



قياس أثر إدارة المخاطر المؤسسية (ERM) على كفاءة الاستثمار وانعكاسه على قيمة الشركات: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

إعداد

د. ولاء علي أحمد شعبان

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة، جامعة القاهرة

walaa.ali.shaaban@foc.cu.edu.eg

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد السادس - العدد الثاني – الجزء الثاني - يوليو 2025

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

شعبان، ولاء علي أحمد أحمد. (2025). قياس أثر إدارة المخاطر المؤسسية (ERM) على كفاءة الاستثمار وانعكاسه على قيمة الشركات: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، 6(2) ج2، 873-938.

رابط المجلة: <https://cfdj.journals.ekb.eg/>

قياس أثر إدارة المخاطر المؤسسية (ERM) على كفاءة الاستثمار وانعكاسه على قيمة

الشركات: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د. ولاء علي أحمد أحمد شعبان

مستخلص البحث

هدف البحث: اختبار وتحليل أثر تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية على كفاءة الاستثمار، واختبار أثر كفاءة الاستثمار على قيمة الشركات، وكذلك اختبار أثر تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية على قيمة الشركات، بالإضافة إلى اختبار أثر كفاءة الاستثمار كمتغير وسيط على العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وقيمة الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

منهجية البحث: اعتمد البحث على كلٍ من المنهج الوصفي والتحليلي من خلال الجمع بين التحليل النظري لأهم الدراسات المتعلقة بمتغيرات موضوع البحث، وكذلك إجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من (50) شركة مقيدة بالبورصة المصرية، بإجمالي عدد مشاهدات (300) مشاهدة خلال الفترة من عام (2018) وحتى عام (2023). وقد اعتمدت الباحثة على مدخل تحليل المحتوى لفحص البيانات التاريخية الفعلية بالقوائم المالية السنوية لاختبار فروض البحث، وذلك باستخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية التي تتمثل في معامل ارتباط بيرسون، ونموذج الانحدار المتعدد، ونموذج تحليل المسارات Path Analysis.

نتائج البحث: أوضحت نتائج الدراسة التطبيقية؛ أولاً: يؤثر تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية إيجابياً ومعنوياً على كفاءة الاستثمار. ثانياً: تؤثر كفاءة الاستثمار إيجابياً ومعنوياً على قيمة الشركات. ثالثاً: يؤثر تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية إيجابياً ومعنوياً على قيمة الشركات. رابعاً: يوجد تأثير غير مباشر إيجابي ومعنوي لتطبيق إدارة المخاطر المؤسسية على قيمة الشركات عندما تتوسط كفاءة الاستثمار هذه العلاقة.

الأصالة والإضافة العلمية للبحث: تظهر الإضافة العلمية للبحث في محاولة المساهمة في البناء المعرفي لأحد الموضوعات التي لاقت اهتماماً بالغاً في بيئة الأعمال العالمية، والذي يتمثل في أثر تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية على تحسين كفاءة الاستثمار وتعظيم قيمة الشركات، بهدف تدعيم ثقة أصحاب المصالح في أدائها، بما يضمن البقاء المستدام لها. كما يعد هذا البحث استكمالاً للبحوث المرتبطة بأسواق المال وتحسين كفاءتها، وبالتالي يمكن لكافة الشركات بالأسواق المالية الناشئة الاستفادة من نتائجه في تدعيم مركزها التنافسي.

الكلمات المفتاحية: إدارة المخاطر المؤسسية، كفاءة الاستثمار، الإفراط في الاستثمار، نقص الاستثمار، قيمة الشركات.

1- مقدمة

أصبحت ظروف عدم التأكد التي يشهدها سوق رأس المال في تزايد مستمر بسبب زيادة حدة المنافسة بين الشركات محلياً وعالمياً، وزيادة سرعة التقدم التكنولوجي، وزيادة حجم الشركات وتنوع وتعقد الأنشطة التي تقوم بها، والتغيرات السريعة في متطلبات العملاء وغيرهم من أصحاب المصالح، بالإضافة إلى زيادة التغيرات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية وغيرها من العوامل، مما ترتب عليه مواجهة الشركات للعديد من المخاطر التي تُعتبر بمثابة تحديات تعوق مقدرتها على ترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية، بما يؤثر بشكل سلبي على كفاءة الاستثمار ومن ثم مقدرتها على تعظيم قيمتها وتعظيم ثروة الملاك، والتي تُعتبر من أهم الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها، مما يُهدد من بقائها واستمرارها في سوق رأس المال.

ولذلك تزايد الاهتمام بتحقيق كفاءة الاستثمار، حيث تُعد القرارات الاستثمارية من أهم القرارات التي يتم اتخاذها من قبل الإدارة، حيث أنها تلعب دوراً فعالاً في تحسين الأداء ليس فقط على مستوى الشركات، وإنما أيضاً على مستوى الاقتصاد الكلي، كما تُعتبر هذه القرارات وسيلة يمكن من خلالها تقييم مدى مقدرة الشركات على تحقيق أهدافها وتلبية احتياجات أصحاب المصالح وخاصةً المستثمرين والمقرضين، بما يؤدي إلى تعظيم قيمتها في الأجل الطويل (كشك وآخرون، 2023).

هذا، ولأهمية القرارات الاستثمارية ودورها في تعظيم قيمة الشركات، فإنه يجب على إدارة الشركات أن تقوم باستغلال الموارد المتاحة بما يحقق كفاءة الاستثمار، وتجنب ظروف عدم الكفاءة في الاستثمار (Herbert & Harto, 2022). كما تجدر الإشارة إلى أن المخاطر التي تواجه الشركات تُعد من أهم العوامل التي تؤثر على تحقيق كفاءة الاستثمار، حيث يؤدي عدم إدارة هذه المخاطر بكفاءة وفعالية إلى التأثير سلباً على كفاءة الاستثمار وقيمة الشركات، مما يتطلب أهمية تطبيق مدخل متكامل يساعد في إدارة جميع المخاطر التي تواجهها الشركات، بغرض تحقيق كفاءة الاستثمار بما يؤدي إلى تعظيم قيمتها.

وفي هذا الصدد، يُعد تطبيق مدخل إدارة المخاطر المؤسسية **Enterprise Risk Management (ERM)** أحد العوامل الحاسمة التي تؤثر على قرارات الاستثمار (Li & Wu, 2009; Yoewono & Prabowo, 2024). نظراً لأنه يعتبر مدخلاً أكثر شمولاً لإدارة المخاطر مقارنةً بالمدخل التقليدي لإدارة المخاطر، حيث أنه من يستخدم استراتيجيات متكاملة لإدارة المخاطر (Kwintana & Hanggraeni, 2023; Monazzam & Crawford, 2024)، بما يُسهم في تخفيض ظروف عدم التأكد، وتدعيم دقة قرارات الاستثمار وتحسين كفاءتها (Gordon et al., 2009)، من خلال الاستخدام الأمثل لرأس المال والاستثمار في مشاريع أكثر قيمة تؤثر بشكل إيجابي على أداء وقيمة الشركات، بما يدعم من الميزة التنافسية لها، ومن ثم تُعتبر قرارات الاستثمار متغير وسيط بين فعالية تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وقيمة الشركات (Faisal et al., 2021).

تأسيساً على ما سبق، يتناول هذا البحث أهمية تطبيق مدخل إدارة المخاطر المؤسسية ودوره في تحقيق كفاءة الاستثمار، بما يعكس صورة إيجابية عن مقدرة إدارة الشركات على إدارة المخاطر التي تواجهها، ومن ثم ترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية، بالإضافة إلى جذب انتباه المستثمرين وتحفيزهم على الاستثمار فيها، بما يؤدي إلى تعظيم قيمتها في سوق رأس المال.

2- مشكلة البحث

يُعد تعظيم قيمة الشركات وتعظيم القيمة لأصحاب المصالح خاصةً المساهمين من أهم الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها الشركات، من خلال التحسين المستمر لأدائها في ظل استمرار ظروف عدم التأكد المحيطة بها (Shatnawi& Eldaia, 2020)، حيث يحتاج المساهمين إلى التأكد من أن الأموال التي يتم استثمارها في الشركات تضمن لهم تحقيق عوائد مرتفعة (Agustina& Baroroh, 2016). وينعكس تحقيق القيمة للمساهمين والملاك في تحقيق الرفاهية لهم، من خلال زيادة أسعار الأسهم في سوق رأس المال (Iswajuni et al., 2018).

ويُعتبر اتخاذ القرارات الاستثمارية أحد أهم العوامل الرئيسية التي تلعب دورًا هامًا في تدعيم مقدرة الشركات على تعظيم قيمتها وتعظيم القيمة للمساهمين، بما يحقق لها البقاء والاستمرار في سوق رأس المال (Salehi et al., 2022). وبالتالي تُعد التقارير المالية للشركات أداة توفر الثقة للمستثمرين وغيرهم من أصحاب المصالح في أداء الشركات، بالإضافة إلى أنها تلعب دورًا إيجابيًا في تحقيق كفاءة الاستثمار، ومن ثم كفاءة سوق الأوراق المالية (عقيلي، ورزق، 2023)، حيث أن قيام الشركات باستغلال الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، وتحقيق مستوى الاستثمار الأمثل الذي تتحقق عنده كفاءة الاستثمار، والحد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح يؤدي إلى تحسين أدائها وتعظيم قيمتها (Chen et al., 2017) (مندور، حسين، 2024).

وعلى الرغم من أهمية ترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية ودورها في تعظيم قيمة الشركات وتعظيم ثروة المساهمين، إلا أن تحقيق كفاءة الاستثمار يتأثر بمدى تطور أسواق رأس المال التي تعمل فيها الشركات، حيث أنه في ظل أسواق رأس المال الناشئة قد تتزايد مشاكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات وقيود التمويل، والتي تعتبر جميعها بمثابة مخاطر تواجه الشركات وفي نفس الوقت تعتبر أسباب لعدم كفاءة الاستثمار، الأمر الذي يترتب عليه صعوبة الحصول على التمويل، ومن ثم التأثير سلبيًا على مقدرة الشركات على تحقيق كفاءة الاستثمار (Almeida& Campello, 2010; Gao, 2023).

فعلى سبيل المثال؛ يعتبر الفصل بين الملكية والإدارة ومن ثم تعارض المصالح بين الإدارة والمساهمين أحد مشاكل الوكالة التي يترتب عليها اتخاذ القرارات الاستثمارية التي تعزز من المصالح الشخصية للإدارة على حساب مصالح المساهمين، مما يؤدي إلى الإفراط في الاستثمار **Over-Investment** في مشاريع يتحقق العائد منها في الأجل القصير، أو الاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة حالية سالبة، وعدم الاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة، مما يؤدي إلى نقص الاستثمار **Under-Investment**، وبالتالي فإن تحقيق الإفراط في الاستثمار أو نقص الاستثمار يُعبران عن حالتين **عدم كفاءة الاستثمار**، مما يترتب عليه التأثير بشكل سلبي على أداء وقيمة الشركات، واستمرارها في الأجل الطويل (Ward et al., 2020; Gao et al., 2025) (الجرجاوي وآخرون، 2023).

هذا، وفي ظل الأونة الأخيرة تعددت أنواع المخاطر الداخلية والخارجية التي تواجه الشركات على اختلاف أحجامها وطبيعة نشاطها، وسوق توزيع منتجاتها وخاصةً في أسواق رأس المال الناشئة، مما يؤثر بشكل سلبي على كفاءة وفعالية اتخاذ قرارات الاستثمار وكذلك قيمة الشركات. وبالتالي تعتبر إدارة هذه المخاطر أمرًا حتميًا، حيث يجب على إدارة الشركات أن تدرك أنها لا تعمل بمعزل عن البيئة الداخلية والخارجية المحيطة بها. وبالتالي أصبح تحديد هذه المخاطر وإدارتها أمرًا بالغ الأهمية لتحقيق كفاءة الاستثمار وتحقيق التنمية المستدامة، وتعظيم قيمة الشركات، وتلبية احتياجات أصحاب المصالح (Akash et al., 2024).

كما يرى المساهمون أن إدارة المخاطر لها تأثيرًا إيجابيًا على قيمة الشركات ومن ثم زيادة الطلب على أسهمها، بالإضافة إلى أن تقييم أداء الشركات يُعد أحد الخطوات الحاسمة في اتخاذ القرارات من قِبَل المستثمرين، ومن ثم يلعب المساهمون دورًا فعالًا في إدارة مخاطر الشركات، من خلال تحفيزها على تطبيق إدارة المخاطر عند الاستثمار، تحقيقًا لمبدأ الاستثمار المسؤل اجتماعيًا (Janggu et al., 2017; Iswajuni et al., 2018; Nasr et al., 2019)، وهو الأمر الذي يتطلب من المساهمين تحقيق المزيد من الرقابة على أداء الإدارة من أجل تعظيم القيمة وتحقيق رغباتهم (Ali et al., 2019)، حيث تساعد إدارة المخاطر في التغلب على المخاطر أو التخفيف من آثارها إلى الحد الأدنى الذي يمكن قبوله دون التأثير على تحقيق أهداف الشركات، ومن ثم يمكن القول أن لا شيء يمكن أن يعوق تحقيق الشركات لأهدافها عندما يتم إدارة ما تواجهه من مخاطر بشكل كفاء وفعال (Angeline & Teng, 2018).

وتجدر الإشارة إلى أن تداعيات ظهور الأزمة المالية العالمية في عام (2008) أكدت على أن حدوث الكثير من الخسائر، وكذلك إفلاس العديد من الشركات وتجميد أسواق الإئتمان (Sithipolvanichgul, 2018; Ching et al., 2020)، يرجع إلى العديد من المخاطر التي نشأت نتيجة أوجه القصور ونقاط الضعف التي يتضمنها المدخل التقليدي لإدارة المخاطر في هذه الشركات (Annamalah et al., 2018)، مما أدى بدوره إلى زيادة الحاجة إلى التثريعات والمعايير التي تضمن تحقيق إدارة أفضل للمخاطر، من خلال تبني مدخل يحقق هذا الغرض بشكل أكثر كفاءة وفعالية (Pristianingrum et al., 2018; Farida et al., 2019; Maruhun et al., 2019).

بناءً على ما تقدم، يتضح أهمية بحث الشركات عن الآليات التي تساعد في إدارة جميع أنواع المخاطر بشكل متكامل وتطبيقها، بما يدعم من مقدرتها على تحقيق كفاءة الاستثمار، من خلال الحد من الإفراط في الاستثمار ونقص الاستثمار، من أجل تعظيم قيمتها وتعظيم ثروة المساهمين (Li et al., 2024). ويُعد تطوير مدخل إدارة المخاطر المؤسسية ERM بمثابة إستجابة للتعامل مع ظروف عدم التأكد والمخاطر التي تواجهها الشركات (Sithipolvanichgul, 2018)، ويُعتبر تطبيقه هذا أمرًا حتميًا لما له من دورٍ فعالٍ في التخطيط والرقابة واتخاذ القرارات، ومن ثم تحقيق أهداف الشركات (Damiati & Sriraam, 2017; Annamalah et al., 2018; Yang et al., 2018; Yoewono & Prabowo, 2024). كما أنه يُعتبر أفضل من المدخل التقليدي لإدارة المخاطر الذي يقوم على إدارة المخاطر بشكل منفصل من قِبَل كل قسم في الشركات، بما يقلل من فعالية وكفاءة إدارة هذه المخاطر بسبب عدم تحقيق التنسيق بينها (Nasr et al., 2019; Maruhun et al., 2019).

ويعرفُ مدخل ERM على أنه عبارة عن مدخل مُنظم ومتكامل لإدارة جميع المخاطر التي تواجه الشركات بشكل أكثر فعالية وكفاءة، بما يضمن لها تحقيق وتعظيم القيمة لأصحاب المصالح، واستدامة أدائها في الأجل الطويل (Lechner & Gatzert, 2018; Farida et al., 2019; Shatnawi & Eldaia, 2020; Yoewono & Prabowo, 2024).

كما تتضح أهمية تطبيق مدخل ERM في أنه يساعد الشركات في تخفيض جميع أنواع المخاطر التي تواجهها وترشيد اتخاذ قرارات الاستثمار، من خلال التخصيص الأمثل لرأس المال، بما يُسهم في تحسين كفاءة الاستثمار، وتعزيز أدائها وقيمتها (Sayyadi et al., 2018; Alfisyahrin & Hanggraeni, 2024). هذا، بالإضافة إلى أنه يوجه الشركات نحو أهمية الالتزام بالإفصاح عن المخاطر التي تواجهها وكيفية التغلب عليها، بما يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات، وتحسين دقة تنبؤات المحللين الماليين بالأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية، وتخفيض تكلفة رأس المال (الجراوي وآخرون، 2023)، وهو الأمر الذي يُمكن المساهمين والمستثمرين وغيرهم من ترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية، بما ينعكس إيجابيًا على تعظيم القيمة السوقية للشركات (شكري، 2024).

هذا، وقد أكدت دراسة (Berry-Stölzle et al., 2023) على أن تطبيق مدخل ERM يُسهم بشكل إيجابي وفعال في تحقيق كفاءة الاستثمار وتعظيم قيمة الشركات، من خلال تخفيض المخاطر التي تواجه الشركات، بما يؤدي إلى تخفيض تقلب التدفقات النقدية وتوفير التمويل الداخلي الذي يُمكن من الاستثمار في المشاريع ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، بالإضافة إلى تخفيض احتمال استخدام التمويل الخارجي وتكاليفه المرتفعة، مما يخفض من حالة نقص الاستثمار. ومن جانب آخر، يُمكن تطبيق مدخل ERM من سهولة حصول الشركات على المزيد من التمويل الخارجي بتكاليف أقل وشروط أفضل، بما يسمح لها بالاستثمار في المشاريع ذات صافي القيمة الحالية الموجبة. كما أشارت دراسة (Jiang et al., 2024) إلى أن لجان إدارة المخاطر الفعالة تعمل على تقييد الإفراط في الاستثمار في ظل وجود تدفقات نقدية فائضة، من خلال توجيه الشركات إلى تجنب الاستثمار في المشاريع غير المُربحة، والمشاريع التي تحقق صافي قيمة حالية سالبة، بما يُسهم في تحقيق كفاءة الاستثمار وتعزيز قيمتها.

وعلى الرغم من أهمية تطبيق مدخل ERM ودوره في تحقيق كفاءة الاستثمار وتعظيم قيمة الشركات، وتحقيق رضا أصحاب المصالح، إلا أن هناك نُدرة في تطبيقه من قبل الشركات (Annamalah et al., 2018; Maruhun et al., 2019; Shatnawi& Eldaia, 2020) نظراً لقلّة الدراسات التي تتناول أهميته وأثر تطبيقه على قيمة الشركات (Sithipolvanichgul, 2018; Nasr et al., 2019; Maruhun et al., 2019) وهو ما يؤكد على أهمية إجراء المزيد من البحوث حول أثر تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وقرارات الاستثمار على قيمة الشركات (Alfisyahrin& Hanggraeni, 2024).

تأسيساً على ما تقدم، تتلخص مشكلة البحث في أن تزايد المخاطر التي تواجهها الشركات بسبب ظروف عدم التأكد السائدة في سوق رأس المال وخاصةً في الأسواق الناشئة، أدى إلى التأثير سلباً على مقدرتها على تحقيق كفاءة الاستثمار وتعظيم قيمتها. وبالتالي تتوقع الباحثة أن هناك تأثير لتطبيق مدخل ERM على كفاءة الاستثمار في الشركات، وأن هناك تأثير لكفاءة الاستثمار على قيمة الشركات، بالإضافة إلى هناك تأثير لتطبيق مدخل ERM على قيمة الشركات، فضلاً عن أن هناك تأثير وسيط لكفاءة الاستثمار على العلاقة بين تطبيق مدخل ERM وقيمة الشركات. وهو الأمر الذي يدفع البحث الحالي إلى الإجابة عن التساؤل التاليين: هل يؤثر تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية على قيمة الشركات، وهل يوجد تأثير وسيط لكفاءة الاستثمار على العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وقيمة الشركات في بيئة الأعمال المصرية؟.

3- هدف البحث

يستهدف البحث إبراز دور تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية في تحسين كفاءة الاستثمار، وتعظيم قيمة الشركات من خلال تحقيق كفاءة الاستثمار، بالإضافة إلى اختبار أثر تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية على تعزيز قيمة الشركات، فضلاً عن التعرف على دور كفاءة الاستثمار كمتغير وسيط في العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وتعظيم قيمة الشركات، بالتطبيق على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

4- فروض البحث

تتمثل فروض البحث التي تم اشتقاقها بعد تناول الدراسات السابقة في:

الفرض الأول: يؤثر تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية على كفاءة الاستثمار في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

الفرض الثاني: تؤثر كفاءة الاستثمار على قيمة الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

الفرض الثالث: يؤثر تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية على قيمة الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

الفرض الرابع: يوجد تأثير وسيط لكفاءة الاستثمار على العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وقيمة الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

5- أهمية ودوافع البحث

تتمثل الأهمية الأكاديمية للبحث في أنه يمثل امتدادًا للدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين إدارة المخاطر المؤسسية وقيمة الشركات، والتي لم يتم تناولها في الدراسات العربية- في حدود علم الباحثة. كما تسعى الدراسة إلى تحليل أثر كفاءة الاستثمار كمتغير وسيط على العلاقة بين إدارة المخاطر المؤسسية وقيمة الشركات.

ويستمد البحث أهميته العملية من خلال تقديم دليل عملي على تأثير كفاءة الاستثمار على العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وقيمة الشركات، بالتطبيق على الشركات غير المالية المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية، والتي تُعد من الأسواق المالية الناشئة، بما يترك مردودًا إيجابيًا على كافة الجهات المعنية بمجال البحث.

ومن أهم دوافع البحث، أن تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية يلعب دورًا إيجابيًا في تعظيم قيمة الشركات، من خلال تخفيض مشاكل الوكالة والحد من عدم تماثل المعلومات، ومن تدعيم ثقة المستثمرين في أداء الشركات وجذب المزيد من الاستثمارات التي تحقق كفاءة الاستثمار، وهو الأمر الذي يؤدي بدوره إلى تعظيم قيمة الشركات في الأجل الطويل. كما يعتبر من دوافع البحث أيضًا سعيه إلى مساهمة الدراسات الأجنبية ذات الصلة بمتغيرات البحث، من خلال إجراء الدراسة على بيئة مختلفة- بيئة الأعمال المصرية- عن بيئة الدول المتقدمة، نظرًا لعدم وجود دراسات- في حدود علم الباحثة- تناولت متغيرات هذا البحث مُجمعة، بغرض الوقوف على طبيعة العلاقات بين المتغيرات محل الدراسة، وتضييق نطاق الفجوة البحثية بين الدراسات التي تمت في أسواق مال ذات كفاءة، وتلك التي لم تتم في أسواق مال ناشئة مثل بورصة الأوراق المالية المصرية.

6- حدود البحث

يقتصر هذا البحث على اختبار العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وقيمة الشركات غير المالية التي تعمل في أسواق المال الناشئة، وبالتالي يخرج عن نطاق البحث الشركات المالية المقيدة بالبورصة المصرية. كما تقتصر فترة الدراسة في البحث على السنوات من عام (2018) وحتى عام (2023). وأخيرًا فإن قابلية النتائج للتعميم مشروطة بحدود البحث وضوابط اختيار مجتمع وعينة وفترة البحث، وأدوات القياس والتحليل المستخدمة لقياس متغيرات البحث، واختبار العلاقات فيما بينها.

7- خطة البحث

في ضوء مشكلة البحث والهدف منه وفي إطار حدوده، سيتم استكمال ما تبقى منه على النحو التالي:

1-7 إدارة المخاطر المؤسسية (المفهوم، الإطار، الآثار، المُحدِيات).

2-7 كفاءة الاستثمار (المفهوم، أسباب عدم كفاءة الاستثمار، مُحدِيات كفاءة الاستثمار).

3-7 قيمة الشركات (المفهوم، مداخل القياس وأهميتها).

4-7 تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث.

5-7 منهجية البحث.

6-7 النتائج والتوصيات والبحوث المستقبلية.

1-7 إدارة المخاطر المؤسسية (المفهوم، الإطار، الآثار، المُحدِيات)

1-1-7 مفهوم إدارة المخاطر المؤسسية

إنه من الأهمية بمكان تناول مفهوم الخطر وأنواع المخاطر التي تواجه الشركات، وكذلك مفهوم إدارة المخاطر وأهدافها، تمهيداً لتناول مفهوم إدارة المخاطر المؤسسية.

يُعرف **الخطر** على أنه احتمال وقوع أحداث غير مرغوب فيها قد لا يمكن تجنبها، وتنشأ بسبب وجود ظروف عدم التأكد نتيجة نقص أو عدم توافر معلومات كافية حول ما سيحدث في المستقبل، مما يؤثر سلبيًا على تحقيق أهداف الشركات (Iswajuni et al., 2018; Farida et al., 2019; Ali et al., 2019).

ويوجد العديد من أنواع **المخاطر** التي تواجه الشركات، والتي يمكن تصنيفها وفقاً لمصدرها إلى **مخاطر داخلية** تتعلق بموارد الشركات، و**مخاطر خارجية** تتمثل في المخاطر التي تتعلق بالتقدم التكنولوجي، والتغيرات في ظروف السوق، والتغيرات الاقتصادية مثل؛ مخاطر معدلات الفائدة ومخاطر الائتمان، والمخاطر السياسية والاجتماعية والقانونية (Anton, 2018; Setapa & Zakwan, 2019; Nasr et al., 2019; Mukherjee et al., 2024). كما يمكن تصنيف المخاطر وفقاً لطبيعتها إلى مخاطر مالية ومخاطر غير مالية، وتتمثل **المخاطر المالية** في مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة، ومخاطر التشغيل، ومخاطر السوق (Akash et al., 2024)، أما **المخاطر غير المالية** تتمثل في المخاطر التكنولوجية، والمخاطر الإستراتيجية، ومخاطر عدم تماثل المعلومات (العجواني وآخرون، 2019).

هذا، ويتطلب تعدد أنواع المخاطر أهمية إدارة هذه المخاطر، بغرض تجنبها أو تخفيضها بما يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركات. ويمكن تعريف **إدارة المخاطر** على أنها عنصرًا أساسيًا في حوكمة الشركات، يساعد في مواجهة المخاطر المتزايدة الناتجة عن التغيرات الاقتصادية والسياسية والبيئية والاجتماعية (Brown et al., 2009).

كما تُعرف إدارة المخاطر بشكل أكثر شمولاً على أنها جزء لا يتجزأ عن إستراتيجية الشركات، وتعمل بأسلوب متكامل من خلال تنفيذ مجموعة من الإجراءات التي تهدف إلى تقييم وإدارة جميع المخاطر التي تواجه الشركات، بما يؤدي إلى الحد من أو تخفيض هذه المخاطر والآثار السلبية الناتجة عنها إلى أقل مستوى مُمكن بأقل تكلفة، بغرض تعظيم قيمة الشركات وتدعيم الميزة التنافسية لها (الحطاب، 2017) (Farida et al., 2019).

وتتمثل أهداف إدارة المخاطر في تقديم إطار عمل للشركات يعمل على تدعيم تنفيذ الأنشطة التي تحقق الكفاءة التشغيلية لجميع أقسامها، وتقديم فكرة شاملة لمجلس الإدارة ومديري الأقسام عن جميع المخاطر التي تواجهها، بالإضافة إلى وضع نظام للرقابة الداخلية بغرض السيطرة على مختلف أنواع المخاطر، فضلاً عن ترشيد اتخاذ القرارات من خلال المعلومات المتاحة عن المخاطر (العزاوي، عباس، 2024). ويترتب على تحقيق أهداف إدارة المخاطر الفعالة تحقيق أهداف الشركات وحمايتها من المخاطر والآثار السلبية الناتجة عنها، ومن ثم تخفيض فرص حدوث الخسائر المحتملة، وتعظيم قيمتها وتدعيم النمو الاقتصادي، من خلال تخفيض تكلفة رأس المال وتحسين الأداء التشغيلي والمالي، بما يساعد في تحقيق استقرارها ونموها وبقائها، وهو الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق مصالح المساهمين وحماية استثماراتهم وتحفيز المستثمرين على الاستثمار، بما يحقق كفاءة الاستثمار (Hoyt & Liebenberg, 2011; Soebyakto & Sinulingga, 2018; Akash et al., 2024).

وفي ضوء أهمية إدارة المخاطر وأهدافها فإنه من الضروري إنشاء لجنة منفصلة لإدارة جميع أنواع المخاطر التي تتعرض لها الشركات (Brown et al., 2009). وتعتبر هذه اللجنة لجنة فرعية لمجلس الإدارة، وآلية حوكمة فعالة تعمل على رقابة إدارة المخاطر المؤسسية، من خلال تطبيق منهج شامل على مستوى الشركات ككل (Jiang et al., 2024). كما يؤدي وجود لجنة إدارة المخاطر بالشركات إلى الاهتمام بشكل كبير بالإفصاح عن المخاطر التي تواجهها، وكذلك الإستراتيجيات التي تستخدم في تخفيضها وخاصةً عندما يتوافر لدى أعضائها الخبرة والاستقلالية، بما يساعد أصحاب المصالح في التنبؤ بالمخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الشركات بشكل أكثر دقة (موسى، 2023؛ عبد الفتاح، 2024)، حيث أكدت نظرية الوكالة على أن وجود لجنة إدارة مخاطر فعالة والإفصاح عن معلومات المخاطر يؤدي إلى تحسين كفاءة الاستثمار، من خلال الحد من عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة (Li et al., 2019; Jiang et al., 2024).

بناءً على ما تقدم، يتضح أن تحقيق كفاءة وفعالية إدارة المخاطر وتحديد لجنة مستقلة مسؤولة عنها يتوقف على تبني مدخل متكامل لإدارة جميع أنواع المخاطر التي تواجه الشركات، والذي يُطلق عليه مدخل إدارة المخاطر المؤسسية ERM، وهو يعتبر بمثابة آلية تلعب دوراً هاماً في مساعدة الشركات على مواجهة المخاطر وإدارتها بما يحقق لها الاستمرار في الأجل الطويل (Sithipolvanichgul, 2018)، وزادت أهمية الحاجة إلى تطبيقه كاستجابة للضغوط المتزايدة على الشركات لإدارة المخاطر بشكل فعال، وتعظيم قيمتها منذ الأزمة المالية العالمية التي نشأت بسبب الفشل في إدارة المخاطر، وفقاً لإعتقاد الكثير من مديري إدارة المخاطر (Ali et al., 2019).

يقوم مدخل إدارة المخاطر المؤسسية ERM على رؤية أكثر شمولاً للمخاطر تضمن استمرار إدارة المخاطر بما يتوافق مع إستراتيجية الشركات، مقارنةً بالمدخل التقليدي لإدارة المخاطر الذي يقوم على إدارتها بمعزل عن بعضها البعض (Ching et al., 2020; Kwintana & Crawford, 2024; Monazzam & Crawford, 2024; Hanggraeni, 2023). ومن ثم أصبح هذا المدخل يجذب اهتمام جميع الشركات المالية وغير المالية في جميع أنحاء العالم (Setapa & Zakwan, 2019; Shatnawi & Eldaia, 2020).

وقد عرفت لجنة (COSO) Committee of Sponsoring Organizations عام (2004) مدخل ERM على أنه عبارة عن عملية يتم تنفيذها من قبل مجلس إدارة الشركات والعاملين بها عبر جميع أقسامها وأخذها في الاعتبار عند وضع الإستراتيجية، بهدف تحديد الأحداث المحتملة التي قد تؤثر على أداء الشركات، بما يؤدي إلى إدارة المخاطر في ظل الرغبة في المخاطرة، بغرض تحقيق أهدافها (Damiami & Sriraam, 2017; Lechner & Gatzert, 2018; Yang et al., 2018).

كما تم تعريف هذا المدخل على أنه إستراتيجية متكاملة تهدف إلى إدارة جميع المخاطر التي تواجهها الشركات بشكل فعال، بما يؤدي إلى تحقيق أهدافها (Sithipolvanichgul, 2018; Faisal & Hasan, 2020). ويُعرف أيضًا مدخل ERM على أنه منهج متكامل لتحديد وتقييم جميع أنواع المخاطر التي تؤثر على قيمة الشركات، والتنسيق بين أنشطة إدارة هذه المخاطر على مستوى جميع أقسامها (Iswajuni et al., 2018; Ali et al., 2019).

يلاحظ من خلال التعاريف السابقة أن تعريف لجنة COSO عام (2004) أكثر شمولاً وتفصيلاً، حيث حدد أن مسؤولية إدارة المخاطر تقع على عاتق مجلس الإدارة، وأن هذا المدخل يشمل جميع أقسام الشركات، كما أنه حدد الأنشطة التي تتضمنها عملية إدارة المخاطر والهدف منها. كما اتفقت جميع التعاريف على أن مدخل ERM مدخل متكامل يهدف إلى تعظيم قيمة الشركات. وبناءً عليه يُمكن تعريف مدخل ERM على أنه عبارة عن مدخل متكامل يتلاءم مع إستراتيجية الشركات، ويقوم على إدارة (تحديد، تقييم، معالجة، رقابة) جميع أنواع المخاطر التي تواجه جميع أقسامها، ويعتبر تطبيقه مسؤولية مشتركة بين جميع العاملين في هذه الأقسام، بما يؤدي إلى تحقيق أهداف الشركات، وخاصةً تعظيم قيمتها.

هذا، ويعمل مدخل ERM على تحقيق أربع فئات من الأهداف التي تهدف إليها الشركات والتي يجب أن يتم تحديدها بوضوح مسبقاً، بما يساعد في تحديد المخاطر التي يتم مواجهتها وتقييمها، ومن ثم معالجتها. وتتمثل هذه الأهداف في أولاً: الأهداف الإستراتيجية، والتي يتم تحديدها في ضوء نشاط الشركات. ثانياً: الأهداف التشغيلية، والتي تتعلق بكفاءة وفعالية استخدام الموارد المتاحة. ثالثاً: أهداف إعداد التقارير، والتي تشير إلى تحقيق موثوقية المعلومات التي يتم الإفصاح عنها. رابعاً: أهداف الالتزام بالقوانين والتشريعات، والتي تتعلق بمدى التزام الشركات بالقوانين والتشريعات (Biddle et al., 2009; Dicuonzo et al., 2021; Yoewono & Prabowo, 2024).

2-1-7 إطار إدارة المخاطر المؤسسية

يوجد أكثر من إطار لتطبيق مدخل ERM، منها إطار لجنة COSO عام (2004) الذي يُعد أكثرها شيوعاً واستخداماً، ويتكون من ثمانية عناصر متكاملة تتمثل في دراسة البيئة الداخلية، وتحديد الأهداف، وتحديد الأحداث المحتملة، وتقييم المخاطر، والاستجابة للمخاطر، والأنشطة الرقابية، والمعلومات والاتصالات، والتوجيه (Annamalah et al., 2018; Ali et al., 2019)، وإطار شركة Arthur Anderson لإدارة المخاطر والذي يتكون من تقييم المخاطر، وتطوير إستراتيجيات إدارة المخاطر، وتطبيق إدارة المخاطر، ورقابة أداء إدارة المخاطر، والتحسين المستمر لإدارة المخاطر، واتخاذ القرارات (Annamalah et al., 2018). وعلى الرغم من تعدد أطر تطبيق مدخل ERM، إلا أن هناك مجموعة من الخطوات المتعارف عليها لتطبيقه، والتي تتمثل في (COSO, 2004; COSO, 2017; Angeline & Teng, 2018; Ching et al., 2020; Crawford & Jabbour, 2024; Mukherjee et al., 2024).

1- دراسة البيئة الداخلية والخارجية للشركة

تعتبر دراسة البيئة الداخلية والخارجية أساس عملية إدارة المخاطر وتنفيذها، حيث يتم من خلالها تحديد فلسفة إدارة المخاطر ومستوى تقبل الشركة للمخاطر، وكذلك الأهداف الإستراتيجية ودمج الأحداث الخطرة المحتملة التي تؤثر على أنشطة الشركات في إستراتيجيتها، مع الأخذ في الاعتبار أهمية توافق الإستراتيجية مع الرغبة في المخاطرة، والتي يُقصد بها مستوى المخاطر الذي يمكن أن تقبله الشركات بهدف تعظيم قيمتها.

2- تحديد الأحداث المحتملة وتقييم المخاطر

يساعد تحديد الأحداث المحتملة التي يترتب عليها مواجهة المخاطر التي قد تؤثر على تحقيق أهداف الشركات، في تصنيف هذه الأحداث إلى مالية وغير مالية أو داخلية وخارجية، ومن ثم تقييم الإدارة لأولويات هذه المخاطر، وتحليلها وتحديد مدى احتمالية حدوثها وآثارها المحتملة، بما يؤدي إلى اتخاذ قرارات إستراتيجية أفضل لإدارتها، نظراً لما يتوافر لدى الإدارة من فهم أفضل ورؤية شاملة للمخاطر، بما ينعكس إيجابياً على تحسين ربحية الشركات.

3- معالجة المخاطر (الاستجابة للمخاطر)

تُعد معالجة المخاطر بمثابة خطة للاستجابة للمخاطر التي تواجهها الشركات بما يحقق التوازن بين الجهود والتكاليف اللازمة لذلك والعائد منها، وتشمل معالجة المخاطر اتخاذ العديد من القرارات التي تتمثل في؛ تجنب المخاطر، أو تخفيضها، أو قبولها والتعامل معها، ويعتمد ذلك على معايير فنية ومالية وإجتماعية ومعايير أخرى إستناداً إلى أهداف الشركات. ويشمل **تجنب المخاطر** اتخاذ الإجراءات التي تهدف إلى تقليل احتمال حدوث المخاطر بشكل كامل، وتجنب تنفيذ الأنشطة التي تُشكل خطراً كبيراً، من خلال تغيير التصميم أو تعديل العمليات لتجنب استخدام مواد خطيرة أو تنفيذ عمليات خطيرة. أما **تخفيض المخاطر** يتضمن اتخاذ الإجراءات التي تؤدي إلى تقليل احتمالية حدوث المخاطر وتأثيرها عندما يصعب تجنبها بشكل كامل، من خلال تنفيذ الإجراءات والعمليات التي تعمل على تقليل المخاطر. بينما يشير **قبول المخاطر والتعامل معها** إلى الاعتراف بوجود المخاطر وتقدير المخاطر المحتملة وآثارها، واتخاذ قرار بقبولها والتعامل معها بشكل ملائم، من خلال وضع خطط الاستجابة للطوارئ والاستعداد للتعامل مع المخاطر عند حدوثها، وتوفير التدريب وتنمية الوعي لدى العاملين في جميع المستويات للتعامل مع المخاطر (القهودي، 2024).

4- رقابة إدارة المخاطر

تُشير رقابة إدارة المخاطر إلى تحديد مدى فعالية خطة معالجة المخاطر التي تم تنفيذها، وهي عملية مستمرة يتم من خلال تنفيذ الأنشطة الرقابية على جميع أقسام ووظائف الشركات، بهدف تقييم إدارة المخاطر وتحديد نقاط الضعف وأوجه القصور بها، واتخاذ الإجراءات التي تعمل على تصحيحها، بما يضمن فعالية الاستجابة للمخاطر. وتتطلب الرقابة الفعالة وجود بيئة رقابية تعكس سياسة الشركات وموقفها فيما يتعلق بأهمية وجود الضوابط الرقابية الداخلية التي تؤدي إلى تحسين أدائها.

5- توفير المعلومات والاتصالات

تهدف الاتصالات إلى الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالمخاطر في الوقت المناسب، بغرض تنمية وعي العاملين بالشركات بأهمية المخاطر ومسئولياتهم تجاه إدارتها، بما يضمن مشاركتهم الفعالة والاستفادة من خبراتهم في تقييم المخاطر، وتدعيم خطة معالجتها.

في ضوء ما تقدم، ترى الباحثة أن خطوات إدارة المخاطر تُعد بمثابة عملية متكاملة تتضمن مجموعة من الأنشطة المترابطة التي لا تعمل بمعزل عن بعضها البعض، والتي لكل منها دورًا هامًا في الحد من أو تخفيض المخاطر، بما يُعظم من قيمة الشركات، مع الأخذ في الاعتبار أهمية التأكيد على فعالية دور رقابة إدارة المخاطر، بهدف تحقيق التحسين المستمر لإدارة المخاطر الحالية التي تواجهها الشركات بغرض الحد منها، والاستعداد المُبكر لمواجهة ما قد يطرأ من مخاطر مستقبلية جديدة، بالإضافة إلى أهمية توفير المعلومات المتعلقة بالمخاطر لجميع العاملين في جميع أقسام الشركات، بما يُسهم في تقديم الحلول المُبتكرة التي تساعد في تخفيضها أو الحد منها، فضلًا عن أهمية توفير معلومات عن المخاطر التي واجهتها الشركات وكيفية التغلب عليها لأصحاب المصالح الخارجيين، بما يدعم من صورتها ويجذب المزيد من الاستثمارات إليها، وهو الأمر الذي يترتب عليه تعزيز قيمتها في سوق رأس المال.

7-1-3 آثار إدارة المخاطر المؤسسية

هناك العديد من الآثار الإيجابية التي يمكن تحقيقها من خلال تطبيق خطوات مدخل ERM، والتي تلعب دورًا حاسمًا في تحسين أداء الشركات وتعظيم قيمتها، والحد من الآثار غير المرغوب فيها سواء في الوقت الحالي أو في المستقبل (Faisal & Hasan, 2020; Shatnawi & Eldaia, 2020; Yoewono & Prabowo, 2024; 2020)، حيث أنه يوفر أساس موضوعي لتخصيص موارد الشركات بشكل أكثر كفاءة وفعالية، من خلال تحديد المجالات ذات المخاطر المرتفعة والتعامل معها في ضوء الموارد المتاحة، بما يضمن للإدارة تحسين كفاءة العمليات، ورقابة المخاطر، ومن ثم تدعيم ثقة أصحاب المصالح في مقدرة الشركات على إدارة المخاطر بشكل فعال، بما يؤدي بدوره إلى تعظيم قيمتها وتدعيم الميزة التنافسية لها واستدامتها (Annamalah et al., 2018; Angeline & Teng, 2018; Yang et al., 2018; Ali et al., 2019; Mukherjee et al., 2024).

كما يؤدي تطبيق مدخل ERM إلى تحسين الأداء المالي للشركات، من خلال تخفيض تكلفة رأس المال والتكاليف الإنتاجية والتسويقية، ومن ثم تحسين الربحية وتعظيم القيمة للمساهمين، بالإضافة إلى تخفيض تقلبات الأرباح وأسعار الأسهم واستقرار التدفقات النقدية، حيث يصعب على الشركات غير المستقرة ماليًا الحصول على الأموال لتمويل الأنشطة والمشاريع الاستثمارية التي تقوم بتنفيذها، بسبب ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي (Dicuonzo et al., 2019; Maruhun et al., 2021). هذا، فضلًا عن أنه يساعد الشركات في تخفيض حدوث حالات العسر المالي التي يمكن أن تؤثر سلبيًا على استمرارها في سوق رأس المال، من خلال الرقابة على الأنشطة التي تقوم بها وإدارة المخاطر التي تتعلق بها (Pristianingrum et al., 2018; Yang et al., 2018).

وفيما يتعلق باتخاذ القرارات، فإن مدخل ERM يعمل على تنمية وعي الإدارة بالمخاطر التي تواجه الشركات، وتخفيض حالات عدم التأكد التي في ظلها يتم اتخاذ القرارات، وتخفيض الآثار السلبية الناتجة عنها (Damiami & Sriraam, 2017; Angeline & Teng, 2018; Faisal & Hasan, 2020; Olaniyi et al., 2024)، الأمر الذي يُدعم مقدرة الإدارة وغيرها من أصحاب المصالح على ترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية، بما يؤدي إلى تحسين كفاءة الاستثمار، ومن ثم تعزيز الأداء المالي وغير المالي للشركات، وتعظيم قيمتها (Yoewono & Prabowo, 2024; Sayyadi et al., 2018).

أيضاً يُسهم مدخل ERM في تحسين جودة الإفصاح في التقارير المالية، من خلال تحفيز الشركات على الإفصاح عن المعلومات التي تتعلق بالمخاطر وكيفية إدارتها في هذه التقارير، بما يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات، وتدعيم ثقة المستثمرين في أمن رأس المال المستثمر، والذي يؤدي بدوره إلى ترشيد اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، والمنافسة من أجل الاستثمار في الشركات (Agustina & Baroroh, 2016; Nasr et al., 2019). كما يلعب مدخل ERM دوراً هاماً في تحقيق التنمية المستدامة للشركات، من خلال تحديد المخاطر المتعلقة بأبعاد الإستدامة وقياسها وإدارتها، والإفصاح عنها، بما يضمن استدامة أدائها، ويعزز من ثقة المستثمرين به (Kwintana & Hanggraeni, 2023).

بناءً على ما تقدم، يتضح للباحثة أن مدخل ERM يوفر العديد من الآثار الإيجابية في العديد من المجالات مثل؛ التخصيص الأمثل للموارد المتاحة، وتحسين الأداء المالي، وترشيد اتخاذ القرارات بصفة عامة والقرارات الاستثمارية بصفة خاصة، وتحسين جودة التقارير المالية وغير المالية، والتي تُعد جميعها بمثابة أهداف فرعية يتحقق من خلالها الهدف الرئيس لمدخل ERM، والذي يتمثل في تعظيم قيمة الشركات.

7-1-4-1 مُحددات تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية

هناك العديد من المُحددات التي يرتبط بها الكثير من المخاطر التي تواجه الشركات، والتي تتطلب أهمية تطبيق مدخل ERM، بغرض إدارة هذه المخاطر وترشيد اتخاذ القرارات، وتحسين أداء وتعظيم قيمة الشركات. وفيما يلي يتم تناول هذه المُحددات.

- **حجم الشركات:** يعتبر حجم الشركات أحد أهم المُحددات التي تحفز الشركات نحو تطبيق مدخل ERM، حيث تعمل الشركات كبيرة الحجم في وضع أكثر تعقيداً وعادةً ما تواجه العديد من المخاطر المختلفة التي تحتاج إلى إدارتها بشكل فعال، وتخفيض ظروف عدم التأكد التي تعمل في ظلها، بما يساعد في اتخاذ قرارات أفضل (Setapa & Zakwan, 2009; Gordon et al., 2019; Farida et al., 2019). وعلى الجانب الآخر، تعتبر هذه الشركات لديها مقدرّة أكبر على تطبيق هذا المدخل بشكل أكثر كفاءة وفعالية، نظراً لما تمتلكه من موارد تُدعم تكاليف تطبيقه (Ali et al., 2019; Nasr et al., 2019; Faisal & Hasan, 2020). هذا، وترى الباحثة أنه يجب ألا يقتصر تطبيق مدخل ERM على الشركات كبيرة الحجم، وإنما يجب أن تستثمر أيضاً الشركات متوسطة وصغيرة الحجم في تطبيقه وفقاً لما يتوافر لديها من موارد، لما لهذه الشركات من دورٍ فعالٍ في تحقيق التنمية الاقتصادية، من أجل إدارة ما قد يواجهها من مخاطر، وتعظيم قيمتها واستمرارها في سوق رأس المال.
- **طبيعة النشاط:** تعتبر طبيعة نشاط الشركات من مُحددات تطبيق مدخل ERM، حيث أن هناك بعض قطاعات النشاط التي تنتمي إليها بعض الشركات تواجه مخاطر أكثر عن غيرها من القطاعات. فعلى سبيل المثال؛ قطاع البنوك والشركات التي تنتمي لقطاع التأمين والطاقة من المرجح أن تقوم بتطبيق هذا المدخل، بسبب الالتزام بالتشريعات والمتطلبات التنظيمية التي تتطلب إدارة المخاطر التي تواجهها (Lechner & Gatzert, 2018). وعلى النقيض من ذلك، ترى الباحثة أنه يجب ألا يقتصر تطبيق مدخل ERM على طبيعة نشاط معينة، بسبب ما يواجهه من ضغوط تشريعية أو تنظيمية أو كليهما تُلزمه بإدارة المخاطر المتعددة التي تواجهه، حيث أن لكل طبيعة نشاط مخاطر تواجهه ومن ثم يجب على جميع الشركات التي تعمل في مختلف قطاعات النشاط أن تسعى طواعيةً نحو الاستثمار في تطبيق هذا المدخل، بما يُمكنها من الاستعداد المبكر لإدارة المخاطر التي تواجهها، بغرض تعظيم قيمتها وتدعيم مركزها التنافسي في بيئة الأعمال.

- **التنوع في مجال النشاط:** يُقصد به احتواء نشاط الشركات على عدة قطاعات نشاط تشغيلية، وتواجه الشركات متعددة القطاعات التشغيلية درجة مرتفعة من مستوى التعقيد والمخاطر التي تتعلق بالأنشطة التي تقوم بها، مما يتطلب تطبيق مدخل ERM لإدارة المخاطر المتعلقة بهذا المستوى من التعقيد (Faisal & Hasan, 2020). بناءً على ذلك، ترى الباحثة أن تطبيق مدخل ERM يساعد في إدارة المخاطر على مستوى كل قطاع تشغيلي من القطاعات التي تتكون منها الشركات متعددة القطاعات، من أجل تخفيض هذه المخاطر ومن ثم تحسين أداء هذه القطاعات، بما يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركات وتحسين صورتها أمام أصحاب المصالح، بما يجذب إليها المزيد من الاستثمارات. كما يجب الأخذ في الاعتبار أنه لا يعتبر عدم التنوع في مجال النشاط مُبرر لعدم تطبيق هذا المدخل، وإنما يجب الاستفادة من آثاره الإيجابية، سواء كانت الشركات تعمل في ظل قطاع تشغيلي واحد، أو عدة قطاعات تشغيلية.
- **التنوع الدولي (تنوع سوق توزيع المنتجات):** يستخدم هذا المصطلح عندما تعمل الشركات في السوق الأجنبي بجانب السوق المحلي، وهو يعتبر من أحد مُحددات تطبيق مدخل ERM، حيث تواجه الشركات التي تقوم بتسويق منتجاتها في السوق الأجنبي عددًا أكبر وأكثر تعقيدًا من المخاطر، بالإضافة إلى أنها تحتاج إلى الامتثال للتشريعات والمتطلبات التنظيمية المختلفة (Hoyt & Liebenberg, 2011). هذا، وترى الباحثة أن اتخاذ الشركات قرار بتسويق منتجاتها في السوق المحلي والأجنبي، يجعلها تواجه العديد من المخاطر نظرًا لتزايد حدة المنافسة محليًا وعالميًا، وتزايد الضغوط من قِبل الهيئات التنظيمية والتشريعية التي تتطلب الالتزام بالموصفات الفنية والوظيفية والبيئية للمنتج. وبالتالي يعتبر تطبيق مدخل ERM بمثابة آلية فعالة تُسهم في إدارة هذه المخاطر، والاستثمار في ابتكار منتجات متميزة، بما يؤدي إلى تحسين الأداء المالي وغير المالي للشركات، ومن ثم تعظيم قيمتها محليًا وعالميًا. كما تجدر الإشارة، إلى أهمية تطبيق هذا المدخل في الشركات التي يقتصر تسويق منتجاتها على السوق المحلي فقط، نظرًا لما قد تتعرض إليه من مخاطر على المستوى المحلي، بما يمكنها من تعظيم قيمتها والاستمرار في ظل ظروف المنافسة محليًا، بل وأيضًا بما يؤهلها إلى تسويق منتجاتها في السوق الأجنبي مستقبلاً.
- **معدل العائد على الأصول (الربحية):** قد تُواجه الشركات التي تحقق أرباح مخاطر تقلبات هذه الأرباح. ويؤدي تطبيق مدخل ERM إلى تخفيض تقلبات الأرباح، ومن ثم تحسين الأداء المالي لها (Ali et al., 2019). ومن ناحية أخرى، فإنه من المُرجح أن تقوم الشركات التي تحقق معدل عائد متزايد على الأصول بتمويل الموارد اللازمة لتطبيق هذا المدخل (Damiani & Sriraam, 2018; Lechner & Gatzert, 2017). وبناءً عليه، يتضح أن عدم استقرار معدل العائد على الأصول يُعد أحد أهم المخاطر التي تواجه الشركات، مما يؤثر سلبيًا على تقييم أدائها ومن ثم اتخاذ القرارات الاستثمارية، وعدم رضا المساهمين عن العائد المحقق على استثماراتهم، بالإضافة إلى عدم مقدرة الإدارة على الاستثمار في مشروعات جديدة تحقق قيمة مضافة. وبالتالي يؤدي تطبيق مدخل ERM إلى إدارة مخاطر تقلبات الأرباح ومن ثم استقرارها، فضلًا عن تحقيق التوازن بين ما يتم توزيعه من الأرباح وما يتم استثماره منها في مشاريع تحقق صافي قيمة حالية موجبة للشركات، بما يحقق رضا أصحاب المصالح، والذي يؤثر بدوره إيجابيًا على تعظيم قيمتها.

- **الرافعة المالية:** إن زيادة اعتماد الشركات على التمويل من خلال الديون يؤدي إلى زيادة الرافعة المالية، ومن ثم زيادة احتمالات العسر المالي والإفلاس، وهو ما ينتج عنه زيادة مخاطر التخلف عن سداد فوائد الديون أو أصل الديون أو كليهما. وبالتالي يجب على الشركات التي تعاني من ارتفاع الرافعة المالية أن تقوم بتطبيق مدخل ERM، بغرض إدارة المخاطر المالية وتخفيضها إلى المستوى المقبول (Sithipolvanichgul 2018; Anton, 2018; Ali et al., 2019; Nasr et al., 2019). هذا، بالإضافة إلى أن العسر المالي يترتب عليه عدم مقدرة الإدارة على تنفيذ الاستثمارات التي قد تحقق قيمة للشركات، ويزداد الأمر صعوبة عندما تزيد تكلفة التمويل الخارجي عن تكلفة التمويل الداخلي. وفي هذه الحالة يؤدي تطبيق مدخل ERM إلى تخفيض تكاليف العسر المالي ومشكلات نقص الاستثمار، من خلال توفير مصادر التمويل الداخلية والاعتماد عليها، بما يعكس إيجابياً على تعظيم القيمة للمساهمين (Maruhun et al., 2019). وبناءً عليه، ترى الباحثة أن تطبيق مدخل ERM يؤدي إلى تحقيق الاستقرار المالي للشركات بما يضمن لها عدم الإفراط في الاعتماد على الديون في هيكل التمويل، ومن ثم تدعيم مقدرتها على سداد الديون وتكاليفها، بالإضافة إلى توفير التمويل اللازم لاستغلال الفرص الاستثمارية التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة، ومن ثم تخفيض النقص في الاستثمار وكذلك تحقيق عوائد يُمكن استخدامها في سداد الديون، وهو ما يؤدي بدوره إلى تعظيم ثروة المساهمين وقيمة الشركات.

- **حجم مكتب المراجعة:** يعتبر حجم مكتب المراجعة مؤشراً لجودة عملية المراجعة (Ali et al., 2019)، وتُعد ضغوط مكاتب المراجعة كبيرة الحجم على الشركات محل المراجعة مُحدد لتطبيق مدخل ERM، حيث أنها تعتبر أكثر حرصاً على تحقيق جودة التقارير السنوية للشركات محل المراجعة، بهدف تدعيم صورتها أمام أصحاب المصالح (Lechner & Teng, 2018; Gatzert, 2018). ومن ناحية أخرى، يؤثر تطبيق هذا المدخل إيجابياً على رأى المراجع، حيث يؤدي تحقيق فعالية وكفاءة إدارة المخاطر إلى تحقيق النتائج المتوقعة من قِبل أصحاب المصالح، والتي يؤكدُها رأى المراجع في تقريره (Farida et al., 2019). في ضوء ذلك، يتضح أن مراجعة الشركات من قِبل أحد مكاتب المراجعة الكبار يحفزها على تطبيق مدخل ERM، بما يؤدي إلى تعظيم قيمتها، وتجنب المخاطر الناتجة عن إبداء مكتب المراجعة رأى غير جيد عن إدارة المخاطر بصفة خاصة والتقارير المالية بصفة عامة، والذي يعكس سلباً على اتخاذ القرارات الاستثمارية من قِبل المستثمرين.

تأسيساً على ما تقدم، ترى الباحثة أنه يجب على إدارة الشركات الأخذ في الاعتبار مُحددات تطبيق مدخل ERM، مع ملاحظة أنه ليس من الضروري أن تكون جميع هذه المُحددات في شركة واحدة وإنما يختلف وجودها من شركة لأخرى، ويعتبر ظهور أي منها بمثابة إنذار يُوجه الشركات نحو أهمية تطبيق ذلك المدخل في ضوء ما يتوافر لديها من موارد، والاستفادة من آثار تطبيقه الإيجابية في إدارة المخاطر، بما يؤدي إلى تحسين كفاءة الاستثمار وتعظيم قيمة الشركات.

7-2 كفاءة الاستثمار (المفهوم، أسباب عدم كفاءة الاستثمار، مُحددات كفاءة الاستثمار)

يُعد الاستثمار على المستوى الدولي من أهم مقومات النمو الاقتصادي في أي دولة، كما أنه يعتبر على مستوى الشركات من أهم العوامل التي تؤدي إلى تعظيم قيمتها ونموها واستمرارها في سوق رأس المال (مرقص، 2022) (Gao, 2023)، حيث يعتبر الاستثمار بمثابة مصدر ثقة لأصحاب المصالح في إدارة الشركات وتحقيق أهدافها (حامد، 2024).

يُعرف الاستثمار على مستوى الشركات على أنه اقتناء أصول بغرض الاستفادة منها في تحقيق منافع في المستقبل مثل؛ شراء أصول ثابتة أو الاستثمارات المالية في الأسهم والسندات (Nurcholisah, 2016). وبالتالي فإن الاستثمار الفعال هو عبارة عن قرار تتخذه الشركات لاستغلال رأس المال الذي تمتلكه، بغرض تحقيق أرباح في المستقبل وتعظيم قيمتها (Fakhriyyah et al., 2023). وتعتبر كفاءة الاستثمار مؤشر يوضح مدى توافق أنشطة الاستثمار مع الفرص الاستثمارية المتاحة، ويتم من خلاله تقييم مدى فعالية قرارات الاستثمار في الشركات (Du et al., 2024). هذا، ولأهمية الاستثمار يتم فيما يلي تناول مفهوم كفاءة الاستثمار، وكذلك مفهوم عدم كفاءة الاستثمار وحالتيه وأسبابه، ومحددات كفاءة الاستثمار.

2-1 مفهوم كفاءة الاستثمار

تُشير **كفاءة الاستثمار** إلى الاستغلال الأمثل لموارد الشركات، من خلال قيام الإدارة بالاستثمار في المشاريع الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، وعدم الاستثمار في المشاريع ذات صافي القيمة الحالية السالبة، بغرض تعظيم ربحيتها وتحقيق رضا أصحاب المصالح (المصري، 2025)، مع الأخذ في الاعتبار تحقيق المستوى الأمثل للاستثمار الذي تتعادل عنده المنفعة الحدية مع التكلفة الحدية للاستثمار، وبما يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركات (مرقص، 2022).

ويمكن تعريف كفاءة الاستثمار بشكل أكثر شمولاً على أنها عبارة عن اقتناء الأصول الثابتة أو الاستثمارات المالية التي يتحقق الاستفادة منها في المستقبل، من خلال تحقيق الحجم الأمثل لكفاءة الاستثمار، بما يؤدي إلى تخفيض الإفراط في الاستثمارات ذات صافي القيمة الحالية السالبة، واستغلال الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة المتاحة، ومن ثم تعظيم قيمة الشركات (فهيمي، 2022).

يتضح من خلال تعريف كفاءة الاستثمار أن هناك اتفاق بين الباحثين على أن تحقيقها يستند إلى الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة في المشاريع التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة في المستقبل، وتجنب الاستثمار في المشاريع ذات صافي القيمة الحالية السالبة، كما أكد هؤلاء الباحثون على أن الهدف من تحقيق كفاءة الاستثمار هو تعظيم قيمة الشركات، لما له من آثار إيجابية تعمل على تلبية رغبات أصحاب المصالح. وبالتالي يُمكن تعريف كفاءة الاستثمار على أنها عبارة استخدام الموارد المتاحة بما يحقق المستوى الأمثل للاستثمار، من خلال اتخاذ القرارات الاستثمارية التي تُدعم الاستثمار في المشاريع التي تحقق عوائد في الأجل الطويل، وتجنب الاستثمار في المشاريع التي تحقق عوائد في الأجل القصير والمشاريع التي تحقق صافي قيمة حالية سالبة، بما يؤدي إلى تحسين أداء الشركات وتعظيم قيمتها باستمرار.

وعلى النقيض من ذلك، تُشير عدم كفاءة الاستثمار إلى انحراف قرارات الاستثمار التي تتخذها الإدارة عن المستوى الأمثل للاستثمار (Li & Liu, 2024)، وتكمن عدم كفاءة الاستثمار في حالتين، وتتمثل الحالة الأولى في الإفراط في الاستثمار (استثمار أكثر مما يجب)؛ أي زيادة حجم الاستثمار الفعلي عن حجم الاستثمار المتوقع في ظل ضعف الفرص الاستثمارية المتاحة، من خلال زيادة الاستثمار في المشاريع الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية السالبة. أما الحالة الثانية تتمثل في **نقص (عجز) الاستثمار** (استثمار أقل مما يجب)؛ أي انخفاض حجم الاستثمار الفعلي عن حجم الاستثمار المتوقع في ظل زيادة الفرص الاستثمارية المربحة، وعدم الاستثمار في المشاريع ذات صافي القيمة الحالية الموجبة (Benlemlih & Bitar, 2018; Cherkasova & Kuzmin, 2018; السيد وآخرون، 2024).

وتحدث حالة الإفراط في الاستثمار، عندما يكون لدى الشركات مصادر تمويل كافية ولكن يفشل المديرون في اختيار المشروع الاستثماري الأمثل، والاتجاه نحو اختيار المشاريع الاستثمارية التي تحقق أرباح في الأجل القصير، وكذلك المشاريع الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية السالبة، مما يترتب عليه تحقيق مصالحهم الشخصية على حساب مصالح المساهمين (Harymawan, 2020). كما تحدث حالة نقص الاستثمار، عندما تواجه إدارة الشركات قيود مالية تؤثر بشكل سلبي على مقدرتها على الاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة عالية موجبة، بالإضافة إلى أن الإدارة قد تتجنب الاستثمار في مشاريع استثمارية مُربحة، بغرض تجنب المخاطرة (Shahzad et al., 2019).

هذا، ويترتب على حدوث حالتى عدم كفاءة الاستثمار العديد من الآثار السلبية غير المرغوب فيها، حيث يترتب على حالة الإفراط في الاستثمار إهدار الموارد المتاحة للشركات، كما تؤدي حالة نقص الاستثمار إلى فقدان استغلال الفرص الاستثمارية المتاحة والتي تعتبر ذات جدوى اقتصادية، مما ينعكس بشكل سلبي على أداء الشركات وقيمتها في الأجل الطويل (مندور، حسين، 2024). وبالتالي فإن كفاءة الاستثمار تتحقق عندما يتساوى حجم الاستثمار الفعلي مع حجم الاستثمار المتوقع في ظل فرص النمو المتاحة للشركات (بلال، 2020).

في ضوء ما تقدم، يُمثل عدم تحقيق كفاءة الاستثمار سواء من خلال الإفراط في الاستثمار أو النقص في الاستثمار، عائق أمام الشركات يعوق تحسين أدائها وتعظيم قيمتها واستمرارها، بالإضافة إلى عدم تحقيق كفاءة سوق رأس المال، وهو الأمر الذي يستلزم البحث عن الأسباب التي تحول دون تحقيق الشركات كفاءة الاستثمار، والاستفادة من آثارها الإيجابية.

2-2-7 أسباب عدم كفاءة الاستثمار

هناك العديد من الأسباب التي تُعتبر بمثابة مخاطر تواجه الشركات ويترتب عليها عدم تحقيق كفاءة الاستثمار، والتي يتمثل أهمها في عدم مقدرة الإدارة على تحقيق الاستغلال الأمثل للتمويل الداخلي في مشاريع تحقق صافي قيمة عالية موجبة، بغرض تحقيق مصالحها الشخصية وهو ما يُعرف بالسلوك الانتهازي للإدارة، والذي يؤدي إلى الإفراط في الاستثمار بما يؤثر سلباً على كفاءة الاستثمار ومن ثم مصالح المساهمين، بالإضافة إلى القيود المالية التي تُعد أحد أهم المخاطر التي تُحد من مقدرة الإدارة على توفير التمويل الداخلي أو الخارجي اللازم للاستثمار في المشاريع ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، مما يترتب عليه حدوث النقص في الاستثمار. كما يعتبر عدم تماثل المعلومات من أهم المخاطر التي تؤدي إلى عدم تحقيق كفاءة الاستثمار، حيث يترتب عليه ظهور مشكلة الاختيار العكسي ومشكلة الخطر الأخلاقي، والتي يمكن تناولهما على النحو التالي (Biddle et al., 2009; Tan et al., 2015; Hameed et al., 2017; حسين، 2019):

أولاً: مشكلة الاختيار العكسي (Adverse Selection)، والتي تُشير إلى رفض إدارة الشركات زيادة رأس المال، حتى إذا ترتب على ذلك عدم استغلال فرص استثمارية جيدة، وهو ما يؤدي إلى عدم تحقيق الكفاءة في استثمار الموارد المتاحة. كما أنه يمكن للإدارة من خلال المعلومات المتاحة لديها تحقيق منافع أكبر مقارنةً بأصحاب المصالح الخارجيين خاصةً المستثمرين فيما يتعلق بالفرص الاستثمارية المتاحة للشركات. وبالتالي فإن عدم إمداد المستثمرين بالمعلومات الكاملة عن الشركات التي تبحث عن تمويل لمشروعاتها الاستثمارية، قد يتيح للإدارة فرصة التحكم في إصدار

د. ولاء علي أحمد أحمد شعبان

الأسهم بسعر أعلى من قيمتها الاسمية، واستغلال عوائد بيعها في زيادة الاستثمار في مشاريع استثمارية عالية المخاطر، وهو ما يشير إلى حالة الإفراط في الاستثمار، إلا أنه إذا أدرك المستثمرون أن سعر الأسهم مُبالغ فيه فقد يقومون بعدم شراء تلك الأسهم، مما يؤثر بشكل سلبي على مقدرة الإدارة على الحصول على التمويل اللازم للفرص الاستثمارية المتاحة، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى عدم استغلال الشركات لمشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة، ومن ثم حدوث حالة النقص في الاستثمار، وهو ما يترتب عليه حدوث عدم كفاءة الاستثمار.

ثانياً: مشكلة الخطر الأخلاقي (Moral Hazard)، والتي تعبر عن اتجاه الإدارة نحو تعظيم مصالحها الشخصية واتخاذ بعض القرارات الاستثمارية التي لا تحقق مصالح المساهمين، نظراً لتعارض مصالحها مع مصالح المساهمين، وعدم وجود رقابة فعالة على سلوك الإدارة، حيث أنه من خلال عدم توفير المعلومات الهامة للمساهمين يمكن أن تقوم الإدارة بزيادة الاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة حالية سالبة عالية المخاطر، وذلك في حالة توافر موارد لدى الشركات يمكن استثمارها، وهو ما يشير إلى حالة الإفراط في الاستثمار، ولكن إذا أدرك المستثمرون وجود الخطر الأخلاقي وما يترتب عليه من آثار سلبية على استمرارية الشركات، فقد يقومون بتخفيض أو تجنب الاستثمارات في هذه الشركات، ومن ثم حدوث حالة نقص الاستثمار، وبالتالي عدم كفاءة الاستثمار.

تأسيساً على ما سبق، تُعد الأسباب السابق ذكرها من أهم المخاطر التي تواجه الشركات، حيث أنها تُسهم في زيادة الآثار السلبية الناتجة عن حدوث حالة الإفراط في الاستثمار أو حالة النقص في الاستثمار. وبالتالي فإنه يجب على الشركات بذل المزيد من الجهود واستخدام المداخل التي تساعد في تحديد المخاطر التي تؤدي إلى عدم كفاءة الاستثمار، تمهيداً لتحديد مُحددات تحقيق كفاءة الاستثمار، والتي تُعد بمثابة آلية لمعالجة هذه المخاطر، بغرض تخفيضها إلى الحد الذي يمكن قبوله، بما يحقق المستوى الأمثل للاستثمار الذي يتحقق معه تعظيم قيمة الشركات، وتلبية رغبات أصحاب المصالح، وتحقيق كفاءة سوق رأس المال.

7-2-3 مُحددات كفاءة الاستثمار

تتمثل مُحددات كفاءة الاستثمار التي تساعد الشركات في معالجة المخاطر التي ينتج عنها عدم كفاءة الاستثمار في توفير التمويل اللازم والاختيار الكفاء من بين بدائل الاستثمار المتاحة، وتحسين جودة التقارير المالية، وتطبيق قواعد حوكمة الشركات (مندور، حسين، 2024). **فمن منظور توفير التمويل**، وفيما يتعلق **بالتنموي الداخلي**، فإن نقص التمويل المتاح أو وجود قيود مالية مثل ارتفاع نسبة الديون، قد يمنع الشركات من اختيار المشاريع الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، مما يترتب عليه حدوث حالة نقص الاستثمار (Pacheco, 2017). كما يترتب على زيادة التمويل المتاح حدوث حالة الإفراط في الاستثمار، وبالتالي فإن تحقيق كفاءة الاستثمار يتطلب الاحتفاظ بمستوى مناسب من النقدية والسيولة، بما يسمح باستغلال الفرص الاستثمارية المتاحة وتجنب حالة نقص الاستثمار والإفراط في الاستثمار، ومن ثم تحقيق كفاءة الاستثمار، وتعظيم قيمة الشركات (متولي، الشراقي، 2024). أما بالنسبة **للتنموي الخارجي** فإنه على الرغم من ارتفاع التكاليف الناتجة عنه، إلا أن الاعتماد عليه في استغلال الفرص الاستثمارية قد يمنع الإدارة من سوء استغلال النقدية المحنفظ بها في مشاريع تؤثر سلباً على كفاءة الاستثمار، ومن ثم تعظيم قيمة الشركات في الأجل الطويل (Cariola et al., 2005).

ومن منظور تحسين جودة التقارير المالية، يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى التأثير سلبيًا على جودة التقارير المالية، مما يترتب عليه عدم مقدرة الإدارة على توفير التمويل الداخلي المناسب لاستغلال الفرص الاستثمارية المُربحة، بالإضافة إلى تجنب التمويل الخارجي مرتفع التكلفة، وهو ما ينتج عنه حدوث حالة نقص الاستثمار (Pacheco, 2017). وبالتالي تتضح أهمية تحسين جودة التقارير المالية ودورها في تخفيض عدم تماثل المعلومات ومن ثم تعزيز ثقة المستثمرين في أداء الشركات، ومن ثم تدعيم مقدرتها على زيادة الاستثمارات التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة (عبد العال، 2024)، بالإضافة إلى أن تحسين جودة التقارير المالية يؤدي إلى الحد من مشكلة الاختيار العكسي ومن ثم دوافع الإدارة نحو تحقيق مصالحها الشخصية، بما يؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل الخارجي، وتحقيق كفاءة الاستثمار (شرف، 2019).

وفي ذات السياق، يُعد التطبيق الجيد لقواعد حوكمة الشركات من أهم العوامل التي تساعد في تقليل الصراعات بين المساهمين والإدارة بشأن الأرباح وتخفيض تكلفة تمويل الديون، من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات في سوق رأس المال والحد من القيود المالية المتعلقة بالتمويل الخارجي، بالإضافة إلى توفير آليات الرقابة الداخلية التي تساعد في اختيار وتمويل فرص الاستثمار في المشاريع الاستثمارية المُربحة، وهو الأمر الذي يُعزز من كفاءة الاستثمار (Cheung et al., 2011).

كما يؤدي وجود لجان إدارة المخاطر الفعالة كأحد أهم آليات الحوكمة والتي يجب أن تعمل في ظل مدخل ERM إلى تحسين كفاءة الاستثمار، حيث تساعد هذه اللجان على الحد من نقص الاستثمار من خلال وجود مديرين ذوي معرفة وخبرة حول ERM، وخاصةً في ظل حالات عدم التأكد والأزمات المالية والقيود المالية، نظرًا لأن الإفصاح عن السياسات والأنشطة والإجراءات التي تقوم بتنفيذها هذه اللجان يؤدي إلى تحسين الشفافية، والحد من مشكلة الاختيار العكسي للمستثمرين وتخفيض القيود المالية، مما يترتب عليه تخفيض حدوث حالة نقص الاستثمار في الشركات. هذا، بالإضافة إلى أن لجان إدارة المخاطر الفعالة تعمل على تقييد الإفراط في الاستثمار في ظل وجود تدفقات نقدية فائضة، من خلال توجيه الشركات إلى تجنب الاستثمار في المشاريع غير المُربحة والمشاريع التي تحقق صافي قيمة حالية سالبة، بما يُسهم في تحقيق كفاءة الاستثمار وتعظيم قيمة الشركات (Jiang et al., 2024).

بناءً على ما تقدم، تعتبر مُحددات كفاءة الاستثمار مُجتمعاً آلية متكاملة تعمل على تحقيق أهداف أصحاب المصالح، ومن ثم تعظيم قيمة الشركات في سوق رأس المال. وبالتالي فإنه يجب على الشركات الاهتمام بهذه المُحددات، بغرض تحقيق حجم الاستثمار الأمثل، من خلال توجيه مصادر التمويل نحو المشاريع الاستثمارية التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة، وتجنب المشاريع الاستثمارية التي تحقق صافي قيمة حالية سالبة، بما يؤدي إلى تخفيض أو الحد من حالة الاستثمار المُفرط وكذلك حالة نقص الاستثمار.

3-3 قيمة الشركات (المفهوم، مداخل القياس وأهميتها)

يُعتبر تحقيق قيمة الشركات من أهم الأهداف التي تسعى الإدارة إلى تحقيقها، بغرض تعزيز ثروة المساهمين من خلال تعظيم القيمة السوقية للأسهم، والتي تعتبر مؤشر يستخدم في تقييم أداء الشركات في سوق رأس المال، بالإضافة إلى تحقيق رضا المستثمرين الحاليين وجذب مستثمرين جُدد (Ardillah, 2018; Faisal & Hasan, 2020).

1-3-7 مفهوم قيمة الشركات

تُعرف قيمة الشركات على أنها القيمة التي يمكن للمستثمرين دفعها مقابل امتلاك أسهم في الشركات (Agustina & Baroroh, 2016). ويعكس الاندثار الذي يتحقق للملاك وحاملي الأسهم قيمة الشركات، من خلال ارتفاع أسعار الأسهم (Iswajuni et al., 2018).

كما يُعبر تحسين أداء الشركات عن مقدرتها على تعظيم قيمتها، والتي تتوقف على مدى كفاءة القرارات الاستثمارية التي تتخذها الإدارة، وما ينتج عنها من تدفقات نقدية مستقبلية (محمد، 2018) (Gao, 2023)، حيث يؤدي اتخاذ القرارات الاستثمارية إلى تعظيم قيمة الشركات خاصةً كبيرة الحجم، حيث يجذب كبر حجم الشركات المستثمرين للاستثمار فيها والحصول على مصادر التمويل اللازمة لتنفيذ الاستثمارات المربحة، بالإضافة إلى أن الإدارة تكون أكثر مرونة ومقدرة على تعظيم الربحية، من خلال استخدام الموارد المتاحة بشكل أكثر فعالية وكفاءة، بما يوفر صورة إيجابية عن أدائها لأصحاب المصالح، وهو الأمر الذي يؤدي بدوره إلى تحقيق عوائد أكبر على الاستثمارات، ومن ثم تعظيم قيمة الشركات (Wijayaningsih & Yulianto, 2021).

2-3-7 مداخل قياس قيمة الشركات وأهميتها

هناك العديد من المداخل التي تستخدم في قياس قيمة الشركات، ويعتبر استخدام هذه المداخل ذو أهمية كبيرة بالنسبة لجميع أصحاب المصالح، حيث أنها توفر مقاييس تعكس مدى مقدرة الإدارة على تحقيق الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة. فمن منظور الإدارة، يساعد استخدام هذه المداخل الإدارة في تقييم أدائها، واتخاذ القرارات التي تعمل على تحقيق أهداف التحسين المستمر. أما من منظور أصحاب المصالح الخارجيين، فيؤدي استخدام هذه المداخل أيضًا إلى تقييم أداء الشركات، ومن ثم ترشيد اتخاذ العديد من القرارات بصفة عامة والقرارات الاستثمارية بصفة خاصة، بما يدعم من تحقيق كفاءة الاستثمار في الشركات، وكذلك تحقيق كفاءة سوق رأس المال. وتتمثل هذه المداخل في:

- **مدخل القيمة الدفترية**، والذي يقوم على فرض ثبات القوة الشرائية للنقود، وتقدر قيمة الشركات وفقًا له من خلال إجمالي الأصول أو إجمالي الالتزامات وحقوق الملكية، ويتميز هذا المدخل بأنه سهل التطبيق ويوفر الوقت والجهد، إلا أنه يواجه بعض المشكلات مثل، عدم ثبات وحدة النقد، والتغيرات في القوة الشرائية للنقود (Brealey et al., 2014).
- **مدخل التدفقات النقدية المخصومة**، تقدر قيمة الشركات وفقًا له على أساس القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية المتوقعة على مدار عمر الشركات مخصومة بمعدل خصم يعكس ظروف الشركات، ومعدلات التضخم والنمو في البيئة التي تعمل بها، وعلى الرغم من سهولة تطبيق هذا المدخل، إلا أنه في الواقع العملي يصعب قياس معدل الخصم عمليًا (Brandenburg & Seuring, 2010).
- **مدخل التكلفة الاستبدالية**، تقدر قيمة الشركات طبقًا له من خلال تقييم ممتلكات الشركات وفقًا لتكلفتها الاستبدالية، في ظل إعادة تقدير الأصول والأخذ في الاعتبار التضخم الناتج عن الزيادة المستمرة في مستوى الأسعار (Bancel & Mittoo, 2014).
- **مدخل القيمة السوقية**، وفقًا له تقدر قيمة الشركات بالقيمة السوقية للأوراق المالية وقت التقييم، ويوفر هذا المدخل المعلومات التي يحتاج إليها كافة الأطراف للمقارنة وفهم الاختلافات بين القيم السوقية والدفترية للشركات، بالإضافة إلى أنه يعكس القيمة الحقيقية للشركات، حيث يعتمد في

تقديرها على مقياس الـ Tobin's Q، والذي يعد أكثر المقاييس استخدامًا في قياس قيمة الشركات، نظرًا لما يتميز به من المصدقية من خلال اعتماده على الأسعار السائدة في السوق عند القياس، وسهولة تطبيقه بسبب توافر البيانات اللازمة له في التقارير المالية (Rahgozar, 2008) (محمد، 2018).

4-7 تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث

في ضوء مشكلة البحث وأهدافه، فإنه يمكن تقسيم الدراسات السابقة المتعلقة بمتغيرات البحث والعلاقة بينها إلى المجموعات التالية:

1-4-7 المجموعة الأولى: الدراسات التي تناولت العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وكفاءة الاستثمار.

2-4-7 المجموعة الثانية: الدراسات التي تناولت العلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركات.

3-4-7 المجموعة الثالثة: الدراسات التي تناولت العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وقيمة الشركات.

4-4-7 المجموعة الرابعة: الدراسات التي تناولت العلاقة غير المباشرة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وقيمة الشركات، من خلال توسيط كفاءة الاستثمار.

1-4-7 المجموعة الأولى: الدراسات التي تناولت العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وكفاءة الاستثمار

تُعد إدارة المخاطر المؤسسية من أهم العوامل التي تلعب دورًا أساسيًا في تحقيق كفاءة الاستثمار، بغرض الحد من الإفراط أو النقص في الاستثمار، من خلال تخفيض أو التغلب على المخاطر التي تواجه الشركات. وهناك العديد من الدراسات التي تناولت العلاقة بين إدارة المخاطر المؤسسية وكفاءة الاستثمار، وانقسمت هذه الدراسات إلى دراسات اهتمت بتناول العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر كأحد أهم خطوات تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وكفاءة الاستثمار، ودراسات اهتمت بتناول العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وكفاءة الاستثمار.

وفيما يتعلق بالدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وكفاءة الاستثمار،

فقد اختبرت دراسة (Al-Hadi et al., 2017) العلاقة بين الإفصاح عن مخاطر السوق الذي يعتبر من أهم مسؤوليات إدارة المخاطر وكفاءة الاستثمار، من خلال الحصول على (553) مشاهدة من شركات عينة الدراسة، في الفترة من عام (2007) إلى عام (2011). وتوصلت النتائج إلى أن الإفصاح عن مخاطر السوق يرتبط بشكل سلبي ومعنوي بكل من نقص الاستثمار والإفراط في الاستثمار وذلك في الشركات الأكبر حجمًا، بالإضافة إلى أن الارتباط بين الإفصاح عن مخاطر السوق ونقص الاستثمار يتضاءل خلال فترات الأزمات الاقتصادية مثل؛ الأزمة المالية العالمية في عام (2008)، وأن الارتباط بين الإفصاح عن مخاطر السوق والإفراط في الاستثمار يتضخم خلال فترات انخفاض الأزمات المالية. وأكدت النتائج على أن الإفصاح عن مخاطر السوق يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات ومشاكل الخطر الأخلاقي، مما يدعم من كفاءة الاستثمار، وهو ما يُشير إلى أن الإفصاح عن المخاطر يُعد من أهم العوامل التي تؤثر على كفاءة الاستثمار.

واتفقت نتائج دراسة (Chiu et al., 2019) مع النتائج التي توصلت إليها دراسة (AI- Hadi et al., 2017)، حيث أن الإفصاح في التقارير السنوية عن المخاطر التي تواجهها شركات العملاء يؤدي إلى تخفيض الإفراط في الاستثمار أو النقص في الاستثمار لدى الموردين، وخاصةً الذين يعملون في صناعات السلع المعمرة، وكذلك عندما يكونون أكثر قلقًا بشأن تقلب الطلب في المستقبل، وهو ما يشير إلى أن الإفصاح عن المخاطر يمكن أن يساعد الموردين في تقييم نتائج استثماراتهم مع عملائهم ومدى قدرتهم على الوفاء بالتزامات العقود، بما يؤدي إلى تحقيق كفاءة الاستثمار لدى الموردين.

كما أكدت نتائج دراسة (الجرجاوي وآخرون، 2023) أيضًا من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من (308) شركة مدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة من عام (2017) إلى عام (2021)، على أن مستوى الإفصاح المحاسبي عن المخاطر له تأثير سلبي ومعنوي على كفاءة الاستثمار. وأكدت النتائج أيضًا على ضرورة قيام الهيئات والمنظمات المهنية المسؤولة عن إصدار معايير المحاسبة المصرية، بوضع معيار مستقل للإفصاح عن المخاطر المالية وغير المالية، بما يُسهّم في تحسين جودة الإفصاح عن المخاطر، بالإضافة إلى ضرورة قيام هيئة الرقابة المالية بإصدار نشرات لتوعية الشركات التي لديها لجنة مستقلة لإدارة المخاطر بأهمية استقلال أعضائها، مع ضرورة أن يكون لديهم المؤهلات والخبرات التي تُمكنهم من الوفاء بمسئولياتهم.

على النقيض مما تقدم، قامت دراسة (Firmansyah & Triastie, 2020) باختبار أثر الإفصاح عن المخاطر على كفاءة الاستثمار، واختبار دور حوكمة الشركات في هذه العلاقة، بالتطبيق على عينة مكونة من (172) شركة صناعية مدرجة في بورصة إندونيسيا في الفترة من عام (2014) إلى عام (2017). وتوصلت النتائج إلى أن الإفصاح عن المخاطر لا يؤثر على كفاءة الاستثمار، حيث لم تحدد قواعد حوكمة الشركات الحد الأدنى للمخاطر التي يجب الإفصاح عنها، بالإضافة إلى أن هناك قصور في تنفيذ إدارة المخاطر في إندونيسيا، وأن عدم تماثل معلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها يؤثر سلبيًا على كفاءة الاستثمار، كما أن هناك دورًا فعالًا لتطبيق قواعد حوكمة الشركات في العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وكفاءة الاستثمار، من خلال الحد من التأثير السلبي للإفصاح عن المخاطر على كفاءة الاستثمار.

أما فيما يتعلق بالدراسات التي تناولت العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية ERM وكفاءة الاستثمار، فقد اختبرت دراسة (Sayyadi et al., 2018) أثر تطبيق ERM على العلاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة الاستثمار، بالتطبيق على عينة مكونة من (106) شركة مدرجة في بورصة طهران في الفترة من عام (2007) إلى عام (2016). وأوضحت النتائج أن تطبيق ERM يؤثر على العلاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة وعدم كفاءة الاستثمار الرأسمالي، وأن تطبيق ERM يؤثر بشكل سلبي ومعنوي على كفاءة الاستثمار، من خلال تخفيض الإفراط أو النقص في الاستثمار، مما يؤكد على أن تطبيق ERM يساعد المديرين في ترشيد اتخاذ القرارات المستقبلية للشركات، بما يُلبّي توقعات المساهمين التي تتعلق بالربحية.

وفي ذات السياق، اتفقت نتائج دراسة (Vidiola, 2023) التي قامت باختبار أثر تطبيق ERM على كفاءة الاستثمار في (25) شركة غير مالية مملوكة للدولة ومدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة من عام (2013) إلى عام (2018)، وكذلك دراسة (Berry- Stölzle et al., 2023) مع نتائج دراسة (Sayyadi et al., 2018)، على أن تطبيق ERM يؤثر بشكل معنوي على تحسين

كفاءة الاستثمار، من خلال ترشيد اتخاذ القرارات الاستراتيجية والتشغيلية، حيث يؤدي تطبيق ERM إلى تسهيل الحصول على التمويل الخارجي بما يخفف من مستوى نقص الاستثمار. وأشارت أيضاً نتائج دراسة (Fakhriyyah et al., 2023) بالتطبيق على عينة مكونة من (45) شركة مدرجة في بورصة إندونيسيا في الفترة من عام (2019) إلى عام (2021)، إلى أن الإفصاح عن تطبيق ERM يؤثر إيجابياً على كفاءة الاستثمار، وهو ما يؤكد على ما أشارت إليه نظرية الوكالة بأن الإفصاح عن تطبيق ERM يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات، والذي يؤدي بدوره إلى تحسين كفاءة الاستثمار.

كما أضافت نتائج دراسة (Jiang et al., 2024) من خلال الحصول على (1991) مشاهدة من عينة من الشركات المدرجة في بورصة أستراليا في الفترة من عام (2007) إلى عام (2015)، أن لجان إدارة المخاطر الفعالة التي تقوم بمسؤوليات ERM تعمل على تحسين كفاءة الاستثمار، من خلال تقييد ليس فقط الإفراط في الاستثمار ولكن أيضاً نقص الاستثمار، حيث تعمل هذه اللجان على تحسين حساسية الاستثمارات لفرص النمو والربحية، خاصةً عندما تواجه الشركات مستوى مرتفعاً من عدم التأكد في الظروف الاقتصادية والقيود المالية. ويرجع التأثير الإيجابي لهذه اللجان على كفاءة الاستثمار إلى دورها الفعال في تخفيض عدم تماثل المعلومات، وكذلك تخفيض مشاكل التدفق النقدي الحر. وأكدت النتائج على أن وجود لجنة لإدارة المخاطر كآلية للحكومة يعتبر أحد أهم مُحددات كفاءة الاستثمار.

بناءً على ما تقدم، يتضح أن هناك اتفاق بين نتائج الدراسات السابقة على أن تطبيق ERM يؤثر إيجابياً على كفاءة الاستثمار، سواء من خلال الإفصاح عن المخاطر التي تواجه الشركات أو تطبيق ERM، ومن ثم يعتبر تطبيق ERM أحد مُحركات تحقيق كفاءة الاستثمار، فيما عدا نتائج دراسة (Firmansyah & Triastie, 2020) التي أشارت إلى عدم وجود علاقة معنوية بين تطبيق ERM وكفاءة الاستثمار. كما اتضح أيضاً من خلال تناول هذه الدراسات – في حدود علم الباحثة – أن هناك نُدره في الدراسات الأجنبية التي اختبرت العلاقة بين تطبيق ERM وكفاءة الاستثمار، بالإضافة إلى عدم اهتمام الدراسات العربية باختبار العلاقة بين هذين المتغيرين، الأمر الذي يتطلب بدوره المزيد من البحث والتحليل في مدى وجود علاقة بينهما واتجاهها في الشركات التي تعمل في بيئة الأعمال المصرية. وبناءً عليه يمكن اشتقاق الفرض الأول للبحث كما يلي:

H1: يؤثر تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية على كفاءة الاستثمار في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

2-4-7 المجموعة الثانية: الدراسات التي تناولت العلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركات

يُعتبر تحقيق كفاءة الاستثمار أحد المؤشرات التي تدل على مقدرة الشركات على تعظيم قيمتها في سوق رأس المال، من خلال ترشيد اتخاذ قرارات الاستثمار التي تُحد من الإفراط في الاستثمار والنقص في الاستثمار. ولذلك تناول العديد من الدراسات وخاصةً الأجنبية علاقة كفاءة الاستثمار بقيمة الشركات، وأكدت هذه الدراسات على أن هناك عوامل متعددة تؤثر في هذه العلاقة، منها دراسة (Cho, 1998) التي اختبرت أثر هيكل الملكية على العلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركات، وأشارت النتائج إلى أن هيكل الملكية يؤدي إلى تحسين كفاءة الاستثمار ومن ثم تدعيم قيمة الشركات، بالإضافة إلى أن هناك تأثير إيجابي مباشر لكفاءة الاستثمار على قيمة الشركات.

وفي ذات السياق، اختبرت دراسة (Huang& Yan, 2012) أثر ملكية الدولة للشركات على العلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركات، وأكدت النتائج من خلال الاعتماد على (1704) مشاهدة من شركات عينة الدراسة في الفترة من عام (2007) إلى عام (2009) على أن الشركات المملوكة للدولة تحصل على موارد الائتمان بشكل أسهل من الشركات التابعة للقطاع الخاص، إلا أنه اتضح أن ذلك يؤدي إلى الإفراط في الاستثمار، وهو ما يدل على عدم تحقيق كفاءة الاستثمار ومن ثم التأثير بشكل سلبي على قيمة الشركات. وأوصت الدراسة بأنه يجب على الشركات المملوكة للدولة بذل المزيد من الجهود التي تساعد في تحسين كفاءة الاستثمار، بما يدعم من قيمتها في سوق رأس المال.

وفيما يتعلق بالملكية المؤسسية، فقد تناولت دراسة (Salehi et al., 2022) أثر كفاءة الاستثمار على قيمة الشركات، في ظل الدور المُعدّل للملكية المؤسسية واستقلال مجلس الإدارة، باستخدام عينة مُكونة من (177) شركة مدرجة في بورصة طهران في الفترة من عام (2014) إلى عام (2021). وأوضحت النتائج أن كفاءة الاستثمار تؤثر إيجابياً على قيمة الشركات، وأن كلاً من الملكية المؤسسية واستقلال مجلس الإدارة يُدعم هذا التأثير، بالإضافة إلى أن استقلال مجلس الإدارة يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات، بما يحقق كفاءة الاستثمار وتدعيم قيمة الشركات.

كما قامت دراسة (Cheung et al., 2011) باختبار أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات والملكية العائلية على تقييم الشركات من خلال كفاءة الاستثمار في الأسواق الناشئة الآسيوية، باستخدام بيانات سلسلة زمنية لمدة (3) سنوات. وتوصلت النتائج إلى أن الحوكمة الجيدة للشركات تؤدي إلى ترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية، بما يساعد في تعظيم قيمة الشركات، حيث يُحفز تطبيق قواعد حوكمة الشركات المستثمرين على الاستثمار في الشركات، وهو الأمر الذي يؤدي إلى تحسين كفاءة الاستثمار، بما ينعكس إيجابياً على تعظيم قيمة الشركات. وهو ما يؤكد على أن تطبيق قواعد حوكمة الشركات تُعد أحد أهم مُحددات تحقيق كفاءة الاستثمار.

واختبرت دراسة (Chen& Lin, 2013) أثر التفاؤل الإداري لدى المدير التنفيذي على كفاءة الاستثمار وقيمة الشركات، من خلال الحصول على (7890) مشاهدة من شركات عينة الدراسة في الفترة من عام (1998) إلى عام (2009). وأوضحت النتائج أن الشركات التي تعاني من نقص الاستثمار، فإن وجود مستوى أعلى من التفاؤل الإداري لدى المدير التنفيذي يعمل على تخفيض مستوى نقص الاستثمار، بما يدعم من قيمة الشركات. وعلى الجانب الآخر، لا يوجد دليل على أنه عندما تميل الشركات إلى الاستثمار المفرط في ظل وجود مستوى أقل من التفاؤل الإداري لدى المدير التنفيذي ستؤدي إلى تحسين كفاءة الاستثمار وتعظيم قيمة الشركات.

وبالنسبة لجودة التقارير المالية فقد أكدنا دراستنا (يوسف، 2018)، (Bae et al., 2022)، على أن هناك تأثير إيجابي لكفاءة الاستثمار على تحسين أداء الشركات وتعظيم قيمتها، من خلال المعلومات التي يتم الإفصاح عنها في التقارير المالية، والتي يعتمد عليها المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، بالإضافة إلى أن جودة التقارير المالية تؤثر إيجابياً على دقة تنبؤات المحللين الماليين، بما يدعم من كفاءة الاستثمار والأداء المالي للشركات في الأجل الطويل. وهو ما يؤكد على أن جودة التقارير المالية تعتبر أحد أهم مُحددات تحقيق كفاءة الاستثمار، وتعظيم قيمة الشركات.

كما قامت دراسة (Fauziah et al., 2021) باختبار أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركات من خلال كفاءة الاستثمار والابتكار، بالتطبيق على عينة مكونة من (504) شركة مدرجة في البورصة في الفترة من عام (2015) إلى عام (2018)، وأشارت النتائج إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والاستثمار بشكل كبير في البحوث والتطوير يؤدي إلى تقييم إيجابي للشركات من قِبل المستثمرين في سوق رأس المال، بما يعكس إيجابياً على ترشيد قراراتهم الاستثمارية، ومن ثم تعظيم القيمة السوقية لها.

وفي سياق متصل، اختبرت دراسة (Alsayegh et al., 2022) أثر أداء الاستدامة على قيمة الشركات من خلال كفاءة الاستثمار، باستخدام عينة مكونة من (9218) شركة آسيوية مدرجة في البورصة خلال الفترة من عام (2012) إلى عام (2019). وتوصلت النتائج إلى أن أداء الاستدامة الجيد يؤدي إلى زيادة كفاءة الاستثمار، حيث أن الاهتمام بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالمساهمات الاقتصادية والبيئية والاجتماعية والحوكمة يخفض من عدم تماثل المعلومات، ومن ثم المخاطر المالية التي قد تواجهها الشركات، بما يؤدي إلى تعزيز كفاءة الاستثمار وتعظيم قيمتها. وأكدت النتائج على أن العلاقة الإيجابية بين البعد الاجتماعي وكفاءة الاستثمار تُحفز المديرين على تطوير وتنفيذ سياسات المسؤولية الاجتماعية للشركات، وإدارة محافظ الاستثمار بشكل جيد، وهو الأمر الذي يؤدي بدوره إلى تعزيز قيمة الشركات.

وأكدت النتائج التي توصلت إليها دراسة (Alsayegh et al., 2022) على ما أشارت إليه نتائج دراسة (Rees & Cao, 2018)، من خلال اختبار العلاقة بين كفاءة الاستثمار في العمالة كأحد أهم عناصر المسؤولية الاجتماعية للشركات وأداء الشركات، باستخدام عينة مكونة من (2680) شركة أمريكية في الفترة من عام (1995) إلى عام (2015)، والتي أوضحت أن الاهتمام بالعمالة وتدعيم العلاقة معهم يؤدي إلى تخفيض احتمال الإفراط أو نقص الاستثمار في العمالة، وهو ما يؤدي إلى تحسين إنتاجية الشركات وربحيته، ومن ثم تعظيم قيمتها.

هذا، وقد تناول العديد من الدراسات دور كفاءة الاستثمار **كمُتغير مُعدل** في علاقة العديد من المتغيرات بقيمة الشركات، منها دراسة (Feng, 2016) التي قامت باختبار أثر كفاءة الاستثمار على العلاقة بين عمليات الاندماج والاستحواذ وقيمة الشركات، واعتمدت على (38485) مشاهدة للشركات المدرجة في البورصة في الفترة من عام (2010) إلى عام (2014). وتوصلت النتائج إلى أن كفاءة الاستثمار تؤثر إيجابياً على العلاقة بين عمليات الاندماج والاستحواذ وقيمة الشركات، حيث أن زيادة كفاءة الاستثمار في الشركات تؤدي إلى ترشيد اتخاذ قرارات الاندماج والاستحواذ، بما يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركات.

كما تناولت أيضاً دراسة (Wijayaningsih & Yulianto, 2021) اختبار العلاقة بين هيكل رأس المال وحجم وربحية وقيمة الشركات، في ظل قرارات الاستثمار كمُتغير مُعدل، بالتطبيق على عينة مكونة من (22) شركة صناعية مدرجة في البورصة في الفترة من عام (2016) إلى عام (2019). وأوضحت النتائج أن قرارات الاستثمار تعمل على تدعيم تأثير الربحية على قيمة الشركات، ولكنها لا تدعم من تأثير هيكل رأس المال وحجم الشركات على قيمة الشركات، وهو ما يؤكد على أن كفاءة قرارات الاستثمار تزيد من فرص الشركات في تحقيق الربحية، الأمر الذي يُعزز من دورها في تعظيم قيمة الشركات.

وفي ذات السياق، استهدفت دراسة (حسن وآخرون، 2023) اختبار العلاقة بين قوة المدير التنفيذي وقيمة الشركات، وأثر كفاءة الاستثمار على هذه العلاقة، باستخدام عينة مكونة من (117) شركة مدرجة بالبورصة المصرية في الفترة من عام (2017) إلى عام (2021). وتوصلت النتائج إلى أن هناك علاقة سلبية ومعنوية بين قوة المدير التنفيذي وقيمة الشركات، وعدم وجود علاقة بين قوة المدير التنفيذي وكفاءة الاستثمار، بالإضافة إلى وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركات، في حين أنه لا يوجد تأثير لكفاءة الاستثمار على العلاقة بين قوة المدير التنفيذي وقيمة الشركات.

وعلى النقيض مما سبق، فقد أشارت نتائج دراسة (Rahma& Arifin, 2022) بالتطبيق على شركات التصنيع المدرجة في بورصة إندونيسيا في الفترة من عام (2016) إلى عام (2020)، إلى أنه ليس هناك تأثير لقرارات الاستثمار على قيمة الشركات، وأوضحت أن ذلك بسبب ارتفاع مستوى مخاطر الاستثمار في المستقبل، وهو الأمر الذي يؤثر بشكل سلبي على ثقة المستثمرين في الاستثمار في الشركات.

في ضوء ما تقدم، يتضح أن هناك العديد من العوامل التي تؤثر على كفاءة الاستثمار ومن ثم قيمة الشركات، واتفقت معظم نتائج الدراسات على أن هذه العوامل تؤثر بشكل إيجابي على تحسين كفاءة الاستثمار، والذي يؤدي بدوره إلى تعظيم قيمة الشركات، وهو ما يؤكد على أن هناك علاقة إيجابية بين تحقيق كفاءة الاستثمار وتعظيم قيمة الشركات، فيما عدا دراسة (Huang & Yan, 2012) التي أشارت إلى أن ملكية الدولة للشركات تؤثر سلباً على كفاءة الاستثمار، ومن ثم قيمة الشركات. كما اتضح أن هناك اختلاف في نتائج الدراسات التي تناولت كفاءة الاستثمار كمتغير مُعدل، حيث توصل البعض منها إلى أن هناك تأثير إيجابي لكفاءة الاستثمار على العلاقة بين كلٍ من الاندماج والاستحواذ والربحية وقيمة الشركات، في حين أشارت دراسة (Rahma& Arifin, 2022) إلى أنه لا يوجد تأثير لقرارات الاستثمار وكفاءة الاستثمار على قيمة الشركات. هذا، بالإضافة إلى أنه على الرغم من تعدد الدراسات الأجنبية التي تناولت العلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركات، إلا أن هناك ندرة في الدراسات العربية- في حدود علم الباحثة- التي تناولت العلاقة بين هذين المتغيرين، الأمر الذي يتطلب المزيد من الدراسة والتحليل لاختبار مدى وجود هذه العلاقة واتجاهها في الشركات التي تعمل بيئة الأعمال المصرية. وبالتالي يمكن اشتقاق الفرض الثاني للبحث كما يلي:

H₂: تؤثر كفاءة الاستثمار على قيمة الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

3-4-7 المجموعة الثالثة: الدراسات التي تناولت العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وقيمة الشركات

تلعب إدارة المخاطر المؤسسية ERM دوراً هاماً في تعظيم قيمة الشركات. وتعتبر قيمة الشركات مؤشراً يستخدم لتقييم أدائها المالي من قبل المستثمرين (Ismanu et al., 2021). ولذلك اختبر العديد من الدراسات العلاقة بين تطبيق ERM وقيمة الشركات وأدائها وبصفة خاصة أدائها المالي لما له من آثار إيجابية على قيمة الشركات. وبالتالي انقسمت هذه الدراسات ما بين دراسات تناولت العلاقة بين تطبيق ERM وقيمة الشركات، ودراسات أخرى تناولت العلاقة بين تطبيق ERM وأداء الشركات، على اعتبار أنه مقياس يُعبر عن قيمة الشركات.

وفيما يتعلق بالدراسات التي تناولت العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وقيمة الشركات، فقد قامت دراسة (Lechner & Gatzert, 2018) باختبار أثر خصائص الشركات على تطبيق ERM، وكذلك اختبار أثر تطبيق ERM على قيمة الشركات، بالتطبيق على عينة مكونة من (160) شركة مدرجة في بورصة ألمانيا في الفترة من عام (2009) إلى عام (2013). وتوصلت النتائج إلى أن كلاً من الشركات كبيرة الحجم والتي تعمل في قطاعات جغرافية مختلفة (التنوع الدولي)، والتي تعمل في قطاع البنوك والتأمين والطاقة أكثر تطبيقاً لـ ERM، بالإضافة إلى عدم وجود تأثير لكلٍ من الرافعة المالية وهيكل رأس المال والتنوع الصناعي والمراجعة من قبل أحد مكاتب المراجعة الكبار على تطبيق ERM، فضلاً عن أن تطبيق ERM يؤثر إيجابياً على قيمة الشركات.

كما اختبرت دراسة (Iswajuni et al., 2018) أثر تطبيق ERM على قيمة الشركات باستخدام مقياس الـ Tobin's Q، بالتطبيق على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة إندونيسيا في الفترة من عام (2010) إلى عام (2013). وتوصلت النتائج إلى أن تطبيق ERM يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركات. وهدفت دراسة (Farida et al., 2019) إلى اختبار أثر مُحددات الإفصاح عن تطبيق ERM على رأى المراجع وقيمة الشركات، وكذلك اختبار أثر رأى المراجع على قيمة الشركات، بالتطبيق على عينة مكونة من (12) شركة من شركات التأمين المدرجة في بورصة إندونيسيا في الفترة من عام (2013) إلى عام (2017). وأظهرت النتائج أن كلاً من حجم الشركات والرافعة المالية ووجود لجنة إدارة المخاطر يؤثر إيجابياً على الإفصاح عن تطبيق ERM، بالإضافة إلى أن تطبيق ERM يؤثر إيجابياً على كلٍ من قيمة الشركات، ورأى المراجع الذي يؤثر بدوره بشكل إيجابي على تعظيم قيمتها. وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Faisal & Hasan, 2020) بالاعتماد على عينة مكونة من (110) شركة صناعية مدرجة في بورصة إندونيسيا في الفترة من عام (2013) إلى عام (2017).

وفي ذات السياق، أشارت نتائج دراسة (Ismanu et al., 2021) التي اختبرت أثر تطبيق ERM على قيمة الشركات باستخدام مقياس Tobin's Q، بالتطبيق على عينة مكونة من (12) شركة خدمات مالية مصرفية، (7) شركات عقارية في الفترة من عام (2017) إلى عام (2020)، إلى أن هناك علاقة إيجابية بين تطبيق ERM وقيمة الشركات، حيث أنه خلال جائحة كوفيد 19 شهدت الشركات انخفاضاً في الأداء المالي، بما أدى إلى أهمية تطبيق ERM بغرض تعظيم قيمة الشركات.

كما اختبرت دراسة (Chairani & Siregar, 2021) العلاقة بين تطبيق ERM والأداء المالي وقيمة الشركات، وكذلك اختبار الدور المُعدل للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي في هذه العلاقة، من خلال التطبيق على الشركات المدرجة في بورصة إندونيسيا وماليزيا والفلبين وسنغافورة وتايلاند في الفترة من عام (2014) وحتى عام (2018) بإجمالي عدد مشاهدات (680) مشاهدة. وأوضحت النتائج أن تطبيق ERM يؤثر إيجابياً ومعنوياً على الأداء المالي وقيمة الشركات، بالإضافة إلى أن كلاً من الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي يلعب دوراً إيجابياً في تدعيم تأثير تطبيق ERM على قيمة الشركات وأدائها المالي.

وتناولت أيضاً دراسة (Kwintana & Hanggraeni, 2023) أثر تطبيق ERM على كلٍ من الربحية وتكلفة الديون وقيمة الشركات، ودور الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي كمتغير مُعدل في هذه العلاقات، بالتطبيق على عينة مكونة من (148) شركة في دول جنوب شرق آسيا خلال الفترة من عام (2017) إلى عام (2021). وتوصلت النتائج إلى أن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي يعمل على تدعيم الأثر الإيجابي لتطبيق ERM على الربحية، وتكلفة الديون، وقيمة الشركات. كما قامت دراسة (Farooq et al., 2024) باختبار العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وقيمة الشركات،

وكذلك اختبار الدور الوسيط لتطبيق ERM، والدور المُعدل لحوكمة الشركات في هذه العلاقة، بالتطبيق على عينة مُكونة من (119) شركة مدرجة في بورصة باكستان في الفترة من عام (2010) وحتى عام (2021). وأكدت النتائج على أن المسؤولية الاجتماعية للشركات ترتبط بشكل إيجابي بقيمة الشركات، وأن تطبيق ERM يتوسط هذه العلاقة الإيجابية ويُدعمها، كما اتضح أن فعالية حوكمة الشركات تُعزز العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وقيمتها.

وعلى النقيض مما تقدم، فقد أشار بعض الدراسات إلى أن هناك علاقة سلبية بين تطبيق ERM وقيمة الشركات منها، دراسة (Ali et al., 2019) التي اختبرت العلاقة بين تطبيق ERM وأداء الشركات الذي تم قياسه بمقياس الـ Tobin's Q كمقياس لقيمة الشركات، بالتطبيق على عينة مُكونة من (89) شركة من بين أفضل (100) شركة مدرجة في بورصة ماليزيا في الفترة من عام (2010) وحتى عام (2016). وتوصلت النتائج إلى أن هناك علاقة سلبية بين تطبيق ERM وأداء الشركات (قيمة الشركات)، بالإضافة إلى أن كلاً من كبر حجم الشركات وارتفاع نسبة الرافعة المالية لا يؤثر على أدائها في ظل تطبيق ERM، في حين أن معدل العائد على الأصول يرتبط إيجابياً بأداء الشركات في ظل تطبيق ERM، وأن مراجعة الشركات من قِبَل أحد مكاتب المراجعة الكبار لا يؤثر على تطبيقها لـ ERM.

وفي ذات السياق، اختبرت دراسة (Saputra et al., 2023) أثر الإفصاح عن تطبيق ERM ورأس المال الفكري على قيمة الشركات باستخدام مقياس الـ Tobin's Q، بالتطبيق على عينة مُكونة من (45) شركة مدرجة في بورصة إندونيسيا في الفترة من عام (2018) إلى عام (2020). وتوصلت النتائج إلى أن تطبيق ERM يؤثر سلباً على قيمة الشركات، وقد يرجع ذلك إلى أن الإفصاح عن تطبيق ERM يؤدي إلى رد فعل سلبي من قِبَل المستثمرين لاعتقادهم أن الشركات لديها مخاطر كبيرة، مما يجعل لديهم مخاوف للاستثمار فيها، وهو الأمر الذي يترتب عليه انخفاض قيمة الشركات.

هذا، وقد توصلت دراسة (Anton, 2018) إلى **نتائج مختلطة** عند اختبار أثر تطبيق ERM على قيمة الشركات باستخدام مقياس الـ Tobin's Q، بالتطبيق على عينة مُكونة من (65) شركة مدرجة في بورصة رومانيا عن فترة ما قبل الأزمة المالية العالمية من عام (2001) إلى عام (2007)، والفترة من عام (2001) إلى عام (2011) التي تضمنت الأزمة المالية العالمية، حيث أوضحت النتائج فيما يتعلق بالفترة الأولى أن تطبيق ERM يؤثر إيجابياً على قيمة الشركات وخاصةً الشركات كبيرة الحجم، أما نتائج الفترة الثانية أشارت إلى أن تطبيق ERM لا يؤثر على قيمة الشركات، مما ترتب عليه تزايد الضغوط على الشركات لتطبيق مدخل أكثر شمولاً وتكاملاً لإدارة المخاطر.

وعلى جانب آخر، توصلت نتائج بعض الدراسات إلى أن تطبيق ERM لا يؤثر على قيمة الشركات منها، دراسة (Agustina & Baroroh, 2016) التي اختبرت أثر تطبيق ERM على قيمة الشركات، من خلال الأداء المالي كمتغير وسيط في العلاقة بينهما. وأظهرت النتائج أن تطبيق ERM ليس له تأثير على قيمة الشركات وربحيته، بينما تؤثر الربحية بشكل إيجابي ومعنوي على قيمة الشركات، ولم يتوسط الأداء المالي (الربحية) العلاقة بين تطبيق ERM وقيمة الشركات. كما أكدت نتائج دراسة (Maruhun et al., 2019) التي اختبرت أثر تطبيق ERM على تعظيم القيمة للمساهمين، والتي تم قياسها من خلال ثلاث متغيرات وهي قيمة الشركات التي استخدم في قياسها مقياس الـ Tobin's Q، وتكاليف العُسر المالي، ومعالجة مشكلات نقص الاستثمار، بالتطبيق على عينة مُكونة من (201) شركة مدرجة في بورصة ماليزيا، وتوصلت النتائج إلى أن تطبيق ERM يؤثر إيجابياً ومعنوياً على كلٍ من تخفيض تكاليف العُسر المالي ومعالجة مشكلات نقص الاستثمار، ولم يوجد تأثير لتطبيق ERM على قيمة الشركات.

أما فيما يتعلق بالدراسات التي تناولت العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وأداء الشركات، فقد اختبرت دراسة (Annamalah et al., 2018) أثر تطبيق ERM على تحسين أداء الشركات (الربحية، تعظيم القيمة للمساهمين، تكلفة رأس المال)، من خلال استخدام مقياس القيمة الاقتصادية المضافة كمقياس للأداء بدلاً من استخدام مقياس الـ Tobin's Q، واعتمدت الدراسة على عينة من الشركات التي تعمل في قطاع النفط والغاز بماليزيا. وتوصلت النتائج إلى أن تطبيق ERM يؤدي إلى تخفيض المخاطر التشغيلية، والسياسية، ومخاطر السوق، والمخاطر البيئية والصحة والسلامة المهنية، بما يؤثر إيجابياً ومعنوياً على تحسين أداء الشركات. كما اختبرت دراسة (Yang et al., 2018) الدور الوسيط للميزة التنافسية بين تطبيق ERM وأداء الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم في باكستان، ودور المعرفة/الخبرة المالية Financial Literacy كمتغير مُعدل في العلاقة بين تطبيق ERM والميزة التنافسية، من خلال التطبيق على عينة مكونة من (304) شركة. وأظهرت النتائج أن تطبيق ERM يؤدي إلى تدعيم الميزة التنافسية وتحسين أداء الشركات، بالإضافة إلى أن الميزة التنافسية تتوسط جزئياً العلاقة بين تطبيق ERM وأدائها، وأن المعرفة المالية تؤثر إيجابياً على العلاقة بين تطبيق ERM والميزة التنافسية.

وقامت دراسة (Naseem et al., 2020) باختبار الدور الوسيط لتطبيق ERM في العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وأدائها، بالاعتماد على عينة مكونة من (1021) شركة في منطقة آسيا والمحيط الهادي خلال الفترة من عام (2006) وحتى عام (2016). وأشارت النتائج إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات ترتبط إيجابياً بكل من أداء الشركات وتطبيق ERM، كما أن تطبيق ERM يتوسط جزئياً العلاقة الإيجابية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وأدائها. وكذلك اختبرت دراسة (Shatnawi et al., 2022) دور تطبيق ERM كمتغير مُعدل في العلاقة بين فعالية مجلس الإدارة وأداء السوق في الأردن، باستخدام عينة مكونة من (76) شركة مدرجة في بورصة عمان في الفترة من عام (2009) إلى عام (2017). وأكدت النتائج على أن تطبيق ERM يؤثر إيجابياً على العلاقة بين فعالية مجلس الإدارة وأداء السوق، حيث يؤدي تطبيق ERM إلى تدعيم العلاقة بين فعالية مجلس الإدارة والعائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية، والـ Tobin's Q.

وفي سياق متصل، اختبرت دراسة (Adenutsi & Whajah, 2023) أثر تطبيق ERM على الأداء التشغيلي والمالي، وأثر الميزة التنافسية على الأداء التشغيلي والمالي، وكذلك اختبرت الدور الوسيط للميزة التنافسية والوعي المالي في العلاقة بين تطبيق ERM والأداء التشغيلي والمالي للشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم في غانا، بالتطبيق على عينة مكونة من (8384) شركة. وأوضحت النتائج أن كلاً من تطبيق ERM والميزة التنافسية يؤثر بشكل إيجابي على الأداء المالي والتشغيلي، وأن الوعي المالي لا يتوسط العلاقة بين تطبيق ERM والأداء المالي، على الرغم من أنه يتوسط جزئياً العلاقة بين تطبيق ERM والأداء التشغيلي، كما تتوسط الميزة التنافسية جزئياً العلاقة بين تطبيق ERM وكل من الأداء المالي، والأداء التشغيلي. كما أكدت نتائج دراسة (Yoewono & Prabowo, 2024) على أن تطبيق ERM يؤثر إيجابياً على أداء البنوك، من خلال إجراء دراسة ميدانية على عينة مكونة من (250) مفردة من كبار المصرفيين في (25) بنك في إندونيسيا، حيث تقوم البنوك بوضع استراتيجيات مبتكرة لـ ERM والاستفادة من مواردها، بما يؤدي إلى تحسين أدائها، وتدعيم مركزها التنافسي.

و على النقيض مما تقدم، فقد توصلت نتائج دراسة (Soladoye et al., 2024) التي قامت باختبار أثر تطبيق ERM على ربحية شركات التأمين في نيجيريا، باستخدام عينة مكونة من (37) شركة في الفترة من عام (2010) وحتى عام (2019)، إلى أن تطبيق ERM يؤثر بشكل سلبي على العائد على الأصول.

هذا، وقد توصل بعض الدراسات التي تناولت العلاقة بين تطبيق ERM وأداء الشركات إلى نتائج مختلطة منها، دراسة (Angeline & Teng, 2018) التي اختبرت مدى تطبيق إطار COSO (2004) في الشركات الصناعية صغيرة ومتوسطة الحجم في ماليزيا، وأثر تطبيقه على أداء المبيعات، من خلال الاعتماد على عينة مكونة من (152) شركة في عام (2016). وتوصلت النتائج إلى أن البيئة الرقابية والرغبة في المخاطرة تعتبر أكثر عناصر الإطار تطبيقاً، كما اتضح فيما يتعلق بأثر تطبيق عناصر الإطار على أداء المبيعات أن كلاً من عنصر تقييم المخاطر، وأنشطة الرقابة يرتبط إيجابياً بأداء المبيعات، أما بالنسبة للمعلومات والاتصالات اتضح أنها تؤثر بشكل سلبي على أداء المبيعات. كما أشارت نتائج دراسة (Nasr et al., 2019) التي هدفت إلى اختبار العلاقة بين تطبيق ERM والأداء المالي للشركات، والذي تم قياسه في الأجل القصير باستخدام معدل العائد على حقوق الملكية، وفي الأجل الطويل باستخدام مقياس الـ Tobin's Q، بالتطبيق على عينة مكونة من (20) بنك في إيران عن عامي (2014، 2015)، وتوصلت النتائج إلى أن هناك علاقة إيجابية ومعنوية بين تطبيق ERM والأداء المالي في الأجل الطويل، ولم يوجد تأثير لتطبيق ERM على الأداء المالي في الأجل القصير.

أيضاً هدفت دراسة (Setapa & Zakwan, 2019) إلى تطوير إطار مفاهيمي لمحددات تطبيق ERM، واختبار أثر تطبيقه على أداء مؤسسات التعليم العالي الخاصة بماليزيا، باستخدام عينة مكونة من (217) مؤسسة تعليمية مدرجة بموقع وزارة التعليم العالي في عام (2015). وتوصلت النتائج إلى أن كلاً من العوامل الداخلية (وجود مدير لإدارة المخاطر، ودعم الإدارة العليا، وتوفير التعلم والتدريب) تعتبر من محركات تطبيق ERM، والذي يؤثر إيجابياً على أداء هذه المؤسسات (الإداري، المالي، التسويقي)، في حين أنه في ظل العوامل الخارجية (القوانين والتشريعات، حوكمة الشركات، المراجعة الخارجية) لا يؤثر تطبيق ERM على أدائها. وعلى جانب آخر، فقد أشارت نتائج دراسة (Almaazmi et al., 2024) التي قامت باختبار أثر تطبيق ERM على الأداء المالي وغير المالي في المستشفيات في دولة الإمارات، من خلال الاعتماد على (227) قائمة استقصاء، إلى أن تطبيق ERM لا يؤثر على الأداء المالي وغير المالي للمستشفيات.

تأسيساً على ما تقدم، يتضح أنه على الرغم من تعدد الدراسات الأجنبية التي تناولت سواء العلاقة بين تطبيق ERM وقيمة الشركات أو العلاقة بين تطبيق ERM وأداء الشركات، إلا أن هناك اختلاف في نتائج هذه الدراسات سواء استخدمت تطبيق ERM على أنه متغير مستقل أو تابع أو وسيط أو مُعدّل، حيث اتضح أن هناك دراسات أكدت على وجود علاقة إيجابية بين تطبيق ERM وكل من قيمة الشركات وأدائها، في حين أكدت دراسات أخرى على أن هناك علاقة سلبية بين تطبيق ERM وكل من قيمة الشركات وأدائها، بينما توصلت دراسات أخرى إلى نتائج مختلطة إيجابية وسلبية بين تطبيق ERM وكل من قيمة الشركات وأدائها، في حين أشار البعض الآخر من الدراسات إلى أنه لا يوجد علاقة بين تطبيق ERM وكل من قيمة الشركات وأدائها. هذا، فضلاً عن أنه تبين عدم اهتمام الدراسات العربية في حدود علم الباحثة بتناول العلاقة بين تطبيق ERM وقيمة الشركات أو أدائها، مما يتطلب المزيد من البحث والدراسة حول هذه العلاقة في بيئة الأعمال المصرية، بغرض تحديد مدى وجودها واتجاهها. وبالتالي يمكن اشتقاق الفرض الثالث للبحث كما يلي:

H3: يؤثر تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية على قيمة الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

4-4-7 المجموعة الرابعة: الدراسات التي تناولت العلاقة غير المباشرة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وقيمة الشركات، من خلال توسيط كفاءة الاستثمار

يسهم تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية الفعال في تخفيض المخاطر التي تواجه الشركات والحد منها، بما يعكس صورة إيجابية عن أدائها لجميع أصحاب المصالح في سوق رأس المال، وهو الأمر الذي يؤدي إلى جذب المزيد من الاستثمارات التي يتم تقييمها والمفاضلة بينها، بغرض اختيار الاستثمارات التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة، وتجنب الاستثمارات التي تحقق صافي قيمة حالية سالبة، بما يحقق كفاءة الاستثمار، ومن ثم تعظيم قيمة الشركات.

هذا، ولأهمية دور إدارة المخاطر المؤسسية في تحقيق كفاءة الاستثمار وتدعيم قيمة الشركات، فقد قامت بعض الدراسات بتناول العلاقة بينهم منها، دراسة (Jafari et al., 2011)، التي هدفت إلى اختبار العلاقة بين تطبيق ERM وأداء الشركات، بالتطبيق على عينة مكونة من (52) شركة صناعية مدرجة في بورصة طهران (13) خلال الفترة من عام (2003) إلى عام (2008). وتوصلت النتائج إلى أن هناك علاقة إيجابية ومعنوية بين تطبيق ERM وأداء الشركات، وخاصة التي حققت كفاءة الاستثمار في كلٍ من البحوث والتطوير والابتكارات ورأس المال الفكري، حيث يساعد الاستثمار في هذه المجالات إلى تحسين الربحية ومن ثم تدعيم ثقة كبار المستثمرين في أدائها، وتحفيزهم على اتخاذ قرارات الاستثمار فيها، وهو الأمر الذي يؤدي بدوره إلى تحقيق كفاءة الاستثمار وتعظيم قيمتها، وتدعيم الميزة التنافسية لها في سوق رأس المال.

كما اختبرت دراسة (Faisal et al., 2021) أثر قرارات الاستثمار كمتغير وسيط في العلاقة بين تطبيق ERM وقيمة الشركات، باستخدام عينة مكونة من (224) شركة مدرجة في بورصة إندونيسيا في الفترة من عام (2017) إلى عام (2018). وأظهرت النتائج أن تطبيق ERM لا يزال في مراحله الأولى، بالإضافة إلى أن هناك تأثير إيجابي لتطبيق ERM وقرارات الاستثمار على قيمة الشركات، وأن قرارات الاستثمار تلعب دوراً وسيطاً في العلاقة بين تطبيق ERM وقيمة الشركات، وأن تطبيق ERM يسهم في تحسين فعالية قرارات الاستثمار، وتحسين أداء وتعظيم قيمة الشركات. كما أكدت النتائج أيضاً على أهمية تنمية وعي أصحاب المصالح بأهمية تطبيق ERM خاصة في إندونيسيا، وأشارت إلى أن هناك ندرة في الدراسات التي تختبر أثر تطبيق ERM على قيمة الشركات خاصة في البلدان النامية، بالإضافة إلى ندرة الدراسات التي تتناول دور قرارات الاستثمار في العلاقة بين تطبيق ERM وقيمة الشركات.

وفي ذات السياق، قامت دراسة (Alfisyahrin & Hanggraeni, 2024) باختبار أثر تطبيق ERM وقرارات الاستثمار على أداء الشركات، مع اختبار دور العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة كمتغير مُعدل في هذه العلاقة، بالتطبيق على الشركات غير المالية والحصول على (770) مشاهدة في الفترة من عام (2018) إلى عام (2022). وأوضحت النتائج أن هناك علاقة إيجابية بين تطبيق ERM وقرارات الاستثمار ومقاييس أداء الشركات (PBV, Tobin's Q, ROA)، بالإضافة إلى أن العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة تعمل على تفعيل العلاقة بين تطبيق ERM والأداء المالي للشركات (ROA)، وكذلك تفعيل العلاقة بين قرارات الاستثمار وأداء الشركات في سوق رأس المال (PBV, Tobin's Q). كما أكدت النتائج على أن الدمج بين تطبيق ERM وقرارات الاستثمار الاستراتيجية يؤدي إلى تحسين الأداء المالي، وتعظيم قيمة الشركات في سوق رأس المال.

كما أشارت نتائج دراسة (Jiang et al., 2024) التي اختبرت ما إذا كان التأثير الإيجابي لتطبيق إدارة المخاطر على أداء الشركات، وقيمتها يحدث من خلال كفاءة الاستثمار، وما إذا كانت لجنة إدارة المخاطر تعتبر آلية حوكمة تُسهم في هذا التأثير. وتوصلت النتائج إلى أن هناك تأثير إيجابي لوجود لجنة إدارة مخاطر فعّالة تقوم بمسؤوليات ERM على أداء وقيمة الشركات في المستقبل، من خلال تحسين كفاءة الاستثمار كمتغير وسيط. وأكدت النتائج على أن دمج ERM في حوكمة الشركات يؤدي إلى تحسين أداء الشركات، بالإضافة إلى أن فعالية دور لجنة إدارة مخاطر يتوقف على بعض الخصائص التي يجب توافرها في أعضائها، والتي من أهمها أن يكون لديهم المعرفة والخبرة حول كيفية تطبيق ERM، بما يُعزز من كفاءة الاستثمار وقيمة الشركات.

بناءً على ما تقدم، يلاحظ أن هناك اتفاق بين نتائج الدراسات على أن كفاءة الاستثمار تتوسط العلاقة بين تطبيق ERM وقيمة الشركات، حيث أكدت هذه النتائج على أن تطبيق ERM يؤدي إلى ترشيد اتخاذ قرارات الاستثمار، بما يحقق كفاءة الاستثمار، والذي يُدعم بدوره من قيمة الشركات. هذا، وعلى الرغم من أهمية تطبيق ERM ودوره الإيجابي في تحقيق كفاءة الاستثمار وتعظيم قيمة الشركات، إلا أنه اتضح أن هناك ثغرة في الدراسات الأجنبية- في حدود علم الباحثة- التي تناولت دور كفاءة الاستثمار كمتغير وسيط في العلاقة بين تطبيق ERM وقيمة الشركات، بالإضافة إلى عدم اهتمام الدراسات العربية- في حدود علم الباحثة- باختبار هذه العلاقة، حيث لم يتم التوصل إلى دراسة تناولت هذه المتغيرات مُجمعة، وهو الأمر الذي يتطلب المزيد من البحث والتحليل لتلك العلاقة في بيئة الأعمال المصرية. وبالتالي يمكن اشتقاق الفرض الرابع للبحث كما يلي:

H4: يوجد تأثير وسيط لكفاءة الاستثمار على العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وقيمة الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

5-7 منهجية البحث

تناول البحث في الجزء الأول الدراسة النظرية التي من خلالها تم اشتقاق الفروض الإحصائية المزمع اختبارها، وكذلك سيُتناول البحث في الجزء التالي الدراسة التطبيقية من خلال عرض العناصر التالية.

1-5-7 هدف الدراسة التطبيقية

تستهدف الدراسة التطبيقية اختبار الفروض الإحصائية التي تم اشتقاقها، بغرض اختبار أثر تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية على كفاءة الاستثمار، وكذلك اختبار أثر كفاءة الاستثمار على قيمة الشركات، بالإضافة إلى اختبار أثر تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية على قيمة الشركات، وأخيراً اختبار أثر كفاءة الاستثمار كمتغير وسيط على العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وقيمة الشركات.

2-5-7 مجتمع وعينة الدراسة

يشمل مجتمع الدراسة كافة الشركات المساهمة غير المالية المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة من عام (2018) وحتى عام (2023)، ويشتمل مجتمع الدراسة على (10) قطاعات وفقاً لتصنيف قطاعات سوق المال المصري. وقد تم استبعاد القطاع المالي بالكامل والذي يشمل

د. ولاء علي أحمد أحمد شعبان

البنوك والشركات المالية غير المصرفية، نظراً لطبيعتها الخاصة من حيث طبيعة النشاط والتشريعات والمعالجات المحاسبية. كما تم استبعاد الشركات التي لا يتوافر عنها بيانات عن متغيرات الدراسة. وبالتالي، تم اختيار عينة تتكون من (50) شركة غير مالية بإجمالي عدد مشاهدات (300) مشاهدة. ويوضح الجدول رقم (1) حصر وتبويب عينة الدراسة وفقاً للقطاعات التي تنتمي إليها، ونسبة مشاهدات كل قطاع بالنسبة لإجمالي مشاهدات مفردات العينة.

جدول رقم (1): عدد شركات العينة والتكرارات مصنفة وفقاً للقطاعات

النسبة المئوية	المشاهدات	عدد الشركات	القطاع
26%	78	13	العقارات
20%	60	10	أغذية ومشروبات وتبغ
6%	18	3	الرعاية الصحية والأدوية
8%	24	4	مقاولات وإنشاءات هندسية
10%	30	5	الموارد الأساسية
10%	30	5	مواد البناء
4%	12	2	منسوجات و سلع معمرة
2%	6	1	ورق و مواد تعبئة وتغليف
4%	12	2	خدمات النقل والشحن
10%	30	5	السياحة والترفيه
100%	300	50	الإجمالي

3-5-7 مصادر الحصول على البيانات

اعتمدت الباحثة في جمع بيانات الدراسة التطبيقية على تحليل محتوى التقارير المالية لشركات العينة خلال فترة الدراسة، حيث تعتمد الدراسة التطبيقية على البيانات التاريخية الفعلية بمصادر المعلومات المتاحة على موقع أرقام، وموقع شركة مصر، وموقع مباشر مصر، والمواقع الإلكترونية للشركات عينة الدراسة، وموقع البورصة المصرية.

4-5-7 توصيف وقياس متغيرات الدراسة

- المتغير التابع- قيمة الشركات Tobin's Q

هناك العديد من المقاييس التي تستخدم في قياس قيمة الشركات، وقد تم الاعتماد على مقياس Tobin's Q، نظراً لأنه يتميز بالمصداقية من خلال اعتماده على الأسعار السائدة في السوق، كما أنه يعتبر المقياس الأكثر استخداماً في الدراسات السابقة منها، دراسة كل من (Anton, 2018; Maruhun et al., 2019; Ismanu et al., 2021; Shatnawi et al., 2022; Saputra et al., 2023; Alfisyahrin & Hanggraeni, 2024). كما تتوفر بياناته في بيئة الأعمال المصرية، ويتم حسابه من خلال المعادلة التالية:

قيمة الشركات =Tobin's Q = القيمة الدفترية للالتزامات + القيمة السوقية لحقوق الملكية

إجمالي الأصول

- المتغير المستقل- إدارة المخاطر المؤسسية ERM

اعتمدت الباحثة في قياس إدارة المخاطر المؤسسية ERM على المؤشر الذي طورته دراسة (Gordon et al., 2009)، وهو عبارة عن مؤشر مركب لتحديد مدى جودة أو فعالية تطبيق ERM. ويتكون هذا المؤشر من ناتج جمع ثمانية مؤشرات مختلفة، والتي تعبر عن الأهداف الأربعة التي يهدف إليها إطار ERM، والتي تتمثل في هدف الإستراتيجية، وهدف العمليات، وهدف إعداد التقارير، وهدف الالتزام بالقوانين والتشريعات، حيث يتم قياس كل هدف من هذه الأهداف بمؤشرين. ويتم حساب مؤشر مدى جودة أو فعالية تطبيق ERM من خلال المعادلة التالية:

$$ERMI = \sum_{k=1}^2 Strategy_k + \sum_{k=1}^2 Operation_k + \sum_{k=1}^2 Reporting_k + \sum_{k=1}^2 Compliance_k$$

هذا، ويتم تناول أهداف إطار إدارة المخاطر المؤسسية ومؤشرات قياسها، وفقاً لمؤشر (Gordon et al., 2009) على النحو التالي:

- 1- الإستراتيجية: تشير إلى إستراتيجية الشركة التي تميزها عن منافسيها، حيث أن تحقيق الشركة للميزة التنافسية يؤدي إلى تعظيم قيمتها. ويمكن قياس مدى نجاح أو فعالية إستراتيجية الشركة من خلال المؤشرين التاليين:
- أ- مؤشر الانحراف المعياري لمبيعات الشركة عن مبيعات الصناعة، والذي يتم حسابه بالمعادلة التالية:

$$Strategy_1 = \frac{Sales_i - \mu_{Sales}}{\sigma_{Sales}}$$

حيث أن:

$Sales_i$: إجمالي مبيعات الشركة (i).

μ_{Sales} : متوسط مبيعات الصناعة.

σ_{Sales} : الانحراف المعياري لإجمالي مبيعات جميع الشركات التي تعمل في نفس الصناعة.

ب- مؤشر مدى مقدرة الشركة على تخفيض مخاطرها، والذي يتم حسابه بالمعادلة التالية:

$$Strategy_2 = \frac{\Delta \beta_i - \mu_{\Delta\beta}}{\sigma_{\Delta\beta}}$$

د. ولاء علي أحمد أحمد شعبان

حيث أن:

$\Delta \beta_i$: إجمالي التغير في مبيعات الشركة (i) في العام الحالي عن العام الماضي.

$\mu_{\Delta\beta}$: متوسط التغير في مبيعات الصناعة.

$\sigma_{\Delta\beta}$: الانحراف المعياري للتغير في إجمالي مبيعات جميع الشركات التي تعمل في نفس الصناعة.

2- **العمليات:** يُعبر هدف العمليات عن مدى كفاءة عمليات التشغيل في الشركات، والذي يمكن قياسه من خلال علاقة المدخلات بالمخرجات، حيث تشير كفاءة عمليات التشغيل إلى زيادة كمية المخرجات باستخدام نفس الكمية من المدخلات، أو تخفيض كمية المدخلات والحصول على نفس كمية المخرجات. وبناءً على ذلك فإن ارتفاع كفاءة عمليات التشغيل تؤدي إلى تخفيض المخاطر التي قد تواجهها الشركات، بما ينعكس على تحسين أدائها وتعظيم قيمتها. ويتم قياس مدى كفاءة العمليات من خلال **المؤشرين التاليين:**

أ- **مؤشر إجمالي المبيعات إلى إجمالي الأصول**، والذي يتم حسابه بالمعادلة التالية:

$$\text{Operation}_1 = \frac{\text{Sales}}{\text{Total Assets}}$$

حيث أن:

Sales : إجمالي مبيعات الشركة.

Total Assets : إجمالي أصول الشركة.

ب- **مؤشر إجمالي المبيعات إلى إجمالي عدد العاملين**، والذي يتم حسابه بالمعادلة التالية:

$$\text{Operation}_2 = \frac{\text{Sales}}{\text{Number of Employees}}$$

حيث أن:

Sales : إجمالي مبيعات الشركة.

Number of Employees : إجمالي عدد العاملين بالشركة.

3- **إعداد التقارير:** يشير هدف إعداد التقارير إلى مدى مقدرة الشركات على تحسين جودة التقارير وتميزها بالموثوقية، حيث يؤدي عدم تحقيق جودة التقارير إلى زيادة خطر فشل الشركات، والذي يؤثر سلباً على أدائها وقيمتها. ويتم حسابه من خلال **المؤشرين التاليين:**

أ- **مؤشر ضعف موثوقية التقارير**، وهو عبارة عن مؤشر يجمع بين ثلاثة متغيرات، والتي تتمثل في الضعف الجوهري في نظام الرقابة الداخلية، ورأى المراجع، وإعادة إصدار القوائم المالية. ويتم حسابه بالمعادلة التالية:

$$\text{Reporting}_1 = \text{Material Weakness of internal control} + \text{Audit Opinion} + \text{Restatement}$$

حيث أن:

Material Weakness of internal control : الضعف الجوهرى في نظام الرقابة الداخلية.

Audit Opinion : رأى المراجع.

Restatement : إعادة إصدار القوائم المالية.

ووفقاً لهذا المؤشر فإنه عندما يتم الإفصاح عن أى ضعف جوهرى في نظام الرقابة الداخلية للشركات فيأخذ هذ المتغير القيمة (-1)، ويأخذ القيمة (0) بخلاف ذلك، أما بالنسبة لرأى المراجع، فإذا كان رأيه في تقرير المراجعة متحفظ يأخذ القيمة (-1)، ويأخذ القيمة (0) بخلاف ذلك. كما أنه إذا أفصحت الشركات عن إعادة إصدار القوائم المالية تأخذ القيمة (-1)، وتأخذ القيمة (0) بخلاف ذلك. وبالتالي فإن مدى مؤشر ضعف موثوقية التقارير يتراوح ما بين (-3)،(0).

ب- مؤشر الاستحقاقات العادية إلى إجمالي الاستحقاقات (العادية، وغير العادية)، ويستخدم أيضاً هذا المؤشر لقياس مدى موثوقية التقارير التي تصدرها الشركة، ويتم حسابه بالمعادلة التالية:

$$\text{Reporting}_2 = \frac{\text{Normal Accruals}}{\text{Normal Accruals} + \text{Abnormal Accruals}}$$

حيث أن:

Normal Accruals : الاستحقاقات العادية.

Abnormal Accruals : الاستحقاقات غير العادية.

4- الالتزام بالقوانين والتشريعات: يؤدي التزام الشركات بالقوانين والتشريعات إلى تخفيض مخاطر عدم استمرارها في سوق رأس المال، وقد يزداد الالتزام بالقوانين والتشريعات عندما تزداد أتعاب عملية المراجعة، ويتم حساب هذا المؤشر من خلال المؤشرين التاليين:
أ- مؤشر إجمالي أتعاب المراجعة إلى إجمالي أصول الشركة، ويتم حسابه بالمعادلة التالية:

$$\text{Compliance}_1 = \frac{\text{Audit Fees}}{\text{Total Assets}}$$

حيث أن:

Audit Fees : أتعاب عملية المراجعة.

Total Assets : إجمالي أصول الشركة.

ب- مؤشر صافي أرباح أو خسائر التسويات إلى إجمالي الأصول، وهو يشير إلى أن الالتزام بالقوانين والتشريعات يؤدي إلى تخفيض خسائر التسويات وزيادة الأرباح الناتجة عنها، والتي تتعلق بالدعاوى القضائية المرفوعة ضد الشركات. ويتم حسابه بالمعادلة التالية:

$$\text{Compliance}_2 = \frac{\text{Settlement Net Gain (Loss)}}{\text{Total Assets}}$$

حيث أن:

Settlement Net Gain (Loss) : صافي أرباح أو خسائر التسويات.

Total Assets : إجمالي أصول الشركة.

بناءً على ما تقدم، اعتمدت الباحثة في قياس مدى فعالية تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية ERM على أربعة مؤشرات من المؤشرات السابق ذكرها، والتي يتكون منها مؤشر (Gordon et al., 2009)، والتي تتمثل في مؤشر الانحراف المعياري لمبيعات الشركة عن مبيعات الصناعة كقياس لقياس هدف الإستراتيجية، ومؤشر إجمالي المبيعات إلى إجمالي الأصول لقياس هدف العمليات، ومؤشر ضعف موثوقية التقارير (رأى المراجع) كقياس لهدف إعداد التقارير، نظراً لعدم توافر بيانات عن مدى الضعف الجوهر في نظام الرقابة الداخلية، وإعادة إصدار القوائم المالية في الشركات عينة الدراسة، وأخيراً، مؤشر إجمالي أرباح المراجعة إلى إجمالي أصول الشركة لقياس هدف الالتزام بالقوانين والتشريعات، وذلك قياساً على دراسة (Farooq et al., 2024) التي استخدمت هذه المؤشرات الأربعة لقياس فعالية تطبيق ERM، بالإضافة إلى توافر بيانات تلك المؤشرات الأربعة في الشركات عينة الدراسة، مقارنةً ببيانات الأربعة مؤشرات الأخرى المتبقية من مؤشر دراسة (Gordon et al., 2009).

- المتغير الوسيط كفاءة الاستثمار INV EFF

اعتمدت الباحثة في قياس كفاءة الاستثمار INV EFF على نموذج (Biddle et al., 2009)، حيث قامت باستخدامه العديد من الدراسات منها، (Salehi et al., 2013; Chen & Lin, 2013; Berry-Stölzle et al., 2023; al., 2022)، (حسن وآخرون، 2023؛ الجرجاوي وآخرون، 2023؛ متولي، الشرفاوي، 2024؛ عبد العال، 2024؛ حامد، 2024). وقد تم قياس كفاءة الاستثمار من خلال انحراف مستوى الاستثمار الفعلي (دالة لمعدل النمو في العام الماضي) عن مستوى الاستثمار المتوقع، والذي يعتمد على النموذج التالي:

$$\text{INV EFF}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{NEG}_{i,t-1} + \beta_2 \text{Growth}_{i,t-1} + \beta_3 \text{NEG}_{i,t-1} * \text{Growth}_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

حيث أن:

إجمالي الاستثمار للشركة (i) في السنة (t)، مقاساً بنسبة صافي التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار إلى إجمالي الأصول.	: $INV\ EFF_{i,t}$
متغير وهمي للشركة (i) في السنة (t-1)، يأخذ القيمة (1) إذا كان معدل نمو المبيعات سالب، ويأخذ القيمة (0) إذا كان معدل نمو المبيعات موجب.	: $NEG_{i,t-1}$
معدل التغير في المبيعات للشركة (i) في السنة (t-1)، مقاساً بنسبة الفرق بين إجمالي المبيعات في نهاية العام عن بدايته، منسوباً إلى إجمالي المبيعات في بداية العام.	: $Growth_{i,t-1}$
ثابت الانحدار.	: β_0
معاملات نموذج الانحدار.	: $\beta_1: \beta_3$
الخطأ المتبقي (المؤشر العكسي لكفاءة الاستثمار).	: $\epsilon_{i,t}$

ووفقاً لنموذج (Biddle et al., 2009)، يتم قياس كفاءة الاستثمار من خلال القيمة المطلقة لبواقى نموذج الاستثمار، والقيمة المطلقة تعبر عن جميع الانحرافات المتعلقة بقرارات الاستثمار في الشركة. فإذا كان الاستثمار في الفترة (t) أكبر من معدل نمو المبيعات في الفترة (t-1)، فإن قيمة البواقى ستكون موجبة، وهذا يشير إلى وجود حالة الاستثمار المُفرط. بينما إذا كان الاستثمار في الفترة (t) أصغر من معدل نمو المبيعات في الفترة (t-1)، فإن قيمة البواقى ستكون سالبة، ويدل ذلك على وجود حالة نقص الاستثمار. وبالتالي فإن قيمة الخطأ المتبقي (البواقى) تعتبر مؤشراً عكسياً لكفاءة الاستثمار؛ أي أنها تدل على عدم كفاءة الاستثمار. لذلك سيتم الاعتماد على القيمة المطلقة للخطأ المتبقي (البواقى)، ثم يتم ضرب هذه القيمة في (-1)، وبناءً عليه فإن القيم الأعلى للبواقى تُشير إلى كفاءة استثمار أفضل.

- المتغيرات الرقابية

هناك بعض المتغيرات التي قد تؤثر على تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية، وكفاءة الاستثمار، وكذلك قيمة الشركات. وبالتالي سيتم إدراجها كمتغيرات رقابية لضبط العلاقة بين متغيرات الدراسة، والتي تتمثل في:

1- حجم الشركة F. Size: أوضح بعض الدراسات أن هناك تأثير لحجم الشركات على تطبيق ERM، وتحقيق كفاءة الاستثمار، وتعظيم قيمة الشركات، حيث أن الشركات كبيرة الحجم تقوم بتطبيق ERM بشكل أكبر مقارنةً بالشركات صغيرة الحجم، بما يُدعم من كفاءة الاستثمار، ومن ثم تعظيم قيمة الشركات. وتم قياس حجم الشركات من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول (Setapa& Zakwan, 2019; Nasr et al., 2019; Faisal& Hasan, 2020) (عبد، 2023؛ السيد وآخرون، 2024؛ عبد العال، 2024؛ متولي، الشرقاوي، 2024).

2- **معدل العائد على الأصول ROA**: يعتبر معدل العائد على الأصول أحد محددات تطبيق ERM، وتحسين كفاءة الاستثمار، وتعظيم قيمة الشركات. وتم قياس هذا المتغير من خلال خارج قسمة صافي الربح بعد الضرائب على إجمالي الأصول (Dammati & Sriraam, 2017; Lechner & Gatzert, 2018; حسن وآخرون، 2023؛ عبد العال، 2024؛ متولي، الشرفاوي، 2024؛ مندور، حسين، 2024).

3- **الرافعة المالية LEV**: تعتبر الرافعة المالية إحدى محددات تطبيق ERM، والذي يؤدي بدوره إلى تحسين كفاءة الاستثمار، وتعزيز قيمة الشركات، حيث أنه من المتوقع أن ارتفاع الرافعة المالية يؤدي إلى زيادة المخاطر المالية، مما يترتب عليه ظهور حالة نقص الاستثمار، ومن ثم التأثير سلباً على قيمة الشركات، وهو الأمر الذي يتطلب تطبيق ERM. وتم قياس الرافعة المالية من خلال خارج قسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول (Anton, 2019; Ali et al., 2018; (الجر جاوي وآخرون، 2022؛ حسن وآخرون، 2023؛ عبد العال، 2024؛ متولي، الشرفاوي، 2024).

4- **حجم مكتب المراجعة A. Size**: يعتبر حجم مكتب المراجعة أحد المحددات التي تحفز الشركات على تطبيق ERM، بما يحقق لها كفاءة الاستثمار وتعظيم قيمتها. وتم قياس حجم مكتب المراجعة من خلال متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كانت الشركة يتم مراجعتها من قبل أحد مكاتب المراجعة الكبار، ويأخذ القيمة (0) بخلاف ذلك (Lechner & Gatzert, 2018; Angeline & Teng, 2018; Farida et al., 2019) (مرقص، 2022؛ كشك وآخرون، 2023).

هذا، وتعرض الباحثة في الجدول التالي توصيفاً لمتغيرات الدراسة ورموزها في التحليل الإحصائي، والعلاقات المتوقعة للمتغيرات المفسرة مع المتغير التابع.

جدول رقم (2): توصيف وقياس متغيرات الدراسة

اسم المتغير	رمز المتغير	طريقة القياس
أولاً: المتغير التابع		
قيمة الشركات	Tobin's Q	قسمة مجموع القيمة الدفترية للالتزامات والقيمة السوقية لحقوق الملكية على إجمالي الأصول.
ثانياً: المتغير المستقل		
إدارة المخاطر المؤسسية	ERM	مؤشر مركب يتكون من (4) مؤشرات من المؤشرات التي يتكون منها نموذج (Gordon et al., 2009)، والتي تتمثل في:
1- الإستراتيجية		$Strategy_1 = \frac{Sales_i - \mu_{Sales}}{\sigma_{Sales}}$
		قسمة الفرق بين إجمالي مبيعات الشركة ومتوسط مبيعات الصناعة على الانحراف المعياري لإجمالي مبيعات جميع الشركات التي تعمل في نفس الصناعة.
2- العمليات		$Operation_1 = \frac{Sales}{Total Assets}$
		قسمة إجمالي المبيعات على إجمالي الأصول.
3- إعداد التقارير		متغير وهمي يأخذ القيمة (-1) إذا كان رأي المراجع في تقرير المراجعة متحفظ، ويأخذ القيمة (0) بخلاف ذلك.
4- الالتزام بالقوانين والتشريعات		$Compliance_1 = \frac{Audit Fees}{Total Assets}$
		قسمة أتعاب المراجعة على إجمالي الأصول.
ثالثاً: المتغير الوسيط		
كفاءة الاستثمار	INV EFF	نموذج (Biddle et al., 2009) والذي يتضمن:
$INV EFF_{i,t}$		إجمالي الاستثمار للشركة (i) في السنة (t) مقاساً بنسبة صافي التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار إلى إجمالي الأصول.
$NEG_{i,t-1}$		متغير وهمي للشركة (i) عن السنة (t-1)، يأخذ القيمة (1) إذا كان معدل نمو المبيعات سالب، ويأخذ القيمة (0) إذا كان معدل نمو المبيعات موجب.
$Growth_{i,t-1}$		معدل التغير في المبيعات للشركة (i) عن السنة (t-1)، مقاساً بنسبة الفرق بين إجمالي المبيعات في نهاية العام عن بدايته، منسوباً إلى إجمالي المبيعات في بداية العام.
رابعاً: المتغيرات الرقابية		
حجم الشركة	F. Size	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.
معدل العائد على الأصول	ROA	قسمة صافي الربح بعد الضرائب على إجمالي الأصول.
الرافعة المالية	LEV	قسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول.
حجم مكتب المراجعة	A. Size	متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كانت الشركة يتم مراجعتها من قبل أحد مكاتب المراجعة الكبار، ويأخذ القيمة (0) بخلاف ذلك.

5-5-7 صياغة نماذج الانحدار المستخدمة في اختبار فروض البحث

لتحقيق هدف الدراسة واختبار فروضها، تمت صياغة أربعة نماذج انحدار متعدد لقياس أثر تطبيق ERM على كفاءة الاستثمار، وقياس أثر كفاءة الاستثمار على قيمة الشركات، وكذلك قياس أثر تطبيق ERM على قيمة الشركات، وقياس أثر كفاءة الاستثمار كمتغير وسيط على العلاقة بين تطبيق ERM وقيمة الشركات. كما استخدمت الباحثة بعض المتغيرات الرقابية التي من شأنها ضبط العلاقة بين المتغيرات المفسرة للدراسة.

أ- أثر تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية على كفاءة الاستثمار

اعتمدت الباحثة في اختبارها لفرض الدراسة الأول- يؤثر تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية على كفاءة الاستثمار في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية- على النموذج الأول، والذي يقوم على أساس أن كفاءة الاستثمار دالة في كل من تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية والمتغيرات الرقابية، ويظهر النموذج على النحو التالي:

$$INV\ EFF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ERM_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 A.Size_{i,t} + \beta_5 F.Size_{i,t} + \xi_{i,t} \dots \text{Model (1)}$$

حيث أن:

إجمالي الاستثمار للشركة (i) في السنة (t).	:	$INV\ EFF_{i,t}$
إدارة المخاطر المؤسسية للشركة (i) في نهاية السنة (t).	:	$ERM_{i,t}$
متغير رقابي يعبر عن معدل العائد على الأصول للشركة (i) في نهاية السنة (t).	:	$ROA_{i,t}$
متغير رقابي يعبر عن الرافعة المالية للشركة (i) في نهاية السنة (t).	:	$LEV_{i,t}$
متغير رقابي يعبر عن حجم مكتب المراجعة للشركة (i) في نهاية السنة (t).	:	$A.\ Size_{i,t}$
متغير رقابي يعبر عن حجم الشركة (i) في نهاية السنة (t).	:	$F.Size_{i,t}$
الخطأ العشوائي للشركة (i) في نهاية السنة (t).	:	$\xi_{i,t}$
ثابت الانحدار.	:	β_0
معاملات المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية.	:	$\beta_1: \beta_5$

ب- أثر كفاءة الاستثمار على قيمة الشركات

اعتمدت الباحثة في اختبارها لفرض الدراسة الثاني- تؤثر كفاءة الاستثمار على قيمة الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية- على النموذج الثاني، والذي يقوم على أساس أن قيمة الشركات دالة في كل من كفاءة الاستثمار والمتغيرات الرقابية، ويظهر النموذج على النحو التالي:

$$Tobin's\ Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INV\ EFF_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 A.Size_{i,t} + \beta_5 F.Size_{i,t} + \xi_{i,t} \dots \text{Model (2)}$$

حيث أن:

قيمة الشركة (i) في نهاية السنة (t).	:	$Tobin's\ Q_{i,t}$
إجمالي الاستثمار للشركة (i) في نهاية السنة (t).	:	$INV\ EFF_{i,t}$

- وباقي المتغيرات كما سبق في النموذج رقم (1).

د. ولاء علي أحمد أحمد شعبان

ج- أثر تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية على قيمة الشركات

اعتمدت الباحثة في اختبارها لفرض الدراسة الثالث- يؤثر تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية على قيمة الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية- على النموذج الثالث، والذي يقوم على أساس أن قيمة الشركات دالة في كل من تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية والمتغيرات الرقابية، ويظهر النموذج على النحو التالي:

$$\text{Tobin's } Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ERM}_{i,t} + \beta_2 \text{ROA}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{A.Size}_{i,t} + \beta_5 \text{F.Size}_{i,t} + \xi_{i,t} \dots \text{Model (3)}$$

حيث أن:

Tobin's $Q_{i,t}$: قيمة الشركة (i) في نهاية السنة (t).

ERM $_{i,t}$: إدارة المخاطر المؤسسية للشركة (i) في نهاية السنة (t).

- وباقي المتغيرات كما سبق في النموذج رقم (1).

د- أثر كفاءة الاستثمار كمتغير وسيط على العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وقيمة الشركات

اعتمدت الباحثة في اختبارها لفرض الدراسة الرابع- يوجد تأثير وسيط لكفاءة الاستثمار على العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وقيمة الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية- على النموذج الرابع، والذي يقوم على أساس أن قيمة الشركات دالة في كل من تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية، وكفاءة الاستثمار، والمتغيرات الرقابية، ويظهر النموذج على النحو التالي:

$$\text{Tobin's } Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ERM}_{i,t} + \beta_2 \text{INVEFF}_{i,t} + \beta_3 \text{ROA}_{i,t} + \beta_4 \text{LEV}_{i,t} + \beta_5 \text{A.Size}_{i,t} + \beta_6 \text{F.Size}_{i,t} + \xi_{i,t} \dots \text{Model (4)}$$

حيث أن:

Tobin's $Q_{i,t}$: قيمة الشركة (i) في نهاية السنة (t).

ERM $_{i,t}$: إدارة المخاطر المؤسسية للشركة (i) في نهاية السنة (t).

INVEFF $_{i,t}$: إجمالي الاستثمار للشركة (i) في نهاية السنة (t).

- وباقي المتغيرات كما سبق في النموذج رقم (1).

5-6- تحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار فروض البحث

يهدف هذا القسم إلى تناول مجموعة من الاختبارات، والتي تشمل التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة، والتحليل أحادي المتغير (تحليل الارتباط)، ونموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى وطريقة (Feasible Generalized Least Squares (FGLS)، وكذلك نموذج تحليل المسارات، لاختبار فروض الدراسة على النحو التالي.

5-6-1 الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

يعرض الجدول رقم (3) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات التي تتضمنها نماذج الدراسة والتي تتمثل في؛ إدارة المخاطر المؤسسية، وكفاءة الاستثمار، وقيمة الشركات، ومعدل العائد على الأصول، والرافعة المالية، وحجم مكتب المراجعة، وحجم الشركة.

جدول رقم (3): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث المتصلة والمنفصلة

المتغيرات المتصلة				
المتغيرات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
Tobin's Q	1.35923	1.17031	0.02995	5.97914
ERM	0.59437	1.40728	-2.06288	4.70631
INV EFF	-0.04030	0.08466	-0.27039	0.09910
ROA	0.19531	0.36762	-0.84830	0.97657
LEV	0.44992	0.26640	0.00021	1.473
F. Size	6.01889	0.63767	4.79312	8.07149
المتغير المنفصل				
A. Size				
بيان	التكرارات	النسبة المئوية		
المشاهدات التي بها أحد مكاتب المراجعة الكبار	32	10.67%		
المشاهدات التي ليس بها أحد مكاتب المراجعة الكبار	268	89.33%		
الإجمالي	300	100%		

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

أولاً: فيما يتعلق بالمتغيرات المتصلة

- بلغ الوسط الحسابي لقيمة الشركات Tobin's Q (1.35923)، بانحراف معياري (1.17031) وبلغت أعلى وأدنى قيمة (5.97914، 0.02995) على التوالي، ويرجع التفاوت بين أعلى وأدنى قيمة إلى اختلاف قيمة الشركات.
- بلغ الوسط الحسابي لتطبيق إدارة المخاطر المؤسسية ERM (0.59437) بانحراف معياري (1.40728) وبلغت أعلى وأدنى قيمة (4.70631، -2.06288) على التوالي، ويرجع التفاوت بين أعلى وأدنى قيمة إلى اختلاف إدراك الشركات لأهمية تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وأثاره الإيجابية.
- بلغ الوسط الحسابي لكفاءة الاستثمار INV EFF (-0.04030)، بانحراف معياري (0.08466) وبلغت أعلى وأدنى قيمة (0.09910، -0.27039) على التوالي، ويرجع التفاوت بين أعلى وأدنى قيمة إلى اختلاف كفاءة الاستثمار بين الشركات، كما يتضح أيضاً عدم كفاءة استثمار في الشركات عينة الدراسة، والتي تمثلت في حالة نقص الاستثمار، حيث تبين أن قيمة البواقي بالنموذج سالبة، نظراً لانخفاض الاستثمار العام الحالي عن معدل نمو المبيعات للعام السابق له.
- بلغ الوسط الحسابي لمعدل العائد على الأصول ROA (0.19531) بانحراف معياري (0.36762)، وبلغت أعلى وأدنى قيمة (0.97657، -0.84830) على التوالي، وتشير أدنى قيمة والبالغة (-0.84830) إلى تحقيق بعض الشركات خسائر.
- بلغ الوسط الحسابي للرافعة المالية (0.44992) بانحراف معياري (0.26640)، وبلغت أعلى وأدنى قيمة (1.473، 0.00021) على التوالي، ويرجع التفاوت بين أعلى وأدنى قيمة لاختلاف الشركات في حجم الالتزامات لديها.

د. ولاء علي أحمد أحمد شعبان

- بلغ الوسط الحسابي لحجم الشركة F.Size (6.01889) بانحراف معياري (0.63767)، وبلغت أعلى وأدنى قيمة (8.07149، 4.79312) على التوالي، ويرجع التفاوت بين أعلى وأدنى قيمة لاختلاف الشركات في حجم الأصول لديها.
ثانياً: فيما يتعلق بالمتغير المنفصل

- بلغ عدد المشاهدات للشركات التي يتم مراجعتها من قبل أحد مكاتب المراجعة الكبار (32) مشاهدة بنسبة (10.67%)، بينما بلغ عدد المشاهدات للشركات التي لا يتم مراجعتها من قبل أحد مكاتب المراجعة الكبار (268) مشاهدة بنسبة (89.33%).

7-5-6-2 نتائج التحليل أحادي المتغير (تحليل الارتباط)

تم الاعتماد على معامل ارتباط بيرسون لاختبار درجة الارتباط بين متغيرات نماذج الدراسة التطبيقية، ويوضح الجدول (4) مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة.
جدول رقم (4): مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة

Variables	Tobin's Q	INV EFF	ERM	F. Size	ROA	LEV	A. Size
Tobin's Q	1						
INV EFF	0.7901***	1					
ERM	0.1522***	0.1742***	1				
F. Size	0.2289***	0.2958***	0.8344***	1			
ROA	0.1928***	0.1242**	0.1824***	0.2044***	1		
LEV	-0.1353***	-0.0717	-0.4621***	-0.4139***	-0.4151***	1	
A. Size	0.3646***	0.2664***	0.2621***	0.3175***	0.5918***	-0.4500**	1

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- توجد علاقة ارتباط إيجابية بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركات، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.7901)، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01)، مما يؤكد على أن تحقيق كفاءة الاستثمار يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركات.
- توجد علاقة ارتباط إيجابية بين تطبيق ERM وقيمة الشركات، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.1522)، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01)، مما يدل على أن تطبيق ERM يؤثر إيجابياً على تعزيز قيمة الشركات.
- توجد علاقة ارتباط إيجابية بين كل من حجم الشركات، ومعدل العائد على الأصول، وحجم مكتب المراجعة وقيمة الشركات، حيث بلغت قيم معاملات الارتباط (0.2289، 0.1928، 0.3646) على التوالي، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01) لكل منهم. وتشير هذه العلاقات الإيجابية إلى أن كلاً من زيادة حجم الشركات وزيادة معدل العائد على الأصول ومراجعة الشركات من قبل أحد مكاتب المراجعة الكبار، يعتبر بمثابة دافع لها نحو تعزيز قيمتها في سوق رأس المال.
- توجد علاقة ارتباط سلبية بين الرافعة المالية وقيمة الشركات، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (-0.1353)، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01)، مما يشير إلى أن زيادة الرافعة المالية تؤثر سلباً على قيمة الشركات.

- توجد علاقة ارتباط إيجابية بين تطبيق ERM وكفاءة الاستثمار، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.1742)، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01)، مما يؤكد على أن تطبيق ERM يؤدي إلى تحسين كفاءة الاستثمار.
- توجد علاقة ارتباط إيجابية بين كل من حجم الشركات، وحجم مكتب المراجعة وكفاءة الاستثمار، حيث بلغت قيم معاملات الارتباط (0.2958، 0.2664) على التوالي، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01) لكل منهما، مما يدل على أن كلاً من زيادة حجم الشركات، ومراجعتها من قبل أحد مكاتب المراجعة الكبار يدعم من مقدرتها على تحقيق كفاءة الاستثمار.
- توجد علاقة ارتباط إيجابية بين معدل العائد على الأصول وكفاءة الاستثمار، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.1242)، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.05)، مما يشير إلى أن زيادة معدل العائد على الأصول يؤدي إلى تدعيم مقدرة الشركات على زيادة الاستثمارات، وتحسين كفاءتها. بينما لا توجد علاقة معنوية بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار.
- توجد علاقة ارتباط إيجابية بين المتغيرات الرقابية المتمثلة في كل من حجم الشركات، ومعدل العائد على الأصول، وحجم مكتب المراجعة وتطبيق ERM، حيث بلغت قيم معاملات الارتباط (0.8344، 0.1824، 0.2621) على التوالي، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01) لكل منهم. وتشير هذه العلاقات الإيجابية إلى أن كلاً من زيادة حجم الشركات وزيادة معدل العائد على الأصول ومراجعة الشركات من قبل أحد مكاتب المراجعة الكبار، يعتبر من أهم المحددات التي تلعب دوراً إيجابياً في تطبيق ERM. بينما توجد علاقة ارتباط سلبية بين الرافعة المالية وتطبيق إدارة المخاطر المؤسسية، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (-0.4621)، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01)، مما يشير إلى أن زيادة الالتزامات وما يترتب عليها من مخاطر، يعكس عدم فعالية تطبيق ERM، وأن زيادة الالتزامات قد تحفز إدارة الشركات على السلوك الانتهازي، من خلال إخفاء المعلومات السيئة بغرض تحقيق مصالحها الشخصية، ومن ثم عدم الاهتمام بتطبيق ERM.

3-6-5-7 نتائج اختبار فروض الدراسة

قدمت الدراسة أربعة فروض رئيسة لاختبار العلاقة بين تطبيق ERM وكفاءة الاستثمار، والعلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركات، وكذلك العلاقة بين تطبيق ERM وقيمة الشركات، وأخيراً أثر كفاءة الاستثمار كمتغير وسيط على العلاقة بين تطبيق ERM وقيمة الشركات. وفيما يلي يوضح الجدول رقم (5) نتائج الاختبارات الخاصة بافتراضات طريقة المربعات الصغرى لاختبار تلك الفروض.

جدول رقم (5): نتائج الاختبارات الخاصة بافتراضات طريقة المربعات الصغرى

الفروض	Shapiro-Wilk	Mean VIF	Breusch- Pagan and Cook-Weisberg	Durbin-Waston
الفرض الأول	0.00000	1.18	0.0000	1.5
الفرض الثاني	0.00000	1.17	0.0000	1.5
الفرض الثالث	0.00000	1.18	0.0000	1.2
الفرض الرابع	0.00000	2.5	0.0000	1.3411

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- أولاً: عدم تحقق افتراض التوزيع الطبيعي للبواقي في جميع النماذج، حيث كان الاحتمال المحسوب وفقاً لاختبار Shapiro-Wilk أقل من (5%)، ولكن يمكن التغاضي عن هذا الافتراض، حيث أن عينة الدراسة أكبر من (30) مشاهدة، وهو الأمر الذي تم تحقيقه في هذه الدراسة، حيث بلغت عينة الدراسة (300) مشاهدة.
- ثانياً: تحقق افتراض استقلال المتغيرات المستقلة عن بعضها البعض في جميع النماذج، حيث كانت قيمة اختبار VIF أقل من (10)، مما يعني أن نماذج الانحدار لا تعاني من مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة بنماذج الدراسة.
- ثالثاً: تحقق افتراض استقلال البواقي في النموذج الأول والثاني، حيث كانت قيمة Durbin-Waston قريبة من النطاق بين (1.5، 2.5)، وبالتالي لا توجد مشكلة الارتباط الذاتي في النموذج الأول والثاني. أما في النموذج الثالث والرابع يتضح عدم تحقق افتراض استقلال البواقي، حيث كانت قيمة Durbin-Waston ليست بين النطاق (1.5، 2.5).
- رابعاً: تعاني جميع نماذج الدراسة من مشكلة عدم ثبات تباين البواقي، حيث كان الاحتمال المحسوب وفقاً لاختبار Breusch-Pagan and Cook-Weisberg أقل من (5%)، وتم معالجة هذه المشكلة من خلال تصحيح الأخطاء المعيارية باستخدام الأمر Robust ببرنامج STATA.

بناءً على النتائج الواردة في الجدول رقم (5) السابق، فإن الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى في النموذج الأول والثاني سوف يعطي نتائج متنسقة ودقيقة وغير متحيزة، أما في النموذج الثالث والرابع تبين عدم تحقق أكثر من افتراض، وبالتالي يتم الاعتماد على طريقة FGLS عند اختبار الفرض الثالث والرابع. وفيما يلي نتائج اختبار فروض الدراسة.

أ- نتيجة اختبار الفرض الأول (H_1):

اعتمدت الباحثة على نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى، لاختبار مدى تأثير كفاءة الاستثمار في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية كمتغير تابع، بتطبيق إدارة المخاطر المؤسسية كمتغير مستقل في ظل وجود المتغيرات الرقابية، ويوضح الجدول رقم (6) نتائج اختبار الفرض الأول.

جدول رقم (6): نتائج اختبار الفرض الأول

المتغيرات	Coefficient
ERM (β_1)	0.08179***
ROA (β_2)	0.00006
LEV (β_3)	-0.00097
A. Size (β_4)	-0.00084
F. Size (β_5)	-0.00458
Constant (β_0)	0.01683***
R ²	0.8018
Adj R ²	0.7984
F- Test	0.0000***

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- النموذج معنوي ويمكن الاعتماد عليه، حيث أن مستوى معنوية F-Test أقل من (0.01)، وأن قيمة Adj R² بلغت (0.7984)، بما يعكس قدرة النموذج وما اشتمل عليه من متغيرات على تفسير (79.84%) من التغير الكلي في كفاءة الاستثمار.
 - كما يمكن تفسير المعنوية الجزئية لنموذج الانحدار من خلال معاملات الانحدار، حيث بلغ معامل الانحدار لتطبيق إدارة المخاطر المؤسسية (β_1) (0.08179) عند مستوى معنوية أقل من (0.01)، وهو ما يشير إلى أن تطبيق ERM يؤثر بشكل إيجابي ومعنوي على كفاءة الاستثمار. وقد يرجع ذلك إلى أن تطبيق الشركات لـ ERM يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات وتخفيض المخاطر المتعلقة بقرارات الاستثمار، بما يخفض من حالتها الإفراط في الاستثمار ونقص الاستثمار، وهو ما يعكس إيجابياً على تحسين كفاءة الاستثمار. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة كل من (Al-Hadi et al., 2017; Sayyadi et al., 2018; Chiu et al., 2019; Jiang et al., 2024) (الجرجاوي وآخرون، 2023)، بينما تخالف هذه النتيجة ما توصلت إليه دراسة (Firmansyah & Triastie, 2020).
 - وفيما يتعلق بتأثير المتغيرات الرقابية، تبين عدم وجود علاقة بين كل متغير من المتغيرات الرقابية وكفاءة الاستثمار، مما يدل على أن تطبيق ERM هو الأكثر تأثيراً على قيمة الشركات في ظل وجود المتغيرات الرقابية، وهو ما يتفق مع دراسة (Lechner & Gatzert, 2018; Ali et al., 2019; Setapa & Zakwan, 2019).
- في ضوء النتائج السابقة، يمكن قبول الفرض الأول للدراسة وصياغة نموذج الانحدار للفرض الأول، والذي يوضح العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وكفاءة الاستثمار، في ظل وجود المتغيرات الرقابية كما يلي:

$$INV\ EFF_{i,t} = 0.01683 + 0.08179\ ERM_{i,t} + \dots \text{ Model (1)}$$

ب- نتيجة اختبار الفرض الثاني (H2):

اعتمدت الباحثة على نموذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى، لاختبار مدى تأثير قيمة الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية كمتغير تابع، بكفاءة الاستثمار كمتغير مستقل في ظل وجود المتغيرات الرقابية، ويوضح الجدول رقم (7) نتائج اختبار الفرض الثاني.

جدول رقم (7): نتائج اختبار الفرض الثاني

المتغيرات	Coefficient
INV EFF (β_1)	0.06341***
ROA (β_2)	0.00006***
LEV (β_3)	-0.00028
A. Size (β_4)	0.00556***
F. Size (β_5)	0.00050
Constant (β_0)	0.00007***
R^2	0.6601
Adj R^2	0.6543
F- Test	0.0000***

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- النموذج معنوي ويمكن الاعتماد عليه، حيث أن مستوى معنوية F-Test أقل من (0.01)، وأن قيمة $Adj R^2$ بلغت (0.6543)، بما يعكس قدرة النموذج وما اشتمل عليه من متغيرات على تفسير (65.43%) من التغير الكلي في قيمة الشركات.
- كما يمكن تفسير المعنوية الجزئية لنموذج الانحدار من خلال معاملات الانحدار، حيث بلغ معامل الانحدار لكفاءة الاستثمار (β_1) (0.06341) عند مستوى معنوية أقل من (0.01)، وهو ما يدل على أن تحقيق كفاءة الاستثمار يؤثر إيجابياً ومعنوياً على قيمة الشركات، حيث أن ترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية يؤدي إلى تحقيق المستوى الأمثل للاستثمار، من خلال الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة في المشاريع التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة في المستقبل، وتجنب الاستثمار في المشاريع التي تحقق صافي قيمة حالية سالبة، بما ينعكس إيجابياً على تعظيم قيمة الشركات. وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة كلٍ من (Fauziah et al., 2021; Bae et al., 2022; Al sayegh et al., 2022; Salehi et al., 2022) (يوسف، 2018؛ حسن وآخرون، 2023). بينما تخالف هذه النتيجة ما توصلت إليه دراسة كلٍ من (Huang & Yan, 2012; Rahma & Arifin, 2022).
- وفيما يتعلق بتأثير المتغيرات الرقابية، توجد علاقة إيجابية بين كلٍ من معدل العائد على الأصول وحجم مكتب المراجعة وقيمة الشركات، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01) لكلٍ منهما، حيث ترى الباحثة أن زيادة معدل العائد على الأصول ومراجعة الشركات من قبل أحد مكاتب المراجعة الكبار يؤدي إلى تحسين أدائها وتحسين جودة التقارير المالية،

والذي يؤدي بدوره إلى تعظيم قيمتها. بينما لا توجد علاقة بين كلٍ من الرافعة المالية وحجم الشركات وقيمة الشركات. في ضوء النتائج السابقة، يمكن قبول الفرض الثاني للدراسة وصياغة نموذج الانحدار للفرض الثاني، والذي يوضح العلاقة بين كفاءة الاستثمار وقيمة الشركات في ظل وجود المتغيرات الرقابية كما يلي:

$$\text{Tobin's } Q_{i,t} = 0.00007 + 0.06341 \text{ INV EFF}_{i,t} + 0.00006 \text{ ROA}_{i,t} + 0.00556 \text{ A.Size}_{i,t} \dots \text{Model (2)}$$

ج - نتيجة اختبار الفرض الثالث (H₃):

اعتمدت الباحثة على نموذج الانحدار المتعدد بطريقة FGLS، لاختبار مدى تأثير قيمة الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية كمتغير تابع، بإدارة المخاطر المؤسسية كمتغير مستقل في ظل وجود المتغيرات الرقابية، ويوضح الجدول رقم (8) نتائج اختبار الفرض الثالث.

جدول رقم (8): نتائج اختبار الفرض الثالث

المتغيرات	Coefficient
ERM (β_1)	0.00613***
ROA (β_2)	0.00005***
LEV (β_3)	-0.00068
A. Size (β_4)	0.00424**
F. Size (β_5)	0.00018
Constant (β_0)	0.00112***
R ²	0.7000
Adj R ²	0.6949
F- Test	0.0000***

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- النموذج معنوي ويمكن الاعتماد عليه، حيث أن مستوى معنوية F-Test أقل من (0.01)، وأن قيمة Adj R² بلغت (0.6949)، بما يعكس قدرة النموذج وما اشتمل عليه من متغيرات على تفسير (69.49%) من التغير الكلي في قيمة الشركات.
- كما يمكن تفسير المعنوية الجزئية لنموذج الانحدار من خلال معاملات الانحدار، حيث بلغ معامل الانحدار لتطبيق إدارة المخاطر المؤسسية (β_1) (0.00613) عند مستوى معنوية أقل من (0.01)، وهو ما يدل على أن تطبيق ERM يؤثر إيجابياً ومعنوياً على قيمة الشركات. وترى الباحثة أن تطبيق ERM يدعم من مقدرة الشركات على إدارة جميع أنواع المخاطر التي تواجهها سواء الحالية أو المحتملة، وهو ما ينعكس إيجابياً على فعالية التخطيط والرقابة وتقييم الأداء واتخاذ القرارات، بما يؤدي إلى تحسين صورتها أمام أصحاب المصالح، ومن ثم تعزيز قيمتها وتعظيم ثروة المساهمين. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة كلٍ من (Iswajuni et al., 2018; Faisal& Hasan, 2020; Ismanu et al., 2021; Shatnawi

د. ولاء علي أحمد شعبان

(et al., 2022; Kwintana& Hanggraeni, 2023) بينما تخالف هذه النتيجة ما توصلت إليه دراسة كلٍ من (Ali et al., 2019; Saputra et al., 2023; Soladoye et al., 2024).

- وفيما يتعلق بتأثير المتغيرات الرقابية، توجد علاقة إيجابية بين كلٍ من معدل العائد على الأصول وحجم مكتب المراجعة وقيمة الشركات، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01) لكلٍ منهما، حيث أن كلاً من زيادة معدل العائد على الأصول ومراجعة الشركات من قبل أحد مكاتب المراجعة الكبار يجعل الشركات أكثر اهتمامًا بتعظيم قيمتها في سوق رأس المال. بينما لا توجد علاقة بين كلٍ من الرافعة المالية وحجم الشركات وقيمة الشركات. في ضوء النتائج السابقة، يمكن قبول الفرض الثالث للدراسة وصياغة نموذج الانحدار للفرض الثالث، والذي يوضح العلاقة بين تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية وقيمة الشركات، في ظل وجود المتغيرات الرقابية كما يلي:

$$\text{Tobin's } Q_{i,t} = 0.00112 + 0.00613 \text{ ERM}_{i,t} + 0.00005 \text{ ROA}_{i,t} + 0.00424 \text{ A.Size}_{i,t} \dots \text{Model (3)}$$

د- نتيجة اختبار الفرض الرابع (H4)

اعتمدت الباحثة على نموذج الانحدار المتعدد بطريقة FGLS، لاختبار الأثر الوسيط لكفاءة الاستثمار على العلاقة بين تطبيق ERM وقيمة الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، في ظل وجود المتغيرات الرقابية، ويوضح الجدول رقم (9) نتائج اختبار الفرض الرابع.

جدول رقم (9): نتائج اختبار الفرض الرابع

Coefficient	المتغيرات
0.00423***	ERM (β_1)
0.02322***	INV EFF (β_2)
0.00050***	ROA (β_3)
-0.00066	LEV (β_4)
0.00426***	A. Size (β_5)
0.00028	F. Size (β_6)
0.00073***	Constant (β_0)
0.7140	R ²
0.7082	Adj R ²
0.0000***	F- Test
*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.	

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- النموذج معنوي ويمكن الاعتماد عليه، حيث أن مستوى معنوية F-Test أقل من (0.01)، وأن قيمة Adj R² بلغت (0.7082)، بما يعكس قدرة النموذج وما اشتمل عليه من متغيرات على تفسير (70.82%) من التغير الكلي في قيمة الشركات، من خلال توسيط كفاءة الاستثمار.

- كما يمكن تفسير المعنوية الجزئية لنموذج الانحدار من خلال معاملات الانحدار، حيث بلغ معامل انحدار تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية (β_1) (0.00423)، كما بلغ معامل انحدار كفاءة الاستثمار (β_2) (0.02322) عند مستوى معنوية أقل من (0.01) لكلٍ منهما، وهو ما يدل على أن الدمج بين تطبيق ERM وتحقيق كفاءة الاستثمار يؤثر إيجابياً ومعنوياً على تعظيم قيمة الشركات. وقد يرجع ذلك إلى أن تطبيق الشركات لـ ERM يؤدي إلى تحسين كفاءة قرارات

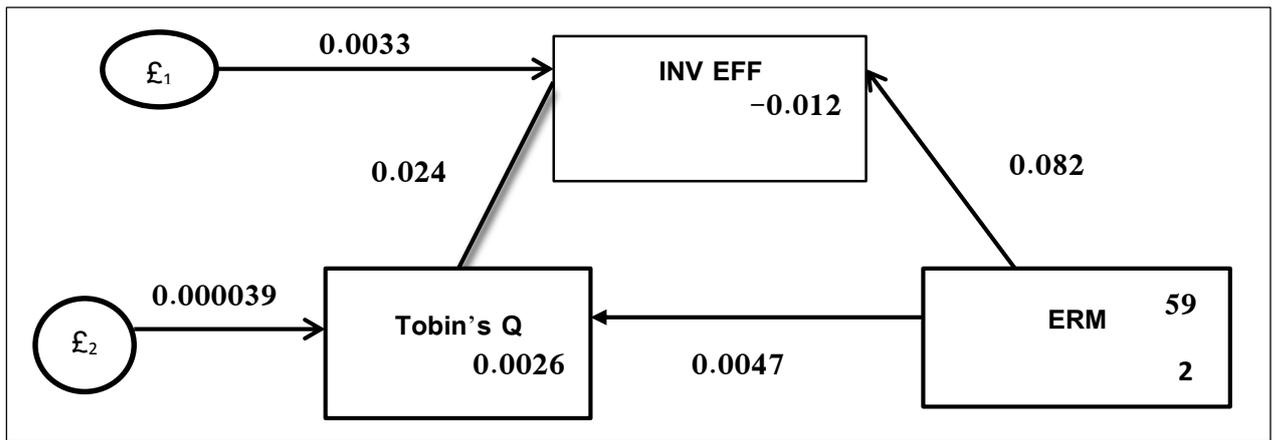
الاستثمار، من خلال جذب المزيد من الاستثمارات المربحة، بما يعكس بشكل إيجابي على تحسين أدائها وتعظيم قيمتها، ومن ثم استدامتها في سوق رأس المال. وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة كلٍ من (Jafari et al., 2011; Faisal et al., 2021; Jiang et al., 2024; Alfisyahrin & Hanggraeni, 2024).

- وفيما يتعلق بتأثير المتغيرات الرقابية، توجد علاقة إيجابية بين كلٍ من معدل العائد على الأصول وحجم مكتب المراجعة وقيمة الشركات، وهذه العلاقة دالة عند مستوى معنوية أقل من (0.01) لكلٍ منهما، حيث أن كلاً من زيادة معدل العائد على الأصول ومراجعة الشركات من قبل أحد مكاتب المراجعة الكبار يتطلب من الشركات الاتجاه نحو تطبيق ERM والاهتمام بتحقيق المستوى الأمثل للاستثمار، بما يؤدي إلى تحقيق رضا أصحاب المصالح، وهو ما يعكس إيجابياً على قيمة الشركات في الأجل الطويل. بينما لا توجد علاقة بين كلٍ من الرافعة المالية وحجم الشركات وقيمة الشركات.

في ضوء النتائج السابقة، يمكن قبول الفرض الرابع للدراسة وصياغة نموذج الانحدار للفرض الرابع، والذي يوضح العلاقة غير المباشرة بين تطبيق ERM وقيمة الشركات، من خلال توسيط كفاءة الاستثمار في ظل وجود المتغيرات الرقابية كما يلي:

$$\text{Tobin's } Q_{i,t} = 0.00073 + 0.00423 \text{ ERM}_{i,t} + 0.02322 \text{ INV EFF}_{i,t} + 0.00050 \text{ ROA}_{i,t} + 0.00426 \text{ A.Size}_{i,t} \dots \text{Model (4)}$$

بناءً على نتائج الفرض الرابع، والتي أشارت إلى أن تطبيق ERM يؤثر إيجابياً ومعنوياً على قيمة الشركات، من خلال كفاءة الاستثمار كمتغير وسيط، فإنه يمكن استخدام نموذج تحليل المسارات **Path Analysis** كتحليل إضافي، بغرض التأكد من هذه النتائج، وتحديد نوع الوساطة (كلية/ جزئية)، وذلك باستخدام برنامج STATA.14، حيث يعتبر نموذج تحليل المسارات أحد أساليب التحليل الإحصائي متعدد المتغيرات، لبناء نموذج للعلاقات المتعددة بين المتغيرات المؤثرة وكذلك المتغيرات المتأثرة. ويوضح الشكل رقم (1) التالي نموذج تحليل المسارات، وتقديرات معاملات النموذج لمتغيرات البحث.



شكل رقم (1): تقديرات معاملات نموذج تحليل المسارات للعلاقات السببية بين المتغيرات

هذا، ويوضح الجدول رقم (10) الآثار المباشرة وغير المباشرة للمتغيرات المستقلة والوسيط على المتغير التابع- قيمة الشركات.

جدول رقم (10): الآثار المباشرة وغير المباشرة لإدارة المخاطر المؤسسية على قيمة الشركات

Total Effect	Indirect	Direct	P-value	اتجاه المسار
0.0820263	-----	0.0820263	0.000***	INV EFF ← ERM
0.0235903	-----	0.0235903	0.000***	Tobin's Q ← INV EF
-----	-----	0.0046561	0.000***	Tobin's Q ← ERM
-----	0.001935	-----	0.000***	Tobin's Q ← INV EFF ← ERM
0.0065911	0.001935	0.0046561	0.000***	Tobin's Q ← ERM

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

أولاً: الآثار المباشرة

- يوجد تأثير مباشر إيجابي ومعنوي لتطبيق ERM (المتغير المستقل) على كفاءة الاستثمار (المتغير الوسيط)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (0.01)، وهو ما يدعم قبول الفرض الأول للدراسة.
 - يوجد تأثير مباشر إيجابي ومعنوي لكفاءة الاستثمار (المتغير الوسيط) على قيمة الشركات (المتغير التابع)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (0.01)، وهو ما يدعم قبول الفرض الثاني للدراسة.
 - يوجد تأثير مباشر إيجابي ومعنوي لتطبيق ERM (المتغير المستقل) على قيمة الشركات (المتغير التابع)، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (0.01)، وهو ما يدعم قبول الفرض الثالث للدراسة.
- ثانياً: الآثار غير المباشرة**
- يوجد تأثير غير مباشر إيجابي ومعنوي لتطبيق ERM على قيمة الشركات، عندما يتوسط هذا التأثير متغير كفاءة الاستثمار، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (0.01)، وهو ما يؤكد نتائج نموذج الانحدار المتعدد الرابع بطريقة FGLS. وفيما يتعلق بقيمة التأثير الكلي لتطبيق ERM على قيمة الشركات فقد بلغت (0.0065911)، وذلك نتيجة للأثر غير المباشر لتطبيق ERM على قيمة الشركات عندما يتوسط التأثير كفاءة الاستثمار، والذي بلغت قيمته (0.001935)، وهو ناتج حاصل ضرب معاملات كلاً من الأثر المباشر لتطبيق ERM على كفاءة الاستثمار (0.0820263)، والأثر المباشر لكفاءة الاستثمار على قيمة الشركات (0.0235903). وبناءً عليه، فإنه يمكن القول بأن هناك وساطة جزئية في العلاقة بين تطبيق ERM وقيمة الشركات، ويرجع ذلك إلى أنه اتضح بالفعل وجود أثر مباشر إيجابي ومعنوي لتطبيق ERM على قيمة الشركات، وعندما توسط متغير كفاءة الاستثمار هذه العلاقة، فظل التأثير إيجابي ومعنوي بينهما، وهو ما يدعم قبول الفرض الرابع للدراسة، وفقاً لنموذج تحليل المسارات (التحليل الإضافي).

6-7 النتائج والتوصيات والفرص المستقبلية

1-6-7 النتائج

استهدف البحث دراسة واختبار أثر تطبيق إدارة المخاطر المؤسسية ERM على كفاءة الاستثمار، واختبار أثر كفاءة الاستثمار على قيمة الشركات، بالإضافة إلى اختبار أثر تطبيق ERM على قيمة الشركات، فضلاً عن اختبار أثر كفاءة الاستثمار كمتغير وسيط على العلاقة بين تطبيق ERM وقيمة الشركات. وفي ضوء الدراسة النظرية والتطبيقية التي تمت على عينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية وعددها (50) شركة، خلال الفترة من عام (2018) وحتى عام (2023)، حيث بلغت عدد المشاهدات (300) مشاهدة، فقد خلّصت الدراسة إلى النتائج التالية:

1- يلعب تطبيق ERM في الوقت الراهن دوراً حيوياً في إدارة جميع المخاطر التي تواجهها الشركات، بما يسهم بشكل إيجابي في تحقيق استراتيجيتها، وتحسين كفاءة العمليات، وكذلك تحسين جودة التقارير المالية وغير المالية، والالتزام بالقوانين والتشريعات، وهو الأمر الذي يؤدي بدوره إلى تعظيم قيمتها.

2- يعتبر تحقيق كفاءة الاستثمار أحد أهم مؤشرات جذب الاستثمارات إلى الشركات، بما يحقق رضا أصحاب المصالح، ويعزز من قيمتها واستدامتها في سوق رأس المال. ويعد تطبيق ERM من أهم محددات تحقيق كفاءة الاستثمار، من خلال إدارة المخاطر وتخفيض عدم تماثل المعلومات، والآثار السلبية الناتجة عنه.

3- هناك تأثير إيجابي ومعنوي لتطبيق ERM على كفاءة الاستثمار، حيث يؤدي تطبيق ERM إلى ترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية، ومن ثم تحسين كفاءة الاستثمار، وهو ما يؤيد قبول الفرض الأول للدراسة.

4- هناك تأثير إيجابي ومعنوي لتحقيق كفاءة الاستثمار على قيمة الشركات، حيث يؤدي تحقيق المستوى الأمثل للاستثمار إلى تعظيم قيمة الشركات، وهو ما يدعم قبول الفرض الثاني للدراسة.

5- هناك تأثير إيجابي ومعنوي لتطبيق ERM على قيمة الشركات، حيث يؤدي تطبيق ERM إلى إدارة المخاطر بشكل متكامل، بما يدعم من ثقة أصحاب المصالح في أداء الشركات، وهو ما ينعكس إيجابياً على تعزيز قيمتها، مما يؤيد قبول الفرض الثالث للدراسة.

6- هناك تأثير غير مباشر إيجابي ومعنوي لتطبيق ERM على قيمة الشركات، في ظل وجود كفاءة الاستثمار كمتغير وسيط. ويمكن تفسير ذلك بأن تطبيق ERM يؤدي إلى تخفيض المخاطر التي تواجهها الشركات والآثار السلبية الناتجة عنها، بالإضافة إلى تحسين فعالية القرارات الاستثمارية، بما يدعم من ثقة المستثمرين في أدائها ويجذب المزيد من الاستثمارات المربحة إليها، وهو الأمر الذي ينعكس إيجابياً على تحقيق كفاءة الاستثمار، والذي يؤدي بدوره إلى تعظيم قيمتها. وبناءً عليه، يمكن القول بأن كفاءة الاستثمار تلعب دوراً وسيطاً يعمل على تفعيل الأثر الإيجابي والمعنوي لتطبيق ERM على قيمة الشركات، وهو ما يدعم قبول الفرض الرابع للدراسة.

2-6-7 التوصيات

في ضوء ما خلّصت إليه الدراسة النظرية وما توصلت إليه الدراسة التطبيقية من نتائج، فإنه يمكن للباحثة اقتراح التوصيات التالية:

1- تنمية وعي الشركات بأهمية تطبيق ERM، لما له من آثار إيجابية تؤدي إلى تعظيم قيمة الشركات.

د. ولاء علي أحمد أحمد شعبان

- 2- ضرورة قيام الشركات بتوفير التدريب المستمر للعنصر البشري، بما يمكنه من التطبيق الفعال ل-ERM، مع التأكيد على أهمية وجود لجنة لإدارة المخاطر المؤسسية، بغرض إدارة المخاطر بشكل أكثر كفاءة وفعالية.
- 3- ضرورة توجيه الشركات والجهات المعنية والباحثين نحو الاهتمام بمحددات تحقيق كفاءة الاستثمار، وبذل المزيد من الجهود التي تُحد من عدم تحقيق كفاءة الاستثمار، بما يؤدي إلى تعظيم قيمة الشركات، وتحقيق كفاءة سوق رأس المال.
- 4- إجراء المزيد من الدراسات التطبيقية التي تتناول أثر تطبيق ERM وكفاءة الاستثمار على تحسين أداء الشركات، وتعظيم قيمتها.
- 5- ضرورة الاهتمام بنتائج الدراسة التطبيقية من قبل كافة أصحاب المصالح، حيث يمكن تحقيق كفاءة الاستثمار من خلال تطبيق ERM، بما يؤدي إلى تعزيز قيمة الشركات.

3-6-7 فرص البحث المستقبلية

- في ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة، يمكن تدعيم تلك النتائج في بيئة الأعمال المصرية، من خلال تناول المجالات التالية بالبحث والتحليل كدراسات مستقبلية:
- 1- دراسة أثر تطبيق ERM على جودة التقارير المتكاملة، وانعكاس ذلك على الأداء المالي للشركات.
 - 2- دراسة أثر تطبيق ERM على جودة التقارير المتكاملة، وانعكاس ذلك على ترشيد قرارات الاستثمار.
 - 3- دراسة أثر تطبيق ERM على الأداء البيئي والاجتماعي والحكومي ESG، وانعكاس ذلك على كفاءة الاستثمار.
 - 4- دراسة أثر تطبيق ERM على دقة تنبؤات المحللين الماليين.
 - 5- دراسة أثر تطبيق ERM على إدارة مخاطر التحول الرقمي، وتخفيض عدم تماثل المعلومات.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- الجرجاوي، دعاء عبد الفتاح، إسماعيل، عصام عبد المنعم، زغول، أحمد حسن. (2023). أثر الإفصاح عن المخاطر المالية على الكفاءة الاستثمارية: دراسة تطبيقية. *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، كلية التجارة، جامعة المنصورة، (1)47، 227-254.
- الخطاب، نرمين السيد محمد محمد. (2017). دور إدارة المخاطر في تحقيق فاعلية الأداء السياحي في الشركات العاملة في مصر- دراسة ميدانية. *المجلة العلمية للبحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة جنوب الوادي، (2)5، 1-43.
- السيد، محمد صابر حموده، الخولي، أسامة عبد المنعم عبد الحميد، عيد، السيد عيد محمد. (2024). أثر المرونة المالية على الربحية وكفاءة الاستثمار في الفترات الحالية والمستقبلية: أدلة تطبيقية من سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة المصري. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة دمياط، (1)5، 745-786.
- العجواني، حنان مجدي محمود، عبد العليم، محمد محمود، أبو المقصان، أحمد فهمي. (2019). أثر كفاءة إدارة مخاطر الاستثمار على أداء الصناديق المفتوحة بالتطبيق على الصناديق المفتوحة بمصر. *المجلة العلمية للبحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة جنوب الوادي، (1)3، 293-259.

-
-
- العزاوي، رشاحربي مهدي، عباس، كاظم أحمد جواد. (2024). تشخيص الفجوة بين واقع نظام إدارة المخاطر والمواصفة القياسية الدولية (ISO31000: 2018) في الشركات العامة للصناعات التعدينية. *مجلة الإدارة والاقتصاد*، كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، 195-185، (144)49.
- القهواوي، فؤاد سالم خليفة. (2024). تقييم ممارسات استراتيجيات إدارة المخاطر في شركات التشييد المحلية: دراسة تحليلية على شركات التشييد المنفذة لمشاريع البنية التحتية بمدينة زليتن. *المجلة الأفرو آسيوية للبحث العلمي*، الأكاديمية الإفريقية للدراسات المتقدمة، 211-229، (2)1.
- بلال، السيد حسن سالم. (2020). أثر تغطية المحللين الماليين للشركات على كفاءة الاستثمار: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، 788-845، (1)2.
- حامد، أميرة حامد السيد. (2024). أثر الأداء البيئي والاجتماعي والحكمي ESG على خطر التعثر المالي وانعكاس ذلك على كفاءة الاستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، 289-384، (6)4.
- حسن، مريم حسن ربيع، الشترى، سعد السعيد حسن، إبراهيم، أحمد محمد زاهر محمد. (2023). التأثيرات المباشرة والوسيلة بين قوة المدير التنفيذي الأول، كفاءة الاستثمار، وقيمة الشركات. دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *مجلة البحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، 241-302، (2)54.
- حسين، محمد إبراهيم محمد. (2019). قياس تأثير جودة التقارير المالية، وآليات حوكمة الشركات وخصائص المديرين التنفيذيين على كفاءة القرارات الاستثمارية. دراسة تطبيقية. *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 527-584، (2)23.
- شحادة، فراس محمد فارس، المصري، ريمان جميل. (2025). أثر ممارسات التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار. *مجلة العلوم التجارية والبيئية*، الجمعية العلمية للدراسات والبحوث التطبيقية، 133-164، (2)4.
- شرف، إبراهيم أحمد إبراهيم. (2019). أثر ممارسات إدارة الأرباح على كفاءة الاستثمار بالشركات. دراسة تطبيقية على الشراة المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 228-288، (2)3.
- شكري، علاء محمد. (2024). دور إدارة المراجعة الداخلية في رفع جودة التقارير المالية وأثر ذلك على كفاءة الاستثمار: دراسة ميدانية على الشركات المدرجة بالتداول السعودي. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة دمياط، 401-435، (1)2.
- عبد العال، هند عبد العال الحسيني. (2024). نموذج مقترح لقياس أثر نرجسية المدير التنفيذي على كفاءة الاستثمار في إطار الدور الوسيط لجودة التقارير المالية (بالتطبيق على الشركات المساهمة المصرية). *المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية*، كلية التجارة، جامعة حلوان، 1839-1877، (3)38.

- عبد الفتاح، هبة بشير الطوخي. (2024). أثر خصائص لجنة إدارة المخاطر وقابلية التقارير المالية للقراءة على خطر انهيار أسعار الأسهم- دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *المجلة العلمية للبحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة المنوفية، 2(4)، 518-594.
- عبده، إيمان محمد السعيد سلامة. (2023). أثر جودة الأرباح وسيولة الأسهم على هيكل استحقاق الديون وانعكاسه على كفاءة الاستثمار الرأسمالي- دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بسوق الشركات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 7(3)، 377-431.
- عقيلي، خالد إسماعيل عبد الرحيم، رزق، علاء أحمد إبراهيم. (2023). أثر الروابط السياسية للشركات على جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة دمياط، 4(2)، 695-779.
- فهمي، أحمد محمد شوقي. (2022). أثر ممارسات التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار في ظل التدفقات النقدية الحرة كمتغير مُعدل- دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 6(1)، 1-52.
- كشك، راحيل محمد عبد الغني، منصور، أشرف محمد إبراهيم، عبده، رانا محمود. (2023). دور حجم وتخصص مكتب المراجعة في تحسين كفاءة الاستثمار دراسة تطبيقية على الشركات الغير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية*، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، 14(3)، 845-881.
- متولي، ضياء محمد صلاح الدين، الشرقاوي، السعيد عبد العظيم طلبه. (2024). دراسة أثر النقدية المحتفظ بها على العلاقة بين الإدراج في مؤشر المسؤولية المجتمعية للشركات وكفاءة الاستثمار في ضوء أزمة انتشار فيروس كورونا: دليل من البورصة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية*، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، 15(1)، 316-362.
- محمد، حسناء عطية حامد. (2018). تأثير التفاعل بين الآليات الداخلية لحوكمة الشركات ومستوى التخطيط الضريبي على قيمة المنشأة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة طنطا، 5(2)، 266-304.
- مرقص، فوزي عبد الباقي فوزي. (2022). تأثير جودة المراجعة على العلاقة بين القدرة الإدارية وكفاءة الاستثمار. *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، 4(3)، 496-566.
- مندور، ألفت علي، حسين، إيمان حسن سليمان. (2024). العلاقة بين الرافعة المالية وأداء الشركات المساهمة المصرية- هل هناك تأثير لكفاءة الاستثمار. *مجلة البحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، 46(2)، 74-109.
- موسى، بوسي حمدي حسن. (2023). أثر هيكل الملكية على تكلفة الديون في ظل استخدام مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر كمتغير وسيط: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة طنطا، 2(2)، 378-435.

-
-
- يوسف، هبة ابراهيم عبد العزيز. (2018). تحليل أثر كفاءة قرارات الاستثمار على خلق القيمة: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، (3)، 13-44.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Adenutsi, D. E., & Whajah, A. (2023). A PLS-SEM approach to enterprise risk management and performance of smes in Ghana. *International Journal of Business & Economics (IJBE)*, 8(1), 175-201.
- Agustina, L., & Baroroh, N. (2016). The relationship between Enterprise Risk Management (ERM) and firm value mediated through the financial performance. *Review of Integrative Business and Economics Research*, 5(1), 128-138.
- Akash, T. R., Reza, J., & Alam, M. A. (2024). Evaluating financial risk management in corporation financial security systems. *World Journal of Advanced Research and Reviews*, 23(1), 2203-2213.
- Alfisyahrin, M. F., & Hanggraeni, D. (2024). Analyzing Firm Performance: The Influence of Enterprise Risk Management, Investment Decisions, and ESG Aspects in ASEAN-5 Non-Financial Firms. *Dinasti International Journal of Economics, Finance & Accounting (DIJEFA)*, 5(3), 1066-1081.
- Al- Hadi, A., Hasan, M. M., Taylor, G., Hossain, M., & Richardson, G. (2017). Market risk disclosures and investment efficiency: International evidence from the Gulf Cooperation Council financial firms. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(3), 349-393.
- Ali, M. M., Hamid, N. S. A., & Ghani, E. K. (2019). Examining the relationship between enterprise risk management and firm performance in Malaysia. *International Journal of Financial Research*, 10(3), 239-251.
- Almaazmi, F. M. H. R., Zamri, R., & Farid, N. M. (2024). Assessing Relationship between Enterprise Risk Management and Hospital Performance in UAE. *Tropical Scientific Journal*, 3(2), 70-82.
- Almeida, H., & Campello, M. (2010). Financing frictions and the substitution between internal and external funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(3), 589-622.
- Alsayegh, M. F., Abdul Rahman, R., & Homayoun, S. (2022). Corporate sustainability performance and firm value through investment efficiency. *Sustainability*, 15(1), 305, 1-13.

-
-
- Angeline, Y.K., & Teng, Y. S. (2018). COSO enterprise risk management: small-medium enterprises evidence. *Asia-Pacific Management Accounting Journal (APMAJ)*, 13(2), 83-111.
 - Annamalah, S., Raman, M., Marthandan, G., & Logeswaran, A. K. (2018). Implementation of enterprise risk management (ERM) framework in enhancing business performances in oil and gas sector. *Economies*, 6(1), 4-12.
 - Anton, S. G. (2018). The impact of enterprise risk management on firm value: Empirical evidence from Romanian non-financial firms. *Engineering Economics*, 29(2), 151-157.
 - Ardillah, K. (2018). Effect of Intellectual Capital, Corporate Sustainability Disclosure, and Corporate Governance to the Value of the Company: Empirical Study on Registered SOE in Indonesia Stock Exchange. *Jurnal ilmu manajemen dan ekonomika*, 10, 60-67.
 - Bae, J., Biddle, G. C., & Park, C. W. (2022). Managerial learning from analyst feedback to voluntary capex guidance, investment efficiency, and firm performance. *Management Science*, 68(1), 583-607.
 - Bancel, F., & Mittoo, U. R. (2014). The gap between the theory and practice of corporate valuation: Survey of European experts. *Journal of Applied Corporate Finance*, 26(4), 106-117.
 - Benlemlih, M., & Bitar, M. (2018). Corporate social responsibility and investment efficiency. *Journal of Business Ethics*, 148, 647-671.
 - Berry-Stölzle, T., Che, X., & Xu, J. (2023). Enterprise Risk Management, External Financing and Corporate Investment. *External Financing and Corporate Investment (July 19, 2019)*.
 - Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 112-131.
 - Brandenburg, M., & Seuring, S. (2010). A model for quantifying impacts of supply chain cost and working capital on the company value. In *Advanced Manufacturing and Sustainable Logistics: 8th International Heinz Nixdorf Symposium, IHNS 2010, Paderborn, Germany. Springer Berlin Heidelberg*, April 21-22, 107-117.
 - Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2014). Principles of corporate finance. *McGraw-hill*.
 - Brown, I., Steen, A., & Foreman, J. (2009). Risk management in corporate governance: A review and proposal. *Corporate Governance: An International Review*, 17(5), 546-558.

-
-
- Cariola, A., La Rocca, M., & La Rocca, T. (2005). Overinvestment and underinvestment problems: determining factors, consequences and solutions. *Consequences and Solutions (October 2005)*.
 - Chairani, C., & Siregar, S. V. (2021). The effect of enterprise risk management on financial performance and firm value: the role of environmental, social and governance performance. *Meditari Accountancy Research*, 29(3), 647-670.
 - Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86(4), 1255-1288.
 - Chen, H. J., & Lin, S. H. (2013). Managerial optimism, investment efficiency, and firm valuation. *Multinational Finance Journal*, 17(3/4), 295-340.
 - Chen, T., Xie, L., & Zhang, Y. (2017). How does analysts' forecast quality relate to corporate investment efficiency?. *Journal of Corporate Finance*, 43, 217-240.
 - Cherkasova, V., & Kuzmin, E. (2018). Financial flexibility as an investment efficiency factor in Asian companies. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 20(2), 137-164.
 - Cheung, Y. L., Stouraitis, A., & Tan, W. (2011). Corporate Governance, Investment, and Firm Valuation in Asian Emerging Markets. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 22(3), 246-273.
 - Ching, W. C., Mohd-Rahim, F., Chuing, L. S., Zainon, N., & Aziz, N. (2020). Conceptualising risk culture on Enterprise Risk Management (ERM) implementation in construction companies. *Built Environment*, 17(1), 58-69.
 - Chiu, T. T., Kim, J. B., & Wang, Z. (2019). Customers' risk factor disclosures and suppliers' investment efficiency. *Contemporary Accounting Research*, 36(2), 773-804.
 - Cho, M. H. (1998). Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 47(1), 103-121.
 - Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO), 2017. Enterprise risk management integrating with strategy and performance (*New York: American Institute of Certified Public Accountants*).

-
-
- COSO. (2004) Enterprise risk management–integrated framework. Available at: <https://www.coso.org/documents/Framework%20Reference%20Secured.pdf> (accessed 10 August 2020).
 - Crawford, J., & Jabbour, M. (2024). The relationship between enterprise risk management and managerial judgement in decision- making: A systematic literature review. *International Journal of Management Reviews*, 26(1), 110-136.
 - Damiaty, R., & Sriraam S. B. (2017). Study the enterprise risk management in public listed companies: A case study of Indian companies. *Journal Fikrah*. 8(2), 69-79.
 - Dicuonzo, G., Donofrio, F., Onorato, G., & Turco, M. (2021). Enterprise Risk Management: What Opportunities for the Banking Sector?. The Changing Financial Landscape: *Financial Performance Analysis of Real and Banking Sectors in Europe*, 171-185.
 - Du, H., Wu, Y., Zhao, D., Zhang, C., Li, S., & Yan, J. (2024). Local government competition, environmental regulation and the investment efficiency of high energy-consuming enterprises. *Polish Journal of Environmental Studies*, 33(3), 2571-2586.
 - Faisal, F., Abidin, Z., & Haryanto, H. (2021). Enterprise risk management (ERM) and firm value: The mediating role of investment decisions. *Cogent Economics & Finance*, 9(1), 1-15.
 - Faisal, M., & Hasan, N. N. (2020). Enterprise risk management and firm value: The case in emerging market. *International Journal of Innovation, Creativity and Change*, 11(6), 272-286.
 - Fakhriyyah, D. D., Junaidi, J., & Maharani, N. (2023). Enterprise Risk Management Disclosure and Investment Efficiency: A Moderation Role of CEO Power. *Asian Journal of Management, Entrepreneurship and Social Science*, 3(03), 901-917.
 - Farida, A. L., Roziq, A., & Wardayati, S. M. (2019). Determinant variables of enterprise risk management (ERM), audit opinions and company value on insurance emittents listed in Indonesia stock exchange. *International Journal of Scientific & Technology Research*, 8(7), 288-293.
 - Farooq, M., Khan, I., Kainat, M., & Mumtaz, A. (2024). Corporate social responsibility and firm value: The role of enterprise risk management and corporate governance. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 1-33.

-
-
- Fauziah, D. A., Sukoharsono, E. G., & Saraswati, E. (2021). Corporate Social Responsibility Disclosure, Investment Efficiency, Innovation, and Firm Value. Assets: *Journal Akuntansi dan Pendidikan*, 10(1), 11-22.
 - Feng, X. (2016). Research on the Relationship among M&A Behavior, Investment Efficiency and Firm Value- Empirical Evidence from Shares of Listed Corporations. *Technology and Investment*, 7(2), 27-32.
 - Firmansyah, A., & Triastie, G. A. (2020). The role of corporate governance in emerging market: Tax avoidance, corporate social responsibility disclosures, risk disclosures, and investment efficiency. *Journal of Governance and Regulation*, 9(3), 8-26.
 - Gao, D., Li, S., & Zhou, Y. (2025). Investment efficiency, ESG performance and corporate performance: evidence from Chinese listed enterprises. *Chinese Management Studies*, 19(2), 567-599.
 - Gao, Y. (2023). Exchange rate and enterprise investment efficiency. *Frontiers in Business, Economics and Management*, 11(2), 14-21.
 - Gordon, L. A., Loeb, M. P., & Tseng, C. Y. (2009). Enterprise risk management and firm performance: A contingency perspective. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), 301-327.
 - Hameed, A., Bakar, A., Mughal, N., & Imran, M. (2017). The Internal Audit and Financial Reporting Quality. *Paradigms*, 11(2), 223-228.
 - Harymawan, I. (2020). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency: Evidence from Indonesian Stock Market. *Economics and Finance in Indonesia*, 66(2), 112-122.
 - Herbert, J., & Harto, P. (2022). The influence of financial reporting quality, family ownership, and audit quality on investment efficiency. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 26, 1-13.
 - Hoyt, R. E., & Liebenberg, A. P. (2011). The value of enterprise risk management. *Journal of Risk and Insurance*, 78(4), 795-822.
 - Huang, X. J., & Yan, H. (2012). Shareholding Structure, Investment Efficiency and Firm Value: Evidence from the Chinese Securities Market. In *Technology for Education and Learning. Springer Berlin Heidelberg*, 549-555.
 - Ismanu, S., Kusmintarti, A., & Winarto, E. (2021, July). The role of enterprise risk management in enhancing firm value before and during

-
-
- the covid-19 pandemic in Indonesia. In 2nd Annual Management, *Business and Economic Conference*, Atlantis Press, 198-204.
- Iswajuni, I., Manasikana, A., & Soetedjo, S. (2018). The effect of enterprise risk management (ERM) on firm value in manufacturing companies listed on Indonesian Stock Exchange year 2010-2013. *Asian Journal of Accounting Research*, 3(2), 224-235.
 - Jafari, M., Aghaei Chadegani, A., & Biglari, V. (2011). Effective risk management and company's performance: Investment in innovations and intellectual capital using behavioral and practical approach. *Journal of Economics and International Finance*, 3(15), 780-786.
 - Janggu, T., Sawani, Y., Yusoff, H., Darus, F., & Mohamed Zain, M. (2017). Does social risk management matter? Influencing factors and their link to firms' financial performances. *Management & Accounting Review*, 16(2), 1-20.
 - Jiang, H., Jia, J., & Chapple, L. (2024). Enterprise risk management and investment efficiency: Australian evidence from risk management committees. *Australian Journal of Management*, 49(3), 366-402.
 - Kwintana, E., & Hanggraeni, D. (2023). The Influence of Enterprise Risk Management (ERM) on Profitability Cost of Debt, and Company Value: The Role of Moderation of Environmental, Social, Governance (ESG) In Asean-5 Countries Period 2017-2021. *International Journal of Economics Development Research (IJEDR)*, 4(2), 830-845.
 - Lechner, P., & Gatzert, N. (2018). Determinants and value of enterprise risk management: empirical evidence from Germany. *The European Journal of Finance*, 24(10), 867-887.
 - Li, P., Zhao, Q., Liu, Y., Zhong, C., Wang, J., & Lyu, Z. (2024). Survey and prospect for applying knowledge graph in enterprise risk management. *Computers, Materials and Continua*, 78(3), 3825-3865.
 - Li, X., & Liu, J. (2024). Research on the Impact of Management Stock Ownership of Listed Companies on Investment Efficiency. *Financial Engineering and Risk Management*, 7(1), 40-50.
 - Li, X., & Wu, Z. (2009). Corporate risk management and investment decisions. *The Journal of Risk Finance*, 10(2), 155-168.
 - Li, Y., He, J., & Xiao, M. (2019). Risk disclosure in annual reports and corporate investment efficiency. *International Review of Economics & Finance*, 63, 138-151.

-
-
- Maruhun, E. N., Atan, R., Abdullah W. R., & Noordin, N. (2019). The effect of enterprise risk management (ERM) on shareholders value maximising: Evidence from Malaysian public-listed firms. *The 3rd International Conference on Accounting Research and Education (iCARE2019)*, 1-9.
 - Monazzam, A., & Crawford, J. (2024). The role of enterprise risk management in enabling organisational resilience: a case study of the Swedish mining industry. *Journal of Management Control*, 35, 59-108.
 - Mukherjee, S., De, A., & Roy, S. (2024). Enterprise risk management in supply chain operation: a fuzzy risk prioritization approach. *Benchmarking: An International Journal*, available at: <https://www.emerald.com/insight/1463-5771.htm>.
 - Naseem, T., Shahzad, F., Asim, G. A., Rehman, I. U., & Nawaz, F. (2020). Corporate social responsibility engagement and firm performance in Asia Pacific: The role of enterprise risk management. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 501-513.
 - Nasr, A. K., Alaei, S., Bakhshi, F., Rasoulyan, F., Tayaran, H., & Farahi, M. (2019). How enterprise risk management (erm) can affect on short-term and long-term firm performance: evidence from the Iranian banking system. *Entrepreneurship and Sustainability Issues*, 7(2), 1387-1403.
 - Nurcholisah, K. (2016). The effects of financial reporting quality on information asymmetry and its impacts on investment efficiency. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 4(5), 838-850.
 - Olaniyi, O. O., Omogoroye, O. O., Olaniyi, F. G., Ismaila Alao, A., & Oladoyinbo, T. O. (2024). CyberFusion protocols: Strategic integration of enterprise risk management, ISO 27001, and mobile forensics for advanced digital security in the modern business ecosystem. *Journal of Engineering Research and Reports*, 26(6), 31-49.
 - Pacheco, L. (2017). Investment determinants at the firm-level: the case of Portuguese industrial SMEs. *International Journal of Business Science & Applied Management (IJBSAM)*, 12(2), 1-17.
 - Pristianingrum, N., Sayekti, Y., & Sulistiyo, A. B. (2018). Effect of firm size, leverage and institutional ownership on disclosure enterprise risk management (ERM). *International Journal of New Technology and Research*, 4(8), 8-11.

-
-
- Rahgozar, R. (2008). Valuation models and their efficacy in predicting stock prices. *American Journal of Finance and Accounting*, 1(2), 139-151.
 - Rahma, S. S., & Arifin, A. (2022). Pengaruh Kebijakan Deviden, Kebijakan Hutang, Keputusan Investasi, Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2016-2020). *In Seminar Nasional Pariwisata Dan Kewirausahaan (SNPK)*, 1, 330-341.
 - Rees, W., & Cao, Z. (2018). Employee Treatment, Labor Investment Efficiency and Firm Performance. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3119189>.
 - Salehi, M., Zimon, G., Arianpoor, A., & Gholezoo, F. E. (2022). The impact of investment efficiency on firm value and moderating role of institutional ownership and board independence. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(4), 1-13.
 - Saputra, W. S., Saputra, Y., Koswara, K., Herawati, S. W., & Sae, L. A. S. A. (2023). The Effect of Enterprise Risk Management and Intellectual Capital Disclosure on Firm Value. *Dinasti International Journal of Education Management and Social Science*, 4(3), 448-454.
 - Sayyadi, M., Dastgir, M., & Aliahmadi, S. (2018). The Effect of Erm on Relation between Managerial Ability and Investment Efficiency. *Journal of Organizational Behavior Research*, 3, 1-12.
 - Setapa, M. & Zakwan, N. M. (2019). The implementation of enterprise risk management: A study of Malaysian private higher educational institution. *Journal of Mathematics and Computing Science (JMCS)*, 5(1), 39-52.
 - Shahzad, F., Rehman, I. U., Colombage, S., & Nawaz, F. (2019). Financial reporting quality, family ownership, and investment efficiency: An empirical investigation. *Managerial Finance*, 45(4), 513-535.
 - Shatnawi, S. A., & Eldaia, D. M. (2020). The factors influencing the enterprise risk management practices and firm performance in Jordan and Malaysia. *International Journal of Recent Technology and Engineering (IJRTE)*, 8(5), 687-702.
 - Shatnawi, S., Marei, A., Daoud, L., Alkhodary, D., & Shehadeh, M. (2022). Effectiveness of the board of directors' performance in Jordan: The moderating effect of enterprise risk management. *International Journal of Data and Network Science*, 6(3), 823-836.

-
-
- Sithipolvanichgul, J. (2018). The Determinant of Enterprise Risk Management Implementation: Evidence in Thailand and Malaysia. *Thammasat Review*, 21(1), 1-25.
 - Soebyakto, B. B., & Sinulingga, A. (2018). Company characteristics and risk management disclosure: empirical study of manufacturing companies listed on the Indonesia stock exchange. *Problems and Perspectives in Management*, 16(2), 396-411
 - Soladoye, A., Dominic, O. I., Gambo, N., & Abubakar, H. L. (2024). Effect of Enterprise Risk Management on the Profitability of Insurance Companies in Nigeria. *European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research*, 12(2), 51-70.
 - Tan, Y., Xu, N., Liu, X., & Zeng, C. (2015). Does forward-looking non-financial information consistently affect investment efficiency?. *Nankai Business Review International*, 6(1), 2-19.
 - Vidiola, J. (2023). Increasing Investment Effectiveness in State-Owned Companies in Indonesia by Implementing Measurable and Careful Risk Management. *Asian Journal of Social and Humanities*, 1(09), 484-495.
 - Ward, C., Yin, C., & Zeng, Y. (2020). Motivated monitoring by institutional investors and firm investment efficiency. *European Financial Management*, 26(2), 348-385.
 - Wijayaningsih, S., & Yulianto, A. (2021). The effect of capital structure, firm size, and profitability on firm value with investment decisions as moderating. *Accounting Analysis Journal*, 10(3), 150-157.
 - Yang, S., Ishtiaq, M., & Anwar, M. (2018). Enterprise risk management practices and firm performance, the mediating role of competitive advantage and the moderating role of financial literacy. *Journal of Risk and Financial Management*, 11(35), 1-17.
 - Yoewono, H., & Prabowo, A. (2024). Enhancing Bank Performance: Integrating Enterprise Risk Management with Mobile Banking Applications. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, 27(2), 207-216.

Measuring the Effect of Enterprise Risk Management (ERM) on Investment Efficiency and Its Reflection on Firm Value: An Empirical Study on Firms Listed on Egyptian Stock Exchange

Abstract

Research objective: The research aimed to test and analyze the effect of implementing enterprise risk management on investment efficiency, examine the effect of investment efficiency on firm value, as well as testing the effect of implementing enterprise risk management on firm value, in addition to testing the mediating effect of investment efficiency on the relationship between the implementation of enterprise risk management and the value of non-financial firms listed on the Egyptian Stock Exchange.

Research methodology: The research relied on both descriptive and analytical approaches by combining theoretical analysis of the most important various literatures related to the research variables, as well as conducting an empirical study on a sample of (50) firms listed on the Egyptian Stock Exchange, with a total number of (300) observations during the period from (2018) to (2023). The researcher relied on the content analysis approach to examine the actual historical data in the annual financial statements to test the research hypotheses, using a set of statistical methods including the Pearson correlation coefficient, the multiple regression models, and the path analysis model.

Research results: The results of the empirical study showed that first, the implementation of enterprise risk management has a positive and significant effect on investment efficiency. Second, investment efficiency has a positive and significant effect on firm value. Third, the implementation of enterprise risk management has a positive and significant effect on firm value. Fourth, there is a positive and significant indirect effect of the implementation of enterprise risk management on firm value when investment efficiency mediates this relationship.

Originality and value: The scientific contributions of the research is reflected in its attempt to enhance the knowledge framework of a topic that has received great attention in the global business environment, which is the effect of implementing enterprise risk management on improving investment efficiency and maximizing firm value, with the aim of enhancing the confidence of stakeholders in its performance, thereby ensuring its sustainable survival. This research is also a continuation of research related to financial markets and improving their efficiency. Therefore, all firms in emerging financial markets can benefit from their results to support their competitive position.

Keywords: Enterprise Risk Management, Investment Efficiency, Over-Investment, Under-Investment, Firm Value.