



أثر الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة ESG على المخاطر الخاصة: الأثر المعدل لكفاءة الاستثمار على الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية

إعداد

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

أستاذ إدارة الأعمال المساعد

كلية الإدارة، جامعة الدلتا للعلوم والتكنولوجيا

salmaali333@yahoo.com

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة- جامعة دمياط

المجلد السادس - العدد الثاني - الجزء الثالث - يوليو ٢٠٢٥

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

سيد أحمد، سلمى علي الدين (٢٠٢٥). أثر الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة ESG على المخاطر الخاصة: الأثر المعدل لكفاءة الاستثمار على الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٦(٢)، ٨٢٣-٨٦٧.

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

أثر الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة ESG على المخاطر الخاصة: الأثر المعدل

لكفاءة الاستثمار على الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أثر الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) على المخاطر الخاصة، في ضوء التأثير المعدل لكفاءة الاستثمار، وذلك بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة (٢٠٢٠-٢٠٢٤). وقد تم تطبيق نموذج البيانات المقطعية (Panel Data) ذات التأثيرات الثابتة، لقياس مدى التأثير المعنوي للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة (المتغير المستقل) على المخاطر الخاصة (المتغير التابع)، بالإضافة إلى اختبار أثر كفاءة الاستثمار كمتغير معدل مع الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة. كما شملت الدراسة تحليل تأثير عدد من المتغيرات الحاكمة، وهي: الربحية المقاسة (بمعدل العائد على حق الملكية)، والرفع المالي، وحجم الشركة، وقيمة الشركة المقاسة بـ (Tobin's Q)، على المخاطر الخاصة. وتوصلت النتائج إلى وجود تأثير معنوي سالب للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة، كما أظهر المتغير المعدل - كفاءة الاستثمار مع الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة - تأثيرًا سالبًا ومعنويًا على المخاطر الخاصة خلال فترة الدراسة. وأشارت النتائج أيضًا إلى وجود تأثير موجب لكل من حجم الشركة، والرفع المالي، وقيمة الشركة على المخاطر الخاصة، في حين كان أثر الربحية سلبياً على المتغير التابع (المخاطر الخاصة). وأوصت الدراسة بضرورة دمج الأداء المالي مع الأداء غير المالي بصورة متكاملة ضمن إستراتيجيات الشركات، بما يتماشى مع التوجهات العالمية نحو الاستدامة، خاصة في ظل ما تشهده بيانات الأعمال من تغيرات، بما يعزز قدرة الشركات على تجنب المخاطر الخاصة.

الكلمات المفتاحية: الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة؛ كفاءة الاستثمار؛ المخاطر الخاصة.

١- المقدمة:

تُعدّ المخاطر الركيزة الأساسية في علم الإدارة المالية، وتمثل المحور الذي تُبنى عليه القرارات الاستثمارية والتمويلية الرامية إلى تعظيم ثروة المساهمين. وتشمل هذه المخاطر كلاً من مخاطر السوق - وهي غير قابلة للتفادي - والمخاطر الخاصة التي يمكن الحد منها عن طريق تنويع الأصول داخل المحافظ الاستثمارية، والتي تنشأ غالباً نتيجة عوامل داخلية ترتبط بالشركات ذاتها. ويرى Van Horne, (1977) أنّ تجاهل المخاطر الخاصة ليس أمراً ممكناً، نظراً لغياب سوق مالي يتمتع بالكفاءة، مما يجعل هذه المخاطر مؤثرة على كل من الأداء المالي وغير المالي للشركات.

وفي سبيل ضمان الاستمرارية في المستقبل، أصبحت الشركات بحاجة إلى مراعاة مؤشرات الأداء غير المالي، إلى جانب الأداء المالي، كوسيلة لتحليل المخاطر الخاصة ضمن جهودها لتحقيق أهداف التنمية المستدامة. ومن أبرز تلك المؤشرات: الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) وقد شهدت مصر في السنوات الأخيرة تبني البورصة المصرية (EGX) نهجاً جديداً في هذا الإطار، قائماً على تبني مبادئ الاستدامة، في محاولة للحدّ من المخاطر الخاصة (Idiosyncratic Risk)، حيث أصبحت تلك الممارسات عنصراً محورياً في إستراتيجيات الشركات، بما يتماشى مع التوجهات العالمية نحو تعزيز الاستدامة وخلق القيمة طويلة الأجل.

وتسعى الشركات بشكل متزايد لتحقيق أداء غير مالي فعال من خلال تحسين آليات حماية حقوق ومصالح المساهمين الصغار والمتوسطين، والاهتمام برعاية الموظفين، وتحسين جودة المنتجات والخدمات، والتركيز على حماية البيئة وتعزيز رفاهية المجتمع. هذا الأمر يعزز من ثقة أصحاب المصلحة ويؤمن بيئة عمل ملائمة لدعم الأعمال التجارية. (Bai et al., 2024)

ولا شك أن التصنيفات المرتفعة في الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة مرتبطة بتقليل التكاليف المالية وتحقيق عوائد استثمارية أعلى عبر تقليل المخاطر الخاصة. وفي هذا السياق، أشار Ellili (2022) إلى أن الشركات التي تتمتع بتصنيفات أداء بيئي واجتماعي وحوكمة مرتفعة تحقق تخصيصاً أفضل للموارد وربحية أعلى من خلال تحسين الحوكمة وتعزيز العلاقات مع أصحاب المصلحة. كما أكد Ng et al. (2020) على أن ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة القوية تجذب المستثمرين المسؤولين اجتماعياً، مما يساعد في تخفيف القيود المالية ويسهل تخصيص رأس المال بشكل أكثر فعالية.

وفي ظل التوجّه العالمي المتسارع نحو مفاهيم البيئة والمجتمع والحوكمة، باتت الشركات تحت ضغط متزايد من المستثمرين والجهات التنظيمية لتحقيق توازن فعال بين الأبعاد المالية وغير المالية، عند التعامل مع التحديات المرتبطة بالأداء. (Aldowaish et al., 2022) ومن هنا، برزت أهمية كفاءة الاستثمار باعتبارها عنصراً أكثر حيوية من أي وقت مضى، حيث تُشير كفاءة الاستثمار إلى قدرة المؤسسة على ضخ استثماراتها في مشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة. (Verdi, 2001) ولكي توصف الاستثمارات بأنها فعالة، ينبغي على الشركات تجنب كل من الإفراط في الاستثمار، وكذلك نقصه. حيث أن النقص أو الإفراط في الاستثمار يؤثر سلباً على الأداء المالي من منظور المخاطر، وخاصة المخاطر الفردية الخاصة بالشركات، وقد أثبتت الدراسات أن الاستراتيجيات البيئية والاجتماعية والحوكمة تؤثر على قرارات الاستثمار طويلة الأجل لدى الشركات (Albuquerque et al., 2019; Servaes & Tamayo, 2013) حيث يمكن لهذه المعايير أن تمثل الأساس الذي يُسهّم في تحقيق الكفاءة الاستثمارية للشركات، وذلك من خلال تعزيز الشفافية في توفير المعلومات للسوق، وتقليل الصراعات بين أصحاب المصلحة، مما يساعد في خلق توازن بين المساهمين والمستثمرين، ويشجع على توفير المزيد من الأموال للشركات وتمكينها من الوصول إلى فرص استثمارية جديدة. (Desai, 2025)

وقد أوضحت نظريات التمويل ارتباط الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة بقرارات الاستثمار من منظور نظرية الوكالة حيث يسمح للمديرين بالاستثمار في مشاريع مربحة تعزز من منصبهم الوظيفي كما تساهم نظرية أصحاب المصلحة، في تفسير العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة وكفاءة الاستثمار عبر تحليل مصالح الأطراف المتأثرة بالشركة، ترى أن الشركات ملزمة بتحقيق توازن بين مصالح المساهمين، الموظفين، العملاء، الموردين، المجتمعات، والبيئة، مما يدفع الشركات إلى استخدام مواردها بكفاءة وشفافية من خلال ممارسات الإفصاح حول الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة لجميع الأطراف المعنية. وهذا يعزز من تركيز المديرين في الشركات التي تطبق استراتيجيات التنمية المستدامة على تحقيق نتائج مالية طويلة الأجل واتخاذ قرارات استثمارية تُعزز من القيمة المستدامة للشركة على المدى البعيد.

ومن هذا المنطلق قامت العديد من الشركات المقيدة في البورصة المصرية بإعادة تقييم ممارساتها التشغيلية وخططها الاستثمارية من أجل تبني هذه الممارسات استناداً إلى أن دمج المعلومات المتعلقة بالمستوى المؤسسي في سعر السهم قد يقلل من الغموض المحيط بمستقبل الشركة، مما يجعل المستثمرين أكثر استعداداً لتوفير الأموال وتمكين الشركات من الوصول إلى فرص استثمارية جديدة. (Morck et al., (2000).

وهذا يقودنا إلى التساؤل الرئيسي التالي :

هل هناك تأثير لممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة، في ضوء كفاءة الاستثمار على الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية؟

٢- مراجعة الأدبيات ذات الصلة وتطوير فروض الدراسة-

1/2- الدراسات التي تناولت تأثير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة بالشركات:

تناولت العديد من الدراسات العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) والمخاطر الخاصة في الشركات عبر قطاعات متعددة. ومع ذلك، فقد أظهرت نتائج هذه الدراسات تبايناً في الاتجاهات؛ حيث تباينت بين تأثير إيجابي، وسلبى، وفي بعض الحالات غياب التأثير تماماً. فقد أظهرت بعض الأبحاث أن الالتزام بمعايير (ESG) يُعزز النمو طويل الأمد للشركات ويؤثر في مستوى المخاطر التي تواجهها. (Zhang & Fan, 2014) في المقابل، بينت دراسات أخرى أن تطبيق هذه المعايير قد يُستخدم كوسيلة لتحقيق مكاسب شخصية من قبل الإدارة، من خلال إخفاء سلوكيات غير نزيهة، والسعي وراء تحسين السمعة الذاتية. (Jiraporn & Chintrakarn, 2013) كما أشارت دراسات أخرى إلى عدم وجود علاقة مؤثرة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة والمخاطر الخاصة.

فقد توصلت دراسة Chairani & Siregar, (2021) إلى أن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة يُعد عاملاً معزّلاً يُعزز من العلاقة بين المخاطر الخاصة للشركات والأداء المالي وقيمة الشركة. وتم جمع بيانات الدراسة من التقارير السنوية والمالية، إلى جانب قاعدة بيانات Thomson Reuters، لعينة من الشركات المدرجة في رابطة دول جنوب شرق آسيا (إندونيسيا، ماليزيا، الفلبين، سنغافورة، تايلاند) خلال الفترة ٢٠١٤-٢٠١٨، بإجمالي ٦٨٠ مشاهد. ومن خلال تقسيم العينة إلى شركات صناعية حساسة وأخرى غير حساسة، واستخدام نموذج بيانات بانل ذات التأثير الثابت، خلصت النتائج إلى أن للمخاطر الخاصة تأثيراً إيجابياً ومعنوياً على كل من الأداء المالي وقيمة الشركة. كما أظهرت الدراسة أن (ESG) تلعب دوراً تعديلياً مهماً في تعزيز تأثير هذه المخاطر، خصوصاً في الشركات العاملة في الصناعات الحساسة.

وعلى الجانب الآخر، توصلت دراسة Jiraporn & Chintrakarn, (2013) إلى أن معايير (ESG) تؤثر سلباً في المخاطر الخاصة للشركات، عندما يتم تبني هذه المعايير بدافع المصلحة الشخصية للإدارة، كوسيلة للتغطية على ممارساتها الفاسدة أو لتحقيق مكاسب ذات طابع شخصي. وأوضحت الدراسة أن التزامات الشركات في هذا الإطار قد تُسهم في رفع التكاليف التشغيلية واستهلاك موارد كبيرة، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة.

في السياق ذاته، وجدت دراسة Lu & Li, (2024) أن ممارسات (ESG) تؤثر سلباً على كل من المخاطر الخاصة وربحية الشركات، كونها قد تُستخدم كأداة لتحقيق مصالح خاصة للإدارة (Barnea & Rubin, 2010)، بغرض تحسين الصورة الاجتماعية للشركة أو دعم المناصب المستقبلية لموظفيها (He et al., 2023)، بينما يتحمل المساهمون أعباء هذه الاستثمارات المفرطة، مما يُقوّض من النمو طويل الأجل للشركة. (Chintrakarn et al., 2020)

كما دعمت دراسة (He et al., 2024) هذا الطرح، حيث كشفت عن تأثير سلبي لمعايير (ESG) لى المخاطر الخاصة في السوق المالية الصينية، من خلال المتغير الوسيط "سلوك المستثمر". وقد تم قياس هذه المخاطر استناداً إلى تقلبات أسعار الأسهم، وتوصلت الدراسة إلى أن الالتزام بـ (ESG) يسهم في تقليص هذه المخاطر، وأن التأثير يكون أقوى في الشركات التي تُراعي مبادئ الحوكمة من منظور الاستدامة.

وخلصت دراسة (Wang & Yang, 2023) إلى وجود علاقة سلبية بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة وبين المخاطر الخاصة في الشركات المدرجة بسوق الأسهم من الفئة (A) في شنغهاي وشنتشن، وذلك خلال الفترة من ٢٠١٧ إلى ٢٠٢١. وأظهرت النتائج أن التزام الشركات بـ (ESG) يساهم بفاعلية في تقليص مستوى المخاطر الخاصة، وأن حوكمة أصحاب المصلحة مثل المستثمرين، والمقرضين، والموظفين، والمستهلكين تُعزز من هذا الأثر الإيجابي، بينما تُضعف حوكمة الموردين من أثر (ESG) في تقليل تلك المخاطر.

وفي السياق ذاته، توصلت دراسة (Anwer et al., 2023) إلى وجود علاقة سلبية بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) والمخاطر النظامية لدى شركات الطاقة، وقد شملت العينة ١٥٨ شركة موزعة على ١٦ دولة خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠٢١. وبينت نتائج الدراسة أنه بالرغم من وجود علاقة إيجابية بين (ESG) ومخاطر التخلف عن السداد، إلا أن هذه العلاقة جاءت سلبية عند النظر إلى القيم التريبيعية لمؤشر (ESG)، مما يشير إلى علاقة منحنية تأخذ شكل حرف U مقلوب. كما أظهرت النتائج أن كلاً من الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة، إلى جانب الأداء الكربوني، يساهمان في تقليص مخاطر عدم السداد، خاصة في الشركات التي تواجه تحديات بيئية متعددة، وفي الدول التي تتميز بمستوى تعليمي مرتفع، وكذلك في شركات الطاقة التي تتبنى معايير (ESG) بفاعلية.

وعلى النقيض، لم تجد دراسة (Garrido et al., 2024) دليلاً على وجود تأثير ملموس لمعايير (ESG) على الأداء المالي أو المخاطر الخاصة بالشركات الكبرى، بالمقارنة مع الشركات الصغيرة والمتوسطة (SMEs). وقد استندت الدراسة إلى عينة مكونة من ٥٣٨ شركة صغيرة ومتوسطة في إسبانيا، واختبرت عدداً من الفرضيات باستخدام مؤشر مُبتكر لتقييم الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة، بهدف فهم تأثير تلك المعايير على الأداء المؤسسي، مع أخذ بعض العوامل الحاكمة في الاعتبار، مثل تداعيات جائحة كوفيد-١٩، ومستوى الإفصاح، وحجم الشركات. وأوضحت النتائج أن تطوير مؤشر متخصص لقياس (ESG) يُعد أمراً بالغ الأهمية، وأن أبعاد المجتمع والعمل تُعد من بين العناصر الأبرز التي تُعزز مرونة الشركات خلال فترات الأزمات. كما أظهرت الدراسة أن تحقيق عوائد ملموسة من الاستثمار في (ESG) يُعد أكثر صعوبة بالنسبة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وأكدت على أهمية تصميم مقياس فعال يعكس جودة تنفيذ هذه المعايير، ويوفر رؤية عملية تساعد الشركات على تحسين إدارة أدائها غير المالي.

ومن خلال ما سبق، يُلاحظ قلة الدراسات التي تناولت المخاطر الخاصة (idiosyncratic risk) بشكل عام، وندرة الأبحاث التي تناولت العلاقة بين معايير (ESG) وهذه النوعية من المخاطر في السياق المصري على وجه التحديد.

ومن هذا المنطلق، تسعى هذه الدراسة إلى سد الفجوة المعرفية المرتبطة بتأثير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة لدى الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية، والتي تتبنى تلك المعايير من منطلق استدامي.

وبناءً على ما تم عرضه، يمكن صياغة الفرضية الأولى للدراسة على النحو التالي:

"يوجد تأثير معنوي للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية".

2/2- الدراسات التي تناولت أثر الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة في ظل الدور المعدل لكفاءة الاستثمار:

يمكن تصنيف الدراسات السابقة ضمن هذا السياق إلى ما يلي:

1/2/2: الدراسات التي بحثت في تأثير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على كفاءة الاستثمار:

أظهرت مجموعة من الدراسات تبايناً في نتائجها بشأن العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) وكفاءة الاستثمار، حيث خلُص بعضها إلى وجود تأثير إيجابي، بينما أظهرت أخرى تأثيراً سلبياً، في حين لم تجد بعض الأبحاث أي علاقة ذات دلالة معنوية. وفيما يلي عرض لأبرز هذه الدراسات:

أوضحت دراسة Bilyay et al., (2024) وجود علاقة إيجابية بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة وكفاءة الاستثمار. وقد استندت الدراسة إلى بيانات شملت ١,٠٩٤ شركة أوروبية خلال الفترة من ٢٠٠٢ إلى ٢٠١٩، باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة لتحليل حالي الإفراط والنقص في الاستثمار. وأظهرت النتائج أن الالتزام بممارسات (ESG) يُقلل من مشكلات الإفراط في الاستثمار، وخاصةً في الحالات التي تعاني فيها الشركات من عدم تماثل في المعلومات. كما بينت أن الشركات ذات درجات (ESG) المتطرفة (منخفضة جداً أو مرتفعة جداً) لا تُحقق تحسناً ملحوظاً في كفاءة الاستثمار بوجه عام، وأوصت الدراسة بأهمية معالجة فجوة المعلومات لتحقيق استثمار أكثر كفاءة.

ومن جانبها، دعمت دراسة Jiang et al., (2024) نفس الاتجاه، إذ توصلت إلى أن الإفصاح البيئي والاجتماعي (E&S) له أثر إيجابي على كفاءة الاستثمار. وقد شملت العينة شركات مدرجة في الولايات المتحدة بين عامي ٢٠١٦ و ٢٠٢٢، حيث أظهرت النتائج أن التأثير الإيجابي للإفصاح عن (E&S) يكون أكثر وضوحاً في الشركات ذات الكفاءة الإدارية المنخفضة، مما يعكس أهمية الشفافية في تعزيز كفاءة القرارات الاستثمارية.

وبالمثل، توصلت دراسة Desai, (2025) إلى نتيجة إيجابية تدعم تأثير (ESG) في تحسين كفاءة الاستثمار، وذلك من خلال استخدام أساليب الانحدار المتعدد واختبارات الفروق لعينة تضمنت ١,٠٧٧ شركة مدرجة في البورصة الوطنية، بما مجموعه ٩,١٤٩ مشاهدة سنوية. وخلصت الدراسة إلى أن فرض الإفصاح الإلزامي عن (ESG) أدى إلى تحسن ملحوظ في كفاءة الاستثمار، لا سيما في الشركات العاملة في القطاعات الأكثر حساسية للانبعاثات الكربونية.

وفي السياق ذاته، أثبتت دراسة (Donghui et al., 2025) التأثير الإيجابي للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على كفاءة الاستثمار، وذلك في إطار الأسواق الناشئة. وقد تناولت الدراسة بيانات ٣,٣٨٠ شركة صينية غير مالية خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠٢١، واعتمدت على نماذج البائل الديناميكية. وأظهرت النتائج أن تطبيق ممارسات (ESG) يسهم في خفض تكاليف الوكالة والتخفيف من القيود المالية، مما يعزز كفاءة الاستثمار. كما أشارت الدراسة إلى أن هذا التأثير يكون أكثر وضوحاً في المناطق التي تنسم بهياكل مؤسسية متماسكة، مؤكدة على أهمية تكييف ممارسات (ESG) وفقاً للظروف المؤسسية لكل منطقة.

من ناحية أخرى، أظهرت بعض الدراسات تأثيراً سلبياً للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على كفاءة الاستثمار. ففي هذا السياق، أشار Gati et al., (2024) إلى أن المبادرات المتعلقة بـ (ESG) قد تُمارس بشكل رمزي من أجل الامتثال، مما يؤدي إلى تخصيص غير فعال للموارد. وأضاف Darnall et al., (2022) أن غياب المعايير الموحدة لقياس الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة يُفضي إلى نتائج غير متسقة ويُعرق كفاءة الاستثمار.

وفي نفس السياق، كشفت دراسة Yang et al., (2024) عن وجود تأثير سلبي للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على كفاءة الاستثمار في الشركات الصينية. وقد اعتمدت الدراسة على عينة تضم ٣٠,٩٥٠ ملاحظة سنوية لشركات في السوق الصينية خلال الفترة من ٢٠٠٩ إلى ٢٠٢٢، وركزت على استخدام التغير في عدد موظفي الشركة كمؤشر لكفاءة الاستثمار. أظهرت النتائج أن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة يمكن أن يعزز كفاءة الاستثمار، لكن افتقار الإدارة للخبرة المالية قد يحد من التأثيرات الموجبة لـ (ESG) على كفاءة الاستثمار. كما أظهرت الدراسة أن التأثير الإيجابي لـ (ESG) يتحقق بشكل أكبر في الشركات غير المملوكة للدولة وفي الشركات ذات كثافة العمل المنخفضة أو في مراحل نمو الشركات الأولية.

من جهتها، دعمت دراسة Pasha et al., (2024) هذا الاتجاه من خلال إظهار التأثير السلبي للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على قيمة الشركات في السوق المصري، بناءً على تحليل ثلاث قنوات لتقييم القيمة هي: التدفق النقدي الحر، توزيعات الأرباح، وتكلفة رأس المال، وذلك في الشركات المدرجة في مؤشر S&P/EGX ESG خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠٢٢. أظهرت النتائج أن تصنيف (ESG) يرتبط بشكل إيجابي مع توزيعات الأرباح، ولكنه يؤثر سلباً على التدفق النقدي الحر وتكلفة رأس المال، مما يقدم أدلة على الأثر السلبي لهذه المعايير على كفاءة الاستثمار. وتعتبر هذه الدراسة الأولى من نوعها في سياق مصر ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا لدراسة تأثير (ESG) على هذه القنوات الثلاث.

وفي المقابل، توصلت دراسة Irianingsih et al., (2024) إلى عدم وجود علاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة وكفاءة الاستثمار، وذلك في عينة تضم ٢٥٠ شركة صناعية مدرجة في بورصات إندونيسيا، سنغافورة، ماليزيا، الفلبين، وتايلاند خلال الفترة من ٢٠١٨ إلى ٢٠٢٢. وأظهرت نتائج الدراسة أن العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة لا تؤثر على كفاءة الاستثمار، في حين أن مخاطر الإفصاح عن المعلومات المالية تؤثر بشكل إيجابي ودال على كفاءة الاستثمار.

2/2/2 الدراسات التي تناولت أثر كفاءة الاستثمار على المخاطر الخاصة بالشركات:

أظهرت الدراسات التي تناولت تأثير كفاءة الاستثمار على المخاطر الخاصة بالشركات أن النقص أو الإفراط في الاستثمار يؤثر سلباً على الأداء المالي من منظور المخاطر، وخاصة المخاطر الفردية الخاصة بالشركات والمستثمرين. فعلى سبيل المثال، يمكن أن يؤدي الإفراط في الاستثمار إلى انخفاض الربحية المستقبلية وزيادة المخاطر الخاصة بالشركات (Lara et al., 2016; Gan, 2007)، بينما يؤدي النقص في الاستثمار إلى انخفاض قيمة الشركة وزيادة المخاطر الخاصة بالشركات من خلال فقدان فرص النمو وتقليل التدفقات النقدية والربحية (Martinez-Sola et al., 2013; Pellicani and Kalatzis, 2019).

وأبرزت دراسة (Chasiotis et al., 2024) الدور المهم الذي تلعبه المخاطر الخاصة بالشركات في كفاءة الاستثمار. حيث أشارت الدراسة إلى أن مخاطر السمعة المرتبطة بـ (ESG) قد تؤدي إلى زيادة الاستثمار غير الأمثل أو النقص في الاستثمار، كما تقلل من سرعة التكيف مع مستوى الاستثمار الأمثل.

في دراسة أخرى، تناولت (Chiou & Chang, 2020) تأثير كفاءة الاستثمار والتحفيز المحاسبي على المخاطر الفردية للمستثمرين، حيث أظهرت النتائج أن الاستثمار المفرط أو النقص في الاستثمار من قبل المديرين يزيد أو يقلل من المخاطر الفردية للمستثمرين. كما أن التحفيز المحاسبي يعزز جودة المعلومات ويخفض المخاطر الفردية، مما يعني أنه يمكن أن يقلل من تأثيرات الاستثمار المفرط ويحسن استراتيجيات الاستثمار في حالة النقص في الاستثمار.

وفي السياق ذاته، أشار (Hu et al., 2019) إلى أن الإفراط في الاستثمار يؤدي إلى زيادة المخاطر الخاصة بالشركات عندما يستثمر المديرون مبالغ كبيرة في مشاريع غير مربحة لمصالحهم الشخصية. كما أظهرت دراسة (Garcia-Gomez et al., 2023) أن النقص في الاستثمار يؤدي إلى ارتفاع المخاطر الخاصة بالشركات، استنادًا إلى تجنب المديرين للمشاريع المربحة بسبب التحفيز على المخاطر أو الحفاظ على مناصبهم الوظيفية.

من جهة أخرى، دعمت دراسة (Liu & Hu, 2024) التأثير السلبي لكفاءة الاستثمار على المخاطر الخاصة بالمستثمرين، معبرة عنها بالتقلبات في أسهم الشركات المدرجة في الأسواق الناشئة مثل الصين خلال الفترة من ٢٠١٢ إلى ٢٠٢٢. أظهرت الدراسة أن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة للشركات المدرجة يمكن أن يقلل بشكل كبير من تقلبات الأسهم الخاصة، ما يشير إلى أن الاستثمار في هذه المعايير يعزز الشفافية ويقلل من المخاطر الخاصة بالشركات.

وأوضحت دراسة (Gao & Zhou, 2024) العلاقة بين الاستثمار غير الكفاء وأداء الشركات، حيث أظهرت أن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة يعمل كمتغير وسيط في العلاقة بين الاستثمار غير الكفاء والمخاطر الخاصة بالشركات. استخدمت الدراسة نموذج بيانات بانل ذو التأثيرات الثابتة على عينة تضم ١,٩١٨ شركة مدرجة في الصين خلال الفترة من ٢٠١٦ إلى ٢٠٢٠. وأظهرت النتائج أن الشركات المملوكة للدولة تحقق أداءً أفضل من الشركات غير المملوكة للدولة، وأوصت بضرورة الالتزام بتقارير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة لتحقيق التنمية المستدامة بشكل أكثر كفاءة.

تحليل الدراسات السابقة:

يتضح مما سبق أن هناك تباينًا في نتائج الدراسات التي تناولت تأثير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة بالشركات. فقد أظهرت بعض الدراسات تأثيرًا سلبيًا، بينما أظهرت دراسات أخرى تأثيرًا إيجابيًا، في حين أظهرت بعض الدراسات الأخرى عدم وجود تأثير. علاوة على ذلك، غالبًا ما تناولت الدراسات تأثير أبعاد الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) بشكل منفصل، مما أدى إلى نتائج غير متسقة. (Agoraki et al., 2023; Gupta & Das, 2024)

ومن اللافت أن هناك ندرة في الدراسات التي تناولت المخاطر الخاصة (idiosyncratic risk) بشكل عام، إذ ركزت معظم الدراسات، وخاصة في البيئة المصرية، على المخاطر الكلية للشركات أو مخاطر السوق وتجاهلت تأثير المخاطر الخاصة بالشركات بمفردها.

كما يتبين من الدراسات السابقة أن كفاءة الاستثمار تلعب دورًا حاسمًا في التأثير على المخاطر الخاصة بالشركات، سواء كان ذلك من خلال الإفراط في الاستثمار أو النقص في الاستثمار. إضافة إلى ذلك، هناك تباين في الدراسات التي تناولت تأثير كفاءة الاستثمار على معايير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG)، حيث توجد دراسات تؤيد التأثير الموجب أو السالب أو عدم وجود تأثير. كما أن الدراسات التي تناولت العلاقة بين كفاءة الاستثمار والأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) والمخاطر الخاصة (idiosyncratic risk) للشركات المطبقة لتلك المعايير في البيئة المصرية لا تزال نادرة.

تحاول هذه الدراسة معالجة الفجوة البحثية المتعلقة بتأثير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة للشركات في ظل تأثير كفاءة الاستثمار كمتغير معدل، وذلك بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية التي تطبق معايير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة من منظور الاستدامة. بناءً على ذلك، تطرح الدراسة الفرضية الثانية التي تنص على:

" يوجد تأثير معنوي للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة في ضوء التأثير المعدل لكفاءة الاستثمار على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية".

3- مشكلة البحث:

تعد المخاطر من العوامل الرئيسية التي تُستخدم في تقييم الأداء المالي للشركات، ويمكن تعريفها على أنها درجة التذبذب في العائد أو عدم القدرة على التنبؤ بالعائد المستقبلي نتيجة للاختلاف بين العائد المتوقع والعائد الفعلي. وفقًا لنظرية حوكمة الشركات، لا يمكن للشركات تجاهل المخاطر أو تغيير مستوياتها بشكل عشوائي، بل يتعين عليها فهم كيفية التعامل معها بفعالية. من المؤكد أن الشركات تواجه مستويات متفاوتة من المخاطر في مختلف مجالات نشاطها. في هذا السياق، أشار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Sharpe, 1994; Lintner & Mossin, 1996) (CAPM) إلى أن هناك نوعين من المخاطر التي قد تتعرض لها الشركات. الأول هو المخاطر المنتظمة (Systematic Risk)، والتي تتعلق بالعوامل الخارجية التي تقع خارج نطاق سيطرة الشركات، مثل العوامل السياسية والاقتصادية والقانونية والاجتماعية والأسواق المالية، وهذه المخاطر تعرف أيضًا بالمخاطر غير القابلة للتنبؤ أو مخاطر السوق، وتقاس باستخدام معامل بيتا (β). أما النوع الثاني فهو المخاطر غير المنتظمة (idiosyncratic risk)، وهي المخاطر الخاصة بكل شركة على حدة، وتقع ضمن نطاق سيطرة الشركة، وتُسمى بالمخاطر القابلة للتنبؤ، وتشمل عوامل مثل التغيرات التكنولوجية والمالية والتسويقية. وقد أشار Markowitz, (1952) في نظرية المحفظة إلى إمكانية الحد من هذه المخاطر عبر التنويع في المحافظ الاستثمارية.

أصبحت الشركات بحاجة إلى مراعاة مؤشرات الأداء غير المالي، إلى جانب الأداء المالي، كوسيلة لتحليل المخاطر الخاصة ضمن جهودها لتحقيق أهداف التنمية المستدامة. ومن أبرز تلك المؤشرات: الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG).

وتُعدّ معايير (ESG) من المحددات الرئيسية التي تؤثر في حجم المخاطر الخاصة بالشركات (Alkaraan et al., 2022; Bilyay-Erdogan et al., 2024) من منظور نظرية الوكالة ونظرية أصحاب المصالح الخاصة بالمخاطر، تشير الأدلة إلى أن الشركات التي تحقق نتائج عالية في مجال الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة لديها فرصة أكبر لتقليل المخاطر التي تواجهها، وذلك من خلال تحسين علاقاتها مع أصحاب المصالح، مما يؤدي إلى تعزيز أدائها المالي. كما أن نظرية الوكالة تلقي الضوء على الحوافز التي تدفع مديري الشركات للاستثمار في الاستدامة، وذلك إما

لتحسين سمعتهم الشخصية أو لتحسين التصنيفات غير المالية للشركات، مما يوجه انتباه السوق بعيداً عن توازنها المالي غير المثالي. وتنبأت كلتا النظريتين بتأثيرات معاكسة للأداء غير المالي على المخاطر التي قد تواجهها الشركات.

وترتبط كفاءة الاستثمار ارتباطاً وثيقاً بالأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة من خلال عدّة نظريات مثل نظرية الوكالة، ونظرية أصحاب المصلحة، وقد توصل Galletta et al., (2022) إلى أن تطبيق معايير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة يمكن أن يساعد في تقليل تلك السلوكيات المفرطة من المديرين عن طريق توفير معلومات موثوقة للمساهمين، مما يعزز كفاءة الاستثمار. كما تبرز نظرية أصحاب المصلحة أن المستثمرين المؤسسيين يشكلون أطرافاً رئيسية في تعزيز كفاءة الاستثمار وتحسين الأداء بشكل عام. (Al-Shammari et al., (2022)

كما أظهرت بعض الدراسات أن قرارات الاستثمار تعد من العوامل الرئيسية التي تؤثر على المخاطر الخاصة بالشركات. (Albuquerque et al., 2019; Servaes & Tamayo, 2013) من منظور تقليل تأثيرات عدم تماثل المعلومات، حيث يقدم إشارات واضحة حول الأوضاع المالية للشركة، مما يعزز من ثقة المستثمرين ويقلل من الغموض المحيط بآفاق الشركة المستقبلية. كما يجعل ذلك المستثمرين أكثر استعداداً للاستثمار، وينتج للشركات فرصة الوصول إلى فرص استثمارية جديدة. (Desai, (2025)

يعد تقرير الممارسات البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) من الأدوات الشاملة المصممة لتوفير تقارير مبسطة ورؤى قابلة للتنفيذ لصناع القرار وأصحاب المصلحة. هذا التقرير يساعد في قياس أهداف استدامة الشركات ويتيح لها مشاركة هذه الأهداف مع الجمهور الأوسع. ويعكس التقرير قدرة إدارة الشركات على تطبيق مبادئ التنمية المستدامة ودمج ممارسات الاستدامة في أنشطة وعمليات الشركة، مما يعزز ثقة المستثمرين ويساعدهم في اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة من خلال تحديد المخاطر والفرص التي قد لا تظهر في التقارير التقليدية. تأتي أهمية هذا التقرير في ظل الطلب المتزايد من قبل المستثمرين على آليات دمج ممارسات الاستدامة في الأعمال التجارية، مما يمكن الشركات من مواجهة المخاطر المرتبطة بالأبعاد المختلفة للاستدامة (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠٢٢).

يشمل التقرير ثلاث ممارسات رئيسية تتعلق بالأداء البيئي والخاص بالعمليات والرقابة، انبعاثات الكربون، استخدام مصادر الطاقة، واستهلاك المياه. أما ممارسات الأداء الاجتماعي فتتضمن: التنوع بين الجنسين، معدل دوران العاملين، مكافحة التمييز، تطبيق المعايير العالمية للصحة والسلامة، حماية حقوق الأطفال والعمال الجبرية، وضمان حقوق العمال بينما يتضمن ممارسات أداء الحوكمة المتعلقة بالاستدامة: تنوع مجلس الإدارة، مكافحة الرشوة والفساد، الالتزام بالسلوك الأخلاقي ومبادئ الشرف، حماية خصوصية البيانات، والإبلاغ عن ممارسات الاستدامة.

وفي هذا السياق، تعاونت البورصة المصرية مع معهد المديرين المصريين (ESGD) ومؤسسة "ستاندرد آند بورز" لإطلاق مؤشر P & S EGX/ESG ، الذي يُعد ثاني مؤشر على مستوى الأسواق الناشئة بعد نجاح إطلاق المؤشر في الهند. (P & S India/ESG) وتأتي هذه المبادرة ضمن إطار اهتمام البورصة المصرية بالتوجهات العالمية الحديثة في أسواق المال، والتي تركز بشكل متزايد على معايير التنمية المستدامة. وأدى ذلك إلى دمج ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة من منظور الاستدامة في التقارير المؤسسية للشركات المدرجة في البورصة.

وبناءً على ذلك، اتخذت البورصة المصرية (EGX) خطوة مهمة في تبني هذه الممارسات كجزء أساسي من استراتيجيات الشركات، بما يتماشى مع التوجهات العالمية نحو الاستدامة. وفي هذا الإطار، أصدرت هيئة الرقابة المالية في عام ٢٠٢١ القرارين رقم (١٠٧) و (١٠٨) اللذين يطالبان الشركات المقيمة في البورصة المصرية والشركات العاملة في الأنشطة المالية غير المصرفية بتقديم تقارير إفصاح حول قضايا البيئة والمجتمع والحوكمة ذات الصلة بالاستدامة (ESG)، وذلك ضمن تقارير مجلس إدارة الشركات السنوية، والتي ترفق مع القوائم المالية السنوية. كما منحت الهيئة الشركات مهلة لتتماشى مع مؤشرات القياس الخاصة بهذه الإفصاحات حتى موعد تقديم القوائم المالية، مع طلب بيان ربع سنوي من الشركات حول الإجراءات المتخذة أو المزمع اتخاذها بشأن هذه الإفصاحات، لذلك قامت الشركات المقيمة في البورصة المصرية بتقديم تقارير إفصاح حول قضايا البيئة والمجتمع والحوكمة ذات الصلة بالاستدامة (ESG)، وذلك ضمن تقارير مجلس إدارة الشركات السنوية، لا يزال الجدول قائماً حول ما إذا كان دمج الأنشطة المتعلقة بممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة في نماذج الأعمال يجلب فوائد للشركات أم أنه يشكل تهديداً لكفاءة الاستثمار والمخاطر المتعلقة به.

وتتمثل مشكلة البحث في الحاجة إلى معرفة تأثير ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) على المخاطر الخاصة، في ضوء الأثر المعدل لكفاءة الاستثمار لدى الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية.

4 - أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- تحليل تأثير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية.
- دراسة تأثير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة في ضوء التأثير المعدل لكفاءة الاستثمار على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية.

5 - أهمية الدراسة:

1/5 الأهمية العملية:

تعد قضايا الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) من التحديات المهمة التي تواجه الشركات في تطبيق ممارسات هذه المجالات ضمن إطار التنمية المستدامة، بما يتوافق مع أهداف التنمية المستدامة. كما تسهم هذه الممارسات في استعادة ثقة المستثمرين وتحفيزهم على اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة من خلال تحديد المخاطر والفرص الاستثمارية. وقد تزايد وعي الشركات بالكشف عن معلومات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة بشكل ملحوظ. (Jin et al., 2024) تكمن أهمية هذا البحث في المساهمة في دمج الأداء المالي بسلاسة مع الأداء غير المالي كجزء أساسي من استراتيجية الشركات، بما يتماشى مع الاتجاهات العالمية نحو الاستدامة وخلق القيمة على المدى الطويل. (Alkaraan et al., 2022; Bilyay-Erdogan et al., 2024)

2/5 الأهمية العلمية:

تسلط الدراسة الضوء على المخاطر الخاصة بالشركات المدرجة في البورصة المصرية، والتي تعد ركيزة أساسية للأداء الاقتصادي والتنمية الاجتماعية للدولة، فضلاً عن قلة الأبحاث التي تناولت المخاطر الخاصة لهذه الشركات في البيئة المصرية.

الاهتمام بتقارير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة يساهم في الحد من المخاطر الخاصة بالشركات وصراع الوكالة، مما ينعكس بشكل إيجابي على كفاءة الاستثمار Hammami & Hendijani, (2020)، ويساهم في تحسين سمعة الشركات، واستقرار أدائها، وجذب المستثمرين، مما يمنح الشركات ميزة تنافسية ويسهم في بقائها، وفي النهاية، تقديم قيمة اجتماعية متميزة (He et al., 2022; Melo et al., 2020; Lai & Wang, 2014).

أهمية ربط ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة بكفاءة الاستثمار في السياق المؤسسي، مما قد يساهم في الحد من المخاطر الخاصة بالشركات. (Tsang et al., (2023)

6- حدود البحث

1/6 الحدود المكانية:

يقتصر البحث على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية التي قدمت تقارير مفصلة عن ممارساتها السنوية للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG).

2/6 الحدود الزمنية:

يعتمد البحث على البيانات غير المالية المستمدة من تقارير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة، بالإضافة إلى البيانات المالية للشركات التي قدمت هذه التقارير خلال الفترة من عام ٢٠١٩-٢٠٢٠ وحتى عام ٢٠٢٣-٢٠٢٤.

3/6 الحدود الموضوعية:

يقتصر البحث على اختبار أثر ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة بالشركات، بالإضافة إلى المتغير المعدل كفاءة الاستثمار والمتغيرات الحاكمة. تم استبعاد المتغيرات الأخرى التي قد تؤثر على المخاطر الخاصة بالشركات مثل هيكل الملكية وكفاءة السوق، وعدم تماثل المعلومات، والإندماج، وغيرها من العوامل.

يقتصر البحث على قياس المخاطر الخاصة بالشركات طبقاً للبيانات المتاحة في البيئة المصرية، والتي تمثلت في الانحراف المعياري للتقلبات المتبقية (residuals) من خلال نموذج (Fama ذو العامل الواحد) اعتماداً على دراسة (Liu and Wan, (2023 كما تم الاعتماد على نموذج (Chen et al., 2011; Biddle et al., 2009) لقياس كفاءة الاستثمار (IE) من خلال انحراف مستوى الاستثمار الفعلي عن مستوى الاستثمار المستهدف (الأمثل).

7- الإطار النظري للبحث

1/7 المخاطر الخاصة (Idiosyncratic Risk)

تشير المخاطر إلى التباينات عن التوقعات وعدم اليقين الذي يكون المستثمر مستعداً لتحمله من أجل تحقيق عائد على استثماره في المستقبل. وهذه المخاطر تتمثل في مخاطر السوق، التي تنشأ من عوامل خارجة عن سيطرة المستثمرين والشركات، والمخاطر الخاصة، التي تنشأ من عوامل مرتبطة بالشركات ويمكن التقليل منها من خلال التنويع. وقد اقترح ماركوفيتش (Markowitz, 1952) في عمله الرائد علاقة موجبة بين المخاطر والعوائد، وقد دعمت العديد من النماذج المالية هذه العلاقة في ظل توازن السوق.

يعد التفاعل بين المخاطر الخاصة ومخاطر السوق أمراً بالغ الأهمية في الأسواق المالية، خاصة في الأسواق الناشئة. تفترض نظريات التمويل أن المستثمرين يستثمرون في محافظ متنوعة لتقليل المخاطر الخاصة. يشمل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) النماذج ذات العوامل الواحد والثلاثة والأربعة والخمسة من خلال نظرية المحفظة، مع الافتراض أن جميع المستثمرين يمتلكون محافظ سوقية في سوق متوازن.

يفترض النموذج أن المخاطر النظامية هي الوحيدة التي يتم تسعيرها في السوق المتوازن، بينما تبقى المخاطر الخاصة غير مسعرة. ومع ذلك، في الممارسة العملية، تكون المحافظ المتنوعة تماماً غير قابلة للتحقيق بسبب عوامل متعددة، بما في ذلك عوامل السوق، تكاليف المعاملات، عدم تماثل المعلومات، بالإضافة إلى سلوك المستثمرين. وبالتالي، فإن استبعاد المخاطر الخاصة من تسعير الأصول يمثل مشكلة هيكلية كبيرة. لتخفيف هذه المشكلة، تم دمج المخاطر الخاصة في نماذج تسعير الأصول الرأسمالية، وأظهرت الدراسات التجريبية أن المخاطر الخاصة تعد عنصراً مهماً في العوائد (Abelev et al., 2009; Huang et al., 2010; Yuan et al., 2022; Brentnall et al., 2018; Lin et al., 2020).

تناولت الأدبيات التمويلية المخاطر الخاصة بالشركات من خلال فرضين رئيسيتين: فرضية المعلومات (Kelly, 2014; Durnev et al., 2003; Yang et al., 2020) وفرضية التداول (Kelly, 2014; Aabo et al., 2016). تعتبر فرضية كفاءة المعلومات أن المخاطر الخاصة بالشركات، والتي تتمثل في الجزء الذي لا يمكن تفسيره بواسطة السوق، تنشأ من دمج المعلومات الخاصة في أسعار الأصول (Durnev et al., 2003)، مما يؤدي إلى تقليل أسعار الأسهم وزيادة تقلبات المخاطر الخاصة بالشركات (Morck et al., 2000; Yang et al., 2020). أما فرضية التداول فتري أن سلوك المستثمرين المرتبط بعدم تماثل المعلومات قد يضعف من العلاقة بين أسعار الأسهم والمعلومات الخاصة بالشركات (Aabo et al., 2016; Caglayan et al., 2020; He et al., 2022).

ترتبط تقلبات المخاطر الخاصة بالشركات بتقييم السوق للأسهم بأسعار مغالى فيها. وقد أوضح Stambaugh et al. (2015) أن تقلبات المخاطر الخاصة بالشركات ترتبط إيجابياً مع الأسعار غير الصحيحة، نتيجة سيطرة المتداولين في الأسواق المالية وانخفاض مستويات شفافية المعلومات، وذلك وفقاً لفرضية كفاءة المعلومات في السوق. ركزت معظم الدراسات التطبيقية على مخاطر السوق دون المخاطر الخاصة بالشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، رغم أنها تعتبر ركيزة أساسية للاقتصاد وللأداء الاقتصادي العام والتنمية الاجتماعية.

تناولت بعض الدراسات المخاطر الخاصة بالشركات (Durnev et al., 2003; Engle et al., 2021) من منظور كفاءة المعلومات السوقية، واقترح (Berrada and Hugonnier, 2013) أن المخاطر الخاصة قد تنشأ نتيجة عدم اكتمال المعلومات السوقية أو تباين المعلومات على المستوى المؤسسي أو أخطاء في توقعات المستثمرين. وهذا أدى إلى ظهور نظريتين رئيسيتين: نظرية المعلومات الفردية (Durnev et al., 2003; Yang et al., 2020) ونظرية التداول الضوضائي (Kelly, 2014; Aabo et al., 2016).

تري فرضية المعلومات أن تقلبات سعر السهم في الشركة، أي الجزء الذي لا يمكن تفسيره بواسطة السوق، ناتجة عن دمج المعلومات الخاصة بالمستوى المؤسسي في سعر السهم (Durnev et al., 2003)، مما يقلل من تزامن أسعار الأسهم ويزيد من تقلبات المخاطر الخاصة بالشركات (Morck et al., 2000; Yang et al., 2020). يرى Jin and Myers (2006) أن تقلبات المخاطر الخاصة بالشركات مرتبطة سلباً بالسعر غير الصحيح بشكل

عام. يعتقد مؤيدو فرضية المعلومات الفردية أنه كلما كان محتوى المعلومات في سعر السهم أقل، كان مستوى تزامن أسعار الأسهم أعلى وكان مستوى تقلبات المخاطر الخاصة بالشركات أقل، مما يعني أن تقلبات المخاطر الخاصة بالشركات العالية تشير إلى دمج مزيد من المعلومات الخاصة بالشركة.

فرضية التداول ترى أن التغيرات في المخاطر الخاصة بالشركات ترجع إلى سلوك المستثمرين في السوق، بحيث يؤدي التداول إلى تقليل الارتباط بين أسعار الأسهم والمعلومات الخاصة بالشركات (Aabo et al., 2016; Caglayan et al., 2020; He et al., 2022). وفقاً لـ Stambaugh et al., (2015)، فإن تقلبات المخاطر الخاصة للشركات تتعلق بمخاطر التحكيم، حيث يلاحظ أن البائعين على المكشوف يواجهون صعوبة أكبر مقارنة بالمشتريين. وبسبب القيود المفروضة على البيع على المكشوف، يصبح من الصعب على المستثمرين التعبير عن آرائهم السلبية، ما يؤدي إلى ارتفاع غير مبرر في قيم أسعار الأسهم. هذا يعد من بين الأسباب التي تؤدي إلى تقلبات المخاطر الخاصة. وقد أيد (Aabo et al., 2016) فكرة أن المبالغة في تقييم السوق هي الأكثر شيوعاً من التقييم المنخفض. كما بينوا أن تقلبات المخاطر الخاصة ترتبط ارتباطاً إيجابياً مع الأسعار المبالغ فيها، حيث يسود الإفراط في التقييم. وتشير فرضية التداول إلى أن التذبذب في المخاطر الخاصة يعود بشكل أساسي إلى سيطرة المتداولين على الأسواق المالية، ما يؤدي إلى تراجع مستويات الشفافية.

لقد تناولت بعض الدراسات المالية المخاطر الخاصة بشكل موسع (Campbell et al., 2001)، وذلك لدراسة أسباب تقلبات هذه المخاطر (Stambaugh et al., 2015; Gu et al., 2018)، وتأثير العوامل الخارجية على هذه التقلبات (Jiang et al., 2009; Abdoh and Varela, 2017; Caglayan et al., 2020; Hao and Xiong, 2021; Li et al., 2021) بالإضافة إلى الآثار الاقتصادية الناتجة عن تقلبات المخاطر الخاصة (Ang et al., 2009; Berrada and Hugonnier, 2013; Cao and Han, 2013; Cao et al., 2022).

دراسة Çam et al. (2024) قامت بتحليل العلاقة بين المخاطر الخاصة وعوائد الأسهم للشركات المدرجة في بورصة إسطنبول. وقد تم التعبير عن المخاطر الخاصة بتقلبات السوق، وتم تطبيق نماذج البائل لتقدير المعاملات، واستخدام نماذج GARCH و EGARCH لحساب تقلبات السوق. في حين تم تحليل المخاطر الخاصة للشركات باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) ونماذج ثلاثية العوامل، رباعية العوامل، وخماسية العوامل. ومن خلال تحليل الانحدار، أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بين المخاطر الخاصة وعوائد الأسهم، بينما كانت العلاقة سلبية بين تقلبات السوق وعوائد الأسهم. كما بينت النتائج أن زيادة حجم الشركة، وحجم التداول، وعوائد السوق، ونسب الاكتتاب لها تأثيرات إيجابية على العوائد، في حين كانت النتائج سلبية بالنسبة لمؤشرات بيتا والحوكمة المؤسسية على العوائد. يتوقع أن يكون التأثير على المخاطر الخاصة أكبر في الشركات التي تتبع ممارسات فعالة في مجال الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة في إطار الاستدامة.

2/7-الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة

تسبب النمو السريع للاقتصاد في الفترة الأخيرة تأثيرات سلبية على التنمية المستدامة، حيث أثرت بشكل خاص على الشركات والاقتصاد العالمي بشكل عام، من بينها التلوث البيئي ونقص الموارد. مع مرور الوقت، أدركت الدول أهمية تطبيق معايير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG) كشرط أساسي للتنمية المستدامة للاقتصاد والشركات، حيث تمثل التنمية المستدامة للاقتصاد الأساس لتحقيق النمو الطويل الأمد للشركات.

يعتبر الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة مكوناً أساسياً في استراتيجيات الشركات التي تهدف إلى تعزيز قدرتها التنافسية. (Bai & Chang, 2015) وفي هذا السياق، يبرز دور الأداء البيئي

والاجتماعي والحوكمة في تعزيز استدامة الشركات وتحقيق التنمية الاجتماعية والاقتصادية المستدامة، خاصة في ظل العولمة الاقتصادية الراهنة. وبناءً عليه، بدأت الدول تدريجياً في تبني مفاهيم الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة كضرورة لتحقيق الاستدامة في اقتصادات الشركات، مما يجعل التنمية المستدامة للاقتصاد الاجتماعي من الركائز الأساسية لتحقيق النمو الطويل الأمد.

يمثل الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة في مجمله مجموعة من الأبعاد البيئية والاجتماعية والحوكمة، ويعكس التزام الشركة بالممارسات المستدامة والأخلاقية. يهدف هذا النظام إلى تخصيص الموارد بشكل مثالي لتحقيق أقصى عوائد. وأشارت دراسات عدة إلى أن تطبيق معايير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة يعزز من الشفافية وجودة الحوكمة وتخصيص الموارد.

تناولت أدبيات التمويل الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة من خلال منظور نظرية الإشارة، حيث تعد الإشارات المرسله للجمهور عن استقرار أداء الشركات جزءاً أساسياً من التواصل وفقاً لنظرية الوكالة، مما يعزز من الميزة التنافسية للشركات من خلال جذب المستثمرين التنافسيين (Aguinis and Glavas, 2012) وزيادة ولاء العملاء. (Luo et al., (2023) كما يوفر ذلك "حماية شبيهة بالتأمين" للشركات في حالات الأزمات، مما يقلل من مخاطر التدفقات النقدية (Christensen, (2016). علاوة على ذلك، تُعتبر تقارير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة مصدراً مهماً للمعلومات غير المالية (He et al., (2023)، مما يقلل من مخاطر حدوث صراعات بين المستثمرين بسبب تفاوت المعلومات المتاحة.

تتداخل نظرية الوكالة مع مفاهيم المسؤولية الاجتماعية للشركات، حيث تشير إلى التوترات بين مصالح المديرين والمساهمين (Dmytriiev et al., 2021; Schwartz & Carroll, 2008). بناءً على هذا التفسير، تُعتبر المنظمة مسؤولة اجتماعياً ويجب عليها مراعاة جميع أصحاب المصلحة نظراً لدورهم الحاسم في النتائج النهائية لأداء الشركة (Buci unien è & Kazlauskaitė, 2012; Odriozola & Baraibar-Diez, 2017). يرى المساهمون أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تهدف إلى زيادة ثروة المساهمين أو أرباح الشركات، بينما يعتقد المديرون أن الهدف هو الاستفادة من الإعلان عن ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة من خلال تقليل مرونة الشركات في الاستجابة للصدمات الخارجية، مما يؤدي إلى تقليل المخاطر على مستوى الشركة.

إن نظرية الوكالة لا تقتصر على إضافة جزء من الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة داخل الشركات، بل تُعد عنصراً أساسياً في بناء الإطار النظري لحوكمة الشركات، الذي يفصل بين أهداف الإدارة القائمة على "أولوية المساهمين" (Yarram et al., (2022) ولذلك، تظهر علاقة قوية بين حوكمة الوكالة وتنفيذ الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة، بالإضافة إلى تأثيرها على المخاطر الخاصة بالشركات، حيث أن نظرية الوكالة تساهم في تشكيل سلوك المساهمين من أجل حماية مصالحهم، وتحث الشركات على الوفاء بشكل أفضل بمسؤولياتها الاجتماعية.

أظهرت الدراسات في الأدبيات المتعلقة بالأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة كيف أن المسؤولية الاجتماعية من منظور أصحاب المصلحة تؤثر إيجابياً على المخاطر الخاصة بالشركات. حيث أن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة يساهم في تعزيز ثقة المستثمرين بالشركة، إذ يعبر عن أصول غير ملموسة توفر حماية للشركات في أوقات الأزمات (Godfrey, (2005)، وتقدم منافع طويلة الأجل (Zhang et al., (2014) ومن هنا، يُعد جزءاً لا غنى عنه في إدارة الشركات، حيث يعزز الأداء غير المالي ويعطي الشركات مزايا تنافسية (Brandao et al., 2017; DiSegni et al., 2015; Martinez-Conesa et al., 2017; McWilliams & Siegel, 2000; de Melo et al., 2021).

كما أشارت بعض الدراسات إلى أن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة يمكن أن يساعد الشركات في تحسين علاقاتها مع أصحاب المصلحة، وبالتالي بناء سمعة قوية لرأس المال (Reber et al.,

(2022) كما يسهم في جذب موارد العملاء، وبناء علاقات من الثقة مع الحكومة، مما يتيح لها تحقيق حصة سوقية أكبر. ويزيد ذلك من قدرة الشركات على تحديد الأسعار، ويمكنها من بيع المنتجات الاجتماعية التي تنتم بخصائص الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة. (Hilger et al., 2019) علاوة على ذلك، يمكن للمسؤولية الاجتماعية أن تحسن ربحية المنتجات، وتقلل من المخاطر النظامية، وتزيد من كفاءة اتخاذ القرارات والابتكار داخل الشركات (He & Hao, 2022)، وتساهم في ردع سوء سلوك الإدارة (He et al., 2022)، فضلاً عن تقليل تكلفة رأس المال والديون التمويلية (Luo et al., 2023) في النهاية، يساهم ذلك في تعزيز قيمة الشركات وتحقيق التنمية المستدامة.

أشار Trinh et al., (2023) إلى أن التنفيذ الفعال للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة في الشركات يقلل من المخاطر المرتبطة بالصناعات، وذلك من خلال التركيز على التنمية المستدامة طويلة الأجل. ومن ثم، يعكس هذا السلوك الاستراتيجي للشركات في دراسة المخاطر الخاصة بها وتحليل الآليات المرتبطة بها.

من خلال ما سبق، يتبين أن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة له دور رئيسي في التأثير على المخاطر التي تواجهها الشركات عبر تفاعلاتها مع أصحاب المصالح المختلفين، وكذلك من خلال التعامل مع التفاوت في المعلومات والصراع بين المديرين والمستثمرين. على الرغم من ذلك، لا يزال تأثير هذا الأداء على المخاطر الخاصة بالشركات موضوعاً للنقاش الأكاديمي المستمر.

3/7-كفاءة الاستثمار

تعتبر كفاءة الاستثمار مفهوماً يرتبط ارتباطاً وثيقاً بالقدرة على توجيه الشركات لاستثمارات تعزز من قيمتها الحالية. ويحدث الانحراف عن مستويات كفاءة الاستثمار عندما تقوم الشركات بالإفراط في الاستثمار عن طريق قبول مشروعات ذات قيمة حالية سالبة، أو عندما يتعين عليها تقليص الاستثمار عبر رفض مشروعات ذات قيمة حالية موجبة (Sharifi-Rad et al., 2016; Lai & Wang, 2014; Cherkasova & Rasadi, 2017; Majeed et al., 2018). وقد تمت دراسة كفاءة الاستثمار من خلال عدة نظريات اقتصادية مثل نظرية الوكالة، فرضية عدم تماثل المعلومات، نظرية أصحاب المصلحة، وغيرها من المناهج.

من منظور نظرية الوكالة (Jensen and Meckling, 1976)، يتأثر أداء الاستثمار سلباً من خلال التوترات بين المديرين والمساهمين، حيث يتمثل التحدي في نقص الاستثمار أو الإفراط فيه، وهو ما قد يؤدي إلى تدمير القيمة المضافة للمساهمين. (Stein, 2003) يتحقق الإفراط في الاستثمار عندما يستثمر المديرون بشكل مفرط في مشروعات غير مربحة بهدف تحقيق مصالح شخصية (Hu et al., 2019)، بينما يتحقق النقص في الاستثمار عندما يرفض المديرون الاستثمار في مشروعات مفيدة خوفاً من المخاطر أو من أجل الحفاظ على وضعهم الوظيفي (Garcia-Gomez et al., 2023). تؤكد الدراسات أن الإفراط والنقص في الاستثمار يؤثران سلباً على الأداء العام للشركات، بما في ذلك المخاطر والربحية والنمو، حيث من المرجح أن تؤدي قرارات الاستثمار المفرط إلى زيادة المخاطر الخاصة بالشركة وكذلك مخاطر المستثمرين.

أما فرضية عدم تماثل المعلومات (Myers and Majluf, 1984)، فهي تشير إلى أن المديرين قد يمتلكون معلومات خاصة تؤثر على قراراتهم الاستثمارية. ففي حالة وجود معلومات غير متاحة للمستثمرين، قد يقوم المديرون بإصدار أسهم أو أوراق مالية مبالغ في قيمتها، مما يؤدي إلى زيادة توقعات العوائد وبالتالي زيادة المخاطر الخاصة بالشركة. وتؤثر هذه الزيادة في المخاطر على قيمة الأوراق المالية، مما يؤدي إلى تقليل كفاءة الاستثمار بسبب اتخاذ قرارات غير مدروسة من قبل المستثمرين.

من جهة أخرى، تساهم نظرية أصحاب المصلحة (Freeman & Phillips, 2022) في تفسير العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة وكفاءة الاستثمار عبر تحليل مصالح الأطراف المتأثرة

بالشركة. (Parmar et al., 2010) هذه النظرية ترى أن الشركات ملزمة بتحقيق توازن بين أصحاب المصلحة مثل مصالح المساهمين، الموظفين، العملاء، الموردين، المجتمعات، والبيئة، فقد يؤدي ممارسات الإفصاح حول الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة إلى تعزيز القيمة المستدامة للشركة على المدى البعيد. كما تعترف النظرية بأن دعم الموظفين والمجتمعات له تأثير كبير على نجاح الشركة، من خلال كفاءة الاستثمار (Mayer, 2021)

وبالنسبة لمرحلة التحول في الشركات نحو الاستدامة (Young and Makhija, 2014)، تُشير نظرية أصحاب المصلحة إلى أنه قد يبقى الاستثمار المؤسسي ثابتاً نسبياً في المراحل المبكرة، مع تغير التوزيع عبر أنواع مختلفة من المشاريع بهدف التوازن بين الأهداف الاقتصادية وغير الاقتصادية. هذا التوزيع يسمح بتحقيق توازن بين تطلعات أصحاب المصلحة المختلفة. في هذه المرحلة، يظهر الاستقرار في حجم الاستثمار الإجمالي، لكن يتغير هيكل الاستثمار مع إعادة تخصيص الموارد نحو أولويات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة، بما يتماشى مع أهداف الربحية (Parmar et al., 2010) هذا التوجه يساعد الشركات على خلق قيمة مضافة للمساهمين والأطراف المعنية، مما يساهم في بناء ميزة تنافسية مستدامة على المدى الطويل.

ومع ذلك، قد تدفع بعض اعتبارات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة الشركات إلى التركيز على النمو قصير الأجل بدلاً من تعزيز النمو طويل الأجل. (Lin et al., 2021) في هذه الحالة، يمكن أن يساهم الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة في تغيير هيكل الاستثمار بدلاً من توسيع أو تقليص رأس المال الإجمالي، مما يساعد في تحسين العلاقة بين كفاءة الاستثمار والمخاطر المرتبطة بالشركة، ويعزز من فهم الديناميكيات المعقدة التي قد تؤثر في تلك العلاقة.

وركزت نظرية الشرعية (Legitimacy Theory) التي طرحها Dowling and Pfeffer (1975) على العلاقة بين الشركات والمجتمع، معتبرة أن المجتمع يُشكّل عاملاً حيويًا في تطوّر الشركات على المدى الطويل. وتعتمد نظرية الشرعية على التوقعات التي يضعها المجتمع بشأن أداء الشركات، من خلال وجود "عقد اجتماعي" بين الشركة والمجتمع، يُحدّد من خلاله استمرارية الشركات. هذا العقد يعتمد على قدرة الشركات على موازنة رؤيتها ورسالتها مع قيم المجتمع ونظامه. وبالتالي، يمكن للإفصاح عن بيانات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة أن يساهم في تحقيق هذه الشرعية، مما يعزّز كفاءة الاستثمار للشركات عبر إظهار التزامها بتوقعات المجتمع (Salancik and Pfeffer, 1978; Suchman, 1995).

ويتضح مما سبق أن كفاءة الاستثمار ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة من خلال عدّة نظريات مثل نظرية الوكالة، ونظرية أصحاب المصلحة، بالإضافة إلى نظرية الشرعية. كما أن كفاءة الاستثمار ترتبط أيضاً بالمخاطر الخاصة بالشركات من خلال فرضية عدم تماثل المعلومات. وعليه، يُتوقع أن تلعب كفاءة الاستثمار دوراً محورياً في تحسين العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة والمخاطر الخاصة بالشركات.

8- الدراسة التطبيقية:

1/8 مجتمع وعينة البحث

تمثل مجتمع البحث جميع الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية، والتي بلغ عددها ٢١٣ شركة وفقاً للبيانات المتوفرة في عام ٢٠٢٠. تم اختيار عينة البحث لتشمل الشركات التي استمرت في القيد طوال فترة الدراسة من عام ٢٠٢٠ وحتى عام ٢٠٢٤. تم التركيز على الشركات التي قدمت تقارير مفصلة عن ممارساتها السنوية للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة، بحيث يمكن جمع البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة. تم استبعاد الشركات التابعة للبنوك والخدمات المالية نظراً لاختلاف طبيعة نشاط هذه الشركات والمتطلبات القانونية التي تخضع لها، كما تم استبعاد الشركات التي تعد قوائمها بالعملة غير المحلية. وبناءً على ذلك، بلغ عدد الشركات في عينة البحث بعد الاستبعاد ٤٥ شركة، والتي تمثل حوالي ٢٣٪ من إجمالي عدد الشركات المقيدة، بإجمالي عدد مشاهدات قدره ٢٢٥ مشاهدة.

يوضح الجدول التالي توزيع الشركات في عينة البحث حسب القطاعات التي تنتمي إليها.

جدول رقم (1): عينة البحث وفقاً للقطاعات التي تنتمي إليها

القطاع	عدد الشركات	Frequency	Percent
أغذية ومشروبات وتبغ	١٧	85	37.8
خدمات ومنتجات صناعية	٤	20	8.9
طاقة والخدمات المساندة	٢	10	4.4
عقارات	٢	10	4.4
مقاولات وإنشاءات هندسية	٤	20	8.9
منسوجات وسلع معمرة	٥	25	11.1
مواد البناء	٧	35	15.6
موارد أساسية	٢	10	4.4
ورق ومواد تعبئة وتغليف	٢	10	4.4
Total	٤٥	225	100.0

2/8-متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

1/2/8 المتغير المستقل: الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة

ويعبر عن متوسط مؤشرات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة المتعلقة بالاستدامة لعدد ٤٥ شركة الممثلة لعينة الدراسة ويتم حسابة كما يلي:

حساب متوسط مؤشرات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة والمعبّر عنها بالأداء البيئي ويشمل: متوسط مؤشر الأداء الخاص بالعمليات والرقابة، انبعاثات الكربون، استخدام مصادر الطاقة، واستهلاك المياه. أما الأداء الاجتماعي فيشمل: متوسط مؤشر التنوع بين الجنسين، معدل دوران العاملين، مكافحة التمييز، تطبيق المعايير العالمية للصحة والسلامة، حماية حقوق الأطفال والعمال الجبرية، وضمان حقوق العمال. بينما يشمل أداء الحوكمة المتعلقة بالاستدامة: متوسط مؤشر تنوع مجلس الإدارة، مكافحة الرشوة والفساد، الالتزام بالسلوك الأخلاقي ومبادئ الشرف، حماية خصوصية البيانات، والإبلاغ عن ممارسات الاستدامة (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠٢٢).

- وتسجيل القيمة (١) عند توفر هذا المؤشر والقيمة (٠) عند عدم توفر هذا المؤشر.

2/2/8 المتغير التابع: المخاطر الخاصة بالشركات (Idiosyncratic Risk)

تم تقديم نموذج Fama & MacBeth, (1973) ذو العامل الواحد في التوازن الذي يدرس العلاقة بين المخاطر النظامية والعوائد. بناءً على ذلك، يتضمن النموذج فقط المكونات المتعلقة بالسوق (Bali et al., (2005). وبما أن المخاطر الإجمالية للأسهم هي مجموع المخاطر المرتبطة بالسوق والمخاطر الخاصة، يمكن قياس المخاطر الخاصة باعتبارها التباين المتبقي لعوائد الأسهم بعد خصم المخاطر النظامية. وتتمثل الصيغة الرياضية الأساسية لنموذج السوق كما يلي:

$$R_i - R_f = \alpha + \beta(R_m - R_f) + \epsilon \quad (1)$$

حيث أن :

- R_i عائد الشركة
- R_f العائد الخالي من الخطر (عائد أدون الخزنة).
- R_m عائد السوق
- ϵ : هي مصطلحات الخطأ التي تشمل فقط المخاطر الخاصة بالشركة المرتبطة بالسوق، والتي يتم تضمينها في نموذج الانحدار. وبالتالي، لا يتم الحصول على أي تأثير خاص بالسوق في المتبقيات الناتجة عن الانحدار. ويمثل الانحراف المعياري للمتبقيات في المعادلة المخاطر الخاصة (Idiosyncratic Risk).

3/2/8 المتغير المعدل: كفاءة الاستثمار (Investment Efficiency)

اعتمدت الدراسة على نموذج (Chen et al., 2011; Biddle et al., 2009)، الذي يقيس كفاءة الاستثمار من خلال انحراف مستوى الاستثمار الفعلي عن مستوى الاستثمار المستهدف (الأمثل). حيث يتم تقدير استثمار الشركة باعتباره دالة في فرص النمو (نمو المبيعات). يُعد هذا النموذج من أكثر النماذج استخدامًا في الدراسات ذات الصلة، كما أنه يعد أكثر دقة من نماذج القياس الأخرى (Gao & Yu, (2020).

$$I_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 NEG_{it} + \beta_2 SalesGrowth_{it} + \beta_3 NEG * SalesGrowth_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

حيث أن:

- I_{it+1} : ويمثل إجمالي الاستثمارات الفعلية للشركة ويُقاس بنسبة صافي التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية في مقسومًا على إجمالي الأصول .
- NEG_{it} : ويمثل متغير وهمي يعادل (١) إذا كان معدل نمو المبيعات قيمة سالبة أو (صفر) في خلاف ذلك.
- $SalesGrowth_{it}$: ويعبر عن معدل نمو المبيعات (الإيرادات)، ويُقاس من خلال التغير في المبيعات
- $\beta_0: \beta_1: \beta_2: \beta_3$ معاملات ميل نموذج الانحدار.
- ϵ_{it} : الخطأ المقدر للشركة (i) في الفترة (t) ويشير إلى إنحراف قيم الاستثمار الفعلي عن قيم الاستثمار المتوقع (الأمثل)

ووفقًا لقيم البواقي، سيتم فرز مشاهدات كل شركة كما يلي: تُصنف مشاهدات الربع الأول للشركة على أنها "عدم كفاءة بسبب نقص في الاستثمار"، بينما تُصنف مشاهدات الربع الثالث على

أنها "عدم كفاءة بسبب استثمار مفرط". أما المشاهدات في الربعين الأوسطين (بين الربع الأول والربع الثالث) فتُصنف على أنها "استثمار أمثل أو كفاء". وبناءً عليه، تُأخذ قيم عدم الكفاءة الناتجة عن نقص أو زيادة الاستثمار (صفر)، بينما تُأخذ قيم كفاءة الاستثمار ١

4/2/8 المتغيرات الحاكمة:

اعتمد البحث على المتغيرات التي قد تؤثر على المخاطر الخاصة وكفاءة الاستثمار بالشركات بخلاف الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة. تمثلت هذه المتغيرات في:

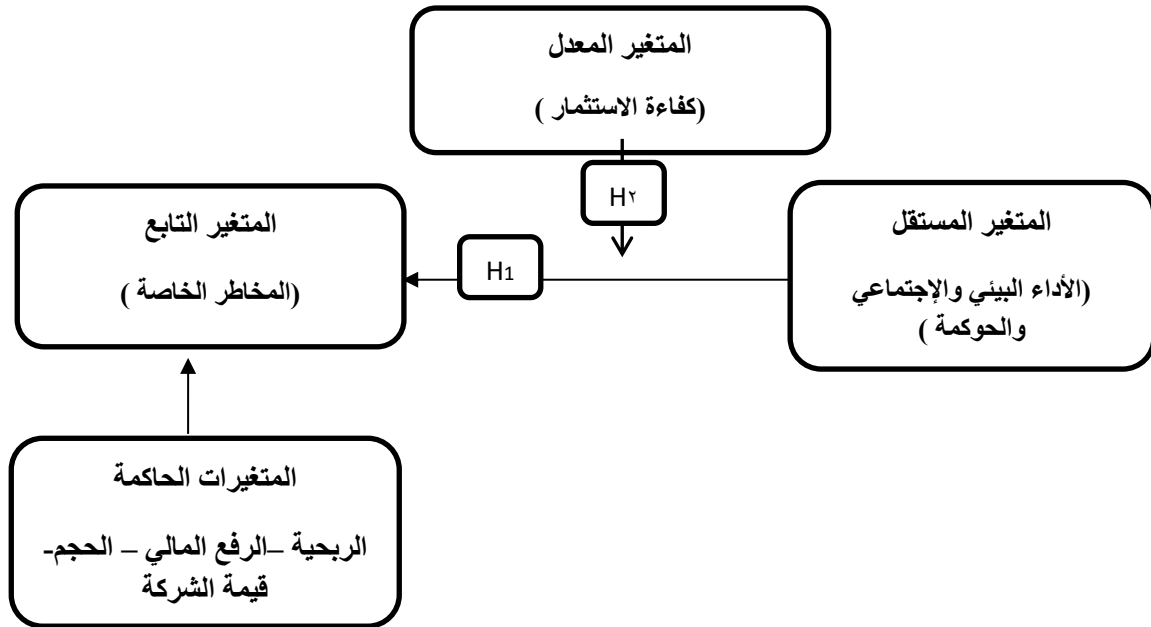
الربحية: المعبر عنها بمعدل العائد على حق الملكية. وعلى الرغم من أن العلاقة بين المخاطر الخاصة والمخاطر السوقية والعوائد ثابتة نظرياً، فإن التأثيرات التطبيقية لكلا النوعين من المخاطر على العوائد غير متسقة بسبب العديد من العوامل التي قد تؤثر على العلاقة بين المخاطر والعوائد، مثل ديناميكيات السوق، فترة التحليل، تكرار البيانات، وطريقة حساب المخاطر (Ang et al., 2006; Brown & Ferreira, 2016; Chen & Petkova, 2012; Chua et al., 2010; Fu, 2009; Gu et al., 2018; Hur et al., 2014; Khovansky & Zhlyevskyy, 2013; Malkiel and Xu, 1997, 2004; Shi et al., 2016; Spiegel & Wang, 2005). يتطلب الفهم الأكثر دقة الاعتراف بتعقيد هذه العلاقة في الأسواق الحقيقية. وقد أوضحت العديد من الدراسات وجود علاقة سالبة بين الربحية والمخاطر الخاصة بالشركات (Teng, et al., 2021)، استناداً إلى أن الشركات التي تتمتع بربحية عالية تكون لديها مخاطر أقل (Cooper & Ejarque, 2003). كما أظهرت دراسة كل من (Khanqahet et al., 2021) وجود علاقة موجبة بين كفاءة الاستثمار والربحية، استناداً إلى أن ارتفاع ربحية الشركات يؤدي إلى قبول مشروعات تُدرّ قيمة عالية موجبة وبالتالي تزداد الكفاءة الاستثمارية.

قيمة الشركة: والمقاسة بـ Tobin's Q. وقد أظهرت بعض الدراسات السابقة علاقة سالبة بين قيمة الشركة والمخاطر الخاصة بالشركات من منظور الأداء المالي للشركة (Naciti et al., 2022). كما قد تؤثر قيمة الشركة على الكفاءة الاستثمارية للشركة.

الرافعة المالية: والمعبر عنها بنسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول. وقد كشفت دراسة كل من (Huang & Liu, 2019; Smales, 2021; Njah & Trabelsi, 2022) عن وجود علاقة موجبة بين درجة الرفع المالي والمخاطر الخاصة بالشركات. فالشركات ذات درجة الرفع المالي المرتفعة تكون أكثر عرضة للإفلاس وعدم القدرة على السداد مقارنةً بالشركات ذات درجة الرفع المالي المنخفضة. كما أوضحت دراسة (Lin et al., 2020) وجود علاقة سالبة بين كفاءة الاستثمار والرافعة المالية، استناداً إلى أن ارتفاع مستويات الاقتراض قد يؤدي إلى زيادة مخاطر الوكالة، مما يؤثر سلباً على كفاءة الاستثمار نتيجة لعدم قبول مشروعات استثمارية مربحة، وبالتالي نقص في الاستثمار.

الحجم: والمقاس باللوغاريتم الطبيعي لصافي الأصول. وقد استنتجت دراسات عديدة وجود علاقة سالبة بين حجم الشركة والمخاطر الخاصة بالشركات، نظراً لوفورات الحجم التي تحققها الشركات الكبرى مقارنةً بالشركات الصغيرة (Nguyen et al., 2020). بمعنى أنه كلما ارتفع حجم الشركة، انخفضت المخاطر، وأصبحت هذه الشركات أقل عرضة لمخاطر الإفلاس والتصنيف الائتماني من قبل وكالات التصنيف. وقد أوضحت دراسة كل من (Chiou & Chang, 2020; Lai, Liu &

(Wang, 2014) علاقة موجبة بين كفاءة الاستثمار والحجم، استنادًا إلى أن الشركات الكبيرة الحجم لديها موارد مالية ضخمة تمكنها من قبول مشروعات تُدرّ قيمة حالية موجبة، مما قد يؤثر إيجابيًا على الكفاءة الاستثمارية.



شكل رقم (١) نموذج الدراسة

المصدر: اعداد الباحث

ويوضح الجدول التالي متغيرات البحث وكيفية قياسها:

جدول رقم (2): متغيرات البحث وكيفية قياسها

رمز المتغير	المصدر	طرق القياس	اسم المتغير	التصنيف
MOD	Chen et al., (2011) Biddle et al., (2009)	نموذج (chen et al., 2011) Biddle et al., (٢٠٠٩) ; لقياس كفاءة الاستثمار (IE) من خلال انحراف مستوى الاستثمار الفعلي عن مستوى الاستثمار المستهدف (الأمثل)	كفاءة الاستثمار	المتغير المعدل
Y	Fama & MacBeth, 1973	الانحراف المعياري للتقلبات المتبقية (residuals) من خلال نموذج Fama & MacBeth, 1973	المخاطر الخاصة للشركات	المتغير التابع
X1	Trinh et al., (2023)	متوسط مؤشرات الأداء البيئي والإجتماعي والحوكمة	الأداء البيئي والإجتماعي والحوكمة المتعلقة بالاستدامة	المتغير المستقل
X2	Teng, et al ., (2021)	صافي الربح على إجمالي حقوق الملكية	معدل العائد على حق الملكية	المتغيرات الرقابية
X3	(Naciti et al., 2022)	إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول	الرافعة المالية	
X4	Nguyen et al., (2020)	اللو غاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	الحجم	
X5	(Naciti et al., 2022)	القيمة السوقية لحقوق الملكية + القيمة الدفترية للديون على إجمالي الأصول	Tobin's Q (قيمة الشركة)	

المصدر : اعداد الباحث

9- التحليل الإحصائي ونتائج البحث

يتضمن هذا الجزء نتائج التحليل الإحصائي الوصفي و مناقشة إختبار الفروض.

1/9 اختبار Jarque-Bera لقياس اعتدالية مؤشرات البحث:

جدول رقم (3): اختبار Jarque-Bera لقياس اعتدالية مؤشرات البحث

المؤشرات	المقاييس	المتوسط الحسابي	الوسيط	الانحراف المعياري	معامل الالتواء	معامل التفرطح	Jarque-Bera	مستوى المعنوية	العدد
Y1	المخاطر الخاصة	0.683	0.328	1.217	0.521	3.084	10.28	**0.005	225
	الأداء البيئي والاجتماعي	0.7430	0.7223	0.2403	1.186	4.757	137.07	**0.006	225
X2	معدل العائد على حق الملكية	0.139	0.128	0.144	0.357	2.720	5.530	*0.062	225
X3	الرفع المالي	0.472	0.1211	0.232	0.130	2.729	1.330	0.514	225
X4	الحجم	4.044	3.602	1.55	0.076	2.105	7.718	**0.021	225
X5	قيمة الشركة (Tobin's Q)	1.066	1.044	0.34	0.192	2.442	4.308	0.116	225
X1	MOD*المتغير المعدل	19.14	18.90	0.983	0.424	2.792	7.145	**0.028	225

*دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٥). **دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠١).

يتضح من الجدول رقم 3

- اعتدالية توزيع جميع المؤشرات الخاصة بالمتغير التابع المتمثل في المخاطر الخاصة، والمتغيرات المستقلة والمتمثلة في الأداء البيئي، الأداء الاجتماعي و أداء الحوكمة والمتغير المعدل كفاءة الاستثمار وذلك عند مستوى معنوية أكبر من (٠,٠٥)
- اعتدالية توزيع جميع المؤشرات الخاصة بالمتغيرات الحاكمة والمتمثلة في معدل العائد على حق الملكية، والحجم، وذلك عند مستوى معنوية أكبر من (٠,٠٥)، فيما عدا الرفع المالي، وقيمه الشركة.

2/9 اختبار Unit Root Test لقياس استقرار السلاسل الزمنية:

جدول رقم (4): نتائج اختبارات جذر الوحدة لمؤشرات النموذج الأول

الاختبارات	القيمة المحسوبة	مستوى المعنوية	القرار الإحصائي
Levin, Lin & Chu t	-10.5896	0.001***	رفض H_0
Im, Pesaran and Shin W-stat	-15.4382	0.001***	رفض H_0
ADF - Fisher Chi-square	281.113	0.001***	رفض H_0
PP - Fisher Chi-square	280.083	0.001***	رفض H_0

***دالة عند مستوى معنوية أقل من ٠,٠٠١

يتضح من الجدول رقم (4) أن القيمة المحسوبة لاختبارات كل من: LLC, IPSW, ADF, PP، دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٠١)، ومن ثم رفض فرض العدم القائل بوجود جذر الوحدة، الأمر الذي يدل على سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات المتعلقة بكل: الأداء البيئي والاجتماعي

والحوكمة ، ومعدل العائد على حق الملكية ، والرافعة المالية ، و الرفع المالي ، والحجم، و قيمة الشركة، واستقرارها عند المستوى (0) $I \sim$ وفقاً لحالة حد ثابت فقط.

3/9- مصفوفة ارتباط بيرسون:

تم تطبيق معامل ارتباط بيرسون لتحديد قوة واتجاه العلاقة بين متغيرات البحث وتم التوصل إلى النتائج التالية كما يوضحها جدول رقم (5)

جدول رقم (5): مصفوفة ارتباط بيرسون لقياس معنوية العلاقة بين المتغيرات

*دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٥). **دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠١).
***دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٠١).

المتغير المعدل MOD	قيمة الشركة X5	X4 الحجم	الرفع المالي X3	معدل العائد على حق الملكية X2	الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة X1	المخاطر Y1 الخاصة	المتغيرات
						1.000000 -----	المخاطر الخاصة Y1
					1.000000 -----	-0.4955١ ***0.0000	الأداء البيئي والاجتماعي X1 والحوكمة
				1.000000 -----	0.100192 0.1341	0.350128 ***0.0000	معدل العائد على حق الملكية X2
			1.000000 -----	0.000465 0.9945	0.233873 **0.0004	-0.511455 ***0.0000	X3 الرفع المالي
		1.000000 -----	0.125159 0.0609	0.266808 ***0.0001	0.121223 0.0695	-0.552221 ***0.0000	X4 الحجم
	1.000000 -----	0.012686 0.8499	0.180290 **0.0067	0.151690 *0.0229	-0.120157 0.0720	-0.523765 ***0.0000	X5 قيمة الشركة
1.000000	0.226013 ***0.0000	-0.479345 ***0.0000	-0.035593 0.5954	0.115072 0.0850	-0.109899 0.1001	-0.428760 ***0.0000	المتغير المعدل MOD*X1

يتضح من الجدول رقم: (5)

- وجود علاقة سالبة معنوية بين المتغير المستقل التفسيري المتعلق بالأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة، وبين المتغير التابع: المخاطر الخاصة عند مستوى معنوية أقل من ٠,٠٥.
- وجود علاقة معنوية سالبة بين المتغيرات المستقلة الحاكمة المتعلقة بكل من: الرفع المالي، والحجم، وقيمة الشركة، وبين المتغير التابع: المخاطر الخاصة. بينما كانت العلاقة موجبة مع معدل العائد على حق الملكية عند مستوى معنوية أقل من ٠,٠٥.
- لا تعاني المتغيرات المستقلة من مشكلة وجود ازدواج خطي (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض، حيث إن قيم معاملات الارتباط بين تلك المتغيرات المستقلة لا تزيد عن (٠.٥٥). ونتيجةً لثبوت وجود علاقات دالة إحصائية، فإنه يمكن تطبيق نماذج البائل لتقدير معلمات النموذج لاختبار صحة فروض البحث.

10- نتائج اختبار الفروض

1/10 النتائج المتعلقة بالفرض الأول

ينص الفرض الأول على أنه " يوجد تأثير معنوي للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية". لاختبار هذا الفرض، تم استخدام كل من:

1/10 تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression Analysis)

المتغير التابع (Dependent Variable) في هذا التحليل هو المخاطر الخاصة، أما المتغير المستقل (Independent Variables) فتشمل: الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة، بالإضافة إلى المتغيرات الحاكمة (Control Variables) المتمثلة في الربحية المقاسة بمعدل العائد على حق الملكية، والرفع المالي، والحجم، وقيمة الشركة المقاسة بـ Tobin's Q. وبالنظر إلى أن البيانات المستخدمة هي بيانات طولية (Panel Data)، فقد تم إجراء تحليل الانحدار المتعدد باستخدام النماذج التالية:

- نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model (FEM))
- نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model (REM))

ويوضح الجدول رقم (6) نتائج التحليل.

جدول رقم (6): نتائج تقدير النماذج المستخدمة لاختبار صحة الفرض الأول

نموذج التأثيرات العشوائية			نموذج التأثيرات الثابتة			المتغيرات المستقلة
المعنوية	القيمة T	معامل الانحدار	المعنوية	القيمة T	معامل الانحدار	
**0.001	-3.7179	-0.5456	**0.008	-2.9460	-0.3184	الأداء البيئي والاجتماعي X1 والحوكمة
***0.0000	4.932353	2.717464	***0.0000	4.932307	3.236613	X2 معدل العائد على حق الملكية
*0.0193	-2.357014	-0.894428	*0.0211	-2.073175	-0.847912	X3 الرفع المالي
**0.0083	-2.663630	-0.061996	*0.0211	-2.606149	-0.805704	X4 الحجم
*0.0211	-2.014370	-0.292232	*0.0211	-2.342267	-0.371877	X5 (Tobin's Q) قيمة الشركة
0.5043	0.668843	0.371298	0.3262	-0.984722	-2.125328	الثابت
6.034873			6.187750			القيمة (f)
0.654			0.668			معامل التحديد (R^2)
***0.000002			***0.000000			المعنوية (Sig.)
2.071561			2.070248			Durbin-Watson stat

*دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٥). **دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠١).

***دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٠١).

وللمقارنة بين النماذج المستخدمة لتحديد أي هذه النماذج هو الأفضل، تم استخدام اختبارين:

2/1/10 اختبار ارتباط البواقي داخل القطاعات Cross-Section Dependence Test:

جدول رقم (7): نتائج اختبار ارتباط البواقي داخل القطاعات

نموذج التأثيرات العشوائية			نموذج التأثيرات الثابتة			النموذج
القرار الإحصائي	مستوى المعنوية	القيمة المحسوبة	القرار الإحصائي	المعنوية	القيمة المحسوبة	الاختبار
قبول H0	0.2324	1.194226	قبول H0	0.4987	-0.676487	Pesaran CD

يتضح من الجدول رقم (7)

أن القيمة المحسوبة بإجراء اختبار Pesaran CD لقياس ارتباط البواقي داخل القطاعات غير دالة عند مستوى معنوية أكبر من (٠,٠٥)، مما يدل على قبول فرض العدم الذي ينص على عدم وجود ارتباط بين البواقي في قيم المتغير التابع داخل القطاعات باستخدام نماذجي التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

3/1/10 اختبار Hausman Test:

يستخدم اختبار Hausman لمعرفة أي من التأثيرات أكثر ملائمة لتقدير معاملات النموذج، سواء كانت نماذج التأثيرات الثابتة أم التأثيرات العشوائية، بناءً على فرضية العدم بملائمة نموذج التأثيرات العشوائية، ومعلمة اختبار مربع كاي بدرجات حرية حسب عدد المتغيرات المستقلة، إجمالاً وتفصيلاً، وذلك على النحو التالي:

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

ملخص الاختبار	القيمة المحسوبة	درجات الحرية	المعنوية	القرار الإحصائي
التأثير العشوائي وفق الزمن Period random	8.570079	7	0.2850	قبول H0

يتضح من الجدول رقم (8) أن القيمة المحسوبة لاختبار Hausman Test ، غير دالة عند مستوى معنوية أكبر من (٠,٠٥) ، ومن ثم قبول فرضية العدم المؤيدة لأفضلية نموذج التأثيرات العشوائية ، ورفض الفرض البديل القائل بأفضلية نموذج التأثيرات الثابتة لبيانات البانل، على المستوى الكلي ، وتفصيلاً كما بالجدول رقم (9):

جدول رقم (9): نتائج اختبار Hausman Test على مستوى المؤشرات

المؤشرات	Fixed	Random	Var(Diff.)	مستوى	القرار
الأداء البيئي والاجتماعي	-0.2652	-0.5419	0.5696	0.6500	قبول H0
معدل العائد على حق الملكية	2.829051	2.717464	0.086232	0.7039	قبول H0
X3 الرفع المالي	-0.904196	-0.894428	0.066494	0.9698	قبول H0
X4 الحجم	0.302806	0.061996	0.167502	0.5563	قبول H0
(Tobin's Q) قيمة الشركة X5	-0.375034	-0.292232	0.029496	0.6297	قبول H0

يتضح من الجدول رقم (٩) ما يلي:

أن القيمة المحسوبة لاختبار Hausman Test غير دالة عند مستوى معنوية أكبر من (٠,٠٥) لمؤشرات النموذج المتعلقة بكل من: الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة (كمتغير أساسي)، و معدل العائد على حق الملكية، و الرافعة المالية، و الحجم، و قيمة الشركة المقاسة بـ Tobin's Q (كمتغيرات رقابية). ومن ثم، يمكن قبول فرضية العدم المؤيدة لأفضلية نموذج التأثيرات العشوائية لبيانات البانل. وبناءً على النتائج السابقة، فإن نموذج التأثيرات العشوائية يُعتبر هو النموذج الأفضل لاختبار الفرض الأول. ويوضح الجدول التالي النتائج التفصيلية لذلك النموذج.

جدول رقم (10): نتائج نموذج التأثيرات العشوائية لاختبار صحة الفرض الأول

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1 الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة	-0.5456	0.1433	-3.7179	**0.001
X2 معدل العائد على حق الملكية	2.717464	0.550947	4.932353	***0.0000
X3 الرفع المالي	-0.894428	0.379475	-2.357014	*0.0193
X4 الحجم	-0.061996	0.023275	-2.663630	**0.0083
X5 (Tobin's Q) قيمة الشركة	-0.292232	0.145074	-2.014370	*0.0211
C	0.371298	0.555136	0.668843	0.5043
R ² =65 % F-test= 6.034 sig=0.000*** RMSE=0.802,DW=2.071				
Y1 = -0.5456*X1+ 2.71746395802*X2 - 0.89442827109*X3 - 0.0619961345654*X4 - 0.292231710607*X5 + 0.371298450404				

*دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٥). **دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠١).

***دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٠١).

ومن الجدول السابق يتضح ما يلي:

- المعنوية الكلية لنموذج الانحدار

أشارت نتيجة اختبار F-Test إلى أن نموذج الانحدار المتعدد يُعتبر معنويًا وذا دلالة إحصائية (مستوى المعنوية أقل من ٠,٠٠١).

بلغت قيمة معامل التحديد (R^2) 0.65، مما يعني أن المتغيرات المستقلة في نموذج التأثيرات الثابتة تفسر حوالي (٦٥٪) من التغير الكلي في المتغير التابع (المخاطر الخاصة). (بينما يرجع باقي التغير إلى الخطأ العشوائي في المعادلة، أو ربما لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من المفترض إدراجها ضمن النموذج، أو لاختلاف طبيعة نموذج الانحدار عن نموذج بيانات التأثيرات الثابتة. بينما بلغت قيمة Durbin-Watson (2.07)، مما يشير إلى عدم وجود مشكلة في الارتباط الذاتي ضمن النموذج، وبالتالي يدل على معنوية النموذج.

معنوية المتغيرات المستقلة

أشارت نتائج اختبار T-Test (لاختبار معنوية كل متغير مستقل على حدة) إلى ما يلي:

- المتغير المستقل الأساسي:

وجود تأثير معنوي سالب للمتغير المستقل (الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة) على المتغير التابع (المخاطر الخاصة)، حيث أن مستوى المعنوية لاختبار T-Test كان أقل من ٠,٠٥. وقد يرجع ذلك إلى أن تطبيق ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة ودمج ممارسات الاستدامة في أنشطة وعمليات الشركة يُحسن علاقتها مع أصحاب المصلحة ويعزز قدرتها على تخفيض المخاطر الخاصة.

- المتغيرات الحاكمة:

وجود تأثير معنوي سالب للمتغيرات الحاكمة المتمثلة في: الرفع المالي، الحجم، وقيمة الشركة المقاسة بـ Tobin's Q على المتغير التابع (المخاطر الخاصة)، حيث كان مستوى المعنوية أقل من ٠,٠٥. فكلما ارتفع حجم الشركة، والرفع المالي، وقيمة الشركة، انخفضت المخاطر الخاصة. بينما جاء التأثير موجباً مع متغير الربحية المقاسة بمعدل العائد على حق الملكية على المتغير التابع (المخاطر الخاصة). وقد يرجع ذلك إلى أن التصنيفات العالية للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة مرتبطة بتكاليف مالية أقل وعوائد استثمارية أعلى.

وبناءً على النتائج السابقة، فإنه يتم قبول الفرض الأول الذي ينص على أنه "يوجد تأثير معنوي للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية".

2/10 النتائج المتعلقة بالفرض الثاني

ينص الفرض الثاني على أنه "يوجد تأثير معنوي للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة في ضوء الأثر المعدل لكفاءة الاستثمار على الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية". لاختبار هذا الفرض، تم استخدام ما يلي:

1/2/10 تحليل الانحدار المتعدد: (Multiple Regression Analysis)

تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد لاختبار هذا الفرض.

المتغير التابع (Dependent Variable) في هذا التحليل هو المخاطر الخاصة. أما المتغيرات المستقلة (Independent Variables) فتشمل: الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة، بالإضافة إلى المتغيرات الحاكمة (Control Variables) المتمثلة في: الربحية المقاسة بمعدل العائد على حق الملكية، و الرفع المالي، والحجم، وقيمة الشركة المقاسة بـ Tobin's Q ونظرًا لأن البيانات المستخدمة هي بيانات طولية (Panel Data)، فقد تم إجراء تحليل الانحدار المتعدد باستخدام النماذج التالية:

- نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model (FEM))
- نموذج التأثيرات العشوائية (Random Effects Model (REM))

ويُوضح الجدول رقم (11) نتائج التحليل.

جدول رقم (11): نتائج تقدير النماذج المستخدمة لاختبار صحة الفرض الثاني

نموذج التأثيرات العشوائية			نموذج التأثيرات الثابتة			المتغيرات المستقلة
المعنوية	القيمة T	معامل الانحدار	المعنوية	القيمة T	معامل الانحدار	
**0.0016	-3.7164	-0.5419	**0.008	-2.9460	-0.3184	الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة X1
***0.0000	4.932353	2.717464	***0.0000	4.932307	3.236613	X2 معدل العائد على حق الملكية
*0.0193	-2.357014	-0.894428	*0.0392	-2.073175	-0.847912	X3 الرفع المالي
**0.0083	-2.663630	-0.061996	**0.0097	-2.606149	-0.805704	X4 الحجم
*0.0451	-2.014370	-0.292232	*0.0200	-2.342267	-0.371877	X5 (Tobin's Q) قيمة الشركة
**0.0465	-2.001468	-0.904013	*0.0394	-2.071707	-0.706738	MOD كفاءة الاستثمار
**0.0032	-3.341782	-0.337505	*0.0175	-2.573088	-0.345149	الأثر المعدل للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة مع كفاءة الاستثمار MOD*X1
0.5043	0.668843	0.371298	0.3262	-0.984722	-2.125328	الثابت
6.134873			6.187750			القيمة (f)
0.664			0.668			معامل التحديد (R ²)
***0.000002			***0.000000			المعنوية (Sig.)
2.071561			2.070248			Durbin-Watson stat

*دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٥). **دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠١).

***دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٠١).

وللمقارنة بين النماذج المستخدمة لتحديد أي هذه النماذج هو الأفضل، تم استخدام اختبارين:

2/2/10 اختبار ارتباط البواقي داخل القطاعات Cross-Section Dependence Test:

جدول رقم (12): نتائج اختبار ارتباط البواقي داخل القطاعات

نموذج التأثيرات العشوائية			نموذج التأثيرات الثابتة			النموذج
القرار الإحصائي	مستوى المعنوية	القيمة المحسوبة	القرار الإحصائي	المعنوية	القيمة المحسوبة	الاختبار
قبول H0	0.2324	1.194226	قبول H0	0.4987	-0.676487	Pesaran CD

يتضح من الجدول رقم: (12)

أن القيمة المحسوبة بإجراء اختبار Pesaran CD لقياس ارتباط البواقي داخل القطاعات غير دالة عند مستوى معنوية أكبر من (٠,٠٥)، مما يدل على قبول فرض العدم الذي ينص على عدم وجود ارتباط بين البواقي في قيم المتغير التابع داخل القطاعات بنموذجي التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

3/2/10- اختبار Hausman Test

يستخدم اختبار Hausman لمعرفة أي من التأثيرات أكثر ملائمة لتقدير معاملات النموذج، سواء كانت نماذج التأثيرات الثابتة أم التأثيرات العشوائية، بناءً على فرضية العدم بملائمة نموذج التأثيرات العشوائية، ومعلمة اختبار مربع كاي بدرجات حرية حسب عدد المتغيرات المستقلة، إجمالاً وتفصيلاً، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (13): نتائج اختبار Hausman Test على المستوى الإجمالي

ملخص الاختبار	القيمة	درجات الحرية	المعنوية	القرار
التأثير العشوائي وفق الزمن Period random	8.570079	7	0.2850	قبول H0

يتضح من الجدول رقم (13) أن القيمة المحسوبة لاختبار Hausman Test غير دالة عند مستوى معنوية أكبر من (٠,٠٥)، ومن ثم قبول فرضية العدم المؤيدة لأفضلية نموذج التأثيرات العشوائية، ورفض الفرض البديل القائل بأفضلية نموذج التأثيرات الثابتة لبيانات البانل، على المستوى الكلي، وتفصيلاً كما هو موضح في الجدول رقم: (14)

جدول رقم (14): نتائج اختبار Hausman Test على مستوى المؤشرات

المؤشرات	Fixed	Random	Var(Diff.)	مستوى المعنوية	القرار الإحصائي
الأداء البيئي والاجتماعي	-0.2652	-0.5419	0.5696	0.6500	قبول H0
X2 معدل العائد على حق الملكية	2.829051	2.717464	0.086232	0.7039	قبول H0
X3 الرفع المالي	-0.904196	-0.894428	0.066494	0.9698	قبول H0
X4 الحجم	0.302806	0.061996	0.167502	0.5563	قبول H0
X5 (Tobin's Q) قيمة الشركة	-0.375034	-0.292232	0.029496	0.6297	قبول H0

يتضح من الجدول رقم (١٤) ما يلي:

أن القيمة المحسوبة لاختبار Hausman Test غير دالة عند مستوى معنوية أكبر من (٠,٠٥) لمؤشرات النموذج المتعلقة بكل من: الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة (كمتغير أساسي)، و الربحية المقاسة بمعدل العائد على حق الملكية، و الرافعة المالية، و الحجم، و قيمة الشركة المقاسة بـ Tobin's Q (كمتغيرات رقابية). ومن ثم، يمكن قبول فرضية العدم المؤيدة لأفضلية نموذج التأثيرات العشوائية لبيانات البانل.

وبناءً على النتائج السابقة، فإن نموذج التأثيرات العشوائية يُعتبر هو النموذج الأفضل لاختبار الفرض الثاني

ويوضح الجدول التالي النتائج التفصيلية لذلك النموذج.

جدول رقم (15): نتائج نموذج التأثيرات العشوائية لاختبار الفرض الثاني

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
**0.0016	-3.7164	0.1433	-0.5419	الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة
***0.000	4.932353	0.55094	2.717464	X2 معدل العائد على حق الملكية
*0.0193	-2.357014	0.37947	-0.894428	X3 الرفع المالي
**0.0083	-2.663630	0.02327	-0.061996	X4 الحجم
*0.0451	-2.014370	0.14507	-0.292232	X5 (Tobin's Q) قيمة الشركة
*0.0465	-2.001468	0.45167	-0.904013	MOD كفاءة الاستثمار
**0.0032	-3.3417826	0.110558	-0.337505	الأثر المعدل للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة مع كفاءة الاستثمار MOD*X1
$R^2=6\%$ F-test= 6.134 sig=0.000*** RMSE=0.802, DW=2.071				
$Y1 = -0.5419*X1 + 2.71746395802*X2 - 0.89442827109*X3 - 0.0619961345654*X4 - 0.292231710607*X5 - 0.904012999824*MOD - 0.337505*MOD*X1$				

*دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٥). **دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠١).
***دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٠١).

ويتضح من الجدول السابق ما يلي:

المعنوية الكلية لنموذج الانحدار:

أشارت نتيجة اختبار F-Test إلى أن نموذج الانحدار المتعدد يُعتبر معنويًا وذا دلالة إحصائية (مستوى المعنوية أقل من ٠,٠٠١).

بلغت قيمة معامل التحديد (R^2) 0.664، مما يعني أن المتغيرات المستقلة في نموذج التأثيرات الثابتة تفسر حوالي (٦٦٪) من التغير الكلي في المتغير التابع (المخاطر الخاصة). (بينما يعود باقي التغير إلى الخطأ العشوائي في المعادلة، أو ربما لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من المفترض إدراجها ضمن النموذج، أو لاختلاف طبيعة نموذج الانحدار عن نموذج بيانات التأثيرات الثابتة. ويُظهر ذلك ارتفاع المقدرة التفسيرية للنموذج من ٦٥٪ إلى ٦٦٪ في ظل إدخال المتغير المعدل.

بلغت قيمة Durbin-Watson 2.07، مما يشير إلى عدم وجود مشكلة في الارتباط الذاتي ضمن النموذج، وبالتالي يدل على معنوية النموذج.

معنوية المتغيرات المستقلة:

أشارت نتائج اختبار T-Test (لاختبار معنوية كل متغير مستقل على حدة) إلى ما يلي:

المتغير المعدل:

وجود تأثير معنوي سالب للمتغير المعدل كفاءة الاستثمار مع الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المتغير التابع (المخاطر الخاصة)، حيث أن مستوى المعنوية لاختبار T-Test أقل من ٠,٠٥. ويشير ذلك إلى أهمية التكامل أو التفاعل بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة وكفاءة الاستثمار في تخفيض المخاطر الخاصة بالشركات. كما أن المتغير المعدل ساهم في تأكيد التأثير السلبي للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المتغير التابع (المخاطر الخاصة)

المتغير المستقل الأساسي:

لا يزال التأثير السلبي المعنوي للمتغير المستقل (الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة) على المتغير التابع (المخاطر الخاصة)، حيث أن مستوى المعنوية لاختبار T-Test أقل من ٠,٠٥. فإذا قامت الشركات بتطبيق معايير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة، فإن المخاطر الخاصة تنخفض.

المتغيرات الحاكمة:

لا يزال تأثير المتغيرات الحاكمة المتمثلة في كل من: الرفع المالي، الحجم، وقيمة الشركة المقاسة بـ Tobin's Q على المتغير التابع (المخاطر الخاصة) سالبًا ومعنويًا في ظل إدراج المتغير المعدل. كذلك، كان التأثير الموجب المعنوي مع الربحية المقاسة بمعدل العائد على حق الملكية على المتغير التابع (المخاطر الخاصة)

وبناءً على النتائج السابقة، فإنه يتم قبول الفرض الثاني الذي ينص على أنه "يوجد تأثير معنوي للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة في ضوء الأثر المعدل لكفاءة الاستثمار على الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية".

11- النتائج النهائية

- أوضحت النتائج أفضلية نموذج التأثيرات العشوائية عن التأثيرات الثابتة لاختبار أثر الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة في ضوء الأثر المعدل لكفاءة الاستثمار على الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية.
- وجود تأثير معنوي سالب للمتغير المستقل (الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة) على المتغير التابع (المخاطر الخاصة)، وقد يرجع ذلك إلى أن تطبيق الشركات لهذه الممارسات يُحسن علاقتها مع أصحاب المصلحة ويعزز وضعها الاجتماعي، ويجذب المستثمرين، مما يؤثر في الحد من المخاطر الخاصة في هذه الشركات. ولعل هذه النتيجة جاءت غير متوافقة مع دراسة Garrido et al. (2024), Chairani & Siregar (2021) حول التأثير الموجب للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة للشركات بينما جاءت متفقة مع نظرية أصحاب المصلحة وفرضية الإشارة حول استقرار أداء الشركات. كما جاءت متوافقة مع دراسة Wang et al. (2024), He et al. (2023), Luo et al. (2023), Yang & al. (2023) حول وجود تأثير سالب للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة للشركات، والفرض الأول للبحث القائل "يوجد تأثير معنوي للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية".

- وجود تأثير معنوي سالب للمتغير المستقل (كفاءة الاستثمار) على المتغير التابع (المخاطر الخاصة)، وقد يرجع ذلك إلى أن تطبيق ممارسات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة يسمح للمديرين بالاستثمار في مشاريع مربحة تعزز من منصبهم الوظيفي، طبقاً لنظرية الوكالة. كما اتفقت مع فرضية عدم تماثل المعلومات من خلال تقديم إشارات إلى أصحاب المصلحة حول المعلومات المالية الموثوقة التي تقلل من الغموض بشأن آفاق الشركة المستقبلية، وتجعل المستثمرين أكثر استعداداً لتوفير الأموال وتمكين الشركات من الوصول إلى فرص استثمارية جديدة. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Desai (2025)، Liu & Hu (2024) حول التأثير السالب لكفاءة الاستثمار على المخاطر الخاصة بالشركة.
- وجود تأثير معنوي سالب للمتغير المعدل كفاءة الاستثمار مع الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المتغير التابع (المخاطر الخاصة)، ويشير ذلك إلى أهمية تأثير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة في ظل الدور المعدل لكفاءة الاستثمار. وقد يرجع ذلك إلى أن ممارسات إفصاح المديرين عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة لجميع أصحاب المصلحة قد تخلق فرصاً استثمارية تعزز من ثقة المستثمرين في الشركة، وتحسن الأداء غير المالي وتحقيق مزايا تنافسية، وبالتالي الحد من المخاطر الخاصة في هذه الشركات. ولعل هذه النتيجة تتفق مع نتائج دراسة (Chasiotis et al. (2024، و صحة الفرض الثاني للبحث القائل "يوجد تأثير معنوي للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة في ضوء الأثر المعدل لكفاءة الاستثمار على الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية".
- وجود تأثير سالب للمتغيرات الرقابية المتمثلة في كل من: الحجم، الرفع المالي، و قيمة الشركة المقاسة بـ Tobin's Q على المخاطر الخاصة بالشركات. وقد يُفسر ذلك قدرة هذه الشركات على الاستجابة بفاعلية للصدمات غير المتوقعة للمخاطر الخاصة بها، استناداً إلى قدرتها على الوفاء بمتطلبات الديون، فضلاً عن تحقيق وفورات الحجم في الشركات الكبرى مقارنةً بالشركات الصغيرة. بينما جاء التأثير موجباً مع الربحية المقاسة بمعدل العائد على حق الملكية نظراً للعلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة. فالمستثمر يطلب عائداً أعلى نظير التخلي عن المخاطر الخاصة بالشركة. ويتفق ذلك مع دراسة (Bilyay-Erdogan et al. 2024).

12- توصيات البحث

- إدراك أهمية إجراء مزيد من الدراسات لدمج الأداء المالي بسلاسة مع الأداء غير المالي كجزء أساسي من استراتيجية الشركات، بما يتماشى مع الاتجاهات العالمية نحو الاستدامة وخلق القيمة على المدى الطويل، خاصة في ظل التحديات والفرص التي تطرأ على بيئات الأعمال المتغيرة.
- الاهتمام بدراسة العوامل الأخرى التي قد تؤثر على المخاطر الخاصة للشركات بخلاف العوامل التي تناولها البحث.
- وضع خطة استراتيجية لمراقبة الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة لما لها من أهمية في استمرار الشركة ورفع قيمتها والاستجابة بفاعلية للصدمات غير المتوقعة، مما يعزز قدرة الشركة على تحقيق التنمية المستدامة.
- ضرورة تطوير المعايير الخاصة بقواعد الشطب والقيد في البورصة المصرية في حالة عدم تقديم تقارير عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة.

- الاهتمام بوجود إدارات خاصة في الشركات ومجالس الإدارة تتولى متابعة وتخطيط وربط أنشطة الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة مع كفاءة الاستثمار، مما يعزز قدرة الشركة على تجنب المخاطر الخاصة.
- اهتمام أصحاب المصلحة مثل المستثمرين والمساهمين والدائنين بزيادة معرفتهم عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة ESG وأهميته في اتخاذ خيارات استثمارية أفضل.

13- بحوث مستقبلية

- دراسة العلاقة بين كفاءة الاستثمار والأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على المخاطر الخاصة بالشركات في القطاعات الأخرى المقيدة بالبورصة المصرية مثل البنوك والشركات العقارية.
- الأثر المعدل لأنماط الملكية على العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة وعدم تماثل المعلومات.
- دراسة العلاقة بين كفاءة الاستثمار وخطر انهيار سعر السهم.
- دراسة العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على مؤشرات الأداء المالي.
- دراسة الأثر المتبادل للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة في تحقيق التنمية المستدامة.

14-المراجع:

1/14المراجع العربية

١. البورصة المصرية.(٢٠٢١). الدليل الإسترشادي لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الإستدامة .
٢. الهيئة العامة للرقابة المالية. (٢٠٢٢). التقارير السنوية الخاصة بالإفصاحات البيئية والاجتماعية والحوكمة المتعلقة بالإستدامة.
٣. رجب عبد الفتاح، ورمضان. (٢٠٢١). دراسة تحليلية للعلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي: الدور الوسيط لمخاطر المنشأة. مجلة الدراسات المالية والتجارية، ٣١(٣)، ٣٢٨-٤٦٢.
٤. سلطان العتيبي، عمر النور، وعمر تاج السر. (٢٠٢٣). أثر إدارة الأرباح على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وقيمة الشركة. المجلة العلمية للبحوث التجارية (جامعة المنوفية)، ٥١(٤)، ٣٣٣-٣٦٢.
٥. ثابت، سهير احمد. (٢٠٢٢). أثر استدامة الشركات على الأرباح بالتطبيق على الشركات المسجلة في البورصة المصرية. المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، ٣٦(٤)، ٢٨٧-٣٣٩.
٦. عبد الله، وهدي محمد محمد. (٢٠٢٤). تفسير العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة وسياسات توزيعات الأرباح وانعكاس ذلك على مخاطر إنهيان أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية، ١٦(٢)، ٩٠-١٤٥.
٧. فرج إسماعيل، صقر أحمد، حسن متولى، طه، وإيمن. (٢٠٢٣). دراسة اثر المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة على ربحية شركات قطاع العقارات-دراسة مقارنة بين الشركات

- العقارية المدرجة في سوق المال المصري والاردني. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، ١٤ (١)، ٣٨٦-٤١٧.
٨. فضالي، ودينا سيد. (٢٠٢٤). the relationship between ESG and cost of debt: in egyptian companies in EGX100 التجارية، ٣٨ (١)، ١٧١١-١٧٤٧.
٩. محسن الهجان، وعبد العزيز. (٢٠٢٤). أثر الإفصاح عن الاستدامة على مخاطر الشركات: الدور الوسيط للتجنب الضريبي في البيئة المصرية (دراسة تطبيقية). المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، ٦ (٢)، ٢٢٣-٢٩٢.
١٠. مصطفى منصور الشريف. (٢٠٢٢). تقييم أثر الالتزام بالمسؤولية الاجتماعية (CSR) على فرص نمو المنشأة: دراسة عملية. المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، ٣٦ (١)، ١٤٣-١٩٢.

2/14 المراجع الأجنبية

1. Aabo, T., Pantzalis, C., Sørensen, H., & Toustrup, M. T. (2016). Corporate risk and external sourcing: A study of Scandinavian multinational firms. *International Business Review*, 25(6), 1297-1308.
2. Abdoh, H., & Varela, O. (2017). Product market competition, idiosyncratic volatility and systematic risk. *Journal of Corporate Finance*, 43, 500-513.
3. Abelev, B. I., Aggarwal, M. M., Ahammed, Z., Anderson, B. D., Arkhipkin, D., Averichev, G. S., et al. (2009). Systematic measurements of identified particle spectra in pp, d+ Au, and Au+ Au collisions at the STAR detector. *Physical Review C—Nu*, 79(3), 034909.
4. Agoraki, K. K., Flouros, F., Pistikou, V., & Deirmentzoglou, G. A. (2023). Examining the Community Impact of the S&P500 Companies. *Sustainability Reporting*.
5. Aguinis, H., & Glavas, A. (2012). What we know and don't know about corporate social responsibility: A review and research agenda. *Journal of management*, 38(4), 932-968.
6. Albuquerque, R., Cabral, L., & Guedes, J. (2019). Incentive pay and systemic risk. *The Review of Financial Studies*, 32(11), 4304-4342.
7. Aldowaish, A., Kokuryo, J., Almazyad, O., & Goi, H. C. (2022). Environmental, social, and governance integration into the business model. *Literature review and research agenda. Sustainability*, 14(5), 2959.
8. Alkaraan, F., Albitar, K., Hussainey, K., & Venkatesh, V. G. (2022). Corporate transformation toward Industry 4.0 and financial performance: The influence of environmental, social, and governance (ESG). *Technological Forecasting and Social Change*, 175, 12.

9. Ang, Andrew, Hodrick, R., Yuhang Xing, & Zhang, X. (2009). High Idiosyncratic Volatility and Low Returns: International and Further U.S. Evidence. *Journal of Financial Economics*, 91, 1, 1–23.
10. Anwer, Z., Goodell, J. W., Migliavacca, M., & Paltrinieri, A. (2023). Does ESG impact systemic risk? Evidencing an inverted U-shape relationship for major energy firms. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 216, 10-25.
11. Bai, F., Shang, M., & Huang, Y. (2024). Corporate culture and ESG performance: Empirical evidence from China. *Journal of Cleaner Production*, 437, 140732.
12. Bai, X., & Chang, J. (2015). Corporate social responsibility and firm performance: The mediating role of marketing competence and the moderating role of market environment. Asia Pacific. *Journal of Management*, 32(2), 505–530.
13. Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders . *Journal of business ethics*, 97, 71-86.
14. Berrada, T., & Hugonnier, J. (2013). Incomplete information, idiosyncratic volatility and stock returns. *Journal of Banking & Finance*, 37(2), 448-462.
15. Berrada, T., & Hugonnier, J. (2013). Incomplete information, idiosyncratic volatility and stock returns. *Journal of Banking & Finance*, 37(2), 448-462.
16. Bilyay-erdoğan, S. (2024). ESG Performance and Corporate Default Risk: Do Countries' Shareholder Protection Levels Affect This Relationship? . *İstanbul Ticaret Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi*, 23(49), 1544-1570.
17. Bilyay-Erdogan, S., Danisman, G. O., & Demir, E. (2024). ESG performance and investment efficiency: The impact of information asymmetry. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 91, 101919.
18. Brentnall, A. R., Cuzick, J., Buist, D. S., & Bowles, E. J. (2018). Long-term accuracy of breast cancer risk assessment combining classic risk factors and breast density. *JAMA oncology*, 4(9), e180174-e180174.
19. Caglayan, M., Pham, T., Talavera, O., & Xiong, X. ((2020). Asset mispricing in peer-to-peer loan secondary markets. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101769.
20. Çam, S., Uzkaralar, Ö., & Borak, M. (2024). Idiosyncratic risk and market volatility: Threat or opportunity for returns? A study of Borsa Istanbul stocks. *Borsa Istanbul Review*, 24(4), 698-709.

21. Campbell, R., Huisman, R., & Koedijk, K. (2001). Optimal portfolio selection in a Value-at-Risk framework. *Journal of Banking & Finance*, 25(9), 1789-1804.
22. Cao, H., Zhang, L. L., & Lo, S. (2013). Risk factors for acute endophthalmitis following cataract surgery. *a systematic review and meta-analysis. PloS one*, 8(8), e71731.
23. Cao, J., Wen, F., & Eugene Stanley, H. (2022). Measuring the systemic risk in indirect financial networks. *The European Journal of Finance*, 28(11), 1053-1098.
24. 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.
25. Chasiotis, I., Gounopoulos, D., Konstantios, D., & Patsika, V. (2024). ESG reputational risk, corporate payouts and firm value. *British Journal of Management*, 35(2), 871-892.
26. Cherkasova, V., & Rasadi, D. (2017). Earnings quality and investment efficiency: evidence from Eastern Europe. *Review of Economic Perspectives*, 17(4), 441.
27. Chintrakarn, P., Jiraporn, P., Tong, S., Jiraporn, N., & Proctor, R. (2020). How do independent directors view corporate social responsibility (CSR)? Evidence from a quasi-natural experiment. *Financial Review*, 55(4), 697-716.
28. Chiou, B. H., & Chang, S. H. (2020). Influence of investment efficiency by managers and accounting conservatism on idiosyncratic risks to investors. *Advances in Management and Applied Economics*, 10(1), 105-133.
29. Christensen, D. (2016). Corporate accountability reporting and high-profile misconduct. *The Accounting Review*, 91(2): 377-399.
30. Darnall, N. J., Iwata, K., & Arimura, T. H. (2022). Do ESG reporting guidelines and verifications enhance firms' information disclosure? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(5), 1214-1230.
31. de Melo, G. M., Ribeiro, K. D., Kowalski, L. P., & Deheinzelin, D. (2001). Risk factors for postoperative complications in oral cancer and their prognostic implications. *Archives of Otolaryngology-Head & Neck Surgery*, 127(7), 828-833.
32. Desai, R. (2025). Statutory ESG reporting and investment efficiency: evidence using quasi-natural experiment. *International Journal of Law and Management*.

33. DiSegni, D. M., Huly, M., & Akron, S. (2015). Corporate social responsibility, environmental leadership and financial performance. *Social Responsibility Journal*, 11(1), 131-148.
34. Dmytriiev, S. D., Freeman, R. E., & Hörisch, J. (2021). The relationship between stakeholder theory and corporate social responsibility: Differences, similarities, and implications for social issues in management. *Journal of Management Studies*, 58(6), 144.
35. Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of management Review*, 20(1), 65-91.
36. Donghui, Z., Yusoff, W. S., Salleh, M. F. M., Lin, N. S., Jamil, A. H., Abd Rani, M. J, et al. (2025). The impact of ESG and the institutional environment on investment efficiency in China through the mediators of agency costs and financial cons. *Social Sciences & Humanities Open*, 11, 101323.
37. Dowling, J., & Pfeffer, J. (1975). Organizational legitimacy: Social values and organizational behavior. *Pacific sociological review*, 18(1), 122-136.
38. Ellili, N. O. (2022). Impact of ESG disclosure and financial reporting quality on investment efficiency. Corporate Governance . *The International Journal of Business in Society*, 22(5), 1094-1111.
39. Engle, R. F., Hansen, M. K., Karagozoglu, A. K., & Lunde, A. (2021). News and idiosyncratic volatility: the public information processing hypothesis. *Journal of Financial Econometrics*, 19(1), 1-38.
40. Freeman, R. E., & Phillips, R. A. (2002). Stakeholder theory: A libertarian defense. *Business ethics quarterly*, 12(3), 331-349.
41. Galletta, S., Mazzù, S., & Naciti, V. (2022). A bibliometric analysis of ESG performance in the banking industry: From the current status to future directions. *Research in International Business and Finance*, 62, 101684.
42. Gan, J. (2007). Collateral, debt capacity, and corporate investment: Evidence from a natural experiment. *Journal of Financial Economics*, 85(3), 709-734.
43. Gao, D. L., & Zhou, Y. (2025). Investment efficiency, ESG performance and corporate performance: evidence from Chinese listed enterprises. *Chinese Management Studies*, 19(2), 567-599.
44. García-Gómez, C. D., Demir, E., Díez-Esteban, J. M., & Popesko, B. (2023). Investment inefficiency in the hospitality industry: The role of economic policy uncertainty. *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 54, 383-391.

-
-
45. Garrido-Ruso, M., Otero-González, L., López-Penabad, M. C., & Santomil, P. D. (2024). Does ESG implementation influence performance and risk in SMEs? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 31(5), 4227-4247.
 46. Gati, V., Harymawan, I., & Nasih, M. (2024). Indonesia Shariah Stock Index (ISSI) firms and environmental, social, and governance (ESG) disclosure in Indonesia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*.
 47. Godfrey, P. C. (2005). The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective. *Academy of management review*, 30(4), 777-798.
 48. Gu, H., Du, S., Liao, B., Wen, J., Wang, C., Chen, R., et al. (2018). A hierarchical pattern of urban social vulnerability in Shanghai, China and its implications for risk management. *Sustainable cities and society*, 41, 170-179.
 49. Gupta, J., & Das, N. (2024). Navigating the trade-off between corporate social responsibility disclosure and the cost of financing: Evidence from BRICS economies. *Managerial and Decision Economics*, 45(4), 1927-1943.
 50. Hammami, A., & Hendijani Zadeh, M. (2020). Audit quality, media coverage, environmental, social, and governance disclosure and firm investment efficiency: Evidence from Canada. *International Journal of Accounting & Information Management*, 28(1), 45-72.
 51. Hao, J., & Xiong, X. (2021). Retail investor attention and firms' idiosyncratic risk: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 74, 101675.
 52. Harjoto, M. A., Laksmana, I., & Yang, Y. W. (2018). The B corporation certification: An institutional theory approach. *SSRN 3252150*.
 53. He, F., Ding, C., Yue, W., & Liu, G. (2023). ESG performance and corporate risk-taking: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 87, 102550.
 54. He, F., Feng, Y., & Hao, J. (2022). Information disclosure source, investors' searching and stock price crash risk. *Economics Letters*, 210, 110202.
 55. He, L., Liu, R., Zhong, Z., Wang, D., & Xia, Y. (2019). Can green financial development promote renewable energy investment efficiency? A consideration of bank credit. *Renewable Energy*, 143, 974-984.
 56. Hilger, J., Hallstein, E., Stevens, A. W., & Villas-Boas, S. B. (2019). Measuring Willingness to Pay for Environmental Attributes in Seafood. *Environmental and Resource Economics*, 73(1), 307-332.

-
-
57. Huang, W., Liu, Q., Rhee, S. G., & Zhang, L. (2010). Return reversals, idiosyncratic risk, and expected returns. *The Review of Financial Studies*, 23(1), 147-168.
58. Irianingsih, E., Ahmad, G. N., & Buchdadi, A. D. (2024). The Influence of Environmental, Social and Governance and the Risk of Financial Information Disclosure on Investment Efficiency in Environmentally Sensitive Industrial Companies in ASEAN 5 Period 20. *International Journal of Economics, Management and Accounting (IJEMA)*, 1(12), 943-952.
59. Jiang, W., Deng, L., Chen, L., Wu, J., & Li, J. (2009). Risk assessment and validation of flood disaster based on fuzzy mathematics. *Progress in Natural Science*, 19(10), 1419-1425.
60. Jiang, Y., Klein, T., Ren, Y. S., & Duong, D. (2024). Global geopolitical risk and corporate ESG performance. *Journal of Environmental Management*, 370, 122481.
61. Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of financial Economics*, 79(2), 257-292.
62. Jiraporn, P., & Chintrakarn, P. (2013). How do powerful CEOs view corporate social responsibility (CSR)? An empirical note. *Economics Letters*, 119(3), 344-347.
63. Kelly, B., & Jiang, H. (2014). Tail risk and asset prices. *The Review of Financial Studies*, 27(10), 2841-2871.
64. Lai, S. M., Liu, C. L., & Wang, T. (2014). Increased disclosure and investment efficiency. *Asia-Pacific journal of accounting & economics*, 21(3), 308-327.
65. Lin, Z., Long, F., Yang, Y., Chen, X., Xu, L., & Yang, M. (2020). Serum ferritin as an independent risk factor for severity in COVID-19 patients. *The Journal of infection*, 81(4), 647.
66. Liu, D., Gu, K., & Hu, W. (2023). ESG performance and stock idiosyncratic volatility. *Finance Research Letters*, 58, 104393.
67. Lu, J., & Li, H. (2024). The impact of ESG ratings on low carbon investment: Evidence from renewable energy companies. *Renewable Energy*, 223, 119984.
68. Luo, D., Yan, J., & Yan, Q. (2023). The duality of ESG: Impact of ratings and disagreement on stock crash risk in China. *Finance Research Letters*, 58, 104479.
69. Majeed, M. A., Zhang, X., & Umar, M. (2018). Impact of investment efficiency on cost of equity: evidence from China. *Journal of Asia Business Studies*, 12(1), 44-59.

-
-
70. Markowitz, H. (1952). The utility of wealth. *Journal of political Economy*, 60(2), 151-158.
 71. Martínez-Sola, C., García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2013). Corporate cash holding and firm value. *Applied Economics*, 45(2), 161-170.
 72. Mason, C., & Simmons, J. (2014). Embedding corporate social responsibility in corporate governance: A stakeholder systems approach. *Journal of Business Ethics*, 119, 77-86.
 73. Mayer, C. (2021). The future of the corporation and the economics of purpose. *Journal of Management Studies*, 58(3), 887-901.
 74. McWilliams, A., & Siegel, D. (2000). Corporate social responsibility and financial performance: correlation or misspecification? *Strategic management journal*, 21(5), 603-609.
 75. Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of financial economics*, 58(1-2), 215-260.
 76. Mossin, J. (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. *Econometrica. Journal of The Econometric Society*, Vol. 35, No.4, pp. 768-783.
 77. Ng, T. H., Lye, C. T., Chan, K. H., Lim, Y. Z., & Lim, Y. S. (2020). Sustainability in Asia: The roles of financial development in environmental, social and governance (ESG) performance. *Social Indicators Research*, 150, 17-44.
 78. Odriozola, M. D., & Baraibar-Diez, E. (2017). Is corporate reputation associated with quality of CSR reporting? Evidence from Spain. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(2), 121-132.
 79. Parmar, B. L., Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Purnell, L., & De Colle, S. (2010). Stakeholder theory: The state of the art. *The academy of management annals*, 4(1), 403-445.
 80. Pasha, R., Wahba, H., & Farouk, N. E. (2024). The Impact of Environmental, Social and Governance Firm-level Rankings on Determinants of Firm Value: An Empirical Evidence from Egypt. *المجلة العربية للإدارة*, 1-14.
 81. Pellicani, A. D., & Kalatzis, A. E. (2019). Ownership structure, overinvestment and underinvestment: Evidence from Brazil. *Research in International Business and Finance*, 48, 475-482.
 82. Reber, B., Gold, A., & Gold, S. (2022). ESG disclosure and idiosyncratic risk in initial public offerings. *Journal of Business Ethics*, 179(3), 867-886.

-
-
83. Salancik, G. R., & Pfeffer, J. (1978). A social information processing approach to job attitudes and task design. *Administrative science quarterly*, 224-253.
84. Schwartz, M. S., & Carroll, A. B. (2008). Integrating and unifying competing and complementary frameworks: The search for a common core in the business and society field. *Business & Society*, 47(2), 148–186.
85. Servaes, H., & Tamayo, A. (2013). The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. *Management science*, 59(5), 1045-1061.
86. Sharifi-Rad, J., Mnayer, D., Tabanelli, G., Stojanović-Radić, Z. Z., Sharifi-Rad, M., Yousaf, Z., et al. (2016). Plants of the genus *Allium* as antibacterial agents: From tradition to pharmacy. *Cellular and Molecular Biology*, 62(9), 57-68.
87. Sharpe, W. F. (1994). The sharpe ratio. *Journal of portfolio management*, 21(1), 49-58.
88. Stambaugh, R. F., Yu, J., & Yuan, Y. (2015). Arbitrage asymmetry and the idiosyncratic volatility puzzle. *The Journal of Finance*, 70(5), 1903-1948.
89. Stambaugh, R. F., Yu, J., & Yuan, Y. (2015). Arbitrage asymmetry and the idiosyncratic volatility puzzle. *The Journal of Finance*, 70(5), 1903-1948.
90. Stein, J. C. (2003). Agency, information and corporate investment. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 111-165.
91. Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of management review*, 20(3), 571-610.
92. Taghizadeh Khanqah, V., Badavar Nahandi, Y., Mottagi, A., & Taghizadeh, H. (2021). Validation of Investment Efficiency Models Based on Agency Theory, Information Asymmetry, Managerial Entrenchment and Firm value maximization. *Journal of Investment Knowled*, 10(38), 287-318.
93. Trinh, V. Q., Cao, N. D., Li, T., & Elnahass, M. (2023). Social capital, trust, and bank tail risk: The value of ESG rating and the effects of crisis shocks. *Journal of International Financial Markets. Institutions and Money*, 83, 101740.
94. Tsang, A., Frost, T., & Cao, H. (2023). Environmental, social, and governance (ESG) disclosure: A literature review. *The British Accounting Review*, 55(1), 101149.
95. Valdez-Juárez, L. E., Gallardo-Vázquez, D., & Ramos-Escobar, E. A. (2018). CSR and the supply chain: Effects on the results of SMEs. *Sustainability*, 10(7), 2356.

-
-
96. Van Horn, C. E., & Van Meter, D. S. (1977). The implementation of intergovernmental policy. *Policy studies review annua*, 1(1), 97-120.
 97. Vergil, H. (2006). *Financial Integration and Investment Performance in the European Union*. In *Entrepreneurship, Investment and Spatial Dynamics* . Edward Elgar Publishing.
 98. Williamson, O. E. (1981). The economics of organization: The transaction cost approach. *American journal of sociology*, 87(3), 548-577.
 99. Yang, P., Wang, X., Liu, P., Wei, C., He, B., Zheng, J., et al. (2020). Clinical characteristics and risk assessment of newborns born to mothers with COVID-19. *Journal of Clinical Virology*, 127, 104356.
 100. Yang, X., Li, Z., Qiu, Z., Wang, J., & Liu, B. (2024). ESG performance and corporate technology innovation: Evidence from China. *Technological Forecasting and Social Change*, 206, 123520.
 101. Yarram, S. R., & Adapa, S. (2022). Women on boards, CSR and risk-taking: An investigation of the interaction effects of gender diversity and CSR on business risk. *Journal of Cleaner Production*, 378, 134493.
 102. Young, S. L., & Makhija, M. V. (2014). Firms' corporate social responsibility behavior: An integration of institutional and profit maximization approaches. *J. ournal of International Business Studies*, 45, 670-698.
 103. Yuan, K., Zheng, Y. B., Wang, Y. J., Sun, Y. K., Gong, Y. M., Huang, Y. T., et al. (2022). A systematic review and meta-analysis on prevalence of and risk factors associated with depression, anxiety and insomnia in infectious diseases, including COV. *Molecular psychiatry*, 27(8), 3214-3222.

The Impact of Environmental, Social and Governance (ESG) Performance on Idiosyncratic Risk: The Moderating Effect of Investment Efficiency in Companies Listed on the Egyptian Exchange

Abstract

This study aimed to investigate the impact of Environmental, Social, and Governance (ESG) performance on idiosyncratic risk, in light of the moderating effect of investment efficiency, for companies listed On the Egyptian Exchange during the period (2020-2024). A fixed-effects panel data model was applied to measure the significant effect of ESG performance (independent variable) on idiosyncratic risk (dependent variable), in addition to testing the effect of investment efficiency as a moderating variable with ESG performance on idiosyncratic risk. The study also included an analysis of the impact of several control variables, namely: profitability measured by (return on equity), financial leverage, firm size, and firm value (measured by Tobin's Q), on idiosyncratic risk. The results showed a significant effect of ESG performance on idiosyncratic risk. The moderating variable—investment efficiency with ESG performance—also showed a negative and significant impact on idiosyncratic risk during the study period. The results also indicated a positive impact of firm size, financial leverage, and firm value on idiosyncratic risk, while profitability had a negative effect on the dependent variable (idiosyncratic risk). The study recommended the need to integrate both financial and non-financial performance within company strategies, in line with global trends towards sustainability, especially in light of the changes occurring in business environments, which enhances companies' ability to mitigate idiosyncratic risk.

Keywords: Environmental, Social and Governance (ESG) performance; Investment efficiency; Idiosyncratic risk.