 \text{Foreign Currency}_{(i,t)} + \beta_7 \text{Year}_{(i,t)} + \varepsilon_{(i,t)} \end{aligned}$$

معادلة رقم (٢)

حيث أن:

Firm Eff_(i,t) الكفاءة الكلية المقدره لمنشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t).

β_0 الجزء الثابت للعلاقة بين كفاءة منشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t) كمتغير تابع وبين متغيرات نموذج الانحدار كمتغيرات مستقلة.

β_f	معدل ميل العلاقة بين كفاءة منشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t) كمتغير تابع والمتغير المستقل لنموذج الانحدار (f).
Log Total Assets _(i,t)	القيمة اللوغاريتمية لإجمالي أصول منشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t).
Market Share _(i,t)	الحصة السوقية للمنشأة (i) وهو نسبة إيرادات مبيعات المنشأة (i) إلى إجمالي إيرادات مبيعات الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة في الفترة (t).
FCF _(i,t)	التدفقات النقدية الحرة لمنشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t)، وهو متغير نوعي يأخذ القيمة (واحد صحيح) إذا ما حققت المنشأة (i) تدفقات حرة موجبة، في المقابل يأخذ القيمة (صفر) إذا ما حققت المنشأة (i) تدفقات نقدية حرة سالبة، ليتم حسابها بصافي التدفقات النقدية التشغيلية بعد استبعاد مدفوعات شراء الأصول الثابتة}
Log Firm Age _(i,t)	القيمة اللوغاريتمية لعمر منشأة الأعمال (i) خلال نهاية الفترة (t).
Foreign Currency _(i,t)	نتائج عمليات الصرف الأجنبي لمنشأة الأعمال (i)، وهو متغير نوعي يأخذ القيمة (الواحد الصحيح) إذا ما حققت المنشأة (i) أرباحاً موجبة عند ترجمة العملات الأجنبية في الفترة " t "، مقابل (الصفر) إذا حققت غير ذلك.
Year _(i,t)	متغير كمي يعبر عن رقم العام الذي يمثل الفترة (t).
$\varepsilon_{(i,t)}$	القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين لمنشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t) والمقدر من خلال الخطأ العشوائي لبواقي نموذج الانحدار Tobit.

٢/١١ المتغير الناتج: أداء أسهم منشآت الأعمال في سوق التداول:

تم قياس أداء أسهم منشآت الأعمال في سوق التداول من خلال تقدير كلٍ من متوسط العائد اليومي لفترة الاحتفاظ للسهم المصدر جنباً إلى جنب، مع تقدير مدى تشتت العوائد اليومية حول متوسطها، أي عبر تقدير الانحراف المعياري لتلك العوائد على النحو التالي:

١/٢/١١ تقدير العائد اليومي للسهم في سوق التداول:

يتم تقدير العائد اليومي من خلال المعادلة رقم (٣):

$$HR_{(i,t,d)} = [C_{(i,t,d)} + P_{(i,t,d)} - P_{(i,t,d-1)}] \div P_{(i,t,d-1)}$$

معادلة رقم (٣)

حيث أن:

$HR_{(i,d)}$	عائد فترة الاحتفاظ لسهم المنشأة (i) خلال اليوم (d) خلال الفترة (t)
$C_{(i,td)}$	التوزيعات النقدية لحملة أسهم المنشأة (i) خلال اليوم (d) خلال الفترة (t)
$P_{(i,t)}$	القيمة السوقية لسهم المنشأة (i) في نهاية اليوم (d) خلال الفترة (t)
$P_{(i,td-1)}$	القيمة السوقية لسهم المنشأة (i) في بداية اليوم (d) خلال الفترة (t)

٢/٢/١١ تقدير متوسط العوائد اليومية للسهم في سوق التداول:

تم تقدير متوسط العوائد اليومية للسهم في سوق التداول من خلال المعادلة رقم (٤):

$$AR_{(i,t)} = [\sum HR_{(i,td)}] \div N_{(i,t)}$$

معادلة رقم (٤)

حيث أن:

$AR_{(i,t)}$	متوسط العائد اليومي لسهم منشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t)
$HR_{(i,td)}$	عائد فترة الاحتفاظ لسهم المنشأة (i) خلال اليوم (d) خلال الفترة (t)
$N_{(i,t)}$	عدد أيام تداول سهم منشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t)

٣/٢/١١ تقدير الانحراف المعياري للعائد اليومي للسهم في سوق التداول:

تم تقدير الانحراف المعياري للعائد اليومي للسهم في سوق التداول من خلال المعادلة رقم (٥):

$$\sigma_{(i,t)} = \{(\sum [AR_{(i,t)} - HR_{(i,td)}]^2) \div (N_{(i,t)} - 1)\}^{1/2}$$

معادلة رقم (٥)

حيث أن:

$\sigma_{(i,t)}$	الانحراف المعياري للعوائد اليومية لسهم منشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t)
$AR_{(i,t)}$	متوسط العائد اليومي لسهم منشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t)
$HR_{(i,td)}$	عائد فترة الاحتفاظ لسهم المنشأة (i) خلال اليوم (d) خلال الفترة (t)
$N_{(i,t)}$	عدد أيام تداول سهم منشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t)

٣/١١ المتغير المعدل: الأداء المستدام:

المتغير المعدل هو المتغير الذي يؤثر في اتجاه أو قوة العلاقة بين المتغير المنبئ [وهو ما يقابل المتغير المستقل في العلاقات المباشرة]، والمتغير الناتج [وهو ما يقابل المتغير التابع في العلاقات المباشرة] (جلال، ٢٠١٩)؛ ويعد النموذج الذي تم تقديمه عبر دراسة (Elkington and Rowlands, 1999) هو الأساس الفكري للأداء المستدام، حيث تم الإشارة إلى أن هذا الأداء متمثل في ثلاثة أنماط فرعية من الأداء هي: الأداء الاقتصادي، والأداء الاجتماعي، والأداء البيئي.

وقد يعيب على ذلك النموذج انه لم يقدم إطارًا كميًا لتقدير ذلك الأداء، على الرغم من ريادته في تقديم مفهوم الأداء المستدام لمنشآت الأعمال. ويمكن للباحثين التغلب على هذا الانتقاد من خلال الاعتماد على نموذج (Higgin sustainable Growth Model (HSGM لتقدير النمو المستدام وهو أحد المقاييس لتقدير الأداء المالي والاقتصادي طويل الأجل (for more see: Kumar, 2018;Feng et al., 2018)، وذلك من خلال المعادلة رقم (٦):

$$SGR_{(i,t)} = \{(PM_{(i,t)})(1-D_{(i,t)})(1+L_{(i,t)})\} \div \{(T_{(i,t)})-(PM_{(i,t)})(1-D_{(i,t)})(1+L_{(i,t)})\}$$

معادلة رقم (٦)
حيث أن:

$SGR_{(i,t)}$	معدل النمو المستدام لمنشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t)
$PM_{(i,t)}$	معدل هامش الربح لمنشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t)
$D_{(i,t)}$	معدل الأرباح الموزعة لمنشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t)
$L_{(i,t)}$	معدل إجمالي الديون إلى حق الملكية لمنشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t)
$T_{(i,t)}$	نسبة إجمالي الأصول إلى مبيعات منشأة الأعمال (i) خلال الفترة (t)

أما فيما يتعلق بتقدير الأداء البيئي والاجتماعي، فيتم ذلك من خلال الاعتماد على البيانات الثانوية المنشورة من خلال تقييم Composite Score الذي يُعد أساس اختيار مكونات المؤشر المصري لحوكمة الشركات ومسئوليتها الاجتماعية والبيئية -Environmental, social and corporate governance- ESG، والذي يُعرف بالرمز S&P/EGX ESG.

(for more see: <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/esg/sp-egx-esg-index>)

وقد تمكن الباحثان من الحصول عليها من خلال شركة مصر لنشر المعلومات، والتي تتبع البورصة المصرية، ويذكر أن البورصة المصرية أحد مصدري ذلك المؤشر.

١٢/ التحليل الإحصائي:

١/١٢ اختبار ثبات واستقرار السلاسل الزمنية لمفردات عينة البحث:

في سبيل تحقيق شروط اختبار تحليل المسار، والتي تتضمن التوزيع الطبيعي لمشاهدات مفردات عينة البحث، لم تكن القيم المطلقة لكل من "المتغير المنبئ: مؤشر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين" و"المتغير المعدل: مؤشرات الأداء المستدام لمنشآت الأعمال" هي أساس إدخال البيانات لعمليات التحليل الإحصائي، حيث تم الاعتماد على القيمة اللوغاريتمية لهما، في المقابل تم الاعتماد على البيانات المطلقة لبيانات "المتغير الناتج: أداء أسهم منشآت الأعمال في سوق التداول" (كونها في الأساس معدلات وليست قيم مطلقة). وقد تم اختبار ثبات واستقرار السلاسل الزمنية لمفردات عينة البحث في ضوء افتراض أن الـ e : الخطأ العشوائي والمتوسط والتباين كانوا ثابتين خلال الفترات محل الاختبار، وتم تقييم ثبات السلاسل الزمنية لقيم "المتغير المنبئ" و"المتغير المعدل" و"المتغير الناتج" من خلال اختبارات "ديكي فولر المعزز (ADF)" و"فيليبس بيرون (PP)" و"لين وتشو (LLC)"، وقد كانت كافة الاختبارات معنوية إما عند مستوى (١٪)، أو عند مستوى (٥٪) على حسب الأحوال.

٢/١٢ التحليل الإحصائي الوصفي:

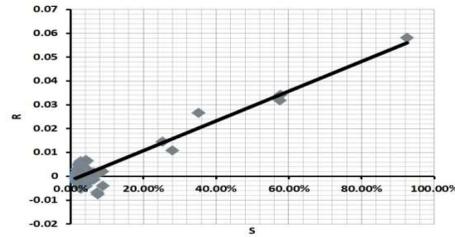
١/٢/١٢ المعالم الإحصائية لمتغيرات البحث:

يمكن للباحثين استعراض المعالم الإحصائية لمتغيرات البحث، فقد بلغ متوسط العائد اليومي لأسهم المنشأة المصدر (تم التعبير عن هذا المتغير باستخدام الرمز R) لمفردات عينة البحث (٠,٠٥٦٧٥ ٪)، وذلك بمعدل انحراف معياري قدرة (٦,٧٧)، بينما قد كان معدل المخاطر الكلية لأسهم المنشأة المصدر (تم التعبير عن هذا المتغير باستخدام الرمز S) - المقاس من خلال قياس تشتت القيم حول متوسطها، اعتماداً على تقدير الانحراف المعياري - (٧,٧١٣ ٪)، وذلك بمعدل انحراف معياري قدره (٨,٥٤٤)، أما عن المتغير المنبئ، والمتمثل في القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين (تم التعبير عن هذا المتغير باستخدام الرمز MA)، فقد بلغ متوسط قيمته اللوغاريتمية (٠,٤٨٩٤)، وذلك بمعدل انحراف معياري قدره (٠,٢٨٤٧)، وأخيراً، فقد بلغت المعالم الإحصائية الوصفية لمؤشرات المتغير المعدل، والذي تم قياسه من خلال القيمة اللوغاريتمية لكلاً من معدل النمو المستدام (تم التعبير عن هذا المتغير باستخدام الرمز SGR)، إلى جانب تقييم المنشأة في المؤشر المصري لحوكمة الشركات ومسئوليتها الاجتماعية خلال الفترة محل التحليل (تم التعبير عن هذا المتغير باستخدام الرمز EGS)، حيث سجل المتوسط (٠,٤٦٢٧) و(٢,٠١٥٦) على الترتيب؛ بينما

سجل الانحراف المعياري (٠,٢٦٢٧) لمعدل النمو المستدام مقابل (٠,١٧٦٤) لتقييم المنشأة في المؤشر المصري لحوكمة الشركات ومسئوليتها الاجتماعية خلال الفترة محل التحليل.

٣/١٢ التحليل الوصفي للعلاقات بين متغيرات البحث:

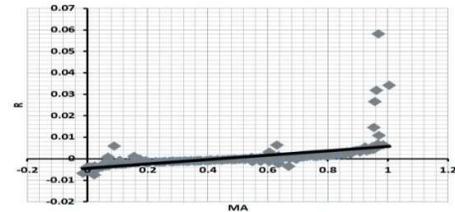
يمكن التعرف على نمط العلاقات بين متغيرات البحث عبر أكثر من أسلوب، وقد تم تطبيق كل من خرائط الانتشار ومصفوفة معاملات الارتباط لتحديد نمط ومعنوية تلك العلاقات، وذلك بغرض تحديد مدى انطباقها مع اشتراطات اختبارات تحليل المسار .



شكل رقم (٤)

خريطة الانتشار لمشاهدات مفردات عينة البحث لمتغيري متوسط العوائد الأسهم مقابل مخاطرها الكلية المصدر: الشكل من إعداد الباحثين بناءً على المسح المستندي لعمليات التداول بالبورصة المصرية.

يشير الشكل رقم (٤) إلى احتمال وجود علاقة ارتباط طردي بين متوسط العائد اليومي مع مخاطرها الكلية، والمقاسة بالاعتماد على الانحراف المعياري، أما الشكل رقم (٥) فيستعرض خريطة الانتشار بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين مقابل عوائد أسهم المنشآت التي يعملون بها.

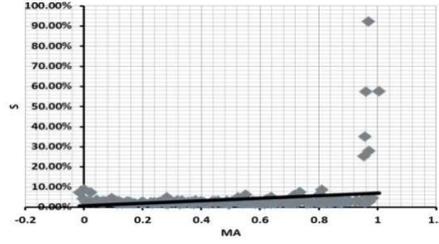


شكل رقم (٥)

خريطة الانتشار لمشاهدات مفردات عينة البحث لمتغيري القدرة الإدارية مقابل عوائد الأسهم

المصدر: الشكل من إعداد الباحثين طبقاً إلى المسح المستندي لعوائد الأسهم المقدره بناءً على التداول بالبورصة المصرية بالإضافة إلى تقييم الكفاءة الإدارية المقدره بناءً على تقييم نموذج Demerjian et al, 2012.

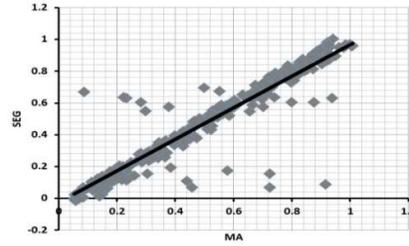
يظهر الشكل رقم (٥) إلى وجود نمط العلاقة الطردية بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، مقابل عوائد أسهم المنشآت التي يعملون بها، أما الشكل رقم (٦) فيُعبّر عن علاقة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين مقابل المخاطر الكلية للأسهم المصدرة من قبل المنشآت التي يعملون بها.



شكل رقم (٦)

خريطة الانتشار لمشاهدات مفردات عينة البحث لمتغيري القدرة الإدارية مقابل المخاطر الكلية للأسهم المصدر: الشكل من إعداد الباحثين طبقاً إلى المسح المستندي للانحرافات المعيارية لعوائد الأسهم المقدره بناءً على التداول بالبورصة المصرية بالإضافة إلى تقييم الكفاءة الإدارية المقدره بناءً على تقييم نموذج Demerjian et al, 2012.

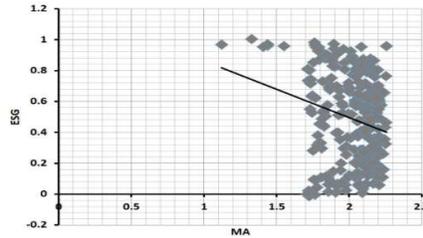
يظهر الشكل رقم (٦) إلى وجود نمط العلاقة الطردية للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين مقابل المخاطر الكلية للأسهم المصدرة من قبل المنشآت التي يعملون بها، أما الشكل رقم (٧) فيستعرض خريطة الانتشار لمشاهدات مفردات عينة البحث بين القدرة الإدارية مقابل معدل النمو المستدام لمنشآت الأعمال.



شكل رقم (٧)

خريطة الانتشار لمشاهدات مفردات عينة البحث لمتغيري القدرة الإدارية مقابل معدل النمو المستدام. المصدر: الشكل من إعداد الباحثين طبقاً لتقييم الكفاءة الإدارية المقدره بناءً على تقييم نموذج Demerjian et al, 2012. إلى جانب تقدير معدل النمو المستدام طبقاً لنموذج HSGM.

يظهر الشكل رقم (٧) إلى وجود نمط العلاقة الطردية بين القدرة الإدارية مقابل معدل النمو المستدام لمنشآت الأعمال، أما الشكل رقم (٨) فيستعرض انتشار مشاهدات مفردات عينة البحث لمتغيري القدرة الإدارية مقابل الأداء البيئي والاجتماعي لتلك المنشآت.



شكل رقم (٨) خريطة انتشار مشاهدات مفردات عينة البحث لمتغيري القدرة الإدارية مقابل الأداء البيئي والاجتماعي لتلك المنشآت المصدر: الشكل من إعداد الباحثين طبقاً إلى تقييم الكفاءة الإدارية المقدره بناءً على تقييم نموذج Demerjian et al, 2012. إلى جانب تقييم الأداء البيئي والاجتماعي طبقاً لمؤشر S&P/EGX ESG

يظهر الشكل رقم (٨) وجود نمط العلاقة عكسية بين القدرة الإدارية مقابل الأداء البيئي والاجتماعي لتلك المنشآت، وفي هذا الصدد نجد أن الجانب الأعظم من تلك العلاقات الأولية ينطبق مع الركائز الفكرية ذات العلاقة، ولمزيد من التحليل يتم استعراض معاملات الارتباط بين متغيرات البحث على النحو المبين في الجدول رقم (١):

جدول رقم (١) : مصفوفة الارتباط بين متغيرات البحث

تقييم الأداء البيئي والاجتماعي وممارسات الحوكمة	معدل النمو المستدام	القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين	معدل المخاطر الكلية للأسهم بسوق التداول	متوسط العائد اليومي للأسهم بسوق التداول	
-0.52	0.557	0.548	0.901	1	متوسط العائد اليومي للأسهم بسوق التداول
-0.604	0.237	0.237	1	0.901	معدل المخاطر الكلية للأسهم بسوق التداول
-0.232	0.884	1	0.237	0.548	القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين
-0.253	1	0.884	0.237	0.557	معدل النمو المستدام
1	-0.253	-0.232	-0.604	-0.52	تقييم الأداء البيئي والاجتماعي وممارسات الحوكمة

جميع القيم معنوية عند مستوى (١%)

المصدر: الجدول من إعداد الباحثين بناءً على مخرجات حزمة البرامج الإحصائية لعلوم الاجتماع SPSS.

ومن خلال مصفوفة معاملات الارتباط يتبين أن المؤشرات التي تعبر عن أداء أسهم منشآت الأعمال (المتغير الناتج)، والمقاس بمتوسط العائد اليومي للأسهم بسوق التداول، إلى جانب معدل المخاطر الكلية للأسهم بسوق التداول المقدر باستخدام الانحراف المعياري للعوائد حول متوسطها ارتباط طردي بقيمة معامل ارتباط قدره (٠,٩٠١)، وهو أمرٌ يُشير إلى انطباق الأساس الفكري لعلاقة المقايضة بين المخاطرة والعائد على الأسهم المتداولة بالبورصة المصرية.

إلى جانب ذلك، قد سجل متوسط العائد اليومي للأسهم بسوق التداول علاقة ارتباط طردي قدرها (٠,٥٤٨)، (٠,٥٥٧) لكلٍ من "القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين" و"معدل النمو المستدام" على الترتيب، بينما سجل ارتباط عكسي قدره (-٠,٥٢) مع "تقييم الأداء البيئي والاجتماعي وممارسات الحوكمة".

٤/١٢ اختبار الفرض الرئيسي الأول:

يتناول هذا الفرض أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على أداء أسهم المنشأة، والمتداولة في بيئة الأعمال المصرية، ويمكن استعراض صياغة فرض العدم على النحو التالي:

لا يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على أداء الأسهم التي تصدرها منشآتهم في بيئة الأعمال المصرية

في سبيل اختبار هذا الفرض، قام الباحثان باختبار الفروض الفرعية لكل من عوائد ومخاطر الأسهم بسوق التداول، كما يلي:

١/٤/١٢ اختبار الفرض الفرعي الأول:

من خلال استخدام التحليل المستعرض للبيانات، ظهر للباحثين المخرجات الظاهرة في الجدول رقم (٢):

جدول رقم (٢)

مخرجات اختبار الفرض الفرعي الأول

Model 1: Fixed-effects, using 275 observations				
Included 5 cross-sectional units				
Time-series length = 55				
Dependent variable: R				
	Coefficient	Std. Error	t-ratio	p-value
Const.	-0.00470724	0.000649879	-7.243	<0.0001 ***
MA	0.0107787	0.00120893	8.916	<0.0001 ***
Mean dependent var	0.000568		S.D. dependent var	0.005340
Sum squared resid	0.005351		S.E. of regression	0.004460
LSDV R-squared	0.315195		Within R-squared	0.228108
LSDV F(5, 269)	24.76248		P-value(F)	1.65e-20
Log-likelihood	1101.281		Akaike criterion	-2190.562
Schwarz criterion	-2168.862		Hannan-Quinn	-2181.853
rho	-0.016256		Durbin-Watson	2.024474
Joint test on named regressors -				
Test statistic: F(1, 269) = 79.4944				
with p-value = P(F(1, 269) > 79.4944) = 7.56269e-17				
Test for differing group intercepts -				
Null hypothesis: The groups have a common intercept				
Test statistic: F(4, 269) = 1.45514				
with p-value = P(F(4, 269) > 1.45514) = 0.216207				

Source: Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library.

ومن خلال الجدول رقم (٢)، يتبين للباحثين معنوية معالم نموذج القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على عوائد أسهم منشأتهم، حيث كان النموذج الإحصائي معنوي عند مستوى (١٪) بدلالة معامل (F) والمقدر بـ (٢٤,٧٦٢٤٨)، ومن جانب آخر فقد كانت معنوية معالم القدرة الإدارية عند مستوى معنوية (١٪) بدلالة معامل (T) والمقدرة بـ (٨,٩١٦)، حيث فسرت القدرة الإدارية (٢٢,٨٪) من التغير في عوائد الأسهم بدلالة Within R-squared، وهو الأمر الذي جعل هناك رفضاً لصياغة فرض العدم وقبول لصياغة الفرض البديل القائل بـ:

"يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على عوائد الأسهم التي تصدرها منشأتهم في بيئة الأعمال المصرية".

٢/٤/٩ اختبار الفرض الفرعي الثاني:

من خلال استخدام التحليل المستعرض للبيانات، ظهر للباحثين المخرجات الظاهرة في الجدول رقم (٣):

جدول رقم (٣)

مخرجات اختبار الفرض الفرعي الثاني

Model 2: Fixed-effects, using 275 observations				
Included 5 cross-sectional units				
Time-series length = 55				
Dependent variable: S				
	Coefficient	Std. Error	t-ratio	p-value
Const.	-0.00150151	0.0108099	-0.1389	0.8896
MA	0.0783021	0.0201089	3.894	0.0001 ***
Mean dependent var	0.036817		S.D. dependent var	0.077128
Sum squared resid	1.480587		S.E. of regression	0.074189
LSDV R-squared	0.091645		Within R-squared	0.053358
LSDV F(5, 269)	5.427958		P-value(F)	0.000089
Log-likelihood	328.1376		Akaike criterion	-644.2752
Schwarz criterion	-622.5746		Hannan-Quinn	-635.5661
rho	-0.013379		Durbin-Watson	2.024655
Joint test on named regressors -				
Test statistic: F(1, 269) = 15.1625				
with p-value = P(F(1, 269) > 15.1625) = 0.0001245				
Test for differing group intercepts -				
Null hypothesis: The groups have a common intercept				
Test statistic: F(4, 269) = 2.63815				
with p-value = P(F(4, 269) > 2.63815) = 0.0343583				

Source: Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library

ومن خلال الجدول رقم (٣)، يتبين للباحثين معنوية معالم نموذج القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على المخاطر الكلية لأسهم منشأتهم، حيث كان النموذج الإحصائي معنوي عند مستوى (١٪) بدلالة معامل (F)، والمقدر بـ (٥,٤٢٧٩٥٨)، ومن جانب آخر قد كانت معنوية معالم القدرة الإدارية عند مستوى معنوية (١٪) بدلالة معامل (T) والمقدرة بـ (٣,٨٩٤)، حيث فسرت القدرة الإدارية (٣,٥٣٪) من التغير في مخاطر الأسهم بدلالة Within R-squared، وهو الأمر الذي جعل هناك رفضاً لصياغة فرض العدم وقبول لصياغة الفرض البديل القائل بـ:

"يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على المخاطر الكلية للأسهم التي تصدرها منشأتهم في بيئة الأعمال المصرية".

٥/١٢ الفرض الرئيسي الثاني:

يتناول هذا الفرض أثر للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على الأداء المستدام لمنشآت الأعمال في بيئة الأعمال المصرية، ويمكن استعراض صياغة فرض العدم على النحو التالي:

"لا يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على الأداء المستدام لمنشآت الأعمال في بيئة الأعمال المصرية".

في سبيل اختبار هذا الفرض، قام الباحثان باختبار الفروض الفرعية لكل من الأداء المالي، وتقييم الأداء البيئي والاجتماعي، كما يلي:

١/٥/١٢ اختبار الفرض الفرعي الثالث:

من خلال استخدام التحليل المستعرض للبيانات، ظهر للباحثين المخرجات الظاهرة في الجدول رقم (٤):

جدول رقم (٤)

مخرجات اختبار الفرض الفرعي الثالث

Model 3: Fixed-effects, using 275 observations					
Included 5 cross-sectional units					
Time-series length = 55					
Dependent variable: SGR					
	Coefficient	Std. Error	t-ratio	p-value	
Const.	0.0771659	0.0138387	5.576	<0.0001	***
MA	0.787908	0.0257433	30.61	<0.0001	***
Mean dependent var	0.462744		S.D. dependent var	0.262708	
Sum squared resid	2.426519		S.E. of regression	0.094976	
LSDV R-squared	0.871682		Within R-squared	0.776902	
LSDV F(5, 269)	365.4715		P-value(F)	1.1e-117	
Log-likelihood	260.2100		Akaike criterion	-508.4200	
Schwarz criterion	-486.7194		Hannan-Quinn	-499.7109	
rho	-0.102958		Durbin-Watson	2.099323	
Joint test on named regressors -					
Test statistic: F(1, 269) = 936.75					
with p-value = P(F(1, 269) > 936.75) = 1.29896e-89					
Test for differing group intercepts -					
Null hypothesis: The groups have a common intercept					
Test statistic: F(4, 269) = 4.84602					
with p-value = P(F(4, 269) > 4.84602) = 0.000865575					

Source: Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library

ومن خلال الجدول رقم (٤)، يتبين للباحثين معنوية معالم نموذج القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على معدل النمو المستدام كمقياس للأداء المالي طويل الأجل، حيث كان النموذج الإحصائي معنوي عند مستوى (١%) بدلالة معامل (F)، والمقدر بـ (٣٦٥,٤٧١٥)، من جانب آخر فقد كانت معنوية معالم القدرة الإدارية عند مستوى معنوية (١%) بدلالة معامل (T) والمقدرة بـ (٣٠,٦١)، حيث فسرت القدرة الإدارية (٧٧,٦٩%) من التغير في معدل النمو المستدام لمنشآت الأعمال بدلالة Within R-squared، وهو الأمر الذي جعل هناك رفضاً لصياغة فرض العدم وقبول لصياغة الفرض البديل القائل بـ:

"يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على معدل النمو المستدام لمنشأتهم في بيئة الأعمال المصرية".

٢/٥/١٢ اختبار الفرض الفرعي الرابع:

من خلال استخدام التحليل المستعرض للبيانات، ظهر للباحثين المخرجات الظاهرة في الجدول رقم (٥):

جدول رقم (٥)

مخرجات اختبار الفرض الفرعي الرابع

Model 4: Fixed-effects, using 275 observations				
Included 5 cross-sectional units				
Time-series length = 55				
Dependent variable: EGS				
	Coefficient	Std. Error	t-ratio	p-value
Const.	2.08560	0.0248152	84.05	<0.0001 ***
MA	-0.142999	0.0461621	-3.098	0.0022 ***
Mean dependent var	2.015625		S.D. dependent var	0.176375
Sum squared resid	7.802371		S.E. of regression	0.170309
LSDV R-squared	0.084614		Within R-squared	0.034445
LSDV F(5, 269)	4.973008		P-value(F)	0.000226
Log-likelihood	99.61412		Akaike criterion	-187.2282
Schwarz criterion	-165.5276		Hannan-Quinn	-178.5192
rho	0.059679		Durbin-Watson	1.856790
Joint test on named regressors -				
Test statistic: F(1, 269) = 9.59613				
with p-value = P(F(1, 269) > 9.59613) = 0.00215632				
Test for differing group intercepts -				
Null hypothesis: The groups have a common intercept				
Test statistic: F(4, 269) = 2.25194				
with p-value = P(F(4, 269) > 2.25194) = 0.0638299				

Source: Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library

ومن خلال الجدول رقم (٥)، يتبين للباحثين معنوية معالم نموذج القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على تقييم الأداء البيئي والاجتماعي لمنشأتهم، حيث كان النموذج الإحصائي معنوي عند مستوى (١٪) بدلالة معامل (F)، والمقدر بـ (٤,٩٧٣)، ومن جانب آخر قد كانت معنوية معالم القدرة الإدارية عند مستوى معنوية (١٪) بدلالة معامل (T)، والمقدر بـ (-٣,٠٩٨)، حيث فسرت القدرة الإدارية (٣,٤٤ ٪) من التغير في معدل تقييم الأداء البيئي والاجتماعي لمنشآت الأعمال بدلالة Within R-squared، وهو الأمر الذي جعل هناك رفضاً لصياغة فرض العدم وقبول لصياغة الفرض البديل القائل بـ:

"يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على الأداء البيئي والاجتماعي المستدام لمنشأتهم في بيئة الأعمال المصرية".

٦/١٢ الفرض الرئيسي الثالث:

يتناول هذا الفرض أثر الأداء المستدام لمنشآت الأعمال على أداء أسهمها المتداولة في بيئة الأعمال المصرية، ويمكن استعراض صياغة فرض العدم على النحو التالي:
"لا يوجد تأثير معنوي للأداء المستدام لمنشآت الأعمال على أداء أسهمها المتداولة في بيئة الأعمال المصرية".

في سبيل اختبار هذا الفرض، قام الباحثان باختبار الفروض الفرعية لكل من عوائد ومخاطر الأسهم المتداولة بسوق التداول، كما يلي:

١/٦/١٢ اختبار الفرض الفرعي الخامس:

من خلال استخدام التحليل المستعرض للبيانات، ظهر للباحثين المخرجات الظاهرة في الجدول رقم (٦):

جدول رقم (٦)

مخرجات اختبار الفرض الفرعي الخامس

Model 5: Fixed-effects, using 275 observations					
Included 5 cross-sectional units					
Time-series length = 55					
Dependent variable: R					
	Coefficient	Std. Error	t-ratio	p-value	
const	0.0190031	0.00297694	6.383	<0.0001	***
SGR	0.0110595	0.00119556	9.251	<0.0001	***
EGS	-0.0116854	0.00138704	-8.425	<0.0001	***
Mean dependent var	0.000568		S.D. dependent var	0.005340	
Sum squared resid	0.003962		S.E. of regression	0.003845	
LSDV R-squared	0.493042		Within R-squared	0.428572	
LSDV F(6, 268)	43.44059		P-value(F)	6.63e-37	
Log-likelihood	1142.628		Akaike criterion	-2271.257	
Schwarz criterion	-2245.939		Hannan-Quinn	-2261.096	
rho	-0.046577		Durbin-Watson	2.073756	
Joint test on named regressors -					
Test statistic: F(2, 268) = 100.5					
with p-value = P(F(2, 268) > 100.5) = 2.70904e-33					
Test for differing group intercepts -					
Null hypothesis: The groups have a common intercept					
Test statistic: F(4, 268) = 1.08566					
with p-value = P(F(4, 268) > 1.08566) = 0.36395					

Source: Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library

ومن خلال الجدول رقم (٦)، يتبين للباحثين معنوية معالم نموذج الأداء المستدام لمنشآت الأعمال على عوائد أسهمها بسوق التداول، حيث كان النموذج الإحصائي معنوي عند مستوى (١٪) بدلالة معامل (F)، والمقدر بـ (٤٤،٤٣)، ومن جانب آخر فقد كانت معنوية معالم الأداء المستدام عند مستوى معنوية (١٪) بدلالة معامل (T)، والمقدرة بـ (٩،٢٥١) للأداء الاقتصادي، و(-٨،٤٢٥) للأداء البيئي والاجتماعي، حيث فسر الأداء المستدام (٤٢،٨٥٧٢٪) من التغيير في معدل عوائد الأسهم المتداولة بدلالة Within

R-squared، وهو الأمر الذي جعل هناك رفضاً لصياغة فرض العدم وقبول لصياغة الفرض البديل القائل
بـ:

"يوجد تأثير معنوي للأداء المستدام لمنشآت الأعمال على عوائد أسهمها المتداولة في بيئة
الأعمال المصرية".

٢/٦/١٢ اختبار الفرض الفرعي السادس:

من خلال استخدام التحليل المستعرض للبيانات، ظهر للباحثين المخرجات الظاهرة في الجدول رقم (٧):
جدول رقم (٧)

مخرجات اختبار الفرض الفرعي السادس

Model 6: Fixed-effects, using 275 observations				
Included 5 cross-sectional units				
Time-series length = 55				
Dependent variable: S				
	Coefficient	Std. Error	t-ratio	p-value
Const.	0.516119	0.0473995	10.89	<0.0001 ***
SGR	0.0428910	0.0190360	2.253	0.0251 **
EGS	-0.247640	0.0220848	-11.21	<0.0001 ***
Mean dependent var	0.036817		S.D. dependent var	0.077128
Sum squared resid	1.004311		S.E. of regression	0.061216
LSDV R-squared	0.383845		Within R-squared	0.357874
LSDV F(6, 268)	27.82592		P-value(F)	9.12e-26
Log-likelihood	381.5064		Akaike criterion	-749.0128
Schwarz criterion	-723.6954		Hannan-Quinn	-738.8522
rho	-0.103775		Durbin-Watson	2.189231
Joint test on named regressors -				
Test statistic: F(2, 268) = 74.6819				
with p-value = P(F(2, 268) > 74.6819) = 1.66372e-26				
Test for differing group intercepts -				
Null hypothesis: The groups have a common intercept				
Test statistic: F(4, 268) = 1.25235				
with p-value = P(F(4, 268) > 1.25235) = 0.289188				

Source: Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library

ومن خلال الجدول رقم (٧)، يتبين للباحثين معنوية معالم نموذج الأداء المستدام لمنشآت الأعمال على
مخاطر الأسهم بسوق التداول، حيث كان النموذج الإحصائي معنوي عند مستوى (١٪) بدلالة معامل (F)،
والمقدر بـ (٢٧,٨٢٥٩٢)، ومن جانب آخر قد كانت معنوية معالم الأداء المستدام عند مستوى معنوية (١٪)
بدلالة معامل (T) والمقدرة بـ (٢,٢٥٣) للأداء الاقتصادي، و(-١١,٢١) للأداء البيئي والاجتماعي، حيث
فسر الأداء المستدام (٣٥,٧٨٧٤ ٪) من التغيير في معدل مخاطر الأسهم المتداولة بدلالة Within R-
squared، وهو الأمر الذي جعل هناك رفضاً لصياغة فرض العدم وقبول لصياغة الفرض البديل القائل بـ:

"يوجد تأثير معنوي للأداء المستدام لمنشآت الأعمال على مخاطر أسهمها المتداولة في بيئة
الأعمال المصرية".

٧/١٢ الفرض الرئيسي الرابع:

يتناول هذا الفرض اختبار الدور المعدل للأداء المستدام لمنشآت الأعمال في بيئة الأعمال المصرية، ويمكن استعراض صياغة الفرض في صورة عدم على النحو التالي:

"لا يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على أداء أسهم المنشأة المتداولة في بيئة الأعمال المصرية في ضوء الدور المعدل للأداء المستدام".

في سبيل اختبار هذا الفرض، قام الباحثان باختبار الفروض الفرعية لكل من عوائد ومخاطر الأسهم بسوق التداول، كما يلي:

١/٧/١٢ الفرض الفرعي السابع:

من خلال استخدام التحليل المستعرض للبيانات، ظهر للباحثين المخرجات الظاهرة في الجدول رقم (٨):

جدول رقم (٨)

مخرجات اختبار الفرض الفرعي السابع باستخدام البيانات المستعرضة

Model 7: Fixed-effects, using 275 observations				
Included 5 cross-sectional units				
Time-series length = 55				
Dependent variable: R				
	Coefficient	Std. Error	t-ratio	p-value
Const.	0.0189949	0.00297896	6.376	<0.0001 ***
SGR	0.00931342	0.00248945	3.741	0.0002 ***
EGS	-0.0117092	0.00138830	-8.434	<0.0001 ***
MA	0.00176621	0.00220829	0.7998	0.4245
Mean dependent var	0.000568	S.D. dependent var	0.005340	
Sum squared resid	0.003952	S.E. of regression	0.003847	
LSDV R-squared	0.494254	Within R-squared	0.429938	
LSDV F(7, 267)	37.27611	P-value(F)	3.35e-36	
Log-likelihood	1142.957	Akaike criterion	-2269.915	
Schwarz criterion	-2240.981	Hannan-Quinn	-2258.303	
rho	-0.044718	Durbin-Watson	2.069820	
Joint test on named regressors -				
Test statistic: F(3, 267) = 67.1234				
with p-value = P(F(3, 267) > 67.1234) = 2.24302e-32				
Test for differing group intercepts -				
Null hypothesis: The groups have a common intercept				
Test statistic: F(4, 267) = 1.12657				
with p-value = P(F(4, 267) > 1.12657) = 0.344289				

Source: Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library

ومن خلال الجدول رقم (٨)، يتبين للباحثين معنوية معالم نموذج القدرة الإدارية والأداء المستدام لمنشآت الأعمال على عوائد الأسهم بسوق التداول، حيث كان النموذج الإحصائي معنوي عند مستوى (١%) ككل بدلالة معامل (F) والمقدر بـ (٣٧.٢٧٦١١)، ومن جانب آخر قد كانت معنوية معالم القدرة الإدارية عند مستوى غير معنوية (١%) بدلالة معامل (T) والمقدرة بـ (٠.٧٩٩٨)، أما معالم الأداء المستدام، فقد كانت معنوية عند مستوى (١%)، بدلالة معامل (T) والمقدرة بـ (٣.٧٤١) للأداء الاقتصادي، و(-٨.٤٣٤) للأداء البيئي والاجتماعي، حيث فسر النموذج (٤٢.٩٩%) من التغير في معدل عوائد الأسهم المتداولة بدلالة Within R-squared، وهو الأمر الذي جعل هناك رفضاً لصياغة فرض العدم وقبول لصياغة الفرض البديل القائل بـ:

"يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على عوائد أسهم المنشآت المتداولة في بيئة الأعمال المصرية في ضوء الدور المعدل للأداء المستدام".

٢/٧/١٢ الفرض الفرعي الثامن:

من خلال استخدام التحليل المستعرض للبيانات، ظهر للباحثين المخرجات الظاهرة في الجدول رقم (٩):

جدول رقم (٩)

مخرجات اختبار الفرض الفرعي الثامن باستخدام البيانات المستعرضة

Model 12: Fixed-effects, using 275 observations					
Included 5 cross-sectional units					
Time-series length = 55					
Dependent variable: S					
	Coefficient	Std. Error	t-ratio	p-value	
Const.	0.515928	0.0473690	10.89	<0.0001	***
SGR	0.00256665	0.0395852	0.06484	0.9484	
EGS	-0.248190	0.0220756	-11.24	<0.0001	***
MA	0.0407889	0.0351143	1.162	0.2464	
Mean dependent var	0.036817		S.D. dependent var	0.077128	
Sum squared resid	0.999261		S.E. of regression	0.061176	
LSDV R-squared	0.386943		Within R-squared	0.361103	
LSDV F(7, 267)	24.07464		P-value(F)	2.63e-25	
Log-likelihood	382.1995		Akaike criterion	-748.3990	
Schwarz criterion	-719.4649		Hannan-Quinn	-736.7869	
rho	-0.101830		Durbin-Watson	2.184750	
Joint test on named regressors -					
Test statistic: F(3, 267) = 50.3026					
with p-value = P(F(3, 267) > 50.3026) = 8.37655e-26					
Test for differing group intercepts -					
Null hypothesis: The groups have a common intercept					
Test statistic: F(4, 267) = 1.31774					
with p-value = P(F(4, 267) > 1.31774) = 0.263632					

Source: Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library

ومن خلال الجدول رقم (٩)، يتبين أن هناك اختلافاً في معنوية معالم نموذج القدرة الإدارية والأداء المستدام لمنشآت الأعمال على مخاطر الأسهم بسوق التداول، وذلك على الرغم من معنوية النموذج ككل، حيث كان النموذج الإحصائي محل الاختبار معنوي عند مستوى (١٪) بدلالة معامل (F) والمقدر بـ (٢٤,٠٧٤٦٤)، ومن جانب آخر فقد كانت معنوية معلم القدرة الإدارية غير معنوية عند مستوى (٥٪) بدلالة معامل (T) والمقدرة بـ (١,١٦٢) وكذلك الأمر مع الأداء المالي، مقاساً بمعدل النمو المستدام بدلالة معامل (T)، والمقدرة (٠,٠٦٤٨٤)، مقابل معنوية الأداء البيئي والاجتماعي، حيث كان معامل (T) والمقدر بـ (-١١,٢٤) عند مستوى (١٪)، وهو الأمر الذي جعل هناك رفضاً لصياغة فرض العدم والقبول الجزئي لصياغة الفرض البديل القائل بـ:

"يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر أسهم المنشآت المتداولة في بيئة الأعمال المصرية في ضوء الدور المعدل للأداء المستدام".

١٣ / الخلاصة والنتائج والتوصيات:

لقد ارتبط مفهوم القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين بقدرتهم على استغلال الموارد الخاضعة لسيطرتهم في تحقيق منافع، وهو الأمر الذي لقي صراعاً فكرياً بين مجموعتين من الركائز الفكرية، الأولى تتمثل في نظرية الصفوف الإدارية العليا، بالإضافة إلى "نظرية الاعتماد على الموارد"، والتي تستند على فرضية كفاءة استغلال تلك الموارد - والتي تخلص إلى الانعكاس الإيجابي لتلك القدرة - أي أن القدرة الإدارية للمديرين تعمل على إيجاد القيمة لأصحاب المصالح بصفة عامة وحملة الأسهم بصفة خاصة، مقابل نظرية الوكالة والتي تستند على فرضية التبرج الإداري - أي أن المديرين التنفيذيين يقوموا باستغلال تلك القدرة في تحقيق مصالحهم الشخصية على حساب باقي أصحاب المصالح، خاصة حملة الأسهم، والتي تخلص إلى الانعكاس السلبي لتلك القدرة -، وهو ما أوجد فجوة معرفية بالعلوم الإدارية.

على الرغم من أهمية ذلك المفهوم، فلم يكن ظهور اصطلاح "القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين" هدف لأعمال الباحثين، لكن قد كانت البداية الحقيقية لهذا المفهوم وتحولهم نحو تقديم إطار كمي لتقدير تلك القدرة ترجع إلى جهود دراسة (Lev and Sougiannis, 1996) نحو تفسير أداء الأسهم بأسواق التداول في ضوء رسملة انفاق منشآت الأعمال على أنشطتها الخاصة بالبحوث والتطوير R&D، لكن الإسهام الرئيسي يرجع إلى دراسة (Demerjian et al., 2012) والتي قدمت مقياساً كمياً يعتمد على التحليل المقارن لمستوى كفاءة المديرين، اعتماداً على الأداء النسبي مع أقرانهم داخل ذات الصناعة عبر تقييم قدرتهم على تحويل موارد المنشأة إلى إيرادات لتقدير الكفاءة الكلية للمنشأة كخطوة أولى، مع فصل العوائد الناتجة من خصائص المنشأة عن العوائد الناتجة عن قدرة المديرين التنفيذيين بتلك المنشآت، حيث

تم تقدير العوائد الناتجة عن اقتصاديات الحجم (مقاسًا بحجم المنشأة)، المركز التنافسي (مقاسًا بالحصة السوقية)، التدفقات النقدية الحرة، عمر المنشأة، عمليات الصرف الأجنبي (إن وجدت)، عوضًا عن التطور الزمني، حيث تقدر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين من خلال بواقي نموذج الانحدار طبقًا لأسلوب Tobit.

جنحت "نظرية الوكالة Agency Theory" إلى التأثير السلبي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على أداء منشأتهم، وذلك في ظل فرضية التبرج الإداري، حيث يمكن للمديرين التنفيذيين استخدام تلك القدرة في تعظيم منافعهم على حساب حملة الأسهم، عوضًا عن باقي أطراف جماعات المصالح، ويمكن للباحثين إجمالها في قدرة المديرين التنفيذيين على الحد من فعالية (إضعاف) العديد من آليات الحوكمة سواءً الداخلية والخارجية، حيث تشير دراسة (Garrett et al., 2014) لما يمتلكه هؤلاء المديرين من قدرة تأثيرية على آليات المراجعة الداخلية ولجان المراجعة، ويضيف الباحثان إلى ما سبق، تأثير المديرين التنفيذيين أيضًا على كل من اختيار ودورية ومدة بقاء المراجع الخارجي، بالإضافة إلى التأثير على آلية هيكل الملكية، خاصًا في ظل الجمعيات العمومية، عوضًا عن مجلس الإدارة، وهو أمرٌ ينعكس مباشرةً على باقي أطراف المتعاملين في السوق من خلال عدم تماثل المعلومات وعوضًا عن مستوى حماية حقوقهم، وبذلك تُعد القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين بمنشآت الأعمال أحد مكامن المخاطر غير المنتظمة (وهي أحد أنماط المخاطرة التي يمكن للمتداولين بالسوق تجنبها من خلال عمليات التنوع الجيد لمحافظهم الاستثمارية)، مما ينعكس على أداء الأسهم بسوق التداول في ظل فرضية التبرج الإداري.

جنحت كل من "نظرية الصفوف الإدارية العليا"، بالإضافة إلى "نظرية الاعتماد على الموارد" إلى التأثير الإيجابي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على أداء منشأتهم، وذلك في ظل فرضية الاستغلال الأمثل لموارد المنشأة، حيث يمكن للمديرين التنفيذيين استخدام تلك القدرة في تعظيم المنافع المتولدة من الأصول الخاضعة لإدارتهم، وبذلك يمكن للباحثين إجمالها في فعالية القرارات الإدارية، حيث تُعد القدرة على الحصول على معلومات حول فرص الاستثمار أحد سمات المديرين ذوي القدرات الإدارية المرتفعة، مما ينعكس على نتائج توظيف موارد المنشأة في إيجاد منافع لأصحاب المصالح بصفة عامة، وحملة الأسهم بصفة خاصة، ولا تنعكس تلك القدرة على مقاييس الأداء الحالية، بل على الأجل الطويل، حيث تصبح منشأتهم أكثر استقرارًا وفعالية تنظيمية ناتجة عن قدرتهم على اتخاذ قرارات تعمل على تعظيم تكيف وتأقلم منشأتهم مع متغيرات بيئة الأعمال.

إن أداء أسهم منشآت الأعمال بسوق التداول يتم التعبير عنه في ضوء علاقة المقايضة بين المخاطرة والعائد، ويُعد أداء تلك الأسهم دالة في تقييم المتعاملين بسوق الأوراق المالية نحو القرارات التي قام المديرين التنفيذيين باتخاذها بالمنشآت المصدرة لتلك الأسهم، وهو الأمر الذي يجعل مدى تماثل المعلومات أحد محددات انعكاس تلك القدرة على هذا الأداء. لكن الأمر لا يتوقف عند هذا العامل فهناك العديد من العوامل الأخرى التي يتوقع أن تؤثر على هذه العلاقة منها الأثر القطاعي (نوع القطاع التي تنتمي إليه المنشأة المصدرة للأسهم)، أثر سيولة الأسهم (يمكن تقدير سيولة الأسهم باستخدام أحجام وقيم التداولات، معدلات التداول الحر، معدل دوران)، عوضًا عن مستوى كفاءة السوق ذاته.

في ضوء ما تم استعراضه من مفاهيم ونظريات، والتي تتضمن العلاقات بين متغيرات البحث الثلاثة المتغير المنبئ (القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين)، والمتغير المعدل (الأداء المستدام لمنشآت الأعمال)، وصولًا إلى المتغير الناتج (أداء الأسهم في سوق التداول)، ويمكن استعراض نتائج عمليات التحليل الاستدلالي في ضوء التحليل المستعرض لبيانات لعينة مكونة من خمس وخمسون مفردة عبر سلسلة زمنية ممتدة لمدة ٥ سنوات للفترة من ٢٠١٥ إلى ٢٠١٩، بالإضافة لتحليل وتفسير تلك النتائج في ضوء الركائز الفكرية ذات العلاقة، ويلي ذلك تقديم توصيات تتلاءم مع بيئة الأعمال المصرية.

١/١٣ النتائج على مستوى التحليل الإحصائي:

١/١٣ هناك علاقة ارتباط طردية معنوية بين "متوسط العائد اليومي للأسهم" مقابل "معدل المخاطر الكلية للأسهم" بسوق التداول، وذلك عند مستوى معنوية (١%)، وقد كانت قيمة معامل الارتباط (٠.٩٠١)، وهو أمرٌ يشير إلى انطباق الأساس الفكري لعلاقة المقايضة بين المخاطرة والعائد على الأسهم المتداولة بالبورصة المصرية، وهو الأمر الذي يتعارض مع دراسة (لاشين، ٢٠٠١)، والتي أشارت إلى وجود العديد من نقائص الأسواق التي تعبر عن عدم كفاءة البورصة المصرية، وهو الأمر الذي أرجعه "لاشين" إلى سيادة العوائد السالبة على مفردات عينة دراسته، إلى جانب دراسة (الجبالي، ٢٠٢١)، حيث أشار إلى عدم صلاحية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM بالبورصة المصرية، وقد أرجع "الجبالي" ذلك الأمر إلى وجود أثر معنوي لمربع معاملات بيتا، والمخاطر الخاصة على العوائد الزائدة للأسهم؛ ويمكن للباحثين تفسير هذا الأمر في ضوء الانتقادات التي تعرض لها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وهو الأمر الذي أشارت إليه العديد من الدراسات (Lewellen and Nagel, 2006)، عوضًا عن انخفاض مستويات السيولة للعديد من الأسهم المتداولة بالبورصة المصرية، خاصةً بعد خروج الأموال الساخنة منها؛ بالإضافة إلى

الاتفاق مع "لاشين" في ضرورة الحاجة إلى اختبار أداء الأسهم المصرية في ضوء المقايضة بين المخاطرة والعائد والتي لم تحظى بالاهتمام الكافي في البورصة المصرية، ومنها نظرية المراجعة السعرية APT.

٢/١/١٣: هناك قبول للفرض البديل القائل بأنه يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على عوائد الأسهم التي تصدرها منشأتهم في بيئة الأعمال المصرية، حيث قد كان هناك معنوية لمعالم نموذج ككل عند مستوى (١%)، حيث فسرت القدرة الإدارية (٢٢.٨%) من التغير في عوائد الأسهم، وهو الأمر الذي يتوافق مع نظرية الصفوف الإدارية العليا على النطاق الفكري. أما على مستوى الدراسات الاختبارية فتلك النتيجة تتوافق مع نتائج كل من (Choi et al., 2015; Gul et al., 2018)، أما على مستوى بيئة الأعمال المصرية فتتوافق نتيجة هذا الفرض مع دراسة (النجار، ٢٠٢١)، والتي تناولت العوائد الجارية فقط.

٣/١/١٣ هناك قبول للفرض البديل القائل بأنه يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على المخاطر الكلية للأسهم التي تصدرها منشأتهم في بيئة الأعمال المصرية، حيث كان النموذج الإحصائي معنوي عند مستوى (١%)، حيث فسرت القدرة الإدارية (٥,٣%) من التغير في المخاطر الكلية للأسهم المتداولة، وهو الأمر الذي يتوافق مع نظرية الوكالة على النطاق الفكري، في ظل فرضية التريح الإداري، مما يُشر لمساهمة تلك القدرة في مخاطر الأسهم طبقاً لتوظيف تلك القدرة في تعظيم منفعتهم الشخصية على حساب حملة الأسهم. أما على مستوى الدراسات الاختبارية فتلك النتيجة تتوافق مع نتائج كل من (Mishra, 2014; Habib and Hasan, 2017)، بينما تختلف تلك النتيجة مع ما خلصت إليه دراسة (مليجي، ٢٠١٩) في وجود علاقة سلبية بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم بسوق التداول.

٤/١/١٣ هناك قبول للفرض البديل القائل بأنه يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على معدل النمو المستدام لمنشآت الأعمال في بيئة الأعمال المصرية عند مستوى (١%)، حيث فسرت القدرة الإدارية (٧٧,٦٩%) من التغير في معدل النمو المستدام لمنشآت الأعمال، وهو الأمر الذي يتوافق مع نظرية الصفوف الإدارية العليا على النطاق الفكري. أما على مستوى الدراسات الاختبارية فتلك النتيجة تتوافق مع نتائج (السيد، ٢٠٢٠)، والتي خلصت إلى أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على استدامة الأرباح في بيئة الأعمال المصرية.

٥/١/١٣ هناك قبول للفرض البديل القائل بأنه يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على الأداء البيئي والاجتماعي المستدام لمنشآت الأعمال في بيئة الأعمال المصرية عند مستوى (١%)، حيث فسرت القدرة الإدارية (٣,٤٤%) من التغيير في معدل تقييم الأداء البيئي والاجتماعي لمنشآت الأعمال، وهو الأمر الذي يتوافق مع نظرية الصفوف الإدارية العليا على النطاق الفكري.

٦/١/١٣ هناك قبول للفرض البديل القائل بأنه يوجد تأثير معنوي للأداء المستدام لمنشآت الأعمال على عوائد أسهمها المتداولة في بيئة الأعمال المصرية عند مستوى (١%) بدلالة معامل (F)، ومن جانب آخر فقد كانت معالم الأداء المستدام معنوية عند مستوى (١%) بدلالة معامل (T)، والمقدرة ب (٩,٢٥١) للأداء الاقتصادي، و (-٨,٤٢٥) للأداء البيئي والاجتماعي، حيث فسر الأداء المستدام (٤٢,٨٥٧٢%) من التغيير في معدل عوائد الأسهم المتداولة، وهو الأمر الذي يتوافق بطريقة غير مباشرة مع نتائج الاختبارية لكل من (Franco et. al., 2020; Su et. al., 2020;) (Sciarelli et. al., 2020; Ali et. al., 2020) التي أشارت إلى العلاقة الطردية بين الاتجاه نحو الاستدامة والأداء المالي لمنشآت الأعمال، حيث ينظر إلى الأداء المالي للمنشآت المصدرة باعتباره متغير حاكم لعوائد الأسهم.

٧/١/١٣ هناك قبول للفرض البديل القائل بأنه يوجد تأثير معنوي للأداء المستدام لمنشآت الأعمال على مخاطر أسهمها المتداولة في بيئة الأعمال المصرية عند مستوى (١%) بدلالة معامل (F)، ومن جانب آخر قد كانت معنوية معالم الأداء المستدام عند مستوى معنوية (١%) بدلالة معامل (T) والمقدرة ب (٢,٢٥٣) للأداء الاقتصادي، و (-١١,٢١) للأداء البيئي والاجتماعي، حيث فسر الأداء المستدام (٣٥,٧٨٧٤%) من التغيير في معدل مخاطر الأسهم في سوق التداول.

٨/١/١٣ هناك قبول جزئي للفرض البديل القائل بأنه يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على عوائد أسهم المنشآت المتداولة في بيئة الأعمال المصرية في ضوء الدور المعدل للأداء المستدام، عند مستوى (١%) ككل بدلالة معامل (F)، ومن جانب آخر قد كانت معلم القدرة الإدارية غير معنوية عند مستوى (١%) بدلالة معامل (T) والمقدرة ب (٠,٧٩٩٨)، أما معالم الأداء المستدام، فقد كانت معنوية عند مستوى (١%)، حيث كانت معنوية (١%) بدلالة معامل (T) والمقدرة ب (٣,٧٤١) للأداء الاقتصادي، و (-٨,٤٣٤) للأداء البيئي والاجتماعي.

٩/١/١٣ هناك قبول جزئي للفرض البديل القائل بأنه يوجد تأثير معنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر أسهم المنشآت المتداولة في بيئة الأعمال المصرية في ضوء الدور المعدل للأداء

المستدام، حيث كان النموذج الإحصائي محل الاختبار معنوي ككل عند مستوى (١%) بدلالة معامل (F)، ومن جانب آخر فقد كان معلم القدرة الإدارية غير معنوي عند مستوى (٥%) بدلالة معامل (T) وكذلك الأمر مع الأداء المالي، مقاسًا بمعدل النمو المستدام بدلالة معامل (T)، والمقدرة (٠,٠٦٤٨٤)، مقابل الأداء البيئي والاجتماعي، حيث كان معامل (T) والمقدرة بـ (١١,٢٤-) معنوي عند مستوى (١%).

١٠/١/١٣ تشير النتائج الإحصائية لعينة مفردات البحث إلى انطباق كلاً من نظرية الوكالة من جانب، ونظرية الصفوف الإدارية العليا ونظرية استغلال الموارد من جانب آخر على أداء الأسهم في بيئة الأعمال المصرية، حيث تبين ذلك أثر القدرة الإدارية على مخاطر تداولات الأسهم، مما يعني قبول فرض التبرج الضريبي، وذلك بدلالة العلاقة الطردية بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين من جانب، ومخاطر الأسهم من جانب آخر (يمكن الرجوع إلى مخرجات التحليل الإحصائي للفرض الفرعي الثاني - جدول رقم ٣)، مقابل ذلك تبين أثر القدرة الإدارية على عوائد الأسهم، مما يعني قبول فرض الاستغلال الأمثل لموارد المنشأة، وذلك بدلالة العلاقة الطردية بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين من جانب وعوائد الأسهم من جانب آخر (يمكن الرجوع إلى مخرجات التحليل الإحصائي للفرض الفرعي الأول - جدول رقم ٢) وهو الأمر الذي يتماثل مع نتائج دراسة (فودة، والإسدوي، ٢٠٢٠)، والتي خلصت إلى انطباق فرضي التبرج الضريبي، والاستغلال الأمثل لموارد المنشأة في بيئة الأعمال المصرية.

١١/١/١٣ وجد البحث أن الدور المعدل للأداء المستدام لمنشآت الأعمال كان له تأثيرًا معنويًا على المتغير الناتج (أداء أسهم هذه المنشآت)، أما المتغير المنبئ (القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين) فلم يكن له تأثير معنوي على المتغير الناتج (أداء أسهم هذه المنشآت). يمكن للباحثين تفسير عدم معنوية القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين في ظل النموذج الشامل، والذي يضم الأداء المستدام في ضوء معامل الارتباط بين المتغير المنبئ (القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين) والمتغير المعدل (الأداء المستدام لمنشآت الأعمال)، حيث قد سجل ذلك الارتباط معدل قدره (٠,٨٨٤)، وقد كان ذلك المعامل معنوي عند مستوى (١%). ويضيف الباحثان أثر خصائص المنشأة على تقييم الكفاءة الكلية، حيث أشارت العديد من النماذج المالية، ومنها نموذج فاما وفرنش خماسي العوامل إلى ذلك، حيث كان هناك تأثيرات معنوية لكل من حجم منشأة الأعمال، ومعدل نموها، ونمط ربحيتها، ونموذج استثمارها على عوائد أوراقها المالية المصدرة (Fama & French, 2015)

١٢/١/١٣ يلعب الأداء المستدام Sustainability Performance لمنشآت الأعمال دور المتغير المعدل بين كل من القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين بمنشآت الأعمال من جانب، وأداء أسهم تلك المنشآت من جانبٍ آخر، حيث صنف المتغير الأول (القدرة الإدارية) باعتباره متغير منبئٍ مقابل تصنيف المتغير الثاني (أداء الأسهم) متغير ناتج، وذلك في ضوء تأثير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على الأداء المستدام لمنشأتهم، وهو الأمر الذي يتزامن مع تأثير الأداء المستدام لتلك المنشآت على أداء أسهمها المصدرة في سوق التداول، وعلى الرغم من عدم معنوية القدرة الإدارية إحصائيًا، إلا أن الباحثين لا يمكنهما إنكار أثر تلك القدرة على أداء منشآت الأعمال، حيث أن هذا الأداء هو ثمرة قراراتهم الإدارية.

٢/١٣ التوصيات:

في ضوء ما خلص إليه البحث من نتائج، تم تصنيف وصياغة التوصيات على النحو التالي:

١/٢/١٣ توصيات خاصة بأطراف ذو العلاقة:

في ضوء الممارسات السائدة بسوق الأوراق المالية المصري، سواءً من جانب الجهات التنظيمية لذلك السوق والتي تتمثل في البورصة المصرية، أو من جانب الجهات الرقابية والتي تتمثل في هيئة الرقابة المالية، أو من جانب المؤسسات المالية كبنوك وصناديق الاستثمار، أو من جانب منشآت الأعمال المصدرة للأوراق المالية، فتم تقديم التوصيات التالية:

١/١/٢/١٣ يوصى البحث كلٍ من البورصة المصرية - باعتبارها الجهة التنظيمية لسوق الأوراق المالية المصري - عوضًا عن هيئة الرقابة المالية - باعتبارها الجهة الرقابية على ذات السوق - بتطوير قواعد القيد وشطب الأوراق المالية، وفقًا لقرار مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية رقم (١١) لسنة ٢٠١٤ وتعديلاته، للتحول من الإفصاح الاختياري عن ممارسات الاستدامة للإفصاح الإلزامي، لما في ذلك من انعكاسات إيجابية على مستوى تماثل المعلومات بالسوق المصري للأوراق المالية، خاصة فيما يتعلق بالمعلومات غير المالية.

٢/١/٢/١٣ يوصى البحث بمديري منشآت الأعمال - ليس في مصر فقط بل في الجانب الأعظم من الأسواق الناشئة والمبتدئة Emerging and Frontier Markets - أن يغيروا نظرتهم نحو الممارسات الاجتماعية والبيئية التي تتبناها منشأتهم، لاعتبارها أحد مولدات الثروة للملاك، وعدم اعتبارها أحد مجالات الإنفاق غير المولد للقيمة، فعلى الرغم من كون تلك الممارسات تمثل نفقات جارية في الجانب الأعظم منها، إلا أن لها مردود إيجابي على كل من ممارسات

إدارة المخاطر، عوضًا عن تحسين الصورة الذهنية عن المنشأة لدى كل من عملائها والمتداولين على أسهمها.

٣/١/٢/١٣ يوصى البحث منشآت الأعمال بإصدار تقارير الاستدامة Sustainability Reporting، من خلال منحها مزيدًا من الاهتمام سواءً عبر ما تحتويه من معلومات مالية وغير مالية، عوضًا عن انتظام دورية إصدارها، وبما يتلاءم مع الممارسات الدولية ذات العلاقة، حيث تعمل تلك التقارير على الحد من عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين في سوق التداول خاصة فيما يتعلق بالمعلومات غير المالية.

٢/٢/١٣ توصيات خاصة بالدراسات المستقبلية:

في ضوء الفجوات المعرفية الخاصة بتحليل علاقة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين من جانب وأداء الأسهم من جانب آخر تم تقدم العناوين التالية كأبحاث مستقبلية:

١/٢/٢/١٣ مدى تماثل المعلومات كمتغير وسيط بين القدرة الإدارية وأداء الأسهم.

٢/٢/٢/١٣ الأثر القطاعي^١ على العلاقة بين القدرة الإدارية وأداء الأسهم.

٣/٢/٢/١٣ معدلات سيولة الأسهم كمتغير وسيط بين القدرة الإدارية وأداء الأسهم.

٤/٢/٢/١٣ أثر مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية على العلاقة بين القدرة الإدارية وأداء الأسهم.

٣/٢/١٣ خطة تنفيذية لرفع مستوى الوعي بمفهوم الأداء المستدام:

في ضوء ما خلص إليه الباحثان من نتائج إحصائية عوضًا عن ملاحظات بيئة الأعمال المصرية بصفة عامة وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة، يقدم إلى الجهات التنظيمية والرقابية خطة تنفيذية لرفع مستوى الوعي بمفهوم الأداء المستدام على النحو المبين في جدول رقم (١٠):

^١ يقصد بمصطلح (الأثر القطاعي): "تأثير نوع القطاع الذي تنتمي إليه منشأة الأعمال على العلاقة بين القدرة الإدارية وأداء الأسهم.

جدول رقم (١٠)

خطة تنفيذية لرفع مستوى الوعي بمفهوم الأداء المستدام في بيئة الأعمال المصرية

م	المرحلة	الجهة المسؤولة على التنفيذ	النطاق الزمني	مؤشرات النجاح
١	عقد اجتماع مشترك بين أطراف السوق، وعلى الأخص الجهات التنظيمية والرقابية، بالإضافة إلى الجمعيات المهنية وتنظيمات الأعمال لتنظيم الجهود والمبادرات ذات العلاقة.	الهيئة العامة للرقابة المالية بالمشاركة مع كل من البورصة المصرية، وزارة التخطيط، وزارة البيئة، الجمعية المصرية للأوراق المالية، اتحاد المستثمرين.	شهر	١. الإعلان والتوقيع على بروتوكول تعاون لرفع مستوى الوعي بمفهوم الأداء المستدام في بيئة الأعمال المصرية. ٢. إعلان التشكيل الأولي لأمانة اللجنة الوطنية لأداء المستدام.
٢	دعوة الأطراف ذات العلاقة لمشاركة في اللجنة الوطنية وأنشطتها المختلفة.	اللجنة الوطنية للأداء المستدام بالمشاركة مع هيئة الرقابة المالية والبورصة المصرية.	ثلاثة شهور	١. إعلان التشكيل الموسع لأمانة اللجنة الوطنية لأداء المستدام عبر ضم المنظمات غير الهادفة للربح بالإضافة إلى المنظمات الدولية ذات العلاقة. ٢. اعتماد الهيكل التنظيمي وموارد المالية لعمل اللجنة الوطنية لأداء المستدام.
٣	تحليل التجارب الدولية في الأسواق المالية الدولية والنامية التي تناولت الأداء المستدام	اللجنة الوطنية للأداء المستدام بالمشاركة مع الجهات البحثية والجمعيات المهنية.	شهر	إصدار دليل بالممارسات الرائدة الداعمة للأداء المستدام.
٤	إقامة جلسات استماع عن آليات دعم الأداء المستدام في بيئة الأعمال المصرية (تحليل الحالة المصرية)	اللجنة الوطنية للأداء المستدام بالمشاركة مع الجمعيات المهنية واتحاد المستثمرين.	شهر	إصدار وثيقة توصيات الخبراء نحو الممارسات وآليات الموصي بها في بيئة الأعمال المصرية.
٥	إعلان الاستراتيجية الوطنية للاستدامة منشآت الأعمال	اللجنة الوطنية لأداء المستدام بالمشاركة مع وزارة التخطيط.	شهر	إعلان تبني الاستراتيجية الوطنية للاستدامة منشآت الأعمال من قبل الحكومة المصرية.
٦	إعلان الخطة القومية لدعم الأداء المستدام بمنشآت الأعمال المصرية	اللجنة الوطنية لأداء المستدام مع الجهات الشريكة.	شهر	إصدار جدول زمني
٧	المراجعة الدورية للخطة القومية لدعم الأداء المستدام بمنشآت الأعمال المصرية (على أساس سنوي)	اللجنة الوطنية لأداء المستدام مع الجهات الشريكة	شهر	اتخاذ القرارات التصحيحية وإعلان الخطة القومية المعدلة.

قائمة المراجع

- أبو زيد، رضا محمود؛ الرميدي، بسام سمير عبدالحמיד (٢٠١٩)، "الدور الوسيط للدعم التنظيمي في العلاقة بين البصمة الوراثية التنظيمية والمرونة الاستراتيجية والأداء المستدام: دراسة تطبيقية على شركة مصر للطيران"، مجلة كلية السياحة والفنادق، مج ٣، ع ٢٤، ١٨ - ٤١.
- إسماعيل، عمار فتحي موسى؛ سعد، بهاء الدين مسعد (٢٠٢٢)، "إدمان العمل والارتباط الوظيفي كمتغيرين وسيطين في العلاقة بين الريادة الاستراتيجية والأداء المستدام للجامعات المصرية: دراسة تطبيقية"، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية، مج ١٤، ع ١، ١ - ٧١.
- الجبالي، عصام (٢٠٢١)، "اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM في بورصة الأسهم المصرية"، مجلة البحوث المالية والتجارية، مج ٢٢، ع ٣، ٩٢٢-٩٥٩.
- جلال، خالد أحمد (٢٠١٩)، "تحليل المسار في العلوم النفسية والتربوية والاجتماعية"، مجلة دراسات نفسية، مج ٢٩، ع ٢، ١٧٧-١٨٧.
- حسين، علاء على أحمد (٢٠٢٠) "قياس تأثير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على نغمة الإفصاح المحاسبي وسياسة التوزيعات النقدية: دليل تطبيقي من البورصة المصرية"، الفكر المحاسبي، مج ٢٤، ع ٢٤، ٩٩٥-١٠٦٣.
- حسين، محمد إبراهيم محمد (٢٠١٨) "تأثير القدرة الإدارية للمديرين على العلاقة ما بين إدارة الأرباح الحقيقية والأداء المستقبلي لمنشآت الأعمال: دراسة تطبيقية"، مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية، مج ٧، ع ٣، ٢٥١ - ٢٨٧.
- حمادة، حسام أحمد علي أحمد (٢٠٢٠)، "دور إدارة الموارد البشرية الإلكترونية في تحسين الأداء المستدام للمنظمة بالتطبيق على شركة ميناء القاهرة الجوي"، مجلة البحوث المالية والتجارية، ع ٤٤، ٧٣٤ - ٧٥٩.
- السجاري، سحر عبدالرزاق عبدالله؛ إسماعيل، عمار فتحي موسى (٢٠٢٢)، "دور الشراكة الاستراتيجية في دعم الأداء المستدام: دراسة تطبيقية"، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية، مج ١٣، ملحق، ٩٨١ - ١٠٠٤.

سليمان، حامد نبيل حامد؛ الجوهري، إبراهيم السيد محمد إبراهيم (٢٠٢٢)، "القدرة الإدارية وانعكاساتها على العلاقة بين التخطيط الضريبي والأداء المالي المستقبلي للمنشأة: دراسة تطبيقية، المجلة العلمية للبحوث التجارية، مج ٤٤، ع ١، ٢٩١-٣٥٠.

السيد، محمد صابر حمودة (٢٠٢٠) "تأثير الملكية الإدارية على العلاقة بين القدرة الإدارية واستدامة الأرباح المحاسبية للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري"، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، مج ٢، ع ٣، ١٣٣-٣٠.

الشريف، محمود مصطفى منصور (٢٠٢٢) "قياس مدى تأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة في بيئة الأعمال المصرية: دراسة عملية"، المجلة العلمية للبحوث التجارية، مج ٢٤، ع ٢، ٩٩٥-١٠٦٣.

صالح، أبو الحمد مصطفى (٢٠١٦)، "الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات والملكية الأجنبية للأسهم من منظور التنمية المستدامة"، مجلة البحوث التجارية المعاصرة، مج ٣٠، ع ٢، ٣ - ٤٣.

عبد الونيس، إيمان محمد (٢٠٢٠)، "قياس أثر تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS على العلاقة بين القدرة الإدارية وتعقد التقارير المالية في الشركات المتداولة بالبورصة المصرية"، مجلة الفكر المحاسبي، مج ٢٤، ع ١، ٤٤ - ٢٥.

عبدالله، سلمان حسين؛ وادي، سكرة (٢٠١٨)، "مؤشرات محاسبة الاستدامة وعلاقتها بخلق قيمة للشركة: دراسة تحليلية في بعض الوحدات الاقتصادية العربية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، مج ٢٤، ع ١٠٩، ٥٨٣-٦١١.

فودة، السيد أحمد محمود (٢٠٢٠)، "أثر كفاءة التكلفة على العلاقة بين القدرة الإدارية والأداء المالي المستقبلي في القطاعين الخاص والأعمال العام: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، مج ٢، ع ٤٤، ٢٣٢-٣٢٧.

فودة، السيد أحمد محمود، الإسداوي، مصطفى السيد مصطفى علي (٢٠٢٠) "أثر القدرة الإدارية على سلوك المحللين الماليين والقيمة السوقية للشركات المساهمة المصرية: دراسة اختبارية"، المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، مج ٢، ع ٣، ٥٣٣-٦٢٠.

لاشين، عبدالعاطي (٢٠٠١)، "تقييم التسعير السوقي و نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق الأسهم المصرية" مجلة البحوث التجارية، مج ٢٣، ع ١، ٢١٧ - ٢٦١.

محمد، حميدة محمد عبد المجيد (٢٠٢٠)، "قياس أثر القدرة الإدارية على الاستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات السعودية"، مجلة الإدارة العامة، مج ٦١، ع ١٤، ٨٧ - ١٥٨.

محمد، عمرو محمد خميس (٢٠٢١)، "دراسة واختبار أثر مشاركة الإناث بمجالس إدارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية على العلاقة بين القدرة الإدارية والثقة المفرطة للمدير التنفيذي وممارسات التجنب الضريبي"، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، ع ١، ١ - ٧١.

مليجي، مجدي مليجي (٢٠١٥)، "أثر الإفصاح المحاسبي عن ممارسات التنمية المستدامة على جودة الأرباح المحاسبية للشركات المسجلة في البورصة السعودية"، مجلة الفكر المحاسبي، مج ١٩، ع ٤٤، ١ - ٦٠.

مليجي، مجدي مليجي (٢٠١٩)، "قياس أثر القدرة الإدارية علي جودة التقرير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، مج ٣، ع ٣٤، ٢٩٣ - ٣٧٩.

مندور، محمد محمد محمد إبراهيم (٢٠١٧)، "دور الضغوط المؤسسية في تبني الشركات لنظم الرقابة الإدارية للاستدامة من منظور محاسبي وانعكاسات ذلك على الأداء المستدام: دراسة ميدانية على الشركات المصرية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، مج ٥٤، ع ١، ١ - ٥٤.

النجار، سامح محمد أمين (٢٠٢١)، "قياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية وسيولة السهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، مج ٢، ع ١، ج ٢، ٧٤٥ - ٨٣٠.

نوار، رولا سامي (٢٠١٧)، "التأثير الوسيط للابتكار المستدام في العلاقة بين نظم المحاسبة الإدارية والأداء المستدام لمنشآت الأعمال: دراسة ميدانية"، الفكر المحاسبي، مج ٢١، ع ٣٤، ٦٩٨ - ٧٣٠.

وجدي، أسامة (٢٠١٥) تحليل اتجاهات المحللين لمنهجية تقدير القيمة العادلة لتفسير تحركات القيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية على البورصة المصرية، المجلة العلمية للبحوث التجارية، ع ٣ و ٤، ١٠٩-١٤٤.

وجدي، أسامة؛ عبدالباسط، أحمد (٢٠٢٢)، "دور الأبعاد الاجتماعية والبيئية للاستدامة في تعظيم ثروة الملاك: دراسة تطبيقية على البورصة المصرية"، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، مج ٣، ع ١، ج ٣، ١٠٨٣-١١٤٤.

ثانيًا: مراجع باللغة الأجنبية:

- Ali, R., Sial, M. S., Brugni, T. V., Hwang, J., Khuong, N. V., & Khanh, T. H. T. (2020), Does CSR Moderate the Relationship between Corporate Governance and Chinese Firm's Financial Performance? Evidence from the Shanghai Stock Exchange (SSE) Firms , **Sustainability**, 12(1), 149.
- Anom, A. N. M. (2018). The effect of managerial ability on firm performance with earning management as intervening variable. **Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences**, 80(8), 149-155.
- Baik, B. O. K., Farber, D. B., & Lee, S. A. M. (2011). CEO ability and management earnings forecasts. **Contemporary accounting research**, 28(5), 1645-1668.
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. **The Quarterly Journal of Economics**, 118(4), 1169-1208.
- Bhutta, A., (2021), "Managerial Ability & Firm Performance: Evidence from an Emerging Market", **Cogent Business & Management**, Vol. 8, No.1, available at: www.tandfonline.com.
- Chang, Y. Y., Dasgupta, S., & Hilary, G. (2010). CEO ability, pay, and firm performance. **Management Science**, 56(10), 1633-1652.
- Choi, W., Han, S., Jung, S. H., & Kang, T. (2015). CEO's operating ability and the association between accruals and future cash flows. **Journal of Business Finance & Accounting**, 42(5-6), 619-634.
- Cui, H., & Leung, S. C. M. (2020). The long-run performance of acquiring firms in mergers and acquisitions: Does managerial ability matter?. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, 16(1), 100185.
- De Franco, G., Hope, O. K., & Lu, H. (2017). Managerial ability and bank-loan pricing. **Journal of Business Finance & Accounting**, 44(9-10), 1315-1337.
- Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., & McVay, S. E. (2013). Managerial ability and earnings quality. **The Accounting Review**, 88(2), 463-498.
- Demerjian, P., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. **Management science**, 58(7), 1229 – 1248.
- Dimson, E., & Mussavian, M. (1998). A brief history of market efficiency. **European financial management**, 4(1), 91-103.
- Diri, M. (2020), "Earnings Management, Managerial Ability and The Role of Competition, available at: www.researchgate.net.

- Dziwornu, R. K. (2017). Does managerial ability really drive cost efficiency? Evidence from broiler businesses. **Managerial and Decision Economics**, 38(6), 731-741.
- Eissa, A., & Hashad, T. (2021), “ The Effect of Managerial Ability on Financial Reporting Timeliness: Egypt Evidence”, **Journal of Accounting, Finance & Auditing Studies**, Vol.7, No.3, 86-95.
- Fernando, G. D., Jain, S. S., & Tripathy, A. (2020). This cloud has a silver lining: Gender diversity, managerial ability, and firm performance. **Journal of business research**, 117, 484-496.
- Fiksel, J., McDaniel, J. and Mendenhall, C. (1999), Measuring Progress Towards sustainability: Principles, Process, and practices, **Greening of Industry Network Conference; Best Practice Proceeding**, Battle Memorial Institute, Ohio.
- Francis, J., Huang, S., & Zang, A. (2008), “CEO Reputation and Earnings Quality”, **Contemporary Accounting Research**, Vol.25, No.1, 109-147.
- Franco, S., Caroli, M. G., Cappa, F., & Del Chiappa, G. (2020). Are you good enough? CSR, quality management and corporate financial performance in the hospitality industry. **International Journal of Hospitality Management**, 88, 102395.
- Garrett, J., Hoitash, R., & Prawitt, D. F. (2014). Trust and financial reporting quality. **Journal of Accounting Research**, 52(5), 1087-1125.
- Gul, F. A., Khedmati, M., Lim, E. K., & Navissi, F. (2018). Managerial ability, financial distress, and audit fees. **Accounting Horizons**, 32(1), 29-51.
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk. **Research in International Business and finance**, 42, 262-274.
- Hessian, M. I. (2018). The impact of managerial ability on the relation between real earnings management and future firm's performance: applied study. **International Journal of Business Ethics and Governance**, 1(3), 43-80.
- Krishnan, G. V., & Wang, C. (2015). The relation between managerial ability and audit fees and going concern opinions. **Auditing: A Journal of Practice & Theory**, 34(3), 139-160.
- Lai, T. Y., & Stohs, M. H. (2015). Yes, CAPM is dead. **International Journal of Business**, 20(2), 144.
- Lev, B., & Sougiannis, T. (1996). The capitalization, amortization, and value-relevance of R&D. **Journal of accounting and economics**, 21(1), 107-138.

- Lewellen, J., & Nagel, S. (2006). The conditional CAPM does not explain asset-pricing anomalies. **Journal of Financial Economics**, 82(2), 289-314.
- Ma, Z., Novoselov, K. E., Zhou, K., & Zhou, Y. (2019). Managerial academic experience, external monitoring and financial reporting quality. **Journal of Business Finance & Accounting**, 46(7-8), 843-878.
- Machmuddah, Z., Sari, D. W., & Utomo, S. D. (2020). Corporate social responsibility, profitability and firm value: Evidence from Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 7(9), 631-638.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. **The Journal of Finance**, 60(6), 2661-2700.
- Mishra, D. R. (2014). The dark side of CEO ability: CEO General managerial skills and cost of equity capital. **Journal of Corporate Finance**, 29, 390-409.
- Moosa, I. (2011). The Failure of Neoclassical Financial Economics: The Capital Asset Pricing Model and its Pillars as an Illustration. **Journal of Financial Transformation**, 33, 69-76.
- Nazari, R. Ghasemi, H., & Sohrabi, Z. (2016), “The Relationship between Communication Skills, Leadership Styles and Culture & The Effectiveness of Managers in Sports Organizations, Structural Equation Modeling”, **Journal of Sport Management & Motor Behavior**, Vol.21, No.1, 93-102.
- Romaisyah, L., & Naimah, Z. (2018). The influence of managerial ability on future performance. **Journal of Economics, Business, and Government Challenges**, 1(2), 67-73.
- Sahin, C. (2011). Managing professional service firms: role of managerial abilities. **Journal of Management Development**, 30 (4), 413-426.
- Salehi, M., Mahmoudabadi, M., & Adibian, M. S. (2018). The relationship between managerial entrenchment, earnings management and firm innovation. **International Journal of Productivity and Performance Management**. 67 (9): 2089 – 2107.
- Schaltegger, S., & Wagner, M. (2006). Integrative management of sustainability performance, measurement and reporting. **International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation**, 3(1), 1-19.
- Sciarelli, M., Tani, M., Landi, G., & Turriziani, L. (2020). CSR perception and financial performance: Evidences from Italian and UK asset management companies. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 27(2), 841-851.

- Silva, A. C. (2010). Managerial ability and capital flows. **Journal of Development Economics**, 93(1), 126-136.
- Smith, A., (1826), **An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**, The Making of The Modern World, London, available at: <https://www.econlib.org/library/Smith/smWN.html>
- Smutny, P., Prochazka, J., & Vaculik, M. (2016). The relationship between managerial skills and managerial effectiveness in a managerial simulation game. **Innovar**, 26(62), 11-22.
- Stekelenburg, A., Georgakopoulos, G., Sotiropoulou, V., Vasileiou, K., & Vlachos, I. (2015). The relation between sustainability performance and stock market returns: An empirical analysis of the Dow Jones Sustainability Index Europe. *International journal of Economics and Finance*, 7(7).
- Su, R., Liu, C., & Teng, W. (2020). The heterogeneous effects of CSR dimensions on financial performance—a new approach for CSR measurement. **Journal of Business Economics and Management**, 21(4), 987-1009.
- Syed, A.M. and Bajwa, I.A. (2018), "Earnings announcements, stock price reaction and market efficiency – the case of Saudi Arabia", **International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management**, 11 (3), 416-431.
- Virakul, B. (2015). Global challenges, sustainable development, and their implications for organizational performance. **European Business Review**. 27(4), 430-446.
- Worokinasih, S., & Zaini, M. L. Z. B. M. (2020). The Mediating Role of Corporate Social Responsibility (CSR) Disclosure on Good Corporate Governance (GCG) and Firm Value. A Technical Note. **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, 14(1), 88-96.
- Yilmaz, M. K., Aksoy, M., & Tatoglu, E. (2020). Does the stock market value inclusion in a sustainability index? **Evidence from Borsa Istanbul. Sustainability**, 12(2), 483.
- Zhang, Y., & Cui, M. (2020). The impact of Corporate Social Responsibility on the enterprise value of China's listed coal enterprises. **The Extractive Industries and Society**, 7(1), 138-145.

ملحق رقم ١
مفردات عينة الدراسة

تاريخ الفيد	رمز التداول	القطاع	المنشأة المصدرة للأسهم
٢٠١١/٠٨/١١	RREL.CA	عقارات	الاستثمار العقاري العربي-اليكو
١٩٩٥/٠٦/٠٧	ISMA.CA	أغذية ومشروبات وتبغ	الإسماعيلية مصر للدواجن
١٩٨٢/٠٩/١٥	ALUM.CA	موارد أساسية	الألومنيوم العربية
١٩٩٧/٠٦/١٩	GGCC.CA	مقاولات وإنشاءات هندسية	الجيزة العامة للمقاولات
١٩٥٨/١١/١٣	IRON.CA	موارد أساسية	الحديد والصلب المصرية
١٩٩٢/٠٤/٠٧	SUGR.CA	أغذية ومشروبات وتبغ	الدلتا للسكر
١٩٩٨/١٠/٢٨	ROTO.CA	سياحة وترفيه	الروادرواد السياحة
١٩٩٥/٠٩/١٧	ZEOT.CA	أغذية ومشروبات وتبغ	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها
١٩٩٨/٠٣/١٠	OCDI.CA	عقارات	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار-سويديك
٢٠٠٦/٠٥/١٨	SWDY.CA	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	السويدي اليكتروك
١٩٩٥/٠٢/٠١	SUCE.CA	مواد البناء	السويس للأسمنت
١٩٩٥/٠٩/١٢	ELSH.CA	عقارات	الشمس للإسكان والتعمير
١٩٩٥/٠٨/١٦	EGCH.CA	موارد أساسية	الصناعات الكيماوية المصرية-كيما
١٩٨٢/٠٢/١٩	ENGC.CA	مقاولات وإنشاءات هندسية	الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء والتعمير-ايكون
١٩٩٥/٠٩/١٧	IRAX.CA	موارد أساسية	العز الدخيلة للصلب
١٩٩٤/٠٩/١٢	GIHD.CA	عقارات	الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية
١٩٩٥/٠٣/٢٠	ELKA.CA	عقارات	القاهرة للإسكان والتعمير
١٩٩٥/١١/٠٥	POUL.CA	أغذية ومشروبات وتبغ	القاهرة للدواجن
١٩٩٩/٠٥/٠٥	COSG.CA	أغذية ومشروبات وتبغ	القاهرة للزيوت والصابون
١٩٩٥/٠٣/٢٠	ELEC.CA	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	الكابلات الكهربائية المصرية
١٩٩٦/٠٣/١٠	EFIC.CA	موارد أساسية	المالية والصناعة المصرية
١٩٩٤/١٢/١٤	UNIT.CA	عقارات	المتحدة للإسكان والتعمير
١٩٩٩/١٢/٢٩	ETEL.CA	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات	المصرية للاتصالات
١٩٩٩/٠٢/١٠	EGTS.CA	سياحة وترفيه	المصرية للمنتجات السياحية
٢٠١١/٠٧/١٤	EIUD.CA	مقاولات وإنشاءات هندسية	المصريين للاستثمار والتنمية العمرانية
٢٠٠٦/٠٤/٠١	NCMP.CA	أغذية ومشروبات وتبغ	الوطنية لمنتجات الثرة
١٩٩٥/٠٣/٠٤	EMFD.CA	عقارات	إعمار مصر للتنمية
٢٠١٤/٠٢/١٠	EFID.CA	أغذية ومشروبات وتبغ	إيدينا للصناعات الغذائية
١٩٩٤/٠٩/١٢	ABUK.CA	موارد أساسية	أبو قير للأسمدة والصناعات الكيماوية
٢٠٠٠/٠٧/٠٣	SCEM.CA	مواد البناء	أسمنت سيناء
١٩٩٨/٠٦/١٨	ORHD.CA	عقارات	أوراسكوم للتنمية مصر
١٩٩٩/٠١/٠١	GTHE.CA	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات	جنوب تيلكوم القابضة
١٩٩٨/١٠/٠٨	SVCE.CA	مواد البناء	جنوب الوادي للأسمنت
٢٠١٠/٠٥/١٨	JUFO.CA	أغذية ومشروبات وتبغ	جيهينة للصناعات الغذائية
١٩٩٩/٠٥/٢٥	ESRS.CA	موارد أساسية	حديد عز
١٩٩٤/٠٩/١٢	DCRC.CA	عقارات	دلتا للإنشاء والتعمير
١٩٩٨/١٠/٢١	RTVC.CA	سياحة وترفيه	رمكو لإنشاء القرى السياحية
١٩٩٧/٠٤/٠١	RUBX.CA	مواد البناء	روبكس العالمية لتصنيع البلاستيك والاكريليك
١٩٩٩/١٢/٠١	SMFR.CA	موارد أساسية	سماد مصر-إيجيفرت
٢٠٠٥/٠٣/٠٩	SKPC.CA	موارد أساسية	سيدي كريب للبتروكيماويات
٢٠٠٠/١٠/١٨	SDTI.CA	سياحة وترفيه	شارم دريمز للاستثمار السياحي
١٩٩٨/١٢/٠٢	TRTO.CA	سياحة وترفيه	عبر المحيطات السياحية
١٩٩٦/٠٨/٠١	KZPC.CA	موارد أساسية	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات
١٩٩٢/٠٤/٠٧	LCSW.CA	مواد البناء	ليسيكو مصر
٢٠٠٧/١١/٢٥	TMGH.CA	عقارات	مجموعة طلعت مصطفي القابضة
٢٠١٠/١١/٠٩	AMER.CA	عقارات	مجموعة عمر القابضة ش.م.م
١٩٩٩/٠٩/٠٦	MPRC.CA	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات	مدينة الإنتاج الإعلامي
١٩٩٥/٠٥/٠٧	MNHD.CA	عقارات	مدينة نصر للإسكان والتعمير
٢٠١٢/٠٩/٠٦	MMAT.CA	سياحة وترفيه	مرسى مرسى علم للتنمية السياحية
٢٠٠٦/٠٥/٢٤	ATQA.CA	موارد أساسية	مصر الوطنية للصلب-عناقة
١٩٩٩/٠٨/١١	MBSC.CA	مواد البناء	مصر بني سويف للأسمنت
٢٠٠٠/٠٥/٢٤	MCQE.CA	مواد البناء	مصر للأسمنت-قنا
١٩٩٥/٠٩/١٧	MILS.CA	أغذية ومشروبات وتبغ	مطاحن شمال القاهرة
١٩٩٦/٠٣/٢٧	CEFM.CA	أغذية ومشروبات وتبغ	مطاحن مصر الوسطى
١٩٩٥/٠٩/٢٧	MENA.CA	عقارات	مينا للاستثمار السياحي