

Financial and Accounting Analysis of the S&P ESG Sustainable Investment Index in the Saudi Stock Market For the period 2014-2023

Lect. Nawar Kanaan Al-Dabbagh

College of Administration and
Economics / University of Mosul

nawar@uomosul.edu.iq

Received: 26/2/2025

Lect. Omar Zuhair Ezz El Din

College of Administration and
Economics / University of Mosul

omarzuher@uomosul.edu.iq

Accepted: 27/3/2025

Prof. Dr. Bashar Ahmed Al-Iraqi

College of Administration and
Economics / University of Mosul

bashar_ahmed@uomosul.edu.iq

Published: 31/3/2026

Abstract

The aim of the research is to explore the financial and accounting impact of sustainable investment practices on the performance of companies, through the comparative financial and accounting analysis of the S&P ESG Sustainable Investment Index with the Saudi TASI General Market Index, in addition to analyzing the behavior and trend of the two indicators, to monitor the reality of the sustainable investment approach in the Saudi environment, as well as evaluating the relationship between sustainable investment practices (ESG) and generating excess returns (outperforming the general market index), for the period (2014-2023), and it was concluded that companies that adopt sustainable investment practices achieve better financial performance in the long term, even in light of short-term economic fluctuations, which highlights the importance of sustainability as a factor influencing the performance of companies in the long term, which emphasizes the importance of integrating environmental, social and governance factors into investment strategies.

Keywords: Environmental, Social, and Governance (ESG) factors, sustainable investing, financial analysis, accounting analysis.

التحليل المالي والمحاسبي لمؤشر الاستثمار المستدام S&P ESG في السوق المالي السعودي للفترة ٢٠١٤ - ٢٠٢٣

أ.د. بشار احمد العراقي

م. عمر زهير عز الدين

م. نوار كنعان الدباغ

جامعة الموصل / كلية الإدارة والاقتصاد

جامعة الموصل / كلية الإدارة والاقتصاد

جامعة الموصل / كلية الإدارة والاقتصاد

المستخلص

هدف البحث الى استكشاف الأثر المالي والمحاسبي لممارسات الاستثمار المستدام على أداء للشركات، وذلك من التحليل المالي والمحاسبي الممقارن لمؤشر الاستثمار المستدام S&P ESG بمؤشر السوق العام TASI السعودي، علاوةً على تحليل سلوك واتجاه المؤشرين، لرصد واقع نهج الاستثمار المستدام في البيئة السعودية، فضلاً عن تقييم العلاقة بين ممارسات الاستثمار المستدام (ESG) وتوليد العوائد الزائدة (التفوق على مؤشر السوق العام)، للمدة (٢٠١٤-٢٠٢٣)، وتوصل الى أن الشركات التي تعتمد ممارسات الاستثمار المستدام تحقق أداءً مالياً أفضل على المدى الطويل، حتى في ظل التقلبات الاقتصادية قصيرة الأجل، مما يسلط الضوء على أهمية الاستدامة كعامل مؤثر في أداء الشركات على المدى الطويل، ما يؤكد على أهمية دمج العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة في الاستراتيجيات الاستثمارية.

الكلمات المفتاحية: العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) ، الاستثمار المستدام، التحليل المالي، التحليل المحاسبي

المقدمة

يمثل الاستثمار حجر الزاوية للتنمية الاقتصادية والتي لا يمكن تحقيقها بمعزل عن التنمية الاجتماعية والبيئية لذا لجأت معظم البلدان الى وضع وتطبيق السياسات والبرامج والإجراءات التي تهدف إلى دعم الاستثمار المستدام في كافة القطاعات الاقتصادية، وبما يتوافق وأولوياتها الوطنية، والتي حذت حذوها المملكة العربية السعودية متمثلةً برؤية المملكة ٢٠٣٠ وفي هذا المضمار يظهر مفهوم الاستثمار المستدام، أو الاستثمار المؤثر، أو الاستثمار المسؤول، أو الاستثمار ذا المردود الاجتماعي، بعدها مصطلحات مترادفة لأحد أشكال الانضباط الاستثماري الذي يراعي المعايير البيئية والاجتماعية ومعايير حوكمة المؤسسات، بناءً على قيم أخلاقية معينة لتوليد عائدات مالية طويلة المدى، وإحداث تأثير إيجابي في المجتمع و البيئة والاقتصاد ككل في الوقت ذاته. حيث يشير الاستثمار المستدام ESG ضمن مفهومه العام الى نهج استثماري يأخذ بعين الاعتبار العوامل البيئية Environmental (تقييم تأثير الشركة على البيئة، مثل انبعاثات الكربون، واستهلاك المياه، وإدارة النفايات) والمجتمعية Social (المسؤولية الاجتماعية) والحوكمة Governance (شفافية الإدارة، والمساءلة، ومكافحة الفساد) بالإضافة إلى العوامل المالية التقليدية عند اتخاذ قرارات الاستثمار.

ويمكن ممارسة الاستثمار المستدام في جميع فئات الأصول تقريباً، بما في ذلك النقد والأسهم والسندات وحتى الاستثمارات البديلة، اعتماداً على أولويات المستثمرين ومجالات اهتمامهم أو تركيزهم، آملين في الحصول على ميزة تنافسية من خلال إضافة ممارسات الاستدامة إلى المحفظة على النحو الذي يرجح تفوق أداء الشركات ذات الاستدامة العالية على الشركات ذات الاستدامة المنخفضة في كل من سوق الأوراق المالية والمقاييس المحاسبية.

١ - منهجية البحث وبعض الدراسات السابقة:

١-١ منهجية البحث

١-١-١ مشكلة البحث: يخضع أداء شركات الاستثمار المستدام ESG إلى مجموعة من العوامل منها البيئية والاجتماعية

والحوكمة والتي تمارس دوراً مهماً وبارزاً في رسم تلك المستويات، على النحو الذي ينعكس بمؤشرها العام S&P ESG ، ومن هنا فإن البحث يحاول ان يجيب على السؤالين التاليين: ما هي انعكاسات ممارسات ESG على أداء الشركة؟ وما هو سلوك مؤشر S&P ESG مقارنةً بمؤشر السوق العام التقليدي TASI في السوق السعودي؟

١-١-٢ أهمية البحث : نظراً لما يمكن أن تحدثه ممارسات نهج الاستثمار المستدام من انعكاسات ايجابية على مستوى

الوحدات الاقتصادية جزئياً ومن ثم على مستوى الاقتصادي القومي كليا فقد سعت العديد من بلدان العالم ومنها المملكة العربية السعودية وبجدية باتجاه وضع الاستراتيجيات الكفيلة بتوسيع مديات انتشاره، وللوقوف على واقع الاستثمار المستدام من خلال تحليل أداء مؤشر الاستدامة S&P ESG في السوق السعودي بشكل مُفصل ودقيق ومقارنته بمؤشر السوق العام التقليدي TASI، وبما يمكن من فهم تأثير ممارسات ESG على أداء الشركات المُدرجة في

المؤشر، بعده من اهم الاسس التي يمكن ان يركن اليها صانعي السياسات الاقتصادية لرسم الاجراءات التصحيحية لتعديل مسار التنمية، والمستثمرين في تقييم جاذبية الاستثمار في الشركات المدرجة في السوق السعودي S&P ESG مقارنةً ببدائل الاستثمار الأخرى.

٣-١-١ **أهداف البحث:** لقد جاء البحث ليقدم تأصيلاً نظرياً لما عرضته اهم الدراسات في تحليل ممارسات الاستثمار المستدام، ومدى فاعليتها في رفع مستويات الاداء المالي للشركة، علاوةً على تحليل وصفي لنهج الاستثمار المستدام ESG، من خلال تحليل سلوك واتجاه مؤشر S&P ESG ومقارنته بمؤشر السوق العام التقليدي TASI في السوق السعودي، للمدة (٢٠١٤-٢٠٢٣).

٤-١-١ **فرضية البحث:** أن الشركات المدرجة في مؤشر الاستدامة S&P ESG تميل إلى تحقيق عوائد مجزية، على النحو الذي قاد الى حدوث تطورات متتالية شهدها المؤشر وعكسها سلوكه مقارنةً بمؤشر السوق العام التقليدي TASI.

٥-١-١ **مجتمع وعينة البحث:** لقد اتخذ البحث من السوق السعودي كعينة لتطبيقاته.

٦-١-١ **منهج البحث:** تم اعتماد التحليل الوصفي منهجاً لمؤشر الاستدامة الاساسي S&P ESG الذي يعكس مدى تطور الاستثمار المستدام، ومقارنته بمؤشر السوق العام التقليدي TASI، فضلاً عن الاستعانة بالبرنامج الاحصائي Minitab 17 وبعتماد Single Exp Smoothing ومقياس Mean Squared Deviation (MSD) للمقارنة بين النماذج المختلفة لانواع المعادلات واختيار افضلها لتحليل الاتجاه العام لذلك المؤشر.

٧-١-١ **حدود البحث:** غطى الفترة الزمنية الممتدة من ٢٠١٤-٢٠٢٣، بعدها الفترة التي شهدت اطلاق شركة S&P Dow Jones Indices لمؤشر الاستدامة S&P Saudi Arabia (ESG) Index والذي يتضمن ٢٠ شركة سعودية مدرجة في السوق المالية السعودية، يقيم ادائها في مجالات البيئة والمجتمع والحوكمة على اساس منهجية S&P ESG.

٢-١ **بعض الدراسات السابقة:**

١-٢-١ دراسة (Escrig-Olmedo et al. (2010) مجموعة متنوعة من مؤشرات الاستدامة ووكالات تقييم ESG، لعينة شملت بشكل أساسي أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية، وتضمنت وكالات رائدة في الولايات المتحدة مثل (Innovest ، KLD)، وفي أوروبا (oekom، Vigeo، ECP، SAM، SiRi، ASSET4، Accountability، EIRIS)، كما اشملت على مؤشرات بارزة مثل (إيثيل، ASPI، داو جونز للاستدامة، FTSE4Good، دوميني ٤٠٠، وكالفيرت) للفترة ١٩٨٣-٢٠٠٤، وأظهرت النتائج تبايناً ملحوظاً في المعايير المعتمدة لتقييم الاستدامة بين مختلف المؤسسات، مما يعكس غياب اطار موحد لتقييم تقييم الاستدامة بين هذه المؤسسات، وعلى الرغم من ذلك، أكدت الدراسة على أهمية هذه المؤشرات والوكالات في تشجيع الشركات على تبني ممارسات مستدامة وتلبية متطلبات المستثمرين المتزايدة للمعلومات البيئية والاجتماعية والحوكمة.

٢-٢-١ دراسة (Arias & Samanez (٢٠١٣) تقييم أداء الاستثمارات المستدامة في سوق الأسهم البرازيلي من خلال تحليل مؤشر الاستدامة المؤسسية (ISE) خلال الفترة من ديسمبر ٢٠٠٥ إلى ديسمبر ٢٠١٠، عبر مقارنة أداء مؤشر الاستدامة المؤسسية ISE مع مؤشر السوق التقليدي IBOVESPA ومؤشرات قطاعية أخرى، وأظهرت النتائج أن الاستثمارات المستدامة، على الرغم من بعض الخصائص الجذابة مثل السيولة المتزايدة وانخفاض المخاطر القابلة للتحويل، لم تحقق أداءً مالياً مرضياً خلال فترة الدراسة، مما يشير إلى أن القيود المفروضة على هذا النوع من الاستثمار في تخصيص رأس المال في البرازيل قد تضر بجاذبية العائد والمخاطر.

٣-٢-١ دراسة Jain (2019) الى تقييم أداء الاستثمارات المستدامة مقارنة بالاستثمارات التقليدية من خلال تحليل (مؤشرات ESG) للأسواق المتقدمة، والناشئة، ومؤشر ESG للشركات الأمريكية ذات القيمة السوقية الكبيرة، ومؤشر أوروبا (ESG)، والأسواق التقليدية، التي تضم مؤشر الأسهم العالمي لجميع الدول، (الولايات المتحدة الأمريكية، وأوروبا وأستراليا والشرق الأقصى، ومؤشر الأسواق الناشئة) على مدى خمس سنوات، للفترة من يناير ٢٠١٣ إلى ديسمبر ٢٠١٧، باستخدام سببية غرانجر Granger's causality ، ونموذج ARCH-GARCH، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود فرق كبير في الأداء المالي بين المؤشرات المستدامة والتقليدية، مما يشير إلى إمكانية استخدام المؤشرات المستدامة كبديل مناسب للمؤشرات التقليدية، كما أوصت الدراسة بضرورة تضمين كلا النوعين من المؤشرات في محافظ الاستثمار لتحقيق التنوع والتأمين، بالإضافة إلى استخدامها كمعيار للمقارنة من قبل الشركات.

٤-٢-١ دراسة Bekaert (٢٠٢٣) الى تقييم العلاقة بين الاستثمار المستدام (ESG) وتوليد العوائد الزائدة، بالإضافة إلى قياس تأثير الشركات على أهداف التنمية المستدامة للأمم المتحدة (SDGs) ، لعينة مؤشر MSCI ESG للمؤتمتوم للفترة ٢٠١٣ - ٢٠١٨، أظهرت النتائج أن المحافظ المستدامة حققت عوائد أعلى مقارنة بالمحافظ التقليدية، بالإضافة إلى مساهمة أكبر في تحقيق أهداف التنمية المستدامة للأمم المتحدة، وأن الاستثمار المستدام ليس فقط خيارًا أخلاقيًا، بل يمكن أن يكون أيضًا خيارًا استثماريًا مربحًا على المدى الطويل .

٢- الجانب النظري: المنظور المحاسبي والمالي لمؤشر الاستثمار المستدام ESG وتأثيره في تقييم الشركات

"يعرف الاستثمار المستدام على أنه نهج استثماري يدمج ممارسات الاستثمار المستدام ESG تحت مظلة واحدة، تجمع بين المسؤولية البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات، بعدها بوصلة الشركة نحو تعزيز عوائدها، وضمان نموها على المدى الطويل، مستنداً الى ثلاث ركائز اساسية، تتمثل الاولى بجهود الشركة للحفاظ على البيئة (تقليل الانبعاثات وإدارة النفايات والمياه)، وتنضوي الثانية تحت علاقة الشركة بموظفيها وزبائننها ومجتمعها، بما في ذلك المساواة والعدالة والشفافية، وتُعنى الثالثة بالحوكمة وما تستند اليه من سمات القيادة الأخلاقية والإدارة السليمة للشركة(Kouaib, 2022,2)".

"وفي هذا السياق، وكاستجابة للتغيرات الاقتصادية المتسارعة التي يشهدها العالم، برزت تقارير ESG ، كأداة أساسية لمساعدة المؤسسات المالية على ادراك المخاطر والفرص الاستثمارية بشكل أكثر دقة، عبر تقييم مدى قدرة الشركات على التكيف مع التغيرات البيئية والاقتصادية، من خلال تصنيفها على أساس أدائها البيئي والاجتماعي والحوكمة من قبل أصحاب المصلحة الذين يرتبطون بشكل مباشر أو غير مباشر بأداء الشركة، وبما يقدم للمستثمرين امكانية اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة، وعلى النحو الذي يجعل تلك التقارير، عنصراً حاسماً في جذب الاستثمارات طويلة الاجل(Vinodkumar & Alarifi, 2022, 1085-1101)".

"لا تقتصر تقارير الحوكمة البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) على تقديم معلومات حول أداء الشركة فقط، بل تقدم إطاراً شاملاً لتقييم تأثير القرارات الاستثمارية على البيئة والمجتمع على المدى الطويل، على النحو الذي ينعكس ايجاباً على سمعة الشركة وجذب المستثمرين، وبالتالي، فإن الشركات التي تولي اهتماماً كبيراً بـ ESG تكون أكثر استعداداً لمواجهة التحديات المستقبلية وتحقيق نمو على المدى الطويل(Vinodkumar & Alarifi, 2022, 1085-1101)".

"وبشكل أكثر تفصيلاً، يمكن القول إن المعلومات الإشارية التي تقدمها تقارير ESG تساهم في تقليل عدم اليقين لدى المستثمرين حول قيمة الشركة ومستقبلها، فعند تقديم الشركات إشارات إيجابية، ك(المسؤولية الاجتماعية، والبيئية، وزيادة الإنفاق الاستثماري) فإنها ستعزز ثقة المستثمرين وتدفعهم لاتخاذ قرارات استثمارية أفضل" (Kouaib, 2022, 1).

"استناداً لما تقدم، حظيت العلاقة بين الاستثمار المستدام (ESG) والأداء المالي للشركات باهتمام الباحثين، منطلقين في تفسير ارتفاع أو انخفاض الاداء من مدخلين مختلفين، الاول يستند في تفسيره الى فكرة مفادها بأن ممارسات الاستثمار المستدام تمثل إشارة إلى اداء مالي مستقبلي افضل مقارنةً بآداء الاستثمارات الاخرى، ما يجعل هذه النسبة توفر دلالةً ومؤشراً على عائدات استثمارية اعلى في المدى الطويل، (Friede et al., 2015, 210-233). (Giese et al., 2019, 69-83). بينما يربط المدخل الثاني في تفسيرها، بينها وبين التكاليف وانخفاض الكفاءة الإنتاجية، بعدما مؤشراً أساسياً لانخفاض الأرباح وتدهور الاداء المالي للشركة، فالاستثمار في مشاريع بيئية واجتماعية يتطلب ميزانيات إضافية، ما قد يؤثر سلباً على الأرباح، علاوةً على أن الالتزام بمعايير (ESG) قد يحد من الخيارات الاستثمارية المتاحة للشركات، ما قد يؤدي الى تدهور أدائها المالي" (Zamir et al., 2022, 28-48).

"وفي هذا الاطار يؤكد (Cho et al. (2013) أن الشركات التي تولي اهتماماً كبيراً بالمسؤولية الاجتماعية تميل إلى مواجهة تحديات أقل فيما يتعلق بعدم التماثل في المعلومات وصراعات الوكالة، فالشركات ذات الممارسات الاجتماعية الإيجابية تبني علاقات ثقة أقوى مع أصحاب المصلحة، الامر الذي يحد من الحاجة إلى إخفاء المعلومات أو اتخاذ قرارات تخدم مصالح الإدارة على حساب المساهمين، وعلى النقيض من ذلك، قد تعاني الشركة ذات الممارسات الاجتماعية السيئة من إشارات سلبية وانخفاض في المبيعات، كرد فعل من البيئة الحاضنة تجاه ممارساتها العدائية، على الذي ينعكس بانخفاض قيمة الشركة (Cho et al., 2013, 32, 71–83)

"كما وجد (Gutsche & Ziegler (2019) أدلة جوهريّة توثق العلاقة الإيجابية بين الاستدامة والأداء المالي للشركات، فالشركات التي تتبنى معايير الاستدامة تميل إلى أن تكون أكثر كفاءة، وأقل عرضة للمخاطر، وأكثر جاذبية للمستثمرين على المدى الطويل، وهو ما ينعكس بإيلاء المستثمرين الاهتمام المتزايد للعوامل غير المالية، وعدم اقتصرهم على تقييم المتغيرات المالية التقليدية عند اتخاذ قرارات الاستثمار، مثل الاستدامة، التي أثبتت أهميتها في تحقيق أداء مالي مستدام على المدى الطويل (Gutsche & Ziegler, 2019, 193–214)

"وفي ذات المسار يؤكد (Assous (2022) على العلاقة العكسية القوية بين مؤشر ESG وتقلبات أسعار الأسهم، فالشركات التي تتميز بارتفاع مؤشر ESG تميل إلى أن تكون أكثر استقراراً وأقل تقلباً، ويعود ذلك إلى الشفافية العالية التي تبني ثقة المستثمرين، وماتتمتع به من قدرة على التكيف مع المخاطر سواء كانت مخاطر بيئية أو اجتماعية أو حوكمة، وعلى الطرف الاخر، وكانعكاس لما ذكر، يميل المستثمرون في الشركات المستدامة يميلون إلى اتباع استراتيجيات استثمار طويلة الأجل، مما يقلل من تداول الأسهم قصير الأجل ويؤدي إلى انخفاض التقلبات" (Assous, 2022, 4).

"يدعم ذلك (Rehman et al. (2024) بالقول أن دمج الاستثمارات المستدامة في المحافظ الاستثمارية التقليدية يمكن أن يوفر فوائد تنوع إضافية، كونها تغطي مجموعة واسعة من القطاعات والشركات على عدة مستويات، بما في ذلك التنوع الجغرافي،

والقطاعي، علاوةً على التنوع في نماذج الأعمال، مما قد يعزز مرونة المحفظة وقدرتها على مواجهة التحديات الاقتصادية". (Rehman, et al., 2024,3)

"وفي اتجاه اخر يوثق (Mertzanis et al., 2024) علاقة معقدة ومتعددة الأبعاد بين مؤشر الاستثمار المستدام وأداء الشركات، فبينما تُسجل مقاييس الأداء السوقي تحسناً ملحوظاً مع ارتفاع مستوى الاستثمار المستدام، فإن تُظهر مقاييس الاداء المحاسبي تراجعاً مؤقتاً في المدى القصير، إلا أنها تتماشى مع الأداء السوقي على المدى الطويل" (Mertzanis et al., 2024,1).

"وعلى النقيض مما سبق، وجد (Lin et al. (٢٠٢١) أن الشركات التي كانت أكثر انخراطاً في معايير الاستثمار المستدام، عانت من مشاكل الإفراط في الاستثمار وانخفاض الكفاءة الانتاجية، كنتيجة لماتطلبه ممارسات الاستدامة من استثمارات في مجالات حماية البيئة، وتحسين ظروف العمل، ودعم المجتمعات المحلية، على النحو الذي ينعكس بتضخيم التكاليف التشغيلية للشركة وتؤثر سلبيًا على الأرباح قصيرة الأجل، كما أن التزامها بمعايير صارمة قلل من خياراتها الاستثمارية، نتيجة التحلي عن فرص استثمارية مربحة ذات أثر بيئي سلبي أو رفض العمل مع موردين لا يلتزمون بمعايير العمل المناسبة، مما أثر سلبيًا على كفاءتها الإنتاجية وادائها، كما أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات يقلل من نقص الاستثمار بالنسبة للشركات الكبيرة ولكنه لا يقيد الاستثمار المفرط، وتتفق هذه النتائج مع الاقتراحات القائلة بأن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات من خلال زيادة الشفافية أو الحد من عدم التماثل في المعلومات يمكن أن يحسن من قدرة الشركات على الوصول إلى التمويل الخارجي اللازم للاستثمار في المشاريع المربحة ولكنه لا يستطيع تقييد المديرين الراسخين الذين لا يعتمدون على التمويل الخارجي، بينما يساهم الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في زيادة شفافية الشركات وجذب الاستثمارات، إلا أنه لم يمنع حدوث حالات من الإفراط في الاستثمار، فقد اظهرت الشركات الكبيرة التي تلتزم بمعايير الاستدامة، ميلاً نحو زيادة من استثمارات بشكل كبير، مما أدى إلى زيادة التكاليف وتقليل الكفاءة الانتاجية، وذلك على الرغم من زيادة الشفافية حول ممارساته" (Alobaid et al, 2024, (1,2021, Zamir et al., 2022, 28-48). (Lin et al. 4) .

٣- الجانب العملي:

للقوف على واقع مؤشري الاستثمار المستدام S&P ESG والمؤشر العام لسوق الاسهم السعودي TASI ، تم مقارنة المؤشرين من حيث النسب المحاسبية وكما في الجدول (١)

الجدول (١) النسب المحاسبية لمؤشر الاستثمار المستدام ESG والمؤشر العام لسوق الاسهم السعودي TASI

المؤشر	السعر الى الربحية (P/E)	القيمة السوقية (مليار)	السوقية الى الدفترية (P/B)	توزيعات الارباح (Dividend Yield)	السعر الى المبيعات (P/SALES)
ESG	18.9	450	2.07	3.33%	3.52
TASI	21.5	18.000	3.8	3%	3.8

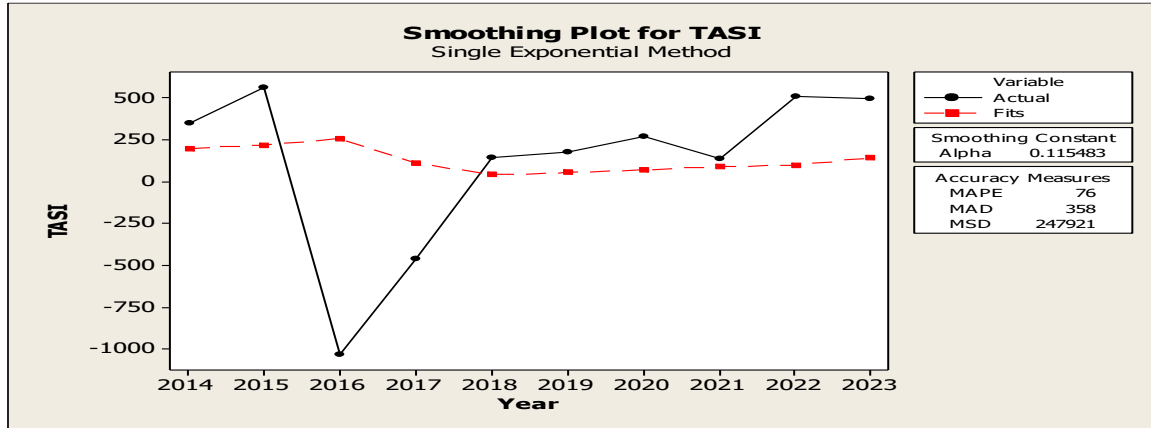
المصدر: من عمل الباحثين بالاستناد الى المعطيات المنشورة على موقع investing.com، وتقرير مؤشر الاستثمار المستدام السعودي (S&P Saudi Arabia ESG Index) الصادر عن مؤسسة S&Poors الصادر في ١٣ ايار ٢٠٢٤.

نستنتج من المعطيات الواردة في الجدول الآتي:

- تشير نسبة السعر إلى الربحية (P/E)، والتي تعبر ضمناً عن المبلغ الذي يستعد المستثمرون لدفعه مقابل كل ريال من أرباح الشركة، إلى تفوق مؤشر TASI مقارنة بمؤشر S&P ESG، ما يشير إلى أن أسهم الشركات في مؤشر S&P ESG مقومة بأقل من أسهم الشركات في TASI مقارنة بأرباحها، مما يدل على تقييم نسبي أعلى لأسهم الشركات في مؤشر TASI، على النحو الذي يعكس تفاؤل المستثمرين بأفاق نمو الشركات المدرجة في هذا المؤشر، الأمر الذي قد يجذب المزيد من الاستثمارات، وعلى النقيض من ذلك، يمكن أن تشير النسبة الأدنى لمؤشر S&P ESG إلى توفر فرص شراء أسهم الشركات في مؤشر S&P ESG، بأسعار مغرية للمستثمرين على المدى الطويل.
- تُظهر نسبة القيمة السوقية (P/B) : ومن خلال مقارنتها بين القيمة السوقية للشركة وقيمتها الدفترية، والتي تمثل صافي الأصول للشركة، التفوق الكبير لمؤشر TASI مقارنة بمؤشر S&P ESG، مما يعكس كبر حجم السوق السعودي بشكل عام.
- تُسجل نسبة توزيعات الأرباح (Dividend Yield): والتي تقيس النسبة المئوية للأرباح التي تدفعها الشركة لمساهميها، أيضاً تفوق بسيط لمؤشر TASI مقارنة بمؤشر S&P ESG، على النحو الذي يعكس طبيعة القطاعات المكونة لكل مؤشر، حيث يميل مؤشر TASI إلى التركيز على شركات أكثر نضجاً وتملك القدرة على توزيع أرباح منتظمة، بينما يركز مؤشر S&P ESG على الشركات التي تسعى لتحقيق ممارسات الاستدامة، وما يرافقها من إعادة استثمار أرباحها في مشاريع مستدامة.
- "أوضحت نسبة السعر إلى المبيعات (P/SALES) : والتي تقارن بين القيمة السوقية للشركة ومبيعاتها، تشابه النسب بين كلا المؤشرين، مما يشير إلى أن المستثمرين يدفعون مبلغاً مماثلاً مقابل كل ريال من مبيعات الشركات في كلا المؤشرين، مما يشير إلى أن المستثمرين، بشكل عام، يقيمون إمكانات النمو المستقبلي للمبيعات في كلا المؤشرين بنفس المستوى تقريباً، على الرغم من اختلاف تركيزهما وطبيعة الشركات المدرجة فيهما، وبما يدل على وجود فرصاً للنمو والاستقرار في كلا المؤشرين، الأمر الذي ينعكس باستعداد المستثمرين لدفع أسعار مماثلة مقابل كل ريال من مبيعات الشركات في كلا الحالتين".

ولتبع التطور الزمني لمؤشري الاستثمار المستدام S&P ESG والمؤشر العام لسوق الأسهم السعودي TASI، ولغرض رصد اتجاه عام لهما يسمح بمقارنة أداءهما عبر الزمن وتحليل أي اتجاهات مشتركة بينهما، تم إسقاط قيم البيانات في أشكال بيانية باستخدام البرمجية الجاهزة Minitab 17، وفقاً للتالي:

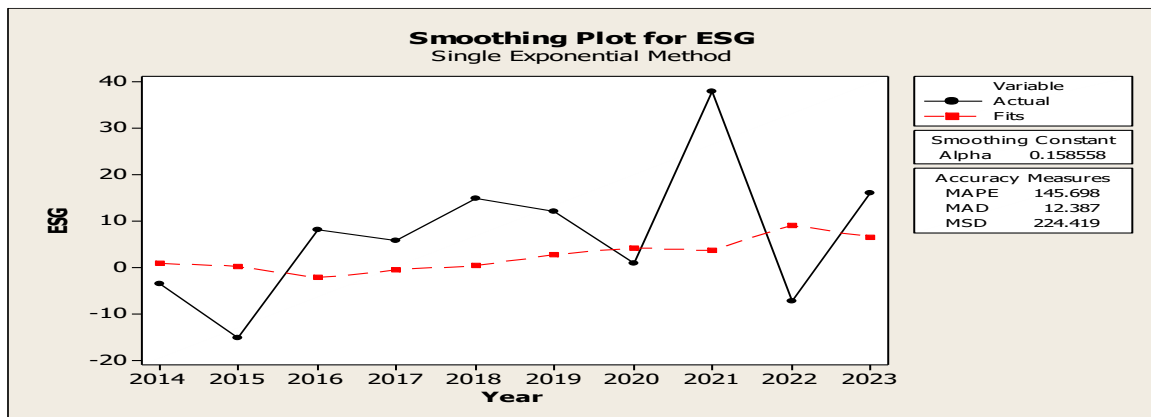
الشكل (١) تطور المؤشر العام لسوق الاسهم السعودي TASI للفترة (٢٠٢٣-٢٠١٤)



المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab 17

اتخذ المؤشر العام لسوق الاسهم السعودي TASI، اتجاهاً تصاعدياً عاماً على المدى الطويل، مدعوماً بالاصلاحيات الاقتصادية وبرنامج رؤية المملكة ٢٠٣٠، ومع ذلك فإن المؤشر اظهر تقلبات حادة (متأرجحاً بين ارتفاعات وانخفاضات) في القيم الفعلية على طول مدة الدراسة، حيث سجل فترات من الارتفاع والانخفاض، يُعزى هذا التذبذب الى تأثير السوق بعوامل خارجية مثل أسعار النفط والأحداث الجيوسياسية العالمية".

الشكل (٢) تطور مؤشر الاستثمار المستدام ESG للفترة (٢٠٢٣-٢٠١٤)



المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على نتائج برنامج Minitab 17

شهد مؤشر الاستثمار المستدام (S&P ESG) تقلبات متوسطة (تذبذب المؤشر حول نقطة مرجعية ثابتة قريبة) خلال الفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠٢٣، مما يشير إلى أن ممارسات الاستدامة للشركات التي يشملها المؤشر تتأثر بعوامل متعددة ومتغيرة، إلا أن المؤشر يتجه وبشكل عام نحو التحسن، مما يعكس الاهتمام المتزايد بالاستدامة على مستوى الشركات والمؤسسات، ويشير هذا

الاتجاه إلى تحوُّلاً عالمياً نحو الاستثمار المستدام، ولكن هناك حاجة إلى مزيد من البحث والدراسة لتقييم تأثير هذا الاتجاه على أداء الشركات والمستثمرين على المدى الطويل.

ولتقييم مدى مساهمة ممارسات الاستدامة في تحقيق عوائد فائضة عن مؤشر السوق، تم مقارنة عوائد مؤشر الاستثمار المستدام S&P ESG بعوائد السوق TASI، وتحليل مدى استقرارية هذه العوائد عبر احتساب متوسط العائد، الانحراف المعياري S.D. ومعامل الاختلاف C.V. لبيان مدى تحمل كل وحدة من العائد للمخاطرة المقاسة بالانحراف المعياري لكلا المؤشرين.

جدول (٢) وصف متغيرات تقييم أداء مؤشري عائد السوق (TASI) وعائد الاستثمار المستدام (S&P ESG)

المؤشر	S&P ESG	TASI
معدل العائد RI	6.953889	14.2174
الانحراف المعياري S.D	10.91795	51.70406
معامل الاختلاف C.V.	1.568173	3.692

المصدر: الجدول من اعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EXCEL 10

من الجدول (٢)، يتضح الاتي:

- حقق مؤشر سوق الاسهم TASI معدل عائد قدره 14.2% بينما حقق مؤشر الاستثمار المستدام S&P ESG عائد قدره ٦,٧، وهو ما يشير إلى أن الاستثمار في السوق السعودي بشكل عام قد حقق عوائد أعلى من الاستثمار في الشركات التي تركز على الاستدامة (S&P ESG) خلال الفترة الزمنية قيد الدراسة.
- اظهر مؤشر سوق الاسهم TASI انحرافاً معيارياً قدره 51.7 بينما اظهر مؤشر الاستثمار المستدام S&P ESG انحرافاً معيارياً قدره ١٠، وهو ما يشير إلى أن عوائد مؤشر TASI كانت أكثر تقلباً وتعرضت لمخاطر أعلى مقارنة بمؤشر S&P ESG بعبارة أخرى، كانت قيمة الاستثمارات في مؤشر TASI تتقلب بشكل أكبر صعوداً وهبوطاً.
- سجل مؤشر سوق الاسهم TASI معالم اختلاف قدره 3.6 بينما سجل مؤشر الاستثمار المستدام S&P ESG انحرافاً معيارياً قدره 1.5، وهو ما يشير إلى أن عوائد مؤشر TASI كانت أكثر تشتتاً وتبايناً مقارنة بمؤشر S&P ESG بعبارة أخرى، كانت قيمة الاستثمارات في مؤشر TASI تتقلب بشكل أكبر صعوداً وهبوطاً.

ولغرض تحديد مدى تأثير أداء مؤشر الاستثمار المستدام بحركة السوق بشكل عام، وتقييم مدى مساهمة ممارسات الاستدامة في تحقيق عوائد فائضة، تم إجراء تحليل انحدار خطي بسيط في برنامج EViews بتسقيط عائد محفظة السوق كمتغير مستقل على معدلات العوائد الشهرية لمؤشر الاستثمار المستدام كمتغير معتمد، لدراسة العلاقة بين عوائد مؤشر الاستثمار المستدام وعوائد مؤشر السوق السعودي (٣).

١-٣ المتغيرات المستخدمة:

١.١-٣ المتغير التابع: العوائد الشهرية لمؤشر الاستثمار المستدام (S&P ESG)

١.٢-٣ المتغير المستقل: العوائد الشهرية لمؤشر السوق السعودي (TASI) كمؤشر عام لحركة السوق.

الجدول (٣) اثر عائد السوق (TASI) في عائد الاستثمار المستدام (ESG)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TASI	0.002849	0.002021	1.409419	0.1616
C	6.983633	1.044934	6.683322	0.0000
R-squared	0.018227	F-statistic		1.986463
Adjusted R-squared	0.009051	Prob. (F-statistic)		0.161611

المصدر: الجدول من عمل الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews10

- "ان الإشارة المعنوية الموجبة للقاطع α والتي تمثل القيمة المتوقعة لمؤشر S&P ESG عندما يكون مؤشر TASI مساوياً للصفر، وبمعامل بلغ (6.983633) والذي جاء متوافقاً مع الاطر النظرية والدراسات التجريبية التي اكدت على أن اتباع الشركات المستدامة لاستراتيجيات طويلة الأجل تركز على الاستدامة، بغض النظر عن التقلبات الاقتصادية قصيرة الأجل، مما يعني أن أداء هذه الشركات لا يرتبط فقط بأداء السوق العام، بل أيضاً بالتزامها بمعايير الاستدامة، وهوما يجعلها أكثر مرونة وقدرة على التكيف مع التحديات المستقبلية".
- "عدم معنوية تأثير مؤشر السوق TASI على مؤشر الاستثمار المستدام S&P ESG ، والذي يشير إلى غياب علاقة خطية بين هذين المؤشرين، والذي قد يعود في جزءاً من الى طبيعة الاستثمار المستدام، من حيث استهدافه لتحقيق أهداف طويلة الأجل تتجاوز الأداء قصير الأجل للسوق، فضلاً عن تنوع محفظة مؤشر الاستثمار المستدام واستنادها الى مجموعة متنوعة من الأصول والقطاعات، والاختلاف الجوهرى في معايير اختيار الشركات المدرجة ضمن المؤشرين، فبينما يركز مؤشر سوق الاسهم السعودي TASI على القيمة السوقية للشركات، يعتمد مؤشر الاستثمار المستدام S&P ESG على معايير مستدامة أوسع تتجاوز الأداء المالي قصير الأجل، مما يجعل أداءه أقل ارتباطاً بحركة المؤشر العالم للسوق".
- أظهرت محفظة السوق بدلالة مؤشر سوق الاسهم السعودي TASI قدرة محدودة على تفسير تغيرات مؤشر عوائد الاستثمار المستدام، حيث فسر معامل التحديد ما مقداره ١٨,٢٪ من التغيرات الحاصلة في مؤشر عوائد الاستثمار المستدام، مما يدل على قدرة ضعيفة في التفسير، ووجود عوامل اخرى تؤثر بشكل كبير على أداء الاستثمارات المستدامة".

٤- الاستنتاجات والتوصيات:

هدف البحث الى استكشاف آثار ممارسات الاستثمار المستدام على الأداء المالي للشركات، وذلك من خلال تقديم تحليل نظري عميق للممارسات المستدامة ودراسة تطبيقية لمؤشر S&P ESG في السوق السعودي مقارنة بمؤشر السوق العام TASI ، علاوةً على تحليل وصفي لنهج الاستثمار المستدام، من خلال تحليل سلوك واتجاه مؤشر S&P ESG ومقارنته بمؤشر السوق العام التقليدي TASI في السوق السعودي، للمدة (٢٠١٤-٢٠٢٣)، وعليه اسفرت النتائج عن عدد من الاستنتاجات وفي ضوءها تم إيجاز مجموعة من التوصيات، وكالاتي:

٤-١ الاستنتاجات

- أ. تؤكد النتائج على أن الشركات التي تعتمد ممارسات الاستثمار المستدام تحقق أداءً مالياً أفضل على المدى الطويل، حتى في ظل التقلبات الاقتصادية قصيرة الأجل، مما يسلط الضوء على أهمية الاستدامة كعامل مؤثر في أداء الشركات على المدى الطويل.
- ب. استقلال أداء مؤشر الاستثمار المستدام عن أداء مؤشر السوق العام، مما يشير إلى أن الاستثمار في الشركات المستدامة يمثل فئة أصول مستقلة ذات خصائص وديناميكيات مختلفة، وبذلك توفر الاسهم التي تتضمن ضمن المؤشر فرصاً للتنوع وتقليل التعرض لمخاطر السوق.
- ج. تباين العوامل المؤثرة على أداء الاستثمارات المستدامة بما في ذلك العوامل البيئية والاجتماعية والحوكمة، عن العوامل المؤثرة في أداء السوق بشكل عام.
- د. اختلاف العائد الكلي للمستثمرين في كلا المؤشرين، وعلى الرغم من تفوق المؤشر العام للسوق على مؤشر الاستثمار المستدام في المدى القصير، إلا أن الاستثمار المستدام قد يوفر فرصة لتحقيق عوائد أكثر استدامة على المدى الطويل.
- هـ. يميل مؤشر الاستثمار المستدام إلى أن يكون أقل تقلباً مقارنة بمؤشر السوق التقليدية، كونه يركز على الشركات التي تلتزم بممارسات الاستدامة والتي غالباً ما تكون أقل تأثراً بالتقلبات السوقية القصيرة الأجل.

٤-١ التوصيات

- أ. تشجيع المستثمرين على النظر إلى الاستدامة كعامل أساسي في اتخاذ قرارات الاستثمار، وتقديم أدوات تساعدهم على تقييم الأداء المالي والبيئي والاجتماعي للشركات، فضلاً عن تشجيع الشركات لتبني ممارسات مستدامة، عبر وضع سياسات وتشريعات محفزة، كتقديم حوافز ضريبية أو تسهيلات ائتمانية، وتبسيط الإجراءات.
- ب. دمج الاستدامة في الاستراتيجيات الاستثمارية على المدى الطويل، من خلال تخصيص جزء من المحافظ الاستثمارية للاستثمارات المستدامة، فضلاً عن تطوير منتجات مالية جديدة تلبي احتياجات المستثمرين المهتمين بالاستدامة، ودوات تقييم المخاطر البيئية والاجتماعية والحوكمة المرتبطة بالاستثمارات.
- ج. تبني الاستثمار في الشركات المستدامة، بعده وسيلة فعالة لتنوع المحفظة الاستثمارية وتقليل المخاطر، بفضل اختلاف قطاعات الشركات المستدامة، مما يجعلها تواجه مخاطر مختلفة، على النحو الذي يقلل من تأثير أي تقلبات في سوق معين.

**Resources:**

- 1 Alobaid, R. O. H., Qasem, A., & Al-Qadasi, A. A. (2024). Corporate Social Responsibility, Ownership Structure, and Firm Investment Efficiency: Evidence from the Saudi Stock Market. *Sustainability*, 16(15), 6584.
- 2 Arias Fogliano de Souza Cunha, F., & Samanez, C. P. (2013). Performance analysis of sustainable investments in the Brazilian stock market: a study about the corporate sustainability index (ISE). *Journal of business ethics*, 117, 19-36.
- 3 Assous, H. F. (2022). Saudi green banks and stock return volatility: GLE algorithm and neural network models. *Economies*, 10(10), 242.
- 4 Bekaert, G., Rothenberg, R., & Noguer, M. (2023). Sustainable investment—Exploring the linkage between alpha, ESG, and SDGs. *Sustainable Development*, 31(5), 3831-3842.
- 5 Cho, S. Y., Lee, C., & Pfeiffer Jr, R. J. (2013). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 71-83.
- 6 Escrig-Olmedo, E., Muñoz-Torres, M. J., & Fernandez-Izquierdo, M. A. (2010). Socially responsible investing: sustainability indices, ESG rating and information provider agencies. *International journal of sustainable economy*, 2(4), 442-461.
- 7 Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of sustainable finance & investment*, 5(4), 210-233.
- 8 Giese, G., Lee, L. E., Melas, D., Nagy, Z., & Nishikawa, L. (2019). Foundations of ESG investing: How ESG affects equity valuation, risk, and performance. *The Journal of Portfolio Management*, 45(5), 69-83.
- 9 Gutsche, G., & Ziegler, A. (2019). Which private investors are willing to pay for sustainable investments? Empirical evidence from stated choice experiments. *Journal of Banking & Finance*, 102, 193-214.
- 10 Jain, M., Sharma, G. D., & Srivastava, M. (2019). Can sustainable investment yield better financial returns: A comparative study of ESG indices and MSCI indices. *Risks*, 7(1), 15.
- 11 Kouaib, A. (2022). Corporate sustainability disclosure and investment efficiency: The Saudi Arabian context. *Sustainability*, 14(21), 13984.
- 12 Lin, Y. E., Li, Y. W., Cheng, T. Y., & Lam, K. (2021). Corporate social responsibility and investment efficiency: Does business strategy matter?. *International Review of Financial Analysis*, 73, 101585.
- 13 Mertzanis, C., Marashdeh, H., Nasrallah, N., & Islam, A. R. M. (2024). Sustainable investment conditions and firm performance in the Middle East and North Africa: a holistic approach. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 1-38.
- 14 Rehman, M. Z., Nain, M. Z., Alhashim, M., & Bhat, J. A. (2024). Choice between Sustainable versus Conventional Investments—Relative Efficiency Analysis from Global and Regional Stock Markets. *Sustainability*, 16(13), 5340.
- 15 Vinodkumar, N., & Alarifi, G. (2022). Environmental social governance: A core value to responsible stakeholders and stock market sustainability in the Kingdom of Saudi Arabia. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 12(4), 1085-1101.
- 16 Zamir, F., Shailer, G., & Saeed, A. (2022). Do corporate social responsibility disclosures influence investment efficiency in the emerging markets of Asia?. *International Journal of Managerial Finance*, 18(1), 28-48.