

التأثير المُعدل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية
على العلاقة بين الإفصاح عن الأداء المستدام وتكلفة
رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية

د/ محمد رزق عبد الغفار عمارة

المدرس بقسم المحاسبة
كلية التجارة- جامعة القاهرة

ملخص البحث

يهدف هذا البحث إلى فحص مدى تأثر قرارات منشآت الأعمال المختلفة بتقلبات بيئة الأعمال الاقتصادية وعدم اليقين بها، حيث تم اختبار تأثير الإفصاح عن الأداء المستدام على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية، ثم دراسة تأثير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية المُعدل لتلك العلاقة. في سبيل تحقيق ذلك تم إجراء هذا البحث على عينة من 60 منشأة مصرية مدرجة بمؤشر EGX100، وبإجمالي عدد المشاهدات 251 مشاهدة خلال الفترة من عام 2018 وحتى عام 2022. وقد أوضحت نتائج التحليل الإحصائي وجود تأثير غير خطي من المعادلة التربيعية للإفصاح عن الأداء المستدام على تكلفة رأس المال المقترض للمنشآت المصرية يأخذ شكل حرف U، بحيث يكون التأثير سالبا حتى يصل مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام لمستوى 85% تقريبا وبعده يتحول إلى تأثير موجب. كما توصلت النتائج إلى أن لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية تأثيرا خطيا عكسياً على تكلفة رأس المال المقترض. وأخيرا أظهرت النتائج أن لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية تأثيراً غير خطي من المعادلة التربيعية على العلاقة بين الإفصاح عن الأداء المستدام وتكلفة رأس المال المقترض للمنشآت المصرية ولكنه يأخذ مقلوب شكل حرف U، بحيث يكون التأثير موجباً أولاً حتى يصل لمستوى 134 نقطة تقريبا وبعده يتحول إلى تأثير سالب.

الكلمات المفتاحية: الإفصاح عن الأداء المستدام، تكلفة رأس المال المقترض، عدم اليقين في السياسة الاقتصادية.

The moderating effect of economic policy uncertainty on the relationship between sustainability performance disclosure and the cost of borrowed capital for Egyptian firms

Abstract

This research aims to examine the extent of the effect of fluctuations and uncertainty in the business environment on different business decisions. Where, the effect of sustainability performance disclosure on the cost of borrowed capital is examined in Egyptian firms. Moreover, it investigated the moderating effect of economic policy uncertainty on this relationship. The research sample consists of 60 Egyptian firms listed on the EGX 100 index, with 251 total observations for the period 2018–2022. The statistical analysis demonstrated that there is a nonlinear quadratic effect of sustainability performance disclosure on the borrowed cost of capital of the Egyptian firms; which it takes a U-shape. Where, there is a negative effect of sustainability performance disclosure, until it reaches approximately 85%, then it becomes positive after that. As well, results indicated that there is a linear negative effect of economic policy uncertainty on the cost of borrowed capital. Finally, results showed that economic policy uncertainty has a nonlinear quadratic effect on the relationship between sustainability performance disclosure and the cost of borrowed capital for Egyptian business firms, but with an inverted U-shape. Where there is a positive effect until it reaches approximately 134 points, then it becomes negative.

Keywords: sustainability performance disclosure, borrowed cost of capital, uncertainty of economic policy.

1- مشكلة البحث

تُعتبر السياسات الاقتصادية وسيلة مباشرة لتنظيم الاقتصاد الكلي حيث تُعد مكوناً مهماً لبيئة منشآت الأعمال الخارجية. وقد تزايدت في السنوات الأخيرة درجة تعقيد بيئة الأعمال الاقتصادية وأصبحت قابلة للتغيير بصورة مطردة. وقد ترتب على ذلك ارتفاع المخاطر المنتظمة لمنشآت الأعمال بشكل كبير مما يؤثر على سلوكها الاستثماري نظراً لتغير توقعاتها بشأن وقت ومصدر واتجاه ومحتوى وتكرار تعديل السياسة الاقتصادية، ومن ثم عادة ما تُنشئ السياسة الاقتصادية قدراً كبيراً من عدم اليقين الإقتصادي في بيئة الأعمال (Liu et al., 2020; Komari & Juliana, 2022; Ngene & Tah, 2023). لذلك فهي تعمل كمحدد خارجي وبالتالي من المرجح أن تؤدي خصائص بيئة الأعمال إلى تقييد اختيارات وقرارات منشآت الأعمال عند سعيها لبناء ميزتها التنافسية واستمرارية الحفاظ عليها.

هذا، ولما كانت القرارات المالية لمنشآت الأعمال ترتبط وتتأثر بمحتوى السياسات الاقتصادية الحكومية وعدم التيقن منها (Jiang et al., 2019; Ilyas et al., 2022) خاصة في ظل التغيرات الطبيعية والسياسية والاقتصادية التي يشهدها العالم بالأخص لدى كبرى اقتصاديات العالم الثلاثة الولايات المتحدة ومنطقة اليورو والصين، والتي استتبعها توصيات من قبل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي بضرورة الحذر لما يشهده العالم من تباطؤ اقتصادي وأن التعافي الاقتصادي مازال هشاً وعرضة لمخاطر متزايدة إلى الحد الذي جعل البنك الدولي يصف عام 2022 بأنه عام عدم اليقين. كما أصدر مركز المعلومات التابع لمجلس الوزراء المصري¹ تقريراً بعنوان "حالة عدم اليقين: آفاق الاقتصاد العالمي عام 2023".

وتأكيداً لما تقدم، فإن ارتفاع عدم اليقين الاقتصادي وضع عملية اتخاذ القرار في مأزق من حيث التوقيت، حيث تزداد أهمية إدارة الإنفاق وأوليائه في تلك الأوقات، لأن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية (EPU) Economic Policy Uncertainty ينطوي على عدم قدرة الكيانات الاقتصادية على التنبؤ بدقة بما إذا كانت الحكومة ستغير سياساتها الاقتصادية الحالية ومعدل تكرار ذلك (Wen et al., 2021)، ومن ثم اعتبره (Bonaimé et al., 2018) متغيراً إجمالياً يؤثر على قرارات منشآت الأعمال. وقد أكد (Al-Thaqeb & Algharabali, 2019) على أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية بمصادره المختلفة يطرح تحديات أمام منشآت الأعمال نظراً لتأثيره على متغيرات الاقتصاد الجزئية لتلك المنشآت.

وتأسيساً على ما تقدم، ومن خلال البحث في الدراسات السابقة التي تناولت عدم اليقين في السياسة الاقتصادية (EPU) وتأثيراته المختلفة على كلا المستويين الاقتصاد الجزئي والكلي، وفيما يخص تأثيره على متغيرات الاقتصاد الجزئي تبين تناول مجموعة من الدراسات تأثير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية

¹ مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار ، رئاسة مجلس الوزراء <https://www.idsc.gov.eg>

على مختلف قرارات منشآت الأعمال، ومن أهمها أنشطة الاندماج والاستحواذ (Bonaime et al., 2018)، ومخاطر الشركات (Lou et al., 2022)، وعوائد سوق الأوراق المالية (Kundu & Paul, 2022)، وتمويل الشركات (Tran & Phan, 2022)، وتكلفة رأس المال المقترض (Obenpong Kwabi et al., 2022). هذا، ولما كان من أهم ما تصبو إليه منشآت الأعمال في تلك الأوقات هو البقاء والاستمرارية، ونظراً لما تتسم به من مخاطر وأزمات فقد إزدادت أهمية الأداء المستدام ودوره كإدارة للمخاطر وإحدى آليات الحوكمة في الحد من المخاطر التي تواجهها المنشآت وتعزيز دقة القوائم المالية والثقة بها. لذلك أصبح الإفصاح عن الأداء المستدام مطلباً أساسياً من قبل جميع أصحاب المصالح لأنه يفيد في ترشيد اتخاذ القرارات، خاصة وأن ما تقدمه التقارير المالية لم يعد كافياً وملائماً لأغراض اتخاذ القرارات خاصة في بيئة الأعمال سائلة الوصف. إذ أشار (Amore (2020 إلى أن الأداء المستدام يدفع منشآت الأعمال للتفكير في الجوانب الاجتماعية جنباً إلى جنب مع الجوانب الاقتصادية أثناء اتخاذ القرار للتغلب على مشاكل الوكالة، وبالتالي تكوين رأس المال المعنوي والاجتماعي، وتعزيز أداء منشآت الأعمال، وكذلك تزداد أهمية دراسة الإفصاح عن الأداء المستدام وآثاره عند ارتفاع عدم اليقين في السياسة الاقتصادية.

وقد اتضح اختلاف نتائج الدراسات السابقة عند اختبارها لتأثير الإفصاح عن الأداء المستدام على تكلفة رأس المال المقترض، حيث يرى البعض أن الأداء المستدام ومن خلال الاقتصاد والتمويل الأخضر يعد آلية استراتيجية للاستثمار وإدارة المخاطر. كذلك تتجلى أهمية الأداء المستدام والإفصاح عنه خاصة خلال الظروف غير المؤكدة وذلك للحد من عدم تماثل المعلومات بين المنشأة وسوق رأس المال سواء أكان سوق الدين أم الأسهم، ومن ثم يمكن تخفيض تكلفة رأس المال المقترض ووجهة النظر هذه مدفوعة بنظرية تخفيف المخاطر (Shad et al., 2020; Ongsakul et al., 2021; Gholami et al., 2022; Li et al., 2022; Chen et al., 2023)، بينما يرى البعض الآخر أن الأداء المستدام يشكل عبئاً وتكاليف إضافية، لذلك ينظر المقرضون إلى أنشطة الاستدامة على أنها إهدار لموارد الشركة ووجهة النظر هذه مدفوعة بنظرية الاستثمار المفرط (Gonçalves et al., 2022).

علاوة على ذلك، فإن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يؤثر على أولويات الإنفاق ومن ثم على تكلفة رأس المال المقترض. لذلك يعتقد الباحث أن من وسائل إدارة الأزمة هو التزام المنشآت بالمسئولية البيئية والاجتماعية والحوكمة، ولا بد من استمرار التزام المنشآت بذلك في أوقات عدم اليقين في السياسة الاقتصادية حتى تتضافر الجهود بين الحكومات ومنشآت الأعمال بشكل يُسرّع من تجاوز أوقات عدم اليقين والأزمات والمخاطر. ومن ثم فإن إدارة منشآت الأعمال بمسئولية اجتماعية وبيئية يعد ضماناً للنمو المستدام ومن قبله ضماناً لبقائها واستمراريتها أثناء ارتفاع عدم اليقين الإقتصادي، وهو ما يعتبره الكثير من

الأكاديميين والمهنيين نجاحًا خلال تلك الفترة (Al-Thaqeb et al., 2022). فمن خلال الأداء المستدام يمكن تخفيض المخاطر وتسريع الأوقات التي يرتفع بها عدم اليقين الإقتصادي.

يتضح مما سبق أن قرار التمويل يعتبر أحد أهم القرارات الاستراتيجية للمنشأة والتي تزداد أهميته مع التغيرات المتسارعة في ظل عدم اليقين في السياسة الاقتصادية نظراً لوجود العلاقات المتشابكة والمتداخلة بين المقرضين والمقترضين. كما أن توافر القدرة الاقتراضية غير المستخدمة (unused debt capacity) لدى منشآت الأعمال واستخدامها مصادر التمويل المختلفة باقتصادية يجعلها تغطي وتلبي التزاماتها قصيرة وطويلة الأجل، وفي نفس الوقت تمويل نمو أعمالها. وتعتبر سياسة الديون من العوامل المهمة للمنشأة خاصة عند تحديد مدى قدرتها على مواجهة الأزمات الاقتصادية والمالية، ولديها توازن بين الرافعة المالية والعائد على حقوق الملكية بسبب عامل المخاطرة الذي يتعرض له المساهمون والمنشأة نفسها. لذلك أوضح Karim et al. (2021) أنه من المهم جدًا لمنشآت الأعمال تحديد أفضل خطتها واستراتيجياتها في إدارة التزامات ديونها وتشغيلها خلال الظروف الاقتصادية السلبية.

يتضح مما تقدم، أنه عادة ما يؤثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على كل من الأسواق المالية وسلوك منشآت الأعمال وأولويات إنفاقها ومدى تعرضها للكثير من القيود المالية بسبب ظروف سوق رأس المال التي لا تعمل بكفاءة وعدم توافر الائتمان، وبالتالي تزيد من تكلفة الديون الناجمة عن حدوث عدم تماثل المعلومات بين المقرضين والمقترضين ومخاطر التخلف عن السداد (Apergis et al., 2022; Komari & Juliana, 2022). لذلك يعتبر Kaviani et al. (2020) أن كيفية تأثير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية (EPU) على الأنشطة المالية والاستثمارية سؤال مهم جذب اهتمام عدد كبير من الأكاديميين وصانعي السياسات. بمعنى آخر هل عدم اليقين في السياسة الاقتصادية (EPU) يشكل قيوداً على سلوك منشآت الأعمال ذات الأداء المستدام؟.

يتضح جلياً مما تقدم كيف أن لسياسات الاقتصاد الكلي وبيئة الأعمال تأثيراً كبيراً على منشآت الأعمال وقراراتها المالية والاقتصادية والاجتماعية. وبالتالي تتلخص طبيعة مشكلة هذا البحث في فحص تأثير الإفصاح عن الأداء المستدام (ESG) (كمحدد داخلي) على تكلفة رأس المال المقترض وكذلك تأثير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية (EPU) (كمحدد خارجي) على تكلفة رأس المال المقترض، ثم اختبار التأثير المعدل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية (EPU) على العلاقة بين الإفصاح عن الأداء المستدام وتكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية.

2- أهداف البحث

تتمثل أهداف البحث الرئيسية فيما يلي:

1. فحص تأثير الإفصاح عن الأداء المستدام على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية.
2. اختبار تأثير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية.
3. اختبار تأثير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية ذات الأداء المستدام.

3- أهمية ودوافع البحث

اكتسب البحث بشأن دراسة تأثيرات عدم اليقين في السياسة الاقتصادية (EPU) إهتمامًا أكاديميًا حتمه الواقع المعاصر في بيئة الأعمال العالمية والمصرية. ومع ذلك أوضحت دراسة (Huang et al., 2022) اقتصار الدراسات السابقة على اختبار تأثير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية بشكل كبير على الاقتصاديات المتقدمة، وبغض النظر عن حقيقة أن عدم اليقين يختلف اختلافاً كبيراً عبر دول العالم، فإن الدول النامية لديها نسبة من عدم اليقين الاقتصادي بالإضافة إلى مشكلات ومعاناة الاستثمار والاستهلاك وأولوياتهما في الاقتصادات الناشئة مقارنة بالاقتصادات المتقدمة. يضاف إلى ذلك أن المنشآت وأصحاب المصالح أقل وعياً بأهمية الأداء المستدام في الأسواق الناشئة (Ilyas et al., 2022)، مما يُحتم دراسة تأثير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية في الأسواق الناشئة.

هذا، وتأتي أهمية هذا البحث أيضًا من كونه يندرج تحت ما يعرف بتكامل العلوم Interdisciplinary Research، وذلك من ناحية ارتباط الاقتصاد الكلي بمتغيرات الاقتصاد الجزئي، حيث تتضح أهمية ما يسببه عدم اليقين في السياسة الاقتصادية (EPU) من تأثيرات عديدة على منشآت الأعمال وقراراتها والتي من أهمها؛ القرارات المالية والاستثمارية والاجتماعية والتأثيرات فيما بينها، وهو ما أوضحته حادثة الدراسات الأجنبية لموضوع البحث وتوصياتها بالبحث فيه مستقبلاً (Raimo et al., 2021; Ilyas et al., 2022)، وندرته في البيئة العربية والمصرية.

4- منهج البحث

من أجل تحقيق الهدف الرئيس المنشود لهذا البحث، فقد اعتمد الباحث على التحليل النظري للدراسات السابقة بهدف التعرف على مفاهيم وخصائص المتغيرات البحثية وقياساتها والتأثيرات فيما بينها، ومن ثم تم اشتقاق الفروض البحثية الواجب اختبارها، وذلك حتى يمكن دراسة العلاقة بين الإفصاح عن الأداء

المستدام وتكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية، ثم اختبار التأثير المعدل لعدم اليقين في السياسة الإقتصادية (EPU) على تلك العلاقة، ثم إجراء الدراسة التطبيقية لاختبار تلك الفروض على عينة من 60 منشأة مصرية مسجلة على مؤشر EGX100 خلال الفترة من عام 2018 وحتى عام 2022.

5- حدود البحث

إضافة إلى الحدود الزمانية والمكانية والموضوعية لعينة البحث، يؤكد الباحث على إقتصار هذا البحث على اختبار تأثير عدم اليقين في السياسة الإقتصادية (EPU) كمتغير مُعدل (as Moderator Variable) للعلاقة بين الإفصاح عن الأداء المستدام وتكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية؛ نظرًا لأن هناك علاقات وتأثيرات أخرى عكسية ومرتدة لم يتم اختبارها مثل تأثير القيود المالية وصعوبة التمويل وتكلفته على كل من الإفصاح عن الأداء المستدام وعدم اليقين في السياسة الإقتصادية (EPU).

6- خطة البحث

سيتم استكمال ما تبقى من هذا البحث وذلك في ضوء المشكلة البحثية وأهداف البحث وأهميته على النحو التالي:

1-6- التأصيل النظري للعلاقات البحثية.

2-6- منهجية ونموذج البحث.

3-6- التحليل الإحصائي للفروض البحثية ومناقشة النتائج.

4-6- الخلاصة والتوصيات والدراسات المستقبلية.

1-6- التأصيل النظري للعلاقات البحثية

1-1-6- تأثير الإفصاح عن الأداء المستدام على تكلفة رأس المال المقترض

أحدثت العولمة المتزايدة وظهور الاقتصادات القائمة على المعرفة والتغيرات المناخية المتتالية ثورة في الإهتمام بأنشطة الأداء المستدام من خلال تغيير الفلسفة الأساسية في علاقة المجتمع وأصحاب المصالح بمنشآت الأعمال، وهو ما دفع منشآت الأعمال إلى التفكير في الجوانب الاجتماعية والبيئية جنبًا إلى جنب مع الجوانب الإقتصادية عند اتخاذ القرار، نظرًا لأن الأداء المستدام يساهم في بناء وتكوين رأس المال المعنوي والاجتماعي وتعزيز قيمة المنشأة وسمعتها (Shahzad et al., 2022). لذلك أكد Al Maeeni et al. (2022) على ضرورة تحقيق الاستدامة في أداء منشآت الأعمال بأداء أنشطة المسؤولية

الاجتماعية والبيئية والحوكمة، والتي يمكن اعتبارها التزامًا تجاريًا تطوعيًا لتحقيق نمو مستدام يتجاوز المتطلبات التنظيمية. ومن ثم، يمكن تعريفها على أنها الإدارة طويلة الأجل لاستدامة أداء منشآت الأعمال من خلال الأنشطة الاجتماعية والبيئية والحوكمة، وما لذلك من أثر إيجابي على تطور أدائها وقدرتها على تحقيق أهدافها.

وهناك اهتمام واتجاه متزايد بين منشآت الأعمال فيما يتعلق تخصيص الموارد للأنشطة الاجتماعية والبيئية والحوكمة (Tseng & Demirkan, 2021; Veltri et al., 2023)، حيث تعددت المصطلحات التي تشير إلى تقارير المنشآت التي توفر الإفصاح عن الأداء المستدام. فقد تسمى "تقرير المسؤولية الاجتماعية للشركات" أو "تقرير مسؤولية الشركة" أو "تقرير مواطن الشركة" أو "تقرير الاستدامة". وبناءً على هذه التعريفات المختلفة، فقد تم استخدام مصطلحات Environment, Social, and Governance (ESG) و Corporate Social Responsibility (CSR) كمرادفات للأداء المستدام (Maaloul et al., 2023).

وقد أصبحت العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) في قلب قرارات منشآت الأعمال والبنوك على حد سواء وبشكل متزايد. لذلك فإن البنوك في سبيل تقليل تمويل المشاريع التي تضر بالبيئة فإنها تأخذ جودة الإفصاح عن المعلومات الاجتماعية والبيئية في الاعتبار لمنع مخاطر الائتمان التي تسببها المخاطر البيئية. إلى جانب ذلك، فإن العقوبة الإدارية البيئية تضر بجودة الإفصاح البيئي؛ حيث أنه يقلل من كمية المعلومات التي يمكن للبنوك ومؤسسات الائتمان الرجوع إليها في اتخاذ القرارات، وهو ما يرفع بشكل كبير من تكلفة دين منشآت الأعمال في العام التالي (Ding et al., 2022; Iazzolino et al., 2023).

بناءً على ذلك ازدادت أهمية الاقتصاد والتمويل الأخضر كأحدى وسائل تحقيق الأداء المستدام، حيث تم ابتكار أدوات تمويلية خضراء مثل ما يعرف بالسندات الخضراء Green Bonds. إذ أصدرت وزارة المالية المصرية في سبتمبر 2020 أول طرح للسندات الخضراء السيادية بالشرق الأوسط وشمال إفريقيا بقيمة 750 مليون دولار لتمويل مشروعات الاقتصاد الأخضر²، وبالتالي فإن الاقتصاد الأخضر يحقق التكامل بين أبعاد التنمية المستدامة. هذا، ويؤكد البنك المركزي المصري بضرورة توجيه التمويل إلى الأنشطة الاقتصادية الأكثر استدامة³، ومن ثم فإن التوجه العالمي يراعى الاقتصاد المسئول اجتماعيًا

² موقع وزارة المالية المصرية <https://mof.gov.eg>

³ موقع البنك المركزي المصري <https://www.cbe.org.eg>

وبيئياً في قرارات البنك عند منح الائتمان أو في قراراته الاستثمارية، حيث إن دمج الأبعاد البيئية والاجتماعية وقواعد الحوكمة يؤثر على أداء منشآت الأعمال وتقليل نسب المخاطر.

هذا، ويلقى الاقتصاد والتمويل الأخضر المستدام اهتماما كبيرا أكاديميا ومهنيًا نظرًا لدعاه الاستقرار المالي من خلال تأمين تمويل رأس المال بتكلفة منخفضة وذلك لمشروعات الطاقة النظيفة والمتجددة والمشاريع التي تهدف إلى تحسين الجودة الاجتماعية والبيئية بشكل عام من خلال أسعار وشروط ملائمة. لذلك تبين أن تحسين وزيادة مستوى التنمية المالية الخضراء يساعد على تعزيز قدرة تمويل الديون للاقتصاد الأخضر، مع خفض حجم تمويل الديون للمنشآت شديدة التلوث وزيادة تكلفة تمويل الديون بشكل كبير، وتقصير استحقاق تمويل الديون بشكل كبير وذلك نظرًا لمخاطر الائتمان وعدم اليقين المالي (Li et al., 2022; Tan et al., 2022).

إن الأداء الإلزامي للمسؤولية الاجتماعية للشركات من شأنه أن يقلل من مخاطر الائتمان. ومع ذلك، فإن هذا التأثير سيكون أضعف بالنسبة للمنشآت العائلية نظرًا لتعظيمها وأقوى بالنسبة لمنشآت تقدم أداءً أفضل من متوسط الصناعة (Shaw & Duggal, 2023). وقد أوضحت الدراسات السابقة المرتبطة بالعلاقة بين الإفصاح عن الأداء المستدام وتكلفة الدين نتائج مختلطة (Maaloul et al., 2023) ويرجع ذلك إلى طبيعة أنشطة الاستدامة، حيث أوضح Yuan et al. (2022) أن الاستثمار في الأداء المستدام يستند إلى ثلاثة عناصر تتمثل في اللارجعة، وعدم اليقين فيما يتوقع تحققه مستقبلاً من فوائد، والمرونة بشأن التوقيت. ومع ذلك فإنه فيما يتعلق بتحليل التكلفة والعائد من الاستثمار في المسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة لمنشآت الأعمال فإنه لا يزال محلاً للبحث والمناقشة.

ومع زيادة الاهتمام الدولي بتقارير الأداء المستدام وما تحتويه من معلومات مالية وغير مالية تناول العديد من الدراسات تأثير الإفصاح عن الأداء المستدام ومكوناته (تقارير الاستدامة الاجتماعية والبيئية والحوكمة) بتكلفة رأس المال المقترض. ويختلف التأثير حسبما ينظر إلى الأداء المستدام؛ حيث قد ينظر إليه على أنه ميزة تنافسية وليس تكلفة أو قيداً يتم دمجها في الإطار الاستراتيجي للمنشآت وفقاً لرؤية الإدارة العليا وذلك لتميز نفسها عن منافسيها، وهذا يعزز من مراقبة أدائها من خلال زيادة الشفافية والإفصاح وتخفيض تكلفة رأس المال المقترض (التأثير العكسي) (Raimo et al., 2021; Fatima & Elbanna, 2023; Haji et al., 2022). كما قد ينظر للأداء المستدام على أنه يشكل انحرافاً مكلفاً عن الاستخدام الأمثل للموارد وتكلفة إضافية بل وإهدار لموارد منشآت الأعمال بما يزيد من تكلفة رأس المال المقترض (التأثير الطردى) (Gonçalves et al., 2022).

بداية وفيما يخص التأثير العكسي (السالب) للأداء المستدام على تكلفة رأس المال المقترض، أوضحت دراسة كل من (Gonçalves et al., 2022) و (La Rosa et al., 2018) أن هذا التأثير السالب مدفوع بنظرية تخفيف المخاطر. ووفقا لهذه النظرية، فإن المنشآت ذات الأداء المستدام ينخفض لديها تكلفة رأس المال المقترض، نظراً لوجود احتمال أقل لحدوث أحداث سلبية لتلك المنشآت، وفي حالة حدوثها يمكن أن تعمل أنشطة الاستدامة كوسيلة للتخفيف من تلك الآثار. كما يعتمد تخفيف المخاطر على إطار نظرية أصحاب المصالح، حيث يُنظر إلى الاستدامة على أنها وسيلة لتحسين العلاقات بين أصحاب المصالح من خلال تقليل احتمالية وقوع أحداث سلبية مثل الدعاوى القضائية المكلفة، وعمليات التنظيف من الأضرار البيئية، وعمليات سحب المنتجات غير الآمنة، والإضرابات العمالية، وانخفاض الشهرة والسمعة، وبالتالي يُمكن الأداء الجيد للاستدامة المنشآت اجتماعياً وبيئياً من بناء رأس مال معنوي واجتماعي وسمعة جيدة، والذي يمكن أن يكون بمثابة أداة لإدارة المخاطر. لذلك فمُنشآت الأعمال ذات الأداء المستدام الأفضل تكون أكثر جاذبية للمقرضين (Tseng & Demirkan, 2021).

وفي نفس السياق، يرسل إرتفاع مستوى الأداء المستدام لمنشآت الأعمال للمؤسسات الخارجية إشارة إيجابية، ويساعد منشآت الأعمال في الحصول على دعم مالي طويل الأجل ومستقر، وتعزيز قيمة المنشآت لتحقيق تنمية طويلة الأجل ومستقرة (Sun et al., 2023). إذ يرى البعض أن الأداء المستدام لا يتوقف أثره على المجتمع فحسب بل يكون له أثر رجعي ومهم على الأداء المالي للمنشآت وتخطيطها لأوقات الأزمات والمخاطر. لذلك فإن ارتفاع درجة الإفصاح عن أداء منشآت الأعمال في مجال المسؤولية البيئية والاجتماعية والحوكمة تؤدي إلى الوصول إلى مصدر تمويل أفضل يسهل الوصول إليه وتكلفة منخفضة (Raimo et al., 2021; Xu et al., 2021)، وبالبحث عن مبررات ذلك التأثير العكسي تبين أنه يرجع إلى ما يلي:

أولاً: تظهر منشآت الأعمال ذات الأداء المستدام بصورة أكثر خضوعاً للمساءلة وأكثر شفافية وموضوعية، بما يؤدي ذلك إلى الحد من عدم تماثل المعلومات بين المنشأة وسوق رأس المال سواء سوق الدين والأسهم، ومن ثم الحد من تكلفة رأس المال المقترض (Shad et al., 2020; Gholami et al., 2022). بينما يؤدي الأداء المستدام المنخفض لمنشآت الأعمال أو الفشل في الوفاء به إلى تحمل تلك المنشآت لتكلفة أعلى لتمويل ديونها (Li et al., 2022).

ثانياً: يعتبر تخفيض المخاطر التي تتعرض لها منشآت الأعمال من أهم دوافع الإفصاح عن الأداء المستدام، وذلك بما يوفره من معلومات كافية للمستثمرين والمقرضين وغيرهم والتي تساعدهم في تقييم الأداء المستدام وخفض مخاطر التقديرات Estimation Risk ومن ثم يمكنها الحصول على تمويل

إضافي بأقل تكلفة نتيجة انخفاض كل من المخاطر المالية والتشغيلية وكذلك مخاطر السوق للمنشآت، وهو ما يقدره ويفضله المستثمرون (Shad et al., 2020; Li et al., 2022; Chen et al., 2023).

ثالثاً: عندما تفصح المنشآت عن مزيد من المعلومات حول مبادراتها وممارساتها في مجال المسؤولية الاجتماعية والبيئية فإن هذا يساعد في تحقيق الأداء المستدام ومن خلال مشاركة أفضل لأصحاب المصالح في تحسين الثقة المتبادلة بين الشركة وأصحاب المصالح، مما يحد من مشكلات الوكالة والتكاليف ذات الصلة. ويؤدي ذلك إلى تحسين قيمة المنشأة من خلال تعزيز ربحيتها، حيث أن منشآت الأعمال التي تستثمر في أنشطة الاستدامة تصبح أكثر قابلية للتسويق ويسمح لها بالتفاوض على عقود أفضل للديون مما يمكنها من أن تولد قيمة إيجابية من خلال تعزيز السمعة الطيبة لرأس المال (Shad et al., 2020; Dhoraingam Samuel et al., 2022; Gholami et al., 2022; Chen et al., 2023; Sun et al., 2023). هذا، ونظراً لارتباط تلك المنشآت بأداء أفضل وسمعة جيدة نتيجة تحسين صورتها أمام عملائها، فإنه وفقاً لنظرية أصحاب المصالح تتمتع تلك المنشآت بعلاقات أكثر استقراراً مع الكيانات المالية الأخرى والحكومة من خلال إظهار احتمالات أقل للدخول في نزاعات قانونية ومعاناة العقوبات القانونية (Fandella et al., 2023; Maaloul et al., 2023). لذلك وجب على منشآت الأعمال إدارة المعلومات المتعلقة بأنشطة الحوكمة والمسؤولية البيئية والاجتماعية بكفاءة حيث يعتمد أصحاب المصالح خاصة المقرضين على سمعة الشركة لأغراض اتخاذ القرار (Maaloul et al., 2023).

على النقيض من ذلك، وفيما يخص التأثير الطردى (الموجب) للأداء المستدام على تكلفة رأس المال المقترض، تبين أن المقرضين ينظرون إلى أنشطة الأداء المستدام على أنها إهدار لموارد المنشأة؛ حيث تبين أن التأثير الطردى بين الأداء المستدام وتكلفة الديون مدفوعة بنظرية الاستثمار المفرط، وهي عكس نظرية تخفيف المخاطر، والتي تشير إلى أن الاستثمارات التقديرية في الأنشطة المسؤولة اجتماعياً وبيئياً تشكل انحرافاً مكلفاً عن الاستخدام الأمثل للموارد، حيث إن المديرين يفرطون في الاستثمار في العمل الخيري والاستدامة لتحسين صورتهم، كما يفيد السلوك الجيد سمعة المديرين على حساب المساهمين، بما يعكس عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة بين المديرين والمساهمين. وفي كلتا الحالتين، فإن المقرضين يعتبرون هذه الأنشطة تبيداً للموارد يتطلب عوائد أعلى، ومن ثم فإن المنشآت ذات درجات الاستدامة الأفضل لديها مستويات مرتفعة من تكلفة رأس المال المقترض (Gonçalves et al., 2022).

خلاصة ما تقدم، يتضح أن الاستثمار في الأداء المستدام والإفصاح عنه قد يُعد مدخلاً لإدارة المخاطر والأزمات ووسيلة استباقية لتجنب المخاطر والأزمات المحتملة وخلق بيئة عمل آمنة ويحسن من الممارسات الإدارية من خلال رفع ضرر قائم أو تقليل حدته، نظراً لما يوفره الإفصاح عن الأداء المستدام

من معلومات مالية وغير مالية تتعلق بالجوانب الإقتصادية والاجتماعية والبيئية والحوكمة وسبل الالتزام بها، والفرص التي يمكن للمنشأة استغلالها في الحصول على التمويل بشروط أفضل وإمكانية تخفيض المخاطر ومواجهتها وتوفير معلومات بخصوص التنبؤات والتقديرية المستقبلية، بحيث يُمكن لأصحاب المصالح والمستثمرين من تقييم مدى قدرة المنشأة على خلق القيمة والحفاظ عليها سواء في الأجل القصير أو الطويل. هذا، وفيما يخص وجهة النظر الأخرى فقد يشكل الأداء المستدام عبئاً إضافياً على التكاليف، ومن ثم يقلل من أرباح منشآت الأعمال. بناءً على كلتا وجهتي النظر ومبررات كلٍ منهما، يمكن اشتقاق الفرض الأول على النحو التالي:

H1: يكون للإفصاح عن الأداء المستدام تأثير معنوي على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية.

6-1-2 تأثير تكلفة رأس المال المقترض بعدم اليقين في السياسة الإقتصادية (EPU)

انتقل مصطلح عدم اليقين (الريبة) من كونه مصطلحاً فزيائياً ظهر على يد العالم الألماني Heisenberg, 1927 إلى الاقتصاد، حيث اهتم به علماء الاقتصاد بعد أزمة الركود الكبير 2008. إذ وجد أن تقلبات السياسة الإقتصادية عادةً ما تؤدي إلى قدر كبير من عدم اليقين الناشئ عن عمليات صنع القرار السياسي وتنفيذه. وقد يؤثر عدم اليقين هذا في السلوك المالي والإداري لمنشآت الأعمال؛ حيث يشير عدم اليقين في السياسة الإقتصادية (EPU) في جوهره إلى المخاطر المرتبطة بالتغيرات المحتملة في السياسة الإقتصادية، إضافة إلى أنه لكي تظل المنشآت قادرة على المنافسة في السوق، فإنها تحتاج إلى القيام بمشاريع أكثر خطورة، ولكنها تعزز قيمتها، ومن ثم تعتبر المخاطرة جزءاً أساسياً في بيئة الأعمال وفي عملية صنع القرار في منشآت الأعمال (Gupta & Krishnamurti, 2018).

لذلك اهتم هذا البحث ببيان كيف أن للسياسات الإقتصادية ببيئة الأعمال تأثيرات واسعة النطاق على منشآت الأعمال وقراراتها. إذ أنها تضع القواعد الخاصة بكيفية عمل منشآت الأعمال، وتحديد كيفية فرض الضرائب ونظم دعم وحماية الاستثمار وتأثيرها على ظروف الاقتصاد الكلي. وبالتالي، عندما يزداد مستوى الخلاف بين صانعي السياسات حول القضايا المالية والنقدية والتنظيمية، كما حدث في الولايات المتحدة وعالمياً في أعقاب الأزمة المالية لعام 2008، فإنه يرتفع المستوى العام لعدم اليقين في السياسة الإقتصادية. ولذلك فإن كيفية تأثير عدم اليقين في السياسة الإقتصادية على مختلف الأنشطة والقرارات خاصةً الأنشطة الإقتصادية والمالية يعد سؤالاً مهماً جذب اهتمام عدد كبير من الأكاديميين وصانعي السياسات (Kaviani et al., 2020)، ذلك بغية الاستخدام الأمثل للموارد بما يخفض تكلفة رأس المال المقترض خاصة في أوقات عدم اليقين الإقتصادى.

وفيما يخص النظريات المفسرة لارتباط عدم اليقين في السياسة الاقتصادية بقرارات منشآت الأعمال خاصة التمويلية، تشير نظرية ترتيب أولوية مصادر التمويل (POT) pecking order theory إلى أن تكلفة التمويل تزداد مع ارتفاع عدم تماثل المعلومات، وهذا يؤدي إلى زيادة المخاطر بالنسبة للمستثمرين الخارجيين، بما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة حقوق الملكية وبالتالي تصبح حقوق الملكية الطريقة الأقل ملائمة للتمويل (Khalaf, 2022)، وعلى الرغم من ذلك يتم الاعتماد عليها عند صعوبة الوصول إلى مصادر التمويل الأخرى (Bhama et al., 2016; Yıldırım & Çelik, 2021). كما يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى تفضيل الأموال الداخلية عن الأموال الخارجية، ومن ثم فإن منشآت الأعمال ترتب مصادر تمويلها أولاً من خلال الأرباح المحتجزة (النقدية المحتفظ بها) ثم الاقتراض والتمثل في الديون، وأخيراً إصدار الأسهم (Marimuthu & Caroline 2021; Chaklader & Padmapriya, 2021).

هذا، وقد استهدفت نظرية المفاضلة Trade off Theory، تقليل تكلفة رأس المال من خلال توظيف تمويل مناسب للديون وحقوق الملكية، مع مراعاة الميزة الرئيسية للتمويل بالديون من خلال استخدام الميزة الضريبية لذلك الدين، بينما توجد تكلفة تتعلق بالفائدة التي تدفعها المنشأة على الدين (Yapa 2017) (Abeywardhana, 2017). ولذلك فإن زيادة حجم الديون تجعل الوضع المالي للمستثمرين والمساهمين أكثر خطورة، ومن ثم تستخدم الشركات مزيجاً من تمويل الديون والتمويل الداخلي (النقدية المحتفظ بها) بهدف تخفيض تكلفة رأس المال (Butt et al., 2013).

إضافة لما تقدم، وفي كل ظروف عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، تشير نظرية التمويل Finance Theory إلى الزيادة في علاوة مخاطر حقوق الملكية الناتجة عن تزايد حالات عدم اليقين، والتي بدورها تؤثر على التكلفة الإجمالية لرأس المال. بناءً على ذلك، تتراد أهمية سياسة التنوع الاستثماري، ولذلك أكد Obenpong et al. (2022) على اتخاذ المستثمرين قرارات تخصيص المحفظة الدولية من خلال النظر في مستوى التعرض لمخاطر البيئة الاقتصادية التي يعملون في ظلها، حيث تشير الدراسات السابقة إلى أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يمكن أن يؤدي إلى تقلبات مرتفعة في التدفقات النقدية ومخاطر أعلى للتخلف عن السداد.

وفيما يتعلق بدراسة نتيجة تأثير تكلفة رأس المال المقترض بعدم اليقين في السياسة الاقتصادية ومبرراتها، أوضحت دراسة (Tran 2019) أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية قد يؤثر على مخاطر منشآت الأعمال من خلال وسيلتين، هما تكاليف التمويل الخارجي والتحفظ الإداري. إذ تزيد السياسة الاقتصادية التي تتسم بدرجة مرتفعة من عدم اليقين من عدم تماثل المعلومات وذلك بين منشآت الأعمال ومستثمريها ومقرضيها بل وصعوبة الوصول للتمويل الملائم، وتجعل تدفقاتها النقدية المستقبلية أكثر تقلباً، ومن ثم قد تصبح تلك المنشآت التي تواجه تكاليف مرتفعة للتمويل الخارجي أقل رغبة في المخاطرة هذا

من ناحية. ومن ناحية أخرى، فإن زيادة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية تجعل المديرين أكثر تحفظاً حيث يميلون إلى الانتظار والترقب حتى ينخفض مستوى حالة عدم اليقين وتصبح المشاريع الاستثمارية أكثر نجاحاً، ونتيجة لذلك قد يدفع هذا تلك المنشآت إلى الانخراط في قدر أقل من المخاطرة.

وفي هذا الصدد، أشار كل من Tran (2021) و Apergis et al. (2022) إلى أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يؤثر تأثيراً موجباً على تكلفة تمويل الديون من خلال آليتين هما عدم تماثل المعلومات ومخاطر التخلف عن السداد. أولاً: هناك عدم تماثل في المعلومات بين المنشآت والدائنين، وبالتالي يعكس الدائنون عدم تماثل المعلومات الأكثر حدة من خلال رفع تكلفة الدين عند توفير رأس المال للمنشآت الأعمال في ظل ارتفاع مستوى عدم اليقين في السياسة الاقتصادية. ثانياً، قد تنشأ تقلبات مرتفعة في التدفقات النقدية المستقبلية للمنشآت. وبالتالي، فإن مخاطر التخلف عن السداد تكون أعلى ويزيد الدائنون من تكلفة الدين. بناءً على ذلك أوضح Chan et al. (2021) أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يرتبط بشكل طردى بعلاوة المخاطرة، ويقلل من توافر الائتمان المصرفي، وبالتالي من المتوقع - نظراً لارتفاع عدم تماثل المعلومات في أوقات عدم اليقين في السياسة الاقتصادية- أن ترتفع أسعار الفائدة على القروض المصرفية بما يؤدي بدوره إلى ارتفاع تكلفة رأس المال المقترض (Chan et al., 2021).

كما أكد Tran & Phan (2022) أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يرتبط بشروط دين أكثر صرامة، مثل قصر أجل استحقاق للديون، وتكلفة أعلى للديون خاصة في منشآت الأعمال المقيدة مالياً، ومن ثم يؤدي إلى تقادم القيود المالية لتلك المنشآت ويضعف استثماراتها. من ناحية أخرى، يؤدي ارتفاع مستوى عدم اليقين في السياسة الاقتصادية إلى تقليل جودة نظام الرقابة الداخلية للمنشآت، ونظراً لذلك فإن تلك المنشآت يصبح لديها مخاطر تشغيلية أعلى، وتقوم بدفع أرباح أعلى، وبالتالي يكون لديها تكلفة رأس مال مرتفعة (Liu & Wang, 2022).

علاوة على إجماع الدراسات السابقة على وجود تأثير موجب لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على تكلفة رأس المال المقترض، تبين أن هذا التأثير يكون أقوى في الصناعات التي تعتمد على الإعانات الحكومية والاستهلاك الحكومي وفي الدول التي ترتفع بها نسب الملكية الحكومية، والمنشآت الصغيرة أو التي ليس لها تصنيف ائتماني. بناءً على ذلك، ينبغي لهذه المنشآت أن تأخذ في الاعتبار مخاطر عدم اليقين عند وضع سياساتها واستراتيجيات تنويع محافظ رأس المال الخاصة بها (Drobetz et al., 2018).

هذا، وفيما يخص ما يترتب على ذلك الإجماع بشأن التأثير الموجب وكيفية التعامل معه، توصلت دراسة Xu (2020) إلى أن ارتفاع عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يؤدي إلى زيادة في تكلفة رأس

المال المقترض، وهذا يُترجم في انخفاض ابتكار منشآت الأعمال. بالإضافة إلى زيادة مخاطر المحفظة الاستثمارية وتقلب التدفقات النقدية والعوائد، والذي بدوره يدفع المستثمرين إلى تغيير التوقيت الأمثل لقرارات تخصيص المحفظة الاستثمارية. ولذلك وبناءً على نظرية الخيار الحقيقي للاستثمار *real option theory*، فقد يتم تأجيل الاستثمار حتى ينخفض مستوى حالة عدم اليقين أي اعتماد استراتيجية الانتظار والترقب في اتخاذ قرارات الاستثمار أو تقاسم المخاطر بين المستثمرين المحليين والأجانب بإنشاء محافظ أسهم دولية. لذلك يقوم المستثمرون بتعديل توقعاتهم فيما يتعلق بالاستثمار بناءً على مدى تأثير عدم اليقين على التدفقات النقدية، ويطالبون بتعويضات إضافية لتحمل مخاطر اقتصادية إضافية (Obenpong et al., 2022). اعتمادًا على ما تقدم، يمكن اشتقاق الفرض الثاني على النحو التالي:

H2: عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ذو تأثير معنوي موجب على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية.

6-1-3 تأثير العلاقة بين الإفصاح عن الأداء المستدام وتكلفة رأس المال المقترض بعدم اليقين في السياسة الاقتصادية

يختلف مستوى الاستثمار في الأداء المستدام والإفصاح عنه باختلاف بيئة الأعمال الاقتصادية. فمن حيث التوقيت قد يتحكم مستوى عدم اليقين في السياسة الاقتصادية في بيئة الأعمال في تأثير الإفصاح عن الأداء المستدام على تكلفة رأس المال المقترض. لذلك يتساءل الباحث في هذا الصدد عما إذا كان لدى منشآت الأعمال أسباب جوهرية للاقتراض، وهل إرتفاع تكلفة الاقتراض تقف مانعاً لذلك؟، وهل الاستثمار في الأداء المستدام يعد سبباً جوهرياً للاقتراض أم أنه وسيلة لتخفيض تكلفة الاقتراض؟ أم غير ذلك؟ وهل تتوقف الإجابة على تلك التساؤلات حسب مستوى عدم اليقين الإقتصادي لبيئة الأعمال؟، هذا، ومن المعلوم أن ارتفاع عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يحتم على منشآت الأعمال إدارة إنفاقها وأولوياته بشكل أدق، نظرًا لأن الأزمات والمخاطر تترك متخذي قرارات التمويل والاستثمار خاصة الاستثمار والاستمرار في أنشطة الأداء المستدام؛ لأن في مثل تلك الظروف تزداد طلبات التمويل وتسعى منشآت الأعمال جاهدة في استخدام خطوط الائتمان الوقائية للتشجيع على تقديم دعم إضافي لمستوى سيولتها.

في تلك الأوقات، يبدي المستثمرون والمقرضون اهتمامًا متزايدًا في فهم كلٍ من المخاطر المالية وغير المالية المرتبطة بالمنشآت، وكذلك كيفية إدارة هذه المخاطر بشكل فعال وكيف يتم خلق القيمة. نتيجة لذلك، هناك طلب متزايد بشأن تعزيز الشفافية في إفصاحات المنشآت، بما في ذلك استراتيجية الشركة

ونموذج الأعمال والأداء المستدام، بهدف التخفيف من حالات عدم اليقين التي قد تعيق اتخاذ قرارات الاستثمار المستتيرة (Pirgaip & Rizvic, 2023).

إن استثمار المنشأة في أنشطة الأداء المستدام من خلال أداء مسؤوليتها الاجتماعية والبيئية والحوكمة مثل أي استثمار بالنسبة للمنشأة، ينطوي على تكبد تكلفة عالية مع توقع منفعة مستقبلية، وبالتالي فإن توقيت استثمار منشآت الأعمال في الأداء المستدام يكون ذا أهمية كبرى. ففي وقت ارتفاع عدم اليقين في السياسة الاقتصادية قد تحد المنشآت من استثماراتها الحالية في الأداء المستدام حتى ينخفض مستوى عدم اليقين (Zhang et al., 2017).

علاوة على ذلك، أوضحت دراسة Yuan et al. (2022) أنه وفقاً لنظرية خيار النمو الاستراتيجي، فإن المنشأة قد تزيد من استثماراتها في الأداء المستدام لإظهار إشارة إيجابية لأصحاب المصالح في الفترة الحالية، بالإضافة إلى ذلك يمكن للمنشأة بناء سمعة طيبة ورأس مال معنوي من خلال المشاركة في المسؤولية البيئية والاجتماعية للمنشآت، بما يحد من مخاطر المنشأة. إلا أن التغيرات السريعة في بيئة الاقتصاد الكلي والعوامل غير المؤكدة في تنفيذ سياسة الاقتصاد الكلي تجعل من الصعب على المنشآت التنبؤ بالاتجاه المستقبلي للسياسة الاقتصادية بدقة. لذلك، تقوم منشآت الأعمال بإجراء تعديلات مقابلة على قراراتها السلوكية (Wang et al., 2020)، حيث يؤثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على منشآت الأعمال سواء من حيث التكاليف والمبيعات والأرباح وغيرها من القرارات المالية وكذلك غير المالية. ومن السائد بشكل عام أن الاستثمار في المسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة ذات فترة استرداد أطول وأن عائده غير مؤكد، وقد يكون لموارد السيولة التي يتم إدخالها في الأداء المستدام للمنشآت (مثل مكافحة التلوث وتبرعات الشركات) تأثير سالب على الأداء المالي قصير الأجل للمنشأة (Lin et al., 2019).

وفي نفس الاتجاه، أشار Xue et al. (2021) إلى أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية من الممكن أن يضيف تعقيدات لعمليات المنشأة بما قد يؤدي إلى الحد من مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام، ذلك لأنه خلال فترات ارتفاع عدم اليقين في السياسة الاقتصادية قد تصبح المنشآت أكثر حرصاً بشأن ما يجب الإفصاح عنه وما لا يجب الإفصاح عنه. نظراً لأن الإفصاح الاختياري مكلف، خاصة إذا كانت المعلومات سلبية فإن هذا قد يحد المديرون من الإفصاح إذا كانت المعلومات التي يتم الإفصاح عنها أقل تقضياً (Luo & Zhang, 2020).

كما أكد Zhao et al. (2021) على أنه خلال الفترات التي يزداد فيها عدم اليقين بشأن السياسة الاقتصادية، تصبح المنشآت أكثر حذراً، وهذا ينعكس على ما تتخذه إدارتها من قرارات استثمارية يمكن أن

تكون ذات معدل عائد مرتفع مقارنة بالمشاريع الاستثمارية الأخرى. ولما كانت عوائد الاستثمار من أنشطة الأداء المستدام غير مؤكدة بشكل أكبر، لا سيما في أوقات اضطراب السياسة الاقتصادية، لذلك من المرجح أن يؤثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية سلبًا على الأداء المستدام لمنشآت الأعمال. وبناءً على ذلك، ينظر للأداء المستدام على أنه غير ضروري حيث أن ارتفاع مستوى عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يقيد السلوك المسؤول اجتماعيًا وبيئيًا لمنشآت الأعمال.

هذا، وتجدر الإشارة إلى أن استثمارات المنشأة في المسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة تهدف إلى تقليل المخاطر وتعزيز أدائها المالي، حيث يُنشئ الأداء المستدام رأس المال المعنوي لمنشآت الأعمال الذي يعمل كحماية (آلية تأمين). ولقد أوضحت نتائج (Ongsakul et al. (2021 أن المنشآت تشارك بشكل أكبر في المسؤولية الاجتماعية والبيئية خلال الأوقات غير المؤكدة لتقليل مخاطر المنشأة. ويُطلق على هذا الرأي "فرضية تخفيف المخاطر". كما أوضح (Ilyas et al. (2022 أن منشآت الأعمال تزيد من أدائها المستدام استجابة لارتفاع عدم اليقين في السياسة الاقتصادية خاصة منشآت الأعمال كبيرة الحجم لما لديها من موارد وحوافز للاستثمار في الأداء المستدام، بما يساعد في إبطال التأثير السلبي للانكماش الاقتصادي الحالي.

ويدعم وجهة النظر هذه دراسة (Rjiba et al. (2020 والتي تؤكد على أنه عندما تكون البيئة الاقتصادية متقلبة، فإن منافع التزام منشآت الأعمال بالأداء المستدام على قيمة الشركة تكون أكثر وضوحًا في الأسواق المتقدمة. إذ أن رأس المال الاجتماعي الذي تم بناؤه على مدى سنوات من خلال استثمارات المسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة يعوض الدور السلبي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على الأداء المالي للشركة.

علاوة على ما تقدم، قد يؤثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على سلوك منشآت الأعمال بشكل مختلف وفقا لنشاطها أو شكلها القانوني، حيث أن الاختلاف في هيكل الملكية يؤدي إلى العديد من الاختلافات بين سلوكها التمويلي والاستثماري سواء أكانت منشآت مملوكة للدولة أو منشآت أعمال خاصة (Ongsakul et al., 2021; Liu & Wang, 2022). فمنشآت الأعمال المملوكة للدولة تعمل أيضًا نيابة عن الحكومة وتحتاج إلى تحمل مستوى مرتفع من المسؤولية الاجتماعية والبيئية، مثل الحفاظ على النمو وتعزيز التوظيف واستقرار الاستثمار، بالإضافة إلى الامتثال لأوامر الحكومة وتحمل مستوى مرتفع من المسؤولية الاجتماعية على حساب مصالحها الخاصة، من أجل رفاهية المجتمع عند مواجهة مستوى مرتفع من عدم اليقين في السياسة الاقتصادية. في المقابل، يتم إنشاء الشركات الخاصة لتحقيق الأرباح وتهدف إلى تعظيم قيمة الشركة. ونظرًا لأن الشركات الخاصة تخضع لسيطرة الحكومة بدرجة أقل، فإنها تتمتع بقدر أكبر من الحرية والمرونة للاستجابة للبيئة المتغيرة، مقارنةً بالمنشآت المملوكة للدولة (Liu &

(Wang, 2022). بالإضافة لذلك، يمكن لعوامل أخرى مثل الشفافية والمؤسسات القانونية والحوكمة الرشيدة ومعايير حماية المستثمرين أن تؤثر على جاذبية بلد ما لمستثمري الأسهم الأجانب للتخفيف من الآثار السلبية لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على تكلفة رأس المال المقترض (Obenpong et al., 2022).

هذا، ويُرجع الباحث اختلاف تأثير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين الأداء المستدام وتكلفة رأس المال المقترض إلى وضع القطاعات الدفاعية التي تشمل منشآت مستقرة ومحصنة نسبياً ضد التقلبات الاقتصادية بل وقد تكون مستعيدة، نظراً لمستوى سيولتها ولعدم تأثر أنشطتها ومن ثم أرباحها بالتقلبات الاقتصادية حيث إن مرونة الطلب على السلع الخاصة بها غير متقلبة مثل السلع الضرورية والرعاية الصحية. كما يعتقد الباحث بضرورة أن يكون للمنشأة تاريخ من الاستثمار والإفصاح عن الأداء المستدام حتى يشكل ذلك أداة لإدارة المخاطر أما المنشأة التي ليس لها تاريخ فيما يخص الأداء المستدام فليس أمامها سوى تأجيل قراراتها والصبر حتى تمر تلك الأوقات أو البحث عن أداة أخرى لإدارة المخاطر. يعتمد ذلك على ما أوضحتها دراسة (Pan et al. (2020 من أن التأثير الموجب للأداء المستدام يرجع أولاً إلى أنه بناءً على نظرية الشرعية فإن المنشآت تميل إلى الإفصاح عن مسؤولياتها الاجتماعية لإثبات شرعيتها باعتبارها كيانات مهمة في المجتمع، والإشارة إلى المجتمع بامتثالها للمعايير الاجتماعية. ثانياً: استناداً إلى نظرية أصحاب المصالح تتطلب القوانين واللوائح الصادرة عن السلطات التنظيمية من المنشآت الإفصاح عن المعلومات البيئية وذلك بسبب الانبعاثات الناتجة عن أنشطة المنشأة التي قد تؤدي إلى التزامات طارئة أو تتسبب في حوادث بيئية خطيرة قد تضر بمصالح المساهمين والدائنين. ثالثاً: استناداً إلى نظرية عدم تماثل المعلومات ونظرية الإشارة، يمكن للمنشآت إرسال إشارة من أنشطتها إلى العالم الخارجي من خلال الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة، مما يجد من عدم تماثل المعلومات بين المنشآت وأصحاب المصالح. لذلك قد يحسن تاريخ المنشآت في الإفصاح عن الأداء المستدام من وعى وثقة المستثمرين والمقرضين بالجوانب غير المالية بما يؤدي إلى خفض تكلفة رأس المال المقترض خلال أوقات عدم اليقين الإقتصادي. بناءً على ذلك، يمكن اشتقاق الفرض الثالث على النحو التالي:

H3: يُعدل عدم اليقين في السياسة الاقتصادية من تأثير الإفصاح عن الأداء المستدام على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية.

6-2 منهجية ونموذج البحث

قام الباحث بتصميم نموذج البحث اللازم لإختبار التأثير المعدل لعدم اليقين في السياسة الإقتصادية على العلاقة بين الإفصاح عن الأداء المستدام وتكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية، وذلك حتى يحقق البحث أهدافه المنشودة. ويشتمل هذا الجزء على إجراءات المعاينة؛ سواء تحديد مجتمع الدراسة واختيار العينة، وكذلك فترة العينة ومصادر جمع البيانات، ثم تصميم نموذج البحث المقترح، متضمناً وصف وقياس المتغيرات، وأساليب التحليل الإحصائي المستخدمة. ويرى الباحث أن أهم ما في هذا الجزء هو بيان معايير عملية اختيار كل ما سبق وتبرير (Justification) استخدام كل بند منها وتوثيقه بشكل يدعم نتائج البحث، ومن ثم يُتحقق وبموضوعية من أهداف البحث المنشودة.

6-2-1 منهجية البحث

يتناول هذا الجزء مجتمع وعينة الدراسة ومصادر البيانات اللازمة لقياس المتغيرات البحثية، حيث يتمثل مجتمع الدراسة في المنشآت المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية على مؤشر أنشط 100 منشأة EGX100 خلال خمس سنوات هي فترة الدراسة التطبيقية وذلك من عام 2018 وحتى عام 2022. وقد اعتمد الباحث على عينة تحكومية عمدية (Purposive Sample) يتم اختيارها من البيانات الثانوية المنشورة في القوائم والتقارير المالية، على أن يتم استبعاد قطاع البنوك وقطاع الخدمات المالية نظراً لطبيعتها الخاصة.

بتطبيق تلك المعايير يصبح عدد القطاعات التي تتشكل منها عينة الدراسة (9) قطاعات وفقاً لمعيار تصنيف قطاعات الصناعة العالمي (The Global Industry Classification Standard (GICS)). وقد تم استبعاد المنشآت التي لم يتوافر عنها بيانات داخل تلك القطاعات خلال فترة الدراسة. ويمكن بيان عينة الدراسة النهائية وتبويب تلك العينة إلى قطاعات كما يوضحها الجدول التالي رقم (1).

جدول 1: تبويب العينة النهائية للدراسة حسب القطاعات

رقم	اسم القطاع وفقاً لـ GICS	عدد المنشآت	عدد المشاهدات	النسبة %
1	خدمات الاتصالات	3	15	5%
2	السلع والخدمات غير الأساسية	11	45	18.33%
3	الإسكان والعقارات	3	11	5%
4	الموارد الأساسية	16	70	26.67%
5	السلع الاستهلاكية الأساسية	12	49	20%
6	الصناعات	10	40	16.67%
7	الخدمات والمرافق	1	3	1.67%
8	الرعاية الصحية	3	14	5%
9	الوقود والطاقة	1	4	1.67%
	الإجمالي	60	251	100%

يوضح الجدول السابق أن القطاعات الأكثر تمثيلاً في عينة الدراسة كانت قطاع الموارد الأساسية بنسبة 26,67%، ثم يليه قطاع السلع الاستهلاكية الأساسية بنسبة 20%، في حين أن القطاعات الأقل تمثيلاً هما قطاع خدمات الخدمات والمرافق وقطاع الوقود والطاقة بنسبة 1,67% لكل منهما. هذا، ويعتمد البحث على البيانات الثانوية والتي تم الحصول عليها وتجميعها من خلال التقارير والقوائم المالية المنشورة على قاعدة بيانات (Thomson Reuters) وشركة مصر للنشر والمعلومات، مع استخدام برنامج STATA 17 للتحليل الإحصائي واختبار الفروض البحثية.

6-2-2 نموذج البحث

أولاً: نموذج البحث المقترح

يوضح هدف البحث والتأصيل النظري له نموذج الدراسة وكذلك العلاقات التي تربط هذه المتغيرات معاً والمنشئة للفروض البحثية:

H1: يكون للافصاح عن الاداء المستدام تأثير معنوي على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية.

$$ESG_{it} = \beta_0 + \beta_1 WACC_COD_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Tang_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 CH_{it} + \beta_6 OAs_to_TA_{it} + \varepsilon$$

H2: عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ذو تأثير معنوي موجب على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية.

$$EPU_t = \beta_0 + \beta_1 WACC_COD_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Tang_{it} + \beta_4 Age_{it} + \beta_5 CH_{it} + \beta_6 OAs_to_TA_{it} + \varepsilon$$

H3: يُعدل عدم اليقين في السياسة الاقتصادية من تأثير الافصاح عن الاداء المستدام على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية.

$$ESG_{it} = \beta_0 + \beta_1 WACC_COD_{it} + \beta_2 WACC_COD_{it} * EPU_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Tang_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 CH_{it} + \beta_7 OAs_to_TA_{it} + \varepsilon$$

ثانياً: تعريف وقياس متغيرات الدراسة

في ضوء الهدف الرئيس للبحث، واعتماداً على الدراسات السابقة يمكن توضيح قياس المتغيرات البحثية. ومن خلال الجدول رقم (2) التالي يتضح المتغيرات الأكثر استخداماً منها في الدراسات السابقة، والتي أمكن قياسها في البيئة المصرية:

جدول 2: متغيرات الدراسة التطبيقية وقياساتها ومصدرها

المتغير	رمز المتغير	وصف المتغير	المصدر
المتغير التابع: تكلفة رأس المال المقترض			
تكلفة رأس المال المقترض	Cost of Debt (WACC_COD)	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال المقترض (Lin & Wang, 2022; Xu, 2020). ناتج قسمة مصروف الفائدة الذي تتحمله المنشأة على متوسط إجمالي الديون $WACC_COD = COD \times [D / V] \times (1 - TC)$ حيث إن: WACC_COD : المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال المقترض COD : تكلفة التمويل بأموال الاقتراض (قروض طويلة الأجل) D/V : القيمة الدفترية للقروض طويلة الأجل إلى إجمالي مكونات رأس المال. TC : معدل الضريبة على الدخل	قائمة المركز المالي
المتغير المستقل: الإفصاح عن الأداء المستدام			
الإفصاح عن الأداء المستدام	Environment, Social & Governance (ESG)	الوزن النسبي لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة (Fandella et al., 2023)	مؤشر المسؤولية الاجتماعية
المتغير المعدل: عدم اليقين في السياسة الإقتصادية			
عدم اليقين في السياسة الإقتصادية	Economic policy Uncertainty (EPU)	درجة عدم اليقين المعطاة لجمهورية مصر العربية بواسطة مؤشر (Ilyas et al., 2022).	مؤشر عدم اليقين العالمي.
المتغيرات الرقابية			
تشمل المتغيرات الرقابية (Control Variables) بعض العوامل أو المحددات المؤثرة على المتغير التابع، ولكن لا تضمنها مشكلة البحث، ويتم إضافتها لضبط العلاقة بين المتغير المستقل والتابع:			
حجم المنشأة	Firm Size (Size)	اللوغار يتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام.	
الأصول الملموسة	Tangible Assets (Tang)	الآلات والمعدات والممتلكات PPE / إجمالي الأصول.	
عمر المنشأة	Firm Age (Age)	عدد السنوات منذ سنة تأسيس المنشأة إلى الآن.	
الاحتفاظ بالنقدية	Cash Holding(CH)	النقدية وما في حكمها/ إجمالي الأصول.	
نسبة الأصول التشغيلية	(OAs_to_TA)	نسبة الأصول التشغيلية / إجمالي الأصول.	

6-3 التحليل الإحصائي للفروض البحثية ومناقشة النتائج

تم التحقق من صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي قبل اجراء اختبارات الإحصاء الوصفي والإستدلالي، حيث تم فحص بيانات المتغيرات البحثية للكشف عن مشاكلها ومعالجتها حتى لا تتأثر نتائج التحليل الإحصائي.

6-3-1 الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة Descriptive Statistics

يهتم الإحصاء الوصفي بجمع بيانات الدراسة التطبيقية وتنظيمها وتلخيصها وعرضها بطريقة واضحة وبسيطة تمكن من الفهم المبدئي للمتغيرات البحثية. ووفقاً للجدول رقم (3) التالي يوضح أحد مقاييس النزعة المركزية Measures of Central Tendency (الوسط الحسابي Mean) وأحد مقاييس التشتت Measures of Dispersion (الانحراف المعياري Standard Deviation)، بالإضافة إلى الحد الأعلى Maximum والحد الأدنى Minimum لكل المتغيرات البحثية لعينة الدراسة ذات القيم المتصلة. وقد تبين في بداية هذا الجدول الإحصاء الوصفي للمتغير التابع تكلفة رأس المال المقترض-WACC COD، حيث أن القيمة الأدنى والأعلى تتراوح ما بين (صفر - 0,061)، وتشير القيمة صفر إلى وجود منشآت في عينة الدراسة لا تعتمد على الديون في هيكل رأس مالها، وهذا يعكس تفاوت نسبي لعينة الدراسة في اعتمادها على الديون، كما أن الوسط الحسابي يبلغ 0,23 وكذلك انخفاض تشتته 0,016 بما يشير إلى تجانس نسبي فيما يخص تكلفة رأس المال المقترض نظراً لإنخفاض الانحراف المعياري عن الوسط الحسابي وتمائل تلك الظاهرة في السوق المصري. كما يُمكن ملاحظة أن الوسط الحسابي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية EPU المتغير المعدل بلغ 0,115، وتُلاحظ أيضاً انخفاض الانحراف المعياري بمقدار 0,058 بما يوضح تجانسه للمنشآت المصريّة.

أما ما يتعلق بالمتغير المستقل الإفصاح عن الأداء المستدام ESG فيلاحظ أن الوسط الحسابي 122,122 وانخفاض الانحراف المعياري والذي بلغ 9,2 بما يشير إلى تجانس مشاهدات عينة الدراسة. أخيراً، أهم ما يلاحظ فيما يخص الإحصاء الوصفي للمتغيرات الرقابية، تبين أيضاً أن المنشآت المصرية في عينة الدراسة لديها تجانس في كل ما تم استخدامه من متغيرات رقابية.

جدول 3: الإحصاء الوصفي للمتغيرات البحثية

الحد الأدنى Min.	الحد الأعلى Max.	الانحراف المعياري Std.Dev.	الوسط الحسابي Mean	عدد المشاهدات Obs.	المتغيرات البحثية المتصلة Continuous Variables
0	0,061	0,016	0,023	251	تكلفة رأس المال المقترض WACC_COD
101,89	145,17	9,204	122,122	251	الإفصاح عن الأداء المستدام ESG
0,02	0,197	0,058	0,115	251	عدم اليقين في السياسة الاقتصادية EPU
16,821	25,224	1,58	21,665	250	حجم الشركة Size
0	0,953	0,25	0,432	250	نسبة الأصول الملموسة Tang
1	62	9,352	18,235	251	عمر المنشأة Age
0	0,25	0,079	0,085	251	الاحتفاظ بالنقدية CH
0,185-	1,295	0.263	0,537	251	نسبة الأصول التشغيلية إلى إجمالي الأصول OAs to TA

Correlation Matrix 2-3-6 مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم (4) التالي مصفوفة الارتباط والتي تعكس مدى الارتباط بين كل متغيرات الدراسة سواء المتغير المستقل أو التابع أو المعدل وكذلك المتغيرات الرقابية المستخدمة لكي يتم تحديد درجة واتجاه العلاقات البحثية. يتضح من خلال مصفوفة ارتباط Pearson Correlation وفيما يخص الارتباط بين الإفصاح عن الأداء المستدام (المتغير المستقل) ومتغير تكلفة رأس المال المقترض (المتغير التابع)؛ أن الإفصاح عن الأداء المستدام يرتبط ارتباطاً عكسياً ضعيفاً وغير معنوي مع تكلفة رأس المال المقترض حيث تبلغ القيمة الاحتمالية 0,179 وبقوة مقدارها - 0,085، أما فيما يخص الارتباط بين عدم اليقين بالسياسة الاقتصادية (المتغير المعدل) ومتغير تكلفة رأس المال المقترض (المتغير التابع)؛ يتضح وجود علاقة عكسية معنوية عند مستوى 10% وبقوة مقدارها -0,111 وتبلغ القيمة الاحتمالية 0,080، وفيما يخص الارتباط بين بعض خصائص المنشآت (المتغيرات الرقابية) ومتغير تكلفة رأس المال المقترض (المتغير التابع)؛ تبين وجود علاقة موجبة معنوية عند مستوى 1% بين ملموسية الأصول وتكلفة رأس المال المقترض وعند مستوى 10% بين نسبة الأصول التشغيلية لإجمالي الأصول وتكلفة رأس المال المقترض، بينما هناك علاقة طردية غير معنوية بين كل من حجم المنشأة وعمرها وتكلفة رأس المال المقترض، كما تبين وجود علاقة عكسية معنوية عند مستوى 5% بين الاحتفاظ بالنقدية لمنشآت الأعمال المصرية وتكلفة رأس المال المقترض.

جدول 4: مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة

نسبة الأصول التشغيلية إلى إجمالي الأصول OAs to TA	الاحتفاظ بالنقدية CH	عمر المنشأة Age	نسبة الأصول الملموسة Tang	حجم الشركة Size	عدم اليقين في السياسة الإقتصادية EPU	الإفصاح عن الأداء المستدام ESG	تكلفة رأس المال المقترض WACC_COD	
							1	تكلفة رأس المال المقترض WACC_COD
						1	0,085 - (0,179)	الإفصاح عن الأداء المستدام ESG
					1	0,015- (0,815)	* 0,111 - (0,080)	عدم اليقين في السياسة الإقتصادية EPU
				1	0,006 (0,926)	***0,327 (0,000)	0,004 (0,949)	حجم الشركة Size
			1	**0,163* (0,010)	0,043 (0,497)	0,032 (0,610)	***0,212 (0,001)	نسبة الأصول الملموسة Tang
		1	0,063- (0,323)	0,085 (0,182)	0,043 (0,497)	***0,191- (0,002)	0,046 (0,471)	عمر المنشأة Age
	1	0,032- (0,616)	***0,339- (0,000)	*0,042 (0,507)	0,011- (0,856)	***0,181 (0,004)	**0,142- (0,024)	الاحتفاظ بالنقدية CH
1	***0,367- (0,000)	***0,280- (0,000)	***0,587 (0,000)	0,040 (0,533)	0,004 (0,956)	0,048- (0,450)	*0,114 (0,072)	نسبة الأصول التشغيلية إلى إجمالي الأصول OAs to TA

حيث إن: *** دالة عند مستوى معنوية 1% - ** دالة عند مستوى معنوية 5% - * دالة عند مستوى معنوية 10%

3-3-6 نتائج تحليل الانحدار

تم معالجة المشاكل القياسية الاحصائية، خاصة مشاكل عدم تجانس تباين أخطاء النموذج Heteroskedasticity وكذلك الارتباط الذاتي للخطأ العشوائي Auto-correlation، وذلك بإستخدام نموذج الانحدار المصحح Panel Corrected Standard Errors (PCSE). يستخدم هذا الأسلوب لتقدير المعلمات عندما يكون اختبار نموذج البيانات الاطارية Panel Data وتكون أخطاء النموذج بها عدم تجانس بين شركات عينة العينة وكذلك يوجد مشكلة الارتباط الذاتي للخطأ العشوائي ووجود مشكلة الاعتمادية المشتركة بين الشركات في نموذج الدراسة وذلك ما توافر في نموذج الدراسة، وذلك كما يتضح من خلال الجدول التالي رقم (5):

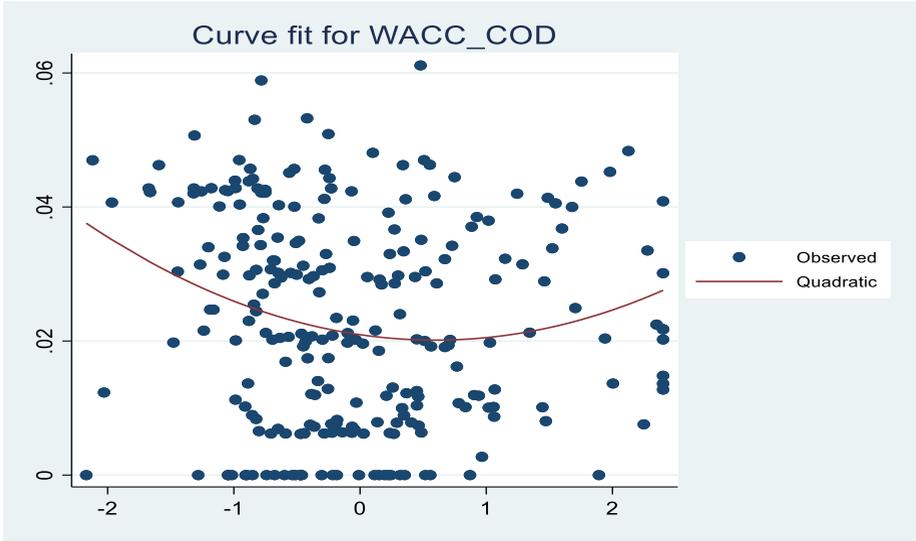
جدول 5: نتائج تحليل الإنحدار الأساسية للفرضين الأول والثاني		
WACC_COD	Coef./Sig.	p-value
SESG	0.00297-***	0.00004
SESG2	0.00173***	0.001
EPU	0.03-***	0.005
Size	0.024-**	0.036
Size2	0.001**	0.036
Tang	0.013***	0.005
Ln_Age	0.00003	0.815
CH	0.017	0.193
OAs_to_TA	0.006-	0.115
Industry Fixed Effect	Included	
Constant	0.28-**	0.024
Number of obs	250	
Prob >Chi2	0.000	
R-squared	0.629	
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$		

يتضح من خلال الجدول السابق رقم (5) أن:

- معامل التحديد R2 والذي يعنى القدرة التفسيرية للنموذج المقدر بلغ تقريباً 0.629، مما يشير إلى أن المتغيرات المستقلة فى ذلك النموذج تفسر تقريباً 63% من الظاهرة (تكلفة رأس المال المقترض).
- يشير انخفاض معنوية كل من Chi2 عن 5% إلى قبول نماذج الإنحدار المستخدمة لتفسير تكلفة رأس المال المقترض.

الفرض الأول: يكون للإفصاح عن الأداء المستدام تأثير معنوي على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية.

يتضح من الجدول السابق رقم (5)، أن الإفصاح عن الأداء المستدام يؤثر على تكلفة رأس المال المقترض تأثيراً غير خطى معنوي من المعادلة التربيعية (Quadratic) والتي تأخذ شكل حرف (U-Shape)، ويدل وجود علاقة تشبه حرف U على وجود مستويين من الإفصاح عن الأداء المستدام عند التأثير على تكلفة رأس المال المقترض. المستوى الأول منه يكون ذو تأثير سالب (عكسى) على تكلفة رأس المال المقترض ثم عند نقطة معينة تعد نقطة التحول ينقلب تأثير الإفصاح عن الأداء المستدام بعدها إلى تأثير موجب (طردي) على تكلفة رأس المال المقترض. وتم تحديد نقطة التحول الفاصلة بين المستويين من الإفصاح عن الأداء المستدام باستخدام relationship test Quadratic كما يوضحه الشكل رقم (1) التالى.



شكل 1: العلاقة غير الخطية بين الإفصاح عن الأداء المستدام وتكلفة رأس المال المقترض

يؤكد اختبار Quadratic relationship test على وجود علاقة غير خطية بين الإفصاح عن الأداء المستدام وتكلفة رأس المال المقترض كما هو موضح بالشكل رقم (1) السابق. ويمكن تفسير ذلك بأنه في البداية تكون هناك علاقة عكسية معنوية بين الإفصاح عن الاداء المستدام وتكلفة رأس المال المقترض، بمعنى كلما زاد الإفصاح عن الأداء المستدام ESG كلما ساهم ذلك في انخفاض تكلفة رأس المال المقترض، وذلك حتى مستوى أو نقطة تحول معينة، وبعد ذلك تتقلب العلاقة العكسية إلى علاقة طردية نتيجة إرتفاع مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام ESG2 عن ذلك المستوى حيث يكون تأثيرها موجب على تكلفة رأس المال المقترض. وبذلك يتضح التأثير غير الخطي بين الإفصاح عن الأداء المستدام وتكلفة رأس المال المقترض ويكون في صورة دالة تربيعية (Quadratic) تأخذ شكل حرف U (U_Shape).

هذا، وفيما يخص تأثير المتغيرات الرقابية المستخدمة على تكلفة رأس المال المقترض يتضح من الجدول رقم (5) السابق ما يلي:

- يوجد تأثير معنوي خطي طردى للموسمية الأصول على تكلفة رأس المال المقترض، وذلك عند مستوى معنوية 1%.
- لا تتأثر تكلفة رأس المال المقترض بشكل معنوي بكل من عمر المنشأة والاحتفاظ بالنقدية ونسبة الأصول التشغيلية.

- يوجد تأثير معنوي غير خطى يشبه حرف U بين حجم المنشأة وتكلفة رأس المال المقترض، وذلك عند مستوى معنوية 5% (تكون العلاقة عكسية ثم تنقلب إلى علاقة طردية بعد نقطة تحول معينة).

الفرض الثانى: عدم اليقين في السياسة الإقتصادية ذو تأثير معنوي موجب على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية.

يتضح من الجدول السابق رقم (5)، أن عدم اليقين في السياسة الإقتصادية يؤثر على تكلفة رأس المال المقترض تأثير معنوي خطى سالب بمعامل انحدار مقداره -0.03، بما يعنى أن عدم اليقين في السياسة الإقتصادية تؤثر بشكل عكسى على تكلفة رأس المال المقترض للمنشآت المصرية، وذلك عند مستوى معنوية أقل من 1%.

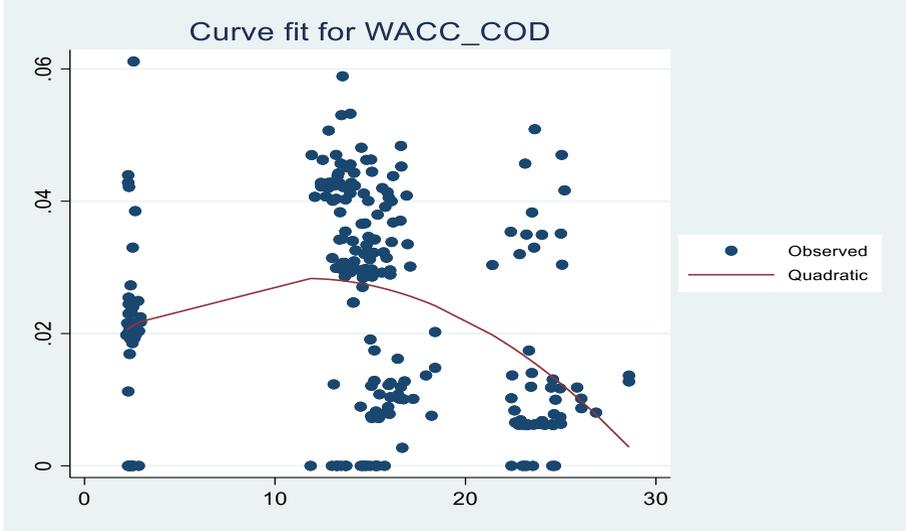
الفرض الثالث: يُعدل عدم اليقين في السياسة الإقتصادية من تأثير الإفصاح عن الأداء المستدام على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية.

جدول 6: نتائج تحليل الإنحدار الأساسية

WACC_COD	Coef./Sig.	p-value
SESG	0.0049-*	0.065
SESG2	0.000018-*	0.081
SESG*EPU	0.0403-**	0.041
SESG2*EPU	0.00015**	0.047
Size	0.028-**	0.027
Size2	0.001**	0.028
Tang	0.01**	0.02
Ln_Age	0.001	0.0218
CH	0.026-**	0.021
OAs_to_TA	0.005	0.0375
Industry Fixed Effect	Included	
Constant	0.313*	0.063
Number of obs	250	
Prob >Chi2	0.000	
R-squared	0.743	
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$		

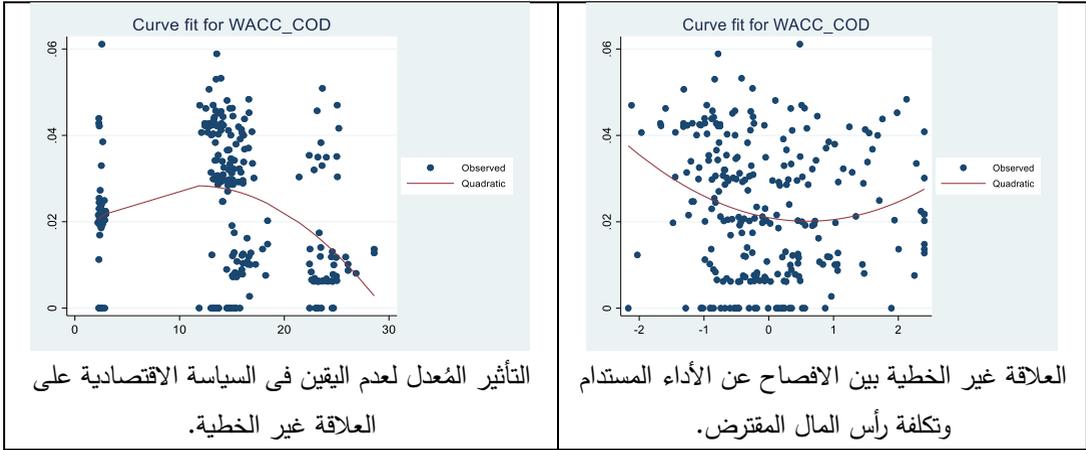
أظهرت النتائج أن إدخال متغير عدم اليقين في السياسة الإقتصادية على العلاقة غير الخطية التربيعية التى تأخذ شكل حرف U بين الإفصاح عن الأداء المستدام وتكلفة رأس المال المقترض، يحولها إلى علاقة غير خطية تربيعية لكنها تأخذ مقلوب شكل حرف U (Inverted U_Shape)، وهو ما يوضحه الشكل رقم (2) التالى، حيث يبدأ مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام المعدل بعدم اليقين في السياسة الإقتصادية بالتأثير الموجب والمعنوي على تكلفة رأس المال المقترض ثم بعد نقطة تحول معينة

ينقلب تأثير الإفصاح عن الأداء المستدام ESG2*EPU إلى تأثير سالب معنوي على تكلفة رأس المال المقترض. بناءً على ذلك فإن مستوى عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يُعدل العلاقة غير الخطية بين الإفصاح عن الأداء المستدام وتكلفة رأس المال المقترض إلى علاقة غير خطية لكنها على عكس إتجاه التأثير الأساسي بين الإفصاح عن الأداء المستدام وتكلفة رأس المال المقترض.



شكل 2: التأثير غير الخطي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين الإفصاح عن الأداء المستدام وتكلفة رأس المال المقترض

تأسيساً على ما تقدم، يمكن من خلال الشكل التالي رقم (3) إيضاح الفرق في العلاقة غير الخطية الأساسية عند تأثير الإفصاح عن الأداء المستدام على تكلفة رأس المال المقترض، والعلاقة غير الخطية عند إدخال التأثير المعدل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على تلك العلاقة. إذ يتضح وجود تأثير غير خطي للإفصاح عن الأداء المستدام على تكلفة رأس المال المقترض للمنشآت المصرية يأخذ شكل حرف U، بحيث يكون التأثير سالباً حتى يصل مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام لمستوى 85% تقريباً وبعده يتحول إلى تأثير موجب. في حين أن التأثير المعدل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين الإفصاح عن الأداء المستدام وتكلفة رأس المال المقترض للمنشآت المصرية تأثير غير خطي ولكنه يأخذ مقلوب شكل حرف U، بحيث يكون التأثير موجباً أولاً حتى يصل مستوى 134 نقطة تقريباً وبعده يتحول إلى تأثير سالب. تم حساب نقط التحول من خلال قسمة معامل الإفصاح عن الأداء المستدام على حاصل ضرب معامل مربع الإفصاح عن الأداء المستدام كما أوضحتها المعاملات في الجدولين رقم (5) و (6) السابقين.



شكل 3: مقارنة العلاقات غير الخطية

4-3-6 الإختبارات الإضافية

تم استخدام نفس نموذج الانحدار السابق PCSE، ولكن بعد تقسيم عينة الدراسة فيما يخص المتغير المستقل الإفصاح عن الأداء المستدام إلى مجموعتين الأولى الإفصاح عن الأداء المستدام بها أقل من المتوسط والثانية أعلى من المتوسط، وتم تنفيذ الإختبارات الإضافية Robustness check، وفيما يلي نتيجة تحليل الانحدار.

الفرض الأول: يكون للإفصاح عن الأداء المستدام تأثير معنوي على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية.

يتضح من الجدول التالي رقم (7)، نتائج تحليل الانحدار بعد تقسيم عينة الدراسة إلى عينتين الأولى الإفصاح عن الأداء المستدام بها أقل من المتوسط والثانية أعلى من المتوسط.

جدول 7: نتائج تحليل الانحدار الأساسية

WACC_COD	الأداء المستدام أقل من المتوسط	الأداء المستدام أعلى من المتوسط
	Coef./Sig.	Coef./Sig.
SESG	0.025-***	0.006-
SESG2	0.008-***	0.003
EPU	0.021-*	0.053-***
Size	0.07-***	0.036-**
Size2	0.002***	0.001**
Tang	0.003	0.027***
Ln_Age	0.0003	0.002-
CH	0.006-	0.018-
OAs_to_TA	0.005	0.014-*

Industry Fixed Effect	Included	
Constant	0.74**	0.439
Number of obs	143	107
Prob >Chi2	0.000	0.000
R-squared	0.681	0.539
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$		

يتضح من خلال الجدول السابق رقم (7) أن:

معامل التحديد R2 والذي يعنى أن القدرة التفسيرية للنموذج المقدر بلغت 0.681 و 0.539 للعينة الأولى أقل من المتوسط والثانية أعلى من المتوسط على التوالي، مما يشير إلى أن المتغيرات المستقلة تفسر 68% و 54% من الظاهرة (تكلفة رأس المال المقترض) تقريبا لعينتي الدراسة.

يشير انخفاض معنوية Chi2 عن 5% إلى قبول نموذج الانحدار المستخدم لتفسير تكلفة رأس المال المقترض.

يؤكد الجدول السابق رقم (7) على التأثير غير الخطى فى صورة المعادلة التربيعية للإفصاح عن الأداء المستدام على تكلفة رأس المال المقترض ويأخذ شكل حرف U وذلك فيما يخص العينة التى يكون فيها الإفصاح عن الأداء المستدام أعلى من المتوسط

الفرض الثانى: عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ذو تأثير معنوى موجب على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية.

يؤكد الجدول السابق رقم (7) على نفس النتيجة فى العينة الكاملة فى الإختبارات الأساسية، فى أن عدم اليقين فى السياسة الاقتصادية يؤثر على تكلفة رأس المال المقترض تأثيراً معنوياً خطياً سالباً بمعامل انحدار لكن مقداره -0.053 وعند مستوى معنوية أقل من 1%، بما يعنى أن عدم اليقين فى السياسة الاقتصادية تؤثر بشكل عكسى على تكلفة رأس المال المقترض للمنشآت المصرية التى يزيد مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام عن متوسط عينة الدراسة.

الفرض الثالث: يُعدل عدم اليقين في السياسة الاقتصادية من تأثير الإفصاح عن الأداء المستدام على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية.

فيما يخص الأثر المعدل لعدم اليقين فى السياسة الاقتصادية، أظهرت نتائج تحليل الانحدار بعد تقسيم عينة الدراسة إلى عينتين الأولى الإفصاح عن الأداء المستدام بها أقل من المتوسط والثانية أعلى من المتوسط، وجود علاقة غير خطية نتيجة إدخال متغير عدم اليقين فى السياسة الاقتصادية على العلاقة بين الإفصاح عن الأداء المستدام وتكلفة رأس المال المقترض، وهو ما يوضحه الجدول رقم (8) التالى،

فى أن معامل تفاعل عدم اليقين فى السياسة الاقتصادية مع الإفصاح عن الأداء المستدام EPU* ESG موجب ومعنوى ومعامل مربع تفاعل عدم اليقين فى السياسة الاقتصادية مع الإفصاح عن الأداء المستدام EPU* ESG2 سالب ومعنوى، وذلك عند مستوى معنوية 5% للعينه الفرعية أقل من المتوسط. بناءً على ذلك يتضح أن العلاقة غير الخطية والتي تأخذ شكل حرف U بين الإفصاح عن الأداء المستدام وتكلفة رأس المال تحولت عند إدخال متغير عدم اليقين فى السياسة الاقتصادية إلى علاقة غير خطية مقلوبه (Inverted U-Shape).

جدول 8: نتائج تحليل الإنحدار الأساسية

WACC_COD	الأداء المستدام أقل من المتوسط	الأداء المستدام أعلى من المتوسط
	Coef./Sig.	Coef./Sig.
SESG	0.018**	0.008-
SESG2	0.00008-**	0.00003
SESG*EPU	0.009**	0.003-
SESG2*EPU	0.00008-**	0.00002
Size	0.068-***	0.037-**
Size2	0.002***	0.001**
Tang	0.0002	0.028***
Ln_Age	0.0003	0.002-
CH	0.016-	0.018-
OAs_to_TA	0.006	0.014-**
Industry Fixed Effect	Included	
Constant	0.305-	1.005**
Number of obs	143	107
Prob >Chi2	0.000	0.000
R-squared	0.691	0.537
*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$		

6-3-5 مناقشة نتائج التحليل الإحصائى

يهدف هذا الجزء الجوهرى من البحث إلى تقديم التفسيرات والمبررات التى تدعم نتائج التحليل الإحصائى التى تم التوصل إليها وكذلك مقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة فى سبيل تحديد مدى الاتفاق أو التعارض معها مع تبرير ذلك. لذلك ووفقا للهدف الرئيس للبحث تم اختبار تأثير الإفصاح عن الأداء المستدام على تكلفة رأس المال المقترض ثم فحص أثر عدم اليقين فى السياسة الاقتصادية على كل من المتغير التابع تكلفة رأس المال المقترض أولاً ثم أثره المعدل على علاقة الإفصاح عن الأداء المستدام بتكلفة رأس المال المقترض.

تناول الفرض الأول التأثير المعنوي للافصاح عن الأداء المستدام على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية. وقد تم قبول هذا الفرض، حيث توصلت نتائج تحليل الانحدار إلى أن للافصاح عن الأداء المستدام تأثيرًا معنويًا غير خطي على تكلفة رأس المال المقترض بمنشآت الأعمال المصرية يأخذ حرف شكل U، حيث يبدأ التأثير عكسيًا إلى مستوى معين ثم يتحول إلى تأثير طردى. ويمكن إرجاع التأثير العكسي إلى أن الافصاح عن الأداء المستدام يُنظر إليه على أنه ميزة تنافسية وليس تكلفة. كما يعزز وجهة النظر تلك من مراقبة أداء منشآت الأعمال من خلال زيادة الشفافية والافصاح نتيجة تخفيض المخاطر التي تتعرض لها المنشآت ومن ثم تخفيض تكلفة رأس المال المقترض (Raimo et al., 2021; Fatima & Elbanna, 2023; Haji et al., 2022; Chen et al., 2023) على أن الأداء المستدام يساهم في بناء وتكوين رأس المال المعنوي والاجتماعي وقيمة وسمعة المنشأة (Shahzad et al., 2022)، خاصة في بيئات الأعمال التي تهتم وتعمل سياسة التمويل الأخضر المستدام بشروطه الملائمة (Li et al., 2022; Tan et al., 2022).

تتفق تلك النتيجة مع مبررات نتائج العديد من الدراسات السابقة، ومنها Sun et al. (2023) والذي يرى أن الافصاح عن الأداء المستدام يرسل للمؤسسات الخارجية إشارة إيجابية لأصحاب المصالح، ومن ثم يساعد منشآت الأعمال في الحصول على دعم مالي طويل الأجل ومستقر. كما أن تلك المنشآت تكون أكثر خضوعًا للمساءلة وأكثر شفافية وموضوعية، ويؤدي ذلك إلى الحد من عدم تماثل المعلومات بين المنشأة وسوق رأس المال سواء سوق الدين أو الأسهم، ومن ثم الحد من تكلفة رأس المال المقترض (Shad et al., 2020; Gholami et al., 2022)، وفي النهاية تمكن كل تلك المبررات من الوصول إلى مصدر تمويل أفضل سهل الوصول إليه وبتكلفة منخفضة (Raimo et al., 2021; Xu et al., 2021).

أما فيما يخص مبررات الأثر الموجب فيمكن تفسيره من خلال النظر للأداء المستدام على أنه يشكل انحرافًا مكلفًا عن الاستخدام الأمثل للموارد وتكلفة إضافية بل وإهدار لموارد منشآت الأعمال بما يزيد من تكلفة رأس المال المقترض (التأثير الموجب). ويكون هذا التأثير الموجب بين الأداء المستدام وتكلفة الديون مدفوعًا بنظرية الاستثمار المفرط وذلك إتفاقًا مع دراسة Gonçaves et al. (2022). هذا، وقد أكدت نتائج الاختبارات الإضافية على تأثر تكلفة رأس المال المقترض بشكل معنوي غير خطي بالافصاح عن الأداء المستدام.

أما فيما يخص الفرض الثاني وهو اختبار وجود تأثير موجب لعدم اليقين في السياسة الإقتصادية على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية فقد تم رفضه، وذلك على عكس الإجماع الواضح في الدراسات السابقة التي ترى وتبرر للتأثير الموجب معتمدةً على أن عدم اليقين في السياسة الإقتصادية

ينطوى على ارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات وتعاضم مخاطر بيئة الأعمال علاوة على مخاطر المنشأة (Gupta & Krishnamurti, 2018)، وهو ما يؤدي إلى تقلبات مرتفعة في التدفقات النقدية ومخاطر أعلى للتخلف عن السداد (Obenpong et al., 2022)، بما يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة على القروض المصرفية ويقلل من توافر الائتمان المصرفي (Chan et al., 2021) علاوة على شروط دين أكثر صرامة، مثل قصر أجل استحقاق للديون (Tran & Phan, 2022).

ويمكن للباحث تبرير التأثير السالب لعدم اليقين في السياسة الإقتصادية على تكلفة رأس المال المقترض الذي توصلت إليه تلك الدراسة من خلال أن زيادة عدم اليقين في السياسة الإقتصادية تجعل المديرين أكثر تحفظاً ويميلون إلى الانتظار والترقب حتى ينخفض مستوى حالة عدم اليقين وتصبح المشاريع الاستثمارية أكثر نجاحاً، بما يساعد في تخفيض تكلفة رأس المال المقترض خلال تلك الأوقات، وذلك اعتماداً على ما أوضحته دراسة (Tran, 2019).

وبالنسبة للفرض الثالث والخاص بأن عدم اليقين في السياسة الإقتصادية يُعدل من تأثير الإفصاح عن الأداء المستدام على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية، فقد توصلت النتائج إلى أن التأثير غير خطي (Quadratic) ولكن يأخذ مقلوب شكل حرف U (Inverted U-Shape)، وذلك اعتماداً على تأثير متغيرات الإقتصاد الجزئي الخاصة بمنشآت الأعمال وقراراتها وقرارات أصحاب المصالح بيئة أعمالها وبمستوى عدم اليقين في السياسة الإقتصادية. ويتفق مع تلك النتيجة (Xue et al., 2021) والذي أشار إلى أن عدم اليقين في السياسة الإقتصادية من الممكن أن يضيف تعقيدات لعمليات المنشآت مما قد يؤدي إلى الحد من مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام. كما قد تصبح المنشآت أكثر حرصاً بشأن ما يجب الإفصاح عنه وما لا يجب الإفصاح عنه (Luo & Zhang, 2020). إضافة إلى النظر للأداء المستدام بأنه غير ضروري في تلك الأوقات وارتفاع مستوى عدم اليقين في السياسة الإقتصادية يقيد السلوك المسئول اجتماعياً وبيئياً لمنشآت الأعمال (Zhao et al., 2021). وتؤدي تلك الأوقات إلى تقليل جودة نظام الرقابة الداخلية للمنشآت، نظراً لما لديها من مخاطر تشغيلية أعلى، وبالتالي يكون لديها تكلفة رأس مال مرتفعة (Liu & Wang, 2022).

ومن ناحية أخرى، فإن استثمارات المنشأة في المسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة تهدف إلى تقليل المخاطر وتعزيز أدائها المالي حيث يُنشئ الأداء المستدام رأس المال المعنوي لمنشآت الأعمال والذي يعمل كآلية تأمين وحماية ومن ثم تقليل مخاطر المنشأة. ويُطلق على هذا الرأي "فرضية تخفيف المخاطر" (Ongsakul et al., 2021).

6-4 الخلاصة والتوصيات والدراسات المستقبلية

يعرض الجدول التالي رقم (9) ملخصًا لنتائج اختبار الفروض البحثية والتي تم مناقشتها، تمهيدًا لتقديم التوصيات على إثر ذلك.

جدول 9: ملخص نتائج الفروض البحثية

نوع العلاقة	نتيجة اختبار الفرض	الفرض
تأثير غير خطي معنوي يشبه حرف U	قبول الفرض	H1: يكون للإفصاح عن الأداء المستدام تأثير معنوي على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية.
تأثير خطي سالب	رفض الفرض	H2: عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ذو تأثير معنوي موجب على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية.
تأثير غير خطي معنوي يشبه مقلوب حرف U	قبول الفرض	H3: يُعدل عدم اليقين في السياسة الاقتصادية من تأثير الإفصاح عن الأداء المستدام على تكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية.

في ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج وما تم تناوله في مناقشة تلك النتائج، وفي سياق صعوبات التنبؤ والعلاقات المتشابكة والمعقدة في بيئة الأعمال التي تتسم بارتفاع عدم اليقين والمخاوف من استمرار الركود العالمي، يوصى الباحث بضرورة البحث العلمي بشأن اقتصاديات عدم اليقين *Economics of Uncertainty*، وما يستتبع ذلك من أهمية فهم المحاسبة من أجل الاستدامة ومداخل إدارة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية. كذلك الدعوة إلى الابتكار عبر مختلف القطاعات للتخفيف من آثارها السلبية، خاصة الابتكار المالي في مواجهة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية. كذلك يجب البحث عن حلول أثناء عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، سواء بتقنين المصروفات والنفقات أوقات الاستقرار قبل أوقات الأزمات أو باستخدام إدارة المخاطر المستدامة *Sustainable Risk Management*. كذلك ضرورة اهتمام الإدارة المالية بمنشآت الأعمال بمعايير المحاسبة والمراجعة ذات الصلة بظروف عدم اليقين في السياسة الاقتصادية. علاوة على ذلك، هناك أهمية بشأن الاستعداد لأوقات ما بعد عدم اليقين في السياسة الاقتصادية والتي تزداد بها الفرص الاستثمارية خاصة مع صعوبة التنبؤ بسلوك المنافسين.

ويقترح الباحث تناول العلاقات والتأثيرات التالية في بحوث مستقبلية.

- التأثير المعدل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين القيود المالية ومستوى الإداء المستدام لمنشآت الأعمال المصرية.
- تأثير مراجعة تقارير الاستدامة على مخاطر انهيار الأسهم أثناء عدم اليقين في السياسة الاقتصادية.
- تأثير التحفظ المحاسبي على المنافسة في سوق المنتج في ظل عدم اليقين في السياسة الاقتصادية.

المراجع

- Al Maeni, F., Ellili, N. O. D., & Nobanee, H. (2022). Impact of corporate governance on corporate social responsibility disclosure of the UAE listed banks. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, (ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/JFRA-11-2021-0424>.
- Al-Thaqeb, S. A., & Algharabali, B. G. (2019). Economic policy uncertainty: A literature review. *The Journal of Economic Asymmetries*, 20(e00133), 1–11. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2019.e00133>.
- Al-Thaqeb, S. A., Algharabali, B. G., & Alabdulghafour, K. T. (2022). The pandemic and economic policy uncertainty. *International Journal of Finance & Economics*, 27(3), 2784–2794. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2298>.
- Amore, M. D. (2020). Innovation disclosure in times of uncertainty. *Journal of Economics & Management Strategy*, 29(4), 792–815. <https://doi.org/10.1111/jems.12390>.
- Apergis, N., Poufina, T., & Antonopoulos, A. (2022). ESG scores and cost of debt. *Energy Economics*, 112, 106186. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2022.106186>.
- Bhama, V., Jain, P. K., & Yadav, S. S. (2016). Testing the pecking order theory of deficit and surplus firms: Indian evidence. *International Journal of Managerial Finance*. 12 (3),335–350. <https://doi.org/10.1108/IJMF-06-2014-0095>.
- Bonaime, A., Gulen, H., & Ion, M. (2018). Does policy uncertainty affect mergers and acquisitions?. *Journal of Financial Economics*, 129(3), 531–558. <https://doi.org/10.1016/j.jfneco.2018.05.007>.
- Butt, S., Khan, Z. A., & Nafees, B. (2013). Static trade-off theory or pecking order theory which one suits best to the financial sector. Evidence from Pakistan. *European Journal of Business and Management*, 5(23), 131–140.

- Chaklader, B., & Padmapriya, B. (2021). Impact of cash surplus on firm's capital structure: validation of pecking order theory. *Managerial Finance*, 47(12), 1801–1816. <https://doi.org/10.1108/MF-08-2020-0417>.
- Chan, Y. C., Saffar, W., & Wei, K. J. (2021). How economic policy uncertainty affects the cost of raising equity capital: Evidence from seasoned equity offerings. *Journal of Financial Stability*, 53, 100841. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2020.100841>.
- Chen, Y., Li, T., Zeng, Q., & Zhu, B. (2023). Effect of ESG performance on the cost of equity capital: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 83, 348–364. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.09.001>.
- Dhoraisingam Samuel, S., Mahenthiran, S., & Ramasamy, R. (2022). CSR disclosures, CSR awards and corporate governance as determinants of the cost of debt: Evidence from Malaysia. *International Journal of Financial Studies*, 10(4), 87. <https://doi.org/10.3390/ijfs10040087>
- Ding, X., Appolloni, A., & Shahzad, M. (2022). Environmental administrative penalty, corporate environmental disclosures and the cost of debt. *Journal of Cleaner Production*, 332, 129919. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.129919>.
- Drobetz, W., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Janzen, M. (2018). Policy uncertainty, investment, and the cost of capital. *Journal of Financial Stability*, 39, 28–45. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2018.08.005>.
- Fandella, P., Sergi, B. S., & Sironi, E. (2023). Corporate social responsibility performance and the cost of capital in BRICS countries. The problem of selectivity using environmental, social and governance scores. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 1–11. <https://doi.org/10.1002/csr.2447>.

- Fatima, T., & Elbanna, S. (2023). Corporate social responsibility (CSR) implementation: A review and a research agenda towards an integrative framework. *Journal of Business Ethics*, 183(1), 105–121. <https://doi.org/10.1007/s10551-022-05047-8>.
- Gholami, A., Sands, J., & Shams, S. (2022), "Corporates' sustainability disclosures impact on cost of capital and idiosyncratic risk", *Meditari Accountancy Research*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/MEDAR-06-2020-0926>.
- Gonçalves, T. C., Dias, J., & Barros, V. (2022). Sustainability Performance and the Cost of Capital. *International Journal of Financial Studies*, 10(3), 63. <https://doi.org/10.3390/ijfs10030063>.
- Gupta, K., & Krishnamurti, C. (2018). Do macroeconomic conditions and oil prices influence corporate risk-taking?. *Journal of Corporate Finance*, 53, 65–86. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.10.003>.
- Haji, A. A., Coram, P., & Troshani, I. (2022). Consequences of CSR reporting regulations worldwide: a review and research agenda. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-05-2020-4571>.
- Huang, Y. S., Wu, J., & Guo, F. (2022). Venture capital staging under economic policy uncertainty. *International Review of Economics & Finance*, 78, 572–596. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.01.006>.
- Iazzolino, G., Bruni, M. E., Veltri, S., Morea, D., & Baldissarro, G. (2023). The impact of ESG factors on financial efficiency: An empirical analysis for the selection of sustainable firm portfolios. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. <https://doi.org/10.1002/csr.2463>.
- Ilyas, M., Mian, R. U., & Suleman, M. T. (2022). Economic policy uncertainty and firm propensity to invest in corporate social responsibility. *Management Decision*, 60(12), 3232–3254. <https://doi.org/10.1108/MD-06-2021-0746>.

- Jiang, Y., Zhou, Z., & Liu, C. (2019). Does economic policy uncertainty matter for carbon emission? Evidence from US sector level data. *Environmental Science and Pollution Research*, 26, 24380–24394. <https://doi.org/10.1007/s11356-019-05627-8>.
- Karim, S., Rabbani, M. R., & Khan, M. A. (2021). Determining the key factors of corporate leverage in Malaysian service sector firms using dynamic modeling. *Journal of Economic Cooperation and Development*, 42(3), 1–20.
- Kaviani, M. S., Kryzanowski, L., Maleki, H., & Savor, P. (2020). Policy uncertainty and corporate credit spreads. *Journal of Financial Economics*, 138(3), 838–865. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.07.001>.
- Khalaf, B. A. (2022). An Empirical Investigation of the Impact of Firm Life Cycle Using the Peking Order Theory. *Academy of Entrepreneurship Journal*, 28(1), 1–9.
- Komari, N., & Juliana, R. (2022). Economic Policy Uncertainty and Cost of Debt Financing in Indonesia. *E-Jurnal Akuntansi*, 32(4), 1020–1031.
- Koseoglu, M. A., Uyar, A., Kilic, M., Kuzey, C., & Karaman, A. S. (2021). Exploring the connections among CSR performance, reporting, and external assurance: Evidence from the hospitality and tourism industry. *International Journal of Hospitality Management*, 94, 1–19. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2020.102819>.
- Kundu, S., & Paul, A. (2022). Effect of economic policy uncertainty on stock market return and volatility under heterogeneous market characteristics. *International Review of Economics & Finance*, 80, 597–612. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.02.047>.
- La Rosa, F., Liberatore, G., Mazzi, F., & Terzani, S. (2018). The impact of corporate social performance on the cost of debt and access to debt financing for listed European non-financial firms. *European Management Journal*, 36(4), 519–529. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2017.09.007>.

- Li, Y., Chen, R., & Xiang, E. (2022). Corporate social responsibility, green financial system guidelines, and cost of debt financing: Evidence from pollution-intensive industries in China. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(3), 593–608. <https://doi.org/10.1002/csr.2222>.
- Lin, W. L., Law, S. H., Ho, J. A., & Sambasivan, M. (2019). The causality direction of the corporate social responsibility–Corporate financial performance Nexus: Application of Panel Vector Autoregression approach. *The North American Journal of Economics and Finance*, 48, 401–418. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.03.004>.
- Liu, J., & Wang, H. (2022). Economic policy uncertainty and the cost of capital. *International Review of Financial Analysis*, 81, 102070. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102070>.
- Liu, R., He, L., Liang, X., Yang, X., & Xia, Y. (2020). Is there any difference in the impact of economic policy uncertainty on the investment of traditional and renewable energy enterprises?—A comparative study based on regulatory effects. *Journal of Cleaner Production*, 255, 1–13. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.120102>.
- Liu, Z., Liu, J., Zeng, Q., & Wu, L. (2022). VIX and stock market volatility predictability: A new approach. *Finance Research Letters*, 48,1–5. <https://doi.org/10.1016/j.fl.2022.102887>.
- Lou, Z., Chen, S., Yin, W., Zhang, C., & Yu, X. (2022). Economic policy uncertainty and firm innovation: Evidence from a risk-taking perspective. *International Review of Economics & Finance*, 77, 78–96. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.09.014>.
- Luo, Y., & Zhang, C. (2020). Economic policy uncertainty and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 51, 1–14. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101112>.

- Maaloul, A., Zéghal, D., Ben Amar, W., & Mansour, S. (2023). The effect of environmental, social, and governance (ESG) performance and disclosure on cost of debt: The mediating effect of corporate reputation. *Corporate Reputation Review*, 26(1), 1–18. <https://doi.org/10.1057/s41299-021-00130-8>.
- Marimuthu, F., & Caroline Singh, S. (2021). Do South African state-owned entities follow the pecking order theory of capital structure?. *Public and Municipal Finance*, 10, (1), 25–33. [https://doi.org/10.21511/pmf.10\(1\).2021.03](https://doi.org/10.21511/pmf.10(1).2021.03).
- Ngene, G. M., & Tah, K. A. (2023). How are policy uncertainty, real economy, and financial sector connected?. *Economic Modelling*, 123, 106291. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106291>.
- Obenpong Kwabi, F., Owusu-Manu, S., Boateng, A., Ezeani, E. B., & Du, M. (2022). Economic policy uncertainty and cost of capital: the mediating effects of foreign equity portfolio flow. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 59(2), 457–481. <https://doi.org/10.1007/s11156-022-01046-y>.
- Ongsakul, V., Jiraporn, P., & Treepongkaruna, S. (2021). Does managerial ownership influence corporate social responsibility (CSR)? The role of economic policy uncertainty. *Accounting & Finance*, 61(1), 763–779. <https://doi.org/10.1111/acfi.12592>.
- Pan, Y., Chen, Q., & Zhang, P. (2020). Does policy uncertainty affect corporate environmental information disclosure: evidence from China. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 11, (5), 903–931. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-10-2018-0298>.
- Pirgaip, B., & Rizvić, L. (2023). The Impact of Integrated Reporting on the Cost of Capital: Evidence from an Emerging Market. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(7), 311. <https://doi.org/10.3390/jrfm16070311>.

- Raimo, N., Caragnano, A., Zito, M., Vitolla, F., & Mariani, M. (2021). Extending the benefits of ESG disclosure: The effect on the cost of debt financing. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(4), 1412–1421. <https://doi.org/10.1002/csr.2134>.
- Rjiba, H., Jahmane, A., & Abid, I. (2020). Corporate social responsibility and firm value: Guiding through economic policy uncertainty. *Finance Research Letters*, 35, 101553. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101553>.
- Shad, M. K., Lai, F. W., Shamim, A., & McShane, M. (2020). The efficacy of sustainability reporting towards cost of debt and equity reduction . *Environmental Science and Pollution Research*, 27, 22511–22522. <https://doi.org/10.1007/s11356-020-08398-9>.
- Shahzad, F., Baig, M. H., Rehman, I. U., Saeed, A., & Asim, G. A. (2022). Does intellectual capital efficiency explain corporate social responsibility engagement–firm performance relationship? Evidence from environmental, social and governance performance of US listed firms. *Borsa Istanbul Review*, 22(2), 295–305. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.05.003>.
- Shaw, T. S., & Duggal, N. (2023). Impact of Mandatory CSR Compliance on the Cost of Debt. In *Academy of Management Proceedings* (Vol. 2023, No. 1, p. 17522). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management. <https://doi.org/10.5465/AMPROC.2023.17522abstract>
- Sun, H., Wang, G., Bai, J., Shen, J., Zheng, X., Dan, E. & Zhang, L. (2023). Corporate Sustainable Development, Corporate Environmental Performance and Cost of Debt. *Sustainability*, 15(1), 228. <https://doi.org/10.3390/su15010228>.
- Tan, J., Chan, K. C., & Chen, Y. (2022). The impact of air pollution on the cost of debt financing: Evidence from the bond market. *Business Strategy and the Environment*, 31(1), 464–482. <https://doi.org/10.1002/bse.2904>.

- Tran, D. T., & Phan, H. V. (2022). Government economic policy uncertainty and corporate debt contracting. *International Review of Finance*, 22(1), 169–199. <https://doi.org/10.1111/irfi.12347>.
- Tran, Q. T. (2019). Economic policy uncertainty and corporate risk-taking: International evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, 52, 100605. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2019.100605>.
- Tran, Q. T. (2021). Economic policy uncertainty and cost of debt financing: international evidence. *The North American Journal of Economics and Finance*, 57, 1–13. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2021.101419>.
- Tseng, C. Y., & Demirkan, S. (2021). Joint effect of CEO overconfidence and corporate social responsibility discretion on cost of equity capital. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 17(1), 100241. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2020.100241>.
- Veltri, S., Bruni, M. E., Iazzolino, G., Morea, D., & Baldissarro, G. (2023). Do ESG factors improve utilities corporate efficiency and reduce the risk perceived by credit lending institutions? An empirical analysis. *Utilities Policy*, 81, 101520. <https://doi.org/10.1016/j.jup.2023.101520>.
- Wang, M., Zhao, W., & Yin, L. (2020). Economic policy uncertainty, investor sentiment, and voluntary disclosure on internet platform. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 1–20. <https://doi.org/10.1080/16081625.2020.1808799>.
- Wen, F., Li, C., Sha, H., & Shao, L. (2021). How does economic policy uncertainty affect corporate risk-taking? Evidence from China. *Finance Research Letters*, 41, 1–6. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101840>.
- Xu, H., Xu, X., & Yu, J. (2021). The impact of mandatory CSR disclosure on the cost of debt financing: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 57(8), 2191–2205. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2019.1657401>.

- Xu, Z. (2020). Economic policy uncertainty, cost of capital, and corporate innovation. *Journal of Banking & Finance*, 111, 105698. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.105698>.
- Xue, X., Wang, L., & Hu, N. (2021). Economic Policy Uncertainty and Corporate Social Responsibility Disclosure Similarity: Evidence from China. Available at SSRN 3976890.
- Yapa Abey wardhana, D. (2017). Capital structure theory: An overview . *Accounting and finance research*, 6(1),133-138.
- Yıldırım, D., & Çelik, A. K. (2021). Testing the pecking order theory of capital structure: Evidence from Turkey using panel quantile regression approach. *Borsa Istanbul Review*, 21(4), 317-331. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.11.002>.
- Yuan, T., Wu, J. G., Qin, N., & Xu, J. (2022). Being nice to stakeholders: The effect of economic policy uncertainty on corporate social responsibility . *Economic Modelling*, 108, 1-14. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105737>.
- Zhang, J., Kong, D., & Wu, J. G. (2017). Waiting for Certainty: The Effect of the Economic Policy Uncertainty on Corporate Social Responsibility. *In Proceedings of the 2017 Auckland Finance Meeting, Queenstown, New Zealand*, 1-52.
- Zhao, T., Xiao, X., & Zhang, B. (2021). Economic policy uncertainty and corporate social responsibility performance: evidence from China . *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*. 286,1-15. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-05-2020-0158>.