



**قياس مستوى إفصاح منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة
المصرية عن أبعاد الاستدامة وانعكاسه على سيولة
أوراقها المالية**

**Measuring the level of disclosure of business
establishments listed on the Egyptian Stock
Exchange about the dimensions of sustainability and
its reflection on the liquidity of their securities**

د/ ثناء عطية فراج
أستاذة المحاسبة المساعد
كلية التجارة - جامعة القاهرة

أ.د/ هالة عبدالله الخولي
أستاذة المحاسبة
كلية التجارة - جامعة القاهرة

الباحث

عمر خالد محمد عبد المنعم زكي لبيب
المدرس المساعد بقسم المحاسبة
كلية التجارة - جامعة القاهرة

مجلة الدراسات التجارية المعاصرة

كلية التجارة - جامعة كفر الشيخ
المجلد السابع . العدد الحادي عشر- الجزء الثالث
يناير ٢٠٢١م

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

المستخلص:

استهدفت الدراسة قياس مستوى إفصاح منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة المصرية عن أبعاد استدامتها، وانعكاس ذلك على ما تتمتع به أوراقها المالية من سيولة في السوق المالية. وسعيًا نحو تحقيق أهداف الدراسة، فقد أجرى الباحث دراسة تطبيقية على عينة مكونة من منشآت الأعمال المدرجة بمؤشر البورصة المصرية EGX 30، خلال الفترة الزمنية ما بين عام ٢٠٠٨ وحتى عام ٢٠١٩. هذا، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى انخفاض مستويات الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال بالبيئة المصرية بصفة عامة. كما أشارت النتائج أيضاً إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، وسيولة أوراقها المالية.

كلمات مفتاحية : الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة، سيولة الأوراق المالية.

Abstract:

This study aimed to measure the extent of voluntary sustainability disclosures for the firms listed in the Egyptian Stock Exchange, and its impact on stock liquidity. To meet the aim of this study, I use a sample of firms listed in the EGX 30, during the period from 2008-2019. The results indicated that the extent of voluntary sustainability disclosure is generally low. These also indicated that there is no significant relationship between corporate voluntary sustainability disclosure, and its stock liquidity.

Key words: Voluntary sustainability disclosures, Stock liquidity.

المقدمة وطبيعة المشكلة:

في ظل ارتفاع وتيرة الاضطرابات التي تذخر بها بيئة الأعمال الحالية، وزيادة حجم المخاطر التي تواجه منشآت الأعمال المنتمة إلى القطاعات الصناعية المختلفة – خاصة تلك التي تخلف أثراً عكسية على المجتمعات الإنسانية والبيئة المحيطة - وارتفاع حدة المنافسة التي تواجهها على الصعيد المحلي والعالمي، فإن اهتمام منشآت الأعمال بتحقيق التميز والريادة على الصعيد الاقتصادي لم يعد وسيلة كافية لتحقيق غاية البقاء والاستمرارية، بل إنه قد أصبح لزاماً عليها تحقيق قدر ملائم من التوازن بين ما تسعى إلى بلوغه من أهداف اقتصادية، وبين النهوض بأبعاد مسؤولياتها المختلفة - البيئية والاجتماعية والأخلاقية - إذا ما أرادت تحقيق التنمية المستدامة على المدى البعيد.

هذا، وقد ظهر مفهوم التنمية المؤسسية المستدامة، بسبب النداءات المستمرة بضرورة تحقيق النمو الاقتصادي، المصحوب بالممارسات البيئية الرائدة، وتحقيق العدالة والمساواة المجتمعية بما يكفل الارتقاء برفاهية الشعوب والمجتمعات الإنسانية. ومع مرور الزمن، فقد ازداد الوعي والإدراك العالمي بمسؤولية منشآت الأعمال متعددة الأبعاد، وتضافرت الجهود الطامحة نحو اقتراح وتطوير الوسائل التي يجب على منشآت الأعمال انتهاجها لاحترام القوانين والتشريعات التي تستهدف حماية البيئة والحفاظ على الموارد الطبيعية التي تتسم بالندرة النسبية. مشابه، ٢٠١٦ (e.g. Christofi, et al., 2012).

هذا، وقد صاحب تزايد حجم الضغوط التي فرضت على منشآت الأعمال من جانب الأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بها، لتبني مفهوم التنمية المستدامة، ودمجه ضمن استراتيجياتها وأنشطتها المختلفة، نداءات مستمرة ومتزايدة بالحصول على المعلومات التي تعبر بشفافية ومصداقية عن الأبعاد المختلفة لأداء الاستدامة بمنشآت الأعمال، والاستراتيجية التي تتبعها لتحقيق التوازن المنشود بين أبعاد أداء المستدامة بها، بهدف دعم قدرة الأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بالمنشأة على تقييم أدائها، والتنبؤ بأفاقها المستقبلية، وحجم المخاطر التي تحيط بها. ولما كانت المعلومات الواردة بالتقرير المالي لا تكفي لإشباع هذه الاحتياجات المتزايدة من المعلومات، فقد بادرت بعض منشآت الأعمال طواعية بالإفصاح عن المعلومات الملائمة المتعلقة بأبعاد أداء الاستدامة بها – الاقتصادية والبيئية والاجتماعية - للأطراف أصحاب المصالح، عبر وسائل مختلفة للتقرير، تلبية لاحتياجاتهم المتزايدة من المعلومات ذات الصلة في هذا السياق.

ولما كان قرار الإفصاح الاختياري الصادر عن منشآت الأعمال، يعد قراراً إدارياً يخضع للتحليل الذي تجريه الإدارة للعوائد والتكاليف المرتبطة بهذا القرار، فقد سعى الباحثون الأكاديميون إلى استكشاف الانعكاسات الإيجابية المصاحبة لإفصاح منشآت الأعمال عن أبعاد الاستدامة بها بصورة اختيارية، وتحليل أبرز التكاليف والتحديات التي قد تواجهها جراء تقديم تلك الإفصاحات.

على صعيد آخر، يمكن القول بأن سيولة الأوراق المالية المتداولة بأسواق المال، تمثل إحدى أبرز سمات أسواق المال النشطة، والتي تعبر عن مدى قدرة المستثمرين على تداول الأوراق المالية بسهولة وسرعة، وبأدنى تكلفة تداول ممكنة، دون أن يلحق ذلك تأثيراً جوهرياً على أسعار تداولها داخل السوق المالية (Reilly & Brown, 2012, p. 96).

في ذات السياق، يرتبط وجود السوق المالية النشطة ارتباطاً وثيق الصلة بجودة بيئة المعلومات المحيطة بالأوراق المالية المتداولة بمنشآت الأعمال، ومستوى جودة وشفافية الإفصاحات التي تقدمها تلك المنشآت للمستثمرين، وانخفاض احتمالات التوزيع غير المتماثل للمعلومات بين فئات المستثمرين المختلفة. إن قيام منشآت الأعمال بتقديم المعلومات التي تتسم بخصائص الوقتية والملاءمة والموضوعية، التي تشبع احتياجات المستثمرين من المعلومات المتعلقة بجوانب الأداء المختلفة لها،

يساهم بدوره في تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الإدارة والمستثمرين من جهة، وبين فئات المستثمرين المختلفة من جهة أخرى، وهو ما يعزز قدرة المستثمر على إجراء تحليلات وتنبؤات أكثر دقة لأداء الأوراق المالية المتداولة في السوق، بما يساعده في نهاية المطاف على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

وعليه، يتوقع الباحث أنه متى ما تمكنت منشآت الأعمال من تعزيز مستويات الإفصاح المقدمة للمستثمرين - بصفة عامة - ومستويات الإفصاح عن أبعاد الاستدامة بها - بصفة خاصة - فإن ذلك سيساهم بدوره في دعم القدرات التحليلية للمستثمرين، وتخفيض حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بينهم، مما قد يؤدي بالتبعية إلى تخفيض احتمالات الاختيار العكسي التي تنشأ بفعل التوزيع غير المتماثل للمعلومات، وهو ما قد يشجع المستثمرين على الدخول إلى السوق المالية، ويزيد من إقبالهم على تداول الأوراق المالية الخاصة بالمنشأة وهو ما يعزز في نهاية المطاف من مقدار السيولة التي تتمتع بها الأوراق المالية للمنشأة في أسواق المال.

في هذا السياق، تباينت النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة التي سعت إلى تحليل طبيعة العلاقة المحتملة بين الإفصاحات الصادرة عن منشآت الأعمال، وسيولة أوراقها المالية. ففي الوقت الذي توصل فيه معظم الباحثين إلى أدلة عملية تشير إلى الأثر الإيجابي الذي يحققه تحسن جودة بيئة المعلومات على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها، وتكلفة الاختيار العكسي، ومن ثم على سيولة أوراقها المالية (e.g. Ajina, et al., 2015; Barth, et al., 2017; Dayanandan, et al., 2017; Fernando, et al., 2018; Zúñiga, et al., 2020)، فقد توصل باحثون آخرون إلى أن تعزيز مستويات الإفصاح الاختياري، وإن ساهم في تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بالمنشأة، إلا أنه يؤثر سلباً على حجم عمليات التداول التي تتم على أوراقها المالية بما ينعكس سلباً على سيولتها (e.g. Cheng, et al., 2006; Loukil & Yousfi, 2012).

في ضوء ما سبق، تتبلور المشكلة البحثية في محاولة الإجابة على التساولين البحثيين التاليين:

التساؤل البحثي الأول: كيف وإلى أي مدى نصح منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة عن أبعاد استدامتها؟

التساؤل البحثي الثاني: هل يؤثر إفصاح منشآت الأعمال عن أبعاد الاستدامة، على سيولة أوراقها المالية؟

أهداف البحث:

يسعى الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق هدفين رئيسيين، وذلك على النحو التالي:

- ◆ قياس مستوى وصيغة إفصاح منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة المصرية عن أبعاد الاستدامة.
- ◆ قياس أثر الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة المصرية، على سيولة أوراقها المالية.

أهمية البحث:

تتمثل أهمية الدراسة والدوافع البحثية التي تقف وراء إتمام هذا العمل البحثي في الجوانب التالية:

أ- يتوقع أن تقدم الدراسة الحالية إثراءً للأدب المحاسبي في مجال الإفصاح الاختياري، وانعكاساته على الأداء السوقي للأوراق المالية الخاصة بمنشآت الأعمال في الأسواق الناشئة، وتحديدًا فيما

يتعلق بأثر الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال على سيولة الأوراق المالية، وهي العلاقة التي لم تتناولها الدراسات السابقة بعد - في حدود ما توصل إليه الباحث. هذا، وتعد الدراسة الحالية امتداداً لدراسة (Zúñiga, et al. (2020)، والتي تناولت الانعكاسات السوقية لجودة التقارير المتكاملة، باعتبارها إحدى صيغ الإفصاحات الإلزامية بدولة جنوب إفريقيا، حيث أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين جودة التقارير المتكاملة وسيولة الأوراق المالية. في ضوء ما سبق، تسعى الدراسة الحالية إلى اختبار أثر الإفصاح عن أبعاد الاستدامة في بيئة أعمال تمثل فيها تلك الإفصاحات إحدى صيغ الإفصاح الاختياري، على سيولة الأوراق المالية.

ب- صمم الباحث مؤشراً مقترحاً لقياس مستوى إفصاح منشآت الأعمال عن أبعاد الاستدامة، استناداً إلى أبرز الأطر المرجعية الصادرة على المستويين المحلي والعالمي لتنظيم كيفية إفصاح منشآت الأعمال عن أبعاد استدامتها، وذلك بالاعتماد على مجموعة من المعايير أبرزها (الشمول/ التكامل / الجمع بين عناصر الإفصاح الوصفية والكمية).

منهج البحث:

يستند منهج البحث إلى محورين رئيسيين؛ المحور الأول: الدراسة النظرية: والذي يستعرض خلاله الباحث بالنقد والتحليل أبرز ما تناوله الأدب المحاسبي، في مجال العلاقة المحتملة بين الإفصاحات الصادرة عن منشآت الأعمال وسيولة أوراقها المالية، تمهيداً لاستخلاص فرض البحث واختيار مدى صحته من خلال المحور الثاني للدراسة. المحور الثاني: الدراسة العملية: والذي يجري خلاله الباحث دراسة تطبيقية على عينة مكونة من منشآت الأعمال المدرجة بمؤشر البورصة المصرية EGX 30، خلال الفترة الزمنية ما بين عام ٢٠٠٨ و عام ٢٠١٩، لاختبار صحة فرض البحث والإجابة على تساؤلاته البحثية.

حدود البحث:

لن يتعرض الباحث لتحليل أثر الإفصاح عن أبعاد الاستدامة على سيولة الأوراق المالية بمنشآت الأعمال المنتمية إلى القطاع المصرفي.

خطة البحث:

سعيًا نحو تحقيق أهداف البحث، والإجابة على تساؤلاته البحثية، فقد قسم الباحث الجزء التالي من البحث إلى أربعة أقسام رئيسية، حيث يعرض القسم الأول: الدراسات السابقة في مجال العلاقات الرئيسية موضع الدراسة واشتقاق فرض البحث، ويعرض القسم الثاني: الإطار الفكري للدراسة، في مجال إفصاح منشآت الأعمال عن أبعاد استدامتها، وسيولة الأوراق المالية. وخلال القسم الثالث: يعرض الباحث تصميم الدراسة التطبيقية وبياناتها، في حين يعرض القسم الأخير تحليلاً مفصلاً لأبرز النتائج التي توصلت إليها الدراسة، والتوصيات ومجالات البحث المقترحة مستقبلاً.

تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فرض البحث:

أولى الأدب المحاسبي عناية بالغة بالانعكاسات السوقية المصاحبة للإفصاحات التي تصدر عن منشآت الأعمال، سواء كانت إفصاحات إلزامية أو إفصاحات اختيارية.

في هذا السياق، فقد استهدفت دراسة (Cheng, et al. (2006) تحليل أثر تعزيز مستويات الإفصاح الاختياري - المالي وغير المالي - الذي تقدمه منشآت الأعمال، على حالة عدم تماثل

المعلومات المحيطة بها، وعمليات التداول التي تتم بين فئات المستثمرين بمستويات الدراية والمعرفة المتفاوتة *Informed/Uninformed trading*. هذا، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أنه على الرغم من أن تعزيز مستويات الإفصاح الاختياري - المالي وغير المالي - الذي قدمته منشآت الأعمال، قد ساهم في تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها، إلا أنه قد أثر سلباً على حجم عمليات التداول التي تتم على الأوراق المالية الخاصة بمنشآت الأعمال في أسواق المال.

من جانبها، استهدفت دراسة *Loukil & Yousfi (2012)* تحليل أثر جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال المدرجة بأسواق المال الناشئة، على سيولة أوراقها المالية. هذا، وقد توصلت الباحثتان خلال هذه الدراسة إلى عدم وجود تأثير معنوي للإفصاحات العامة *Public Information* التي تقدمها منشآت الأعمال لفئات المستخدمين المختلفة (سواء كانت مقدمة ضمن تقاريرها السنوية، أو مقدمة على الموقع الإلكتروني الخاص بالمنشأة على شبكة الإنترنت)، على سيولة أوراقها المالية. وقد عرّت الباحثتان النتيجة السابقة إلى أن فئات المستثمرين بالأسواق الناشئة - كما هو الحال بأسواق المال التونسية - لا تتأثر قراراتهم الاستثمارية بصورة جوهرية بالمعلومات العامة المتاحة عن منشآت الأعمال. في حين أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير معنوي للمعلومات الخاصة *Private Information* التي يحصل عليها المستثمرون من منشآت الأعمال، على سيولة أوراقها المالية بأسواق المال. وهو ما يشير إلى أن المستثمرين ببيئة الأعمال التونسية يثمنون بصورة جوهرية ما يحصلون عليه من معلومات خاصة من منشآت الأعمال عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، مقارنة بالمعلومات العامة المتاحة عنها.

وسعيًا نحو تحليل أثر الإفصاحات المالية وغير المالية التي تقدمها منشآت الأعمال المدرجة بأسواق المال، على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها، وعلى سيولة أوراقها المالية، فقد أجرى *Ajina, et al. (2015)* دراسة تطبيقية على عينة شملت المنشآت الصناعية والتجارية المدرجة بمؤشر *SBF 250*. هذا، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين الإفصاحات المالية وغير المالية التي تقدمها منشآت الأعمال، وحالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية، أو بين فئات المستثمرين المختلفة. حيث أشارت نتائج الدراسة إلى أن تعزيز جودة بيئة المعلومات المحيطة بالمنشأة، قد صاحبه انخفاض في تكلفة الاختيار العكسي التي تواجه المستثمر عند تعامله مع أطراف أكثر دراية ومعرفة منه *Informed parties*، وهو ما يشير إلى وجود علاقة إيجابية بين الإفصاحات المالية وغير المالية التي تقدمها منشآت الأعمال، وسيولة أوراقها المالية بأسواق المال.

من جانبها، استهدفت دراسة *Cuadrado-Ballesteros, et al. (2016)* تحليل الدور الوسيط الذي تلعبه حالة عدم تماثل المعلومات، في تفسير طبيعة العلاقة بين جودة الإفصاحات المالية وإفصاحات المسؤولية الاجتماعية، التي تقدمها منشآت الأعمال، وتكلفة رأس المال بها. هذا، وقد بينت الأدلة العملية التي ساققتها الدراسة أن منشآت عينة الدراسة التي ارتفعت جودة إفصاحاتها المالية والاجتماعية، قد تمتعت بانخفاض حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها، مما ساهم في تحسين موقف سيولة أوراقها المالية في أسواق المال.

في سياق متصل، استهدفت دراسة *Dayanandan, et al. (2017)* تحليل أثر الإفصاحات الاختيارية التي تقدمها إدارات منشآت الأعمال عن الأخبار السيئة المرتبطة بالأرباح المتوقعة *Bad news* على سيولة أوراقها المالية. هذا، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن تقديم الإفصاحات الاختيارية عن الأخبار السيئة المرتبطة بالأرباح المتوقعة قد ترتب عليه تخفيض مقدار حالة عدم تماثل المعلومات، وزيادة حجم عمليات التداول التي تتم على الأوراق المالية لمنشآت عينة الدراسة، وتحسن

سيولة الأوراق المالية الخاصة بها في أسواق المال، بالرغم من العوائد السلبية التي تحققت عقب تقديم تلك الأخبار السيئة.

وفي ذات السياق، فقد استهدفت دراسة (Fernando, et al. (2018) تحليل ردود أفعال أسواق المال، تجاه الإفصاحات الاختيارية التي تقدمها إدارات منشآت الأعمال ضمن تقاريرها المقدمة بصيغة 8-K. هذا، وقد أشارت الأدلة العملية التي ساقها الباحثون خلال الدراسة إلى أن تقديم منشآت عينة الدراسة إفصاحات اختيارية بصيغة 8-K قبل تاريخ الإفصاح عن إعلانات الأرباح، قد ساهم في تعزيز حجم عمليات التداول التي تتم على أوراقها المالية، الأمر الذي انعكس بصورة إيجابية على مقدار ما تتمتع به أوراقها المالية من سيولة في أسواق المال، وتخفيض حدة التقلبات التي تتعرض لها أسعار الأوراق المالية الخاصة بها على مدار الفترة الزمنية المحيطة بتقديم تلك الإفصاحات.

وفي سبيل سعيها نحو استكشاف انعكاسات الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال على سيولة الأوراق المالية، فقد استهدفت دراسة (Zúñiga, et al. (2020) تحليل أثر جودة التقارير المتكاملة على سيولة الأوراق المالية لمنشآت الأعمال بأسواق المال، ودقة تنبؤات المحللين الماليين. هذا، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين جودة التقارير المتكاملة، وسيولة الأوراق المالية الخاصة بمنشآت عينة الدراسة بأسواق المال.

وفي ضوء العرض السابق لأبرز الأدلة العملية التي ساقها الباحثون في سياق أثر بيئة المعلومات المحيطة بالمنشأة على سيولة الأوراق المالية بأسواق المال، فقد توصل الباحث إلى مجموعة من الرؤى والاستنتاجات القيمة في هذا السياق، وذلك على النحو التالي:

- ◆ تبين للباحث أن غالبية الدراسات السابقة في هذا السياق، قد تناولت بصورة عامة أثر الإفصاحات الصادرة عن منشآت الأعمال – إلزامية أو اختيارية/ مالية وغير مالية - على سيولة أوراقها المالية، إلا أن البحث في ميدان أثر الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال على سيولة أوراقها المالية قد اتسم بالندرة النسبية، حيث لم تتناول أي من الدراسات السابقة – في حدود ما توصل إليه الباحث - العلاقة السابقة، فيما عدا دراسة (Zúñiga, et al. (2020)، والتي استهدفت تحليل أثر جودة الإفصاح عن أبعاد أداء استدامة منشآت الأعمال ضمن تقاريرها المتكاملة على سيولة أوراقها المالية في بورصة جوهانسبرج، والتي يعد فيها تقديم التقارير المتكاملة إلزامياً. ولعل ندرة الدراسات السابقة في مجال تحليل أثر الإفصاح عن أبعاد أداء استدامة منشآت الأعمال مجتمعة، على سيولة أوراقها المالية، في بيئات أعمال لا تزال فيها تلك الإفصاحات قيد الطوعية والاختيار، تمثل دافعاً بحثياً لاستكشاف هذا الميدان البحثي، في محاولة لاستخلاص أدلة عملية قيمة في هذا السياق.
- ◆ علاوة على ما سبق، فقد أظهر التحليل السابق تعارض وعدم اتساق الأدلة العملية التي ساقها الباحثون لتفسير العلاقة المحتملة بين الإفصاحات الصادرة عن منشآت الأعمال وسيولة أوراقها المالية. ففي الوقت الذي توصل فيه معظم الباحثين إلى أدلة عملية تشير إلى الأثر الإيجابي الذي يحققه تحسن جودة بيئة المعلومات على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها، وتكلفة الاختيار العكسي، ومن ثم على سيولة أوراقها المالية (e.g. Ajina, et al., 2015; Barth, et al., 2017; Dayanandan, et al., 2017; Fernando, et al., 2018; Zúñiga, et al., 2020)، توصل باحثون آخرون إلى نتائج متعارضة. حيث أشار Cheng, et al., (2006) مثلاً، إلى وجود أدلة عملية تشير إلى أن تعزيز مستويات الإفصاح الاختياري يساهم في تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بالمنشأة، إلا أنه يؤثر سلباً على حجم عمليات التداول التي تتم على أوراقها المالية بما ينعكس سلباً على سيولتها. واتساقاً

مع النتيجة السابقة، فقد توصل باحثون آخرون إلى أن الإفصاحات العامة الصادرة عن المنشأة Public information لا تؤثر على مقدار السيولة التي تتمتع به أوراقها المالية في أسواق المال، في حين أظهرت الأدلة العملية وجود تأثير إيجابي للمعلومات الخاصة Private information على سيولة الأوراق المالية لمنشآت الأعمال بأسواق المال (Loukil & Yousfi, 2012). هذا، وقد تبين أن القاسم المشترك بين الأدلة العملية المتعارضة التي ساقتها الدراسات السابقة، يتمثل في أنهما قد أجريتا على عينة من منشآت الأعمال المنتهية إلى أسواق ناشئة، وهي بورصة سنغافورة، وبورصة تونس لتداول الأوراق المالية.

- ◆ ولعل الأدلة العملية التي ساقتها الدراسات السابقة، تبين أن سلوكيات المستثمرين وقرارات التداول الخاصة بهم داخل الأسواق الناشئة، قد تختلف بصورة جوهرية عما هو عليه الحال في الأسواق المتقدمة، وأن تلك السلوكيات قد لا تتبع نهجاً علمياً منطقياً، وإنما قد تتأثر بعوامل أخرى نفسية أو سلوكية أو ثقافية أو مجتمعية، وما إلى ذلك من العوامل.
- ◆ هذا، ويمكن القول بأن تعارض وعدم اتساق النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة في مجال أثر بيئة المعلومات المحيطة بالمنشأة على سيولة أوراقها المالية في أسواق المال، قد مثل دافعاً بحثياً آخر لاستكشاف تلك العلاقة، ومحاولة استخلاص أدلة عملية تساهم في تقديم رؤى واضحة للتغلب على هذا التعارض القائم.

في ضوء ما سبق، واتساقاً مع النظريات التي يمكن الاعتماد عليها لتفسير طبيعة العلاقة المحتملة بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال وسيولة أوراقها المالية، يتنبأ الباحث بأن الإفصاح الاختياري عن أبعاد أداء استدامة منشآت الأعمال، يمكن أن يؤثر على سيولة الأوراق المالية لمنشآت الأعمال المدرجة بأسواق المال في اتجاهين:

الاتجاه الأول: واتساقاً مع نظرية الوكالة، يتوقع الباحث أن تستخدم إدارات منشآت الأعمال الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة، كوسيلة للتخفيف من وطأة مشاكل وتكاليف الوكالة المحيطة بها، عبر تعزيز جودة بيئة المعلومات الخاصة بمنشآت الأعمال، وتدعيم مقدار الشفافية والمصادقية التي تلتزم بها تجاه المستثمرين والأطراف المختلفة أصحاب المصالح، بما يلبي احتياجاتهم المتزايدة من المعلومات الخاصة بأداء المنشأة على الأصعدة المختلفة، ويساهم في تخفيف وطأة حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بالمنشأة والقائمة بين الأطراف الداخلية الأكثر قدرة على الوصول إلى المعلومات Informed parties والأطراف الخارجية الأقل قدرة على الوصول إلى المعلومات Uninformed parties، الأمر الذي يساهم في تخفيض تكلفة الاختيار العكسي، ويساهم في نهاية المطاف في تدعيم سيولة أوراقها المالية في أسواق المال.

أما الاتجاه الثاني: وانطلاقاً من نظريات الإشارة والمشروعية وتكاليف السمعة وأصحاب المصالح، يتوقع الباحث أن تستخدم إدارات منشآت الأعمال الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة، كإشارة لتوضيح مدى التزامها بأبعاد أداء الاستدامة، وحرصها على الحفاظ على المشروعية المجتمعية المكتسبة، وسعيها نحو تحقيق القيمة المضافة المستدامة لكافة الأطراف المختلفة أصحاب المصالح، وليس فقط المساهمين. في ضوء ما سبق، يتنبأ الباحث بأن تعزيز مستويات الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة، من شأنه أن يساهم في دعم سمعة المنشأة، وتحسين صورتها الذهنية لدى المستثمرين والأطراف المختلفة أصحاب المصالح، وهو ما يتوقع أن ينعكس بصورة إيجابية على تحقيق الرواج المأمول للأوراق المالية الخاصة بالمنشأة في أسواق المال، ومن ثم يساهم في زيادة الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية لتلك المنشآت، ويجذب انتباه المستثمرين الأجانب والمستثمرين

المؤسسين المهتمين بمفهوم الاستثمار المسؤول Responsible investment بصورة خاصة إليها، بما يؤدي في نهاية المطاف إلى تدعيم سيولتها في أسواق المال.

وعليه، فإنه يمكن للباحث اشتقاق فرض البحث على النحو التالي:

هناك علاقة إيجابية معنوية بين إفصاح منشآت الأعمال عن أبعاد الاستدامة، وسيولة أوراقها المالية في أسواق المال.

الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال:

مفهوم الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال:

تعددت المفاهيم التي تمت صياغتها لوصف ممارسة الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال. فها هو ذا المجلس العالمي للتنمية المستدامة World Business Council for Sustainable Development (WBCSD) يصف ممارسة الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال بأنها "قيام منشآت الأعمال بإصدار تقارير علنية، لتزويد الأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بها بمعلومات عن الانعكاسات الاقتصادية والاجتماعية والبيئية لما تمارسه من أنشطة" (WBCSD, 2003).

من جانبها، فقد عرفت المبادرة العالمية للتقرير GRI ممارسة الإفصاح عن أبعاد الاستدامة بأنها "العرض المتوازن للانعكاسات الاقتصادية والبيئية والاجتماعية الناتجة عن مزاوله منشآت الأعمال لأنشطتها، سواء كانت إيجابية أم سلبية" (GRI, 2006). وفي سياق متصل، فقد أشار James (2013) إلى تقارير الاستدامة الصادرة عن منشآت الأعمال بأنها "تقارير للإفصاح عن الآثار البيئية والاجتماعية الملازمة لممارسة المنشأة لأنشطتها التشغيلية، واستهلاكها للموارد المتاحة لديها".

ومؤخراً، فقد أشارت البردوني (٢٠١٨) إلى أن الإفصاح عن أبعاد الاستدامة هو "أسلوب لعرض ممارسات المنشأة الخاصة بتحقيق الأهداف البيئية والاجتماعية والاقتصادية للمساهمين والأطراف أصحاب المصالح، بما يؤدي إلى دعم أو أضرار العلاقات القائمة فيما بينهم، وهو ما يدعم قدرة المنشأة على تحقيق غاية البقاء والاستمرار على المدى البعيد".

في ضوء العرض السابق، يرى الباحث إمكانية وصف ممارسة الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال بأنها "وسيلة للقياس والعرض المحايد، وتوصيل المعلومات الخاصة بالانعكاسات الاقتصادية والبيئية والاجتماعية لما تمارسه منشآت الأعمال من أنشطة، للأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بها، بما يدعم مقدار ما تتمتع به من شفافية، ويساهم في تحقيق قيمة مضافة مستدامة لها".

الدوافع والقوى المحركة للإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال:

لا يزال الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال يعد ممارسة تنظيمية اختيارية، تبادر بعض إدارات منشآت الأعمال إلى تبنيها، بينما يعزف البعض الآخر عن تبني تلك الممارسة، وهو ما يثير التساؤلات حول الدوافع والقوى المحركة التي قد تدفع إدارات منشآت الأعمال إلى المبادرة بالإفصاح طوعية عن أبعاد أدائها المستدام، أخذاً في الاعتبار التكاليف التي ستكبدها، في سبيل تقديم تلك الإفصاحات للأطراف أصحاب المصالح.

في هذا السياق، قسم Solomon and Lewis (2002) دوافع تقديم إفصاحات الاستدامة المؤسسية بصورة اختيارية إلى مجموعات رئيسية أربع، ألا وهي: الدوافع الاجتماعية: وتتمثل في الرغبة في إظهار مدى الالتزام بمسؤولية المنشأة الاجتماعية تجاه الأطراف أصحاب المصالح، وتدعيم علاقاتها معهم، بما يساهم في دعم قيمة المنشأة وسمعتها، وتعزيز صورتها الذهنية؛ الدوافع السوقية:

وتتمثل في الرغبة في دعم القيمة السوقية للمنشأة، وتحسين الأداء السوقي لأوراقها المالية، ودعم مركزها التنافسي في السوق مقارنة بنظيراتها؛ الدوافع السياسية: وتتمثل في الرغبة في تخفيف حدة الضغوط السياسية والتنظيمية التي قد تتعرض لها المنشأة، وتخفيض احتمالات تعرضها لعمليات الفحص والرقابة الدقيقة، التي قد تؤدي إلى تكبدها تكاليف باهظة؛ والدوافع الأخلاقية: التي تتمثل في الرغبة في التأكيد على مدى إيمان المنشأة واعتناقها مبدأ المساءلة *Accountability*، ونهوضها بمسؤوليتها الاجتماعية والبيئية والأخلاقية، تجاه كافة الأطراف المسؤولة أمامهم.

هذا، وقد أضاف شرف (٢٠١٥) إلى الدوافع السابقة، الدوافع التشريعية والقانونية، وحق المساهمين في الحصول على المعلومات الخاصة بأداء الاستدامة. كما أضاف عبد الحليم (٢٠١٨) إلى الدوافع السابقة، الدوافع النابعة من ضغوط الأطراف أصحاب المصالح.

وبناء على العرض السابق، يرى الباحث أن كافة الدوافع والقوى المحركة التي ساققتها الدراسات السابقة لممارسة الإفصاح الاختياري عن أبعاد التنمية المؤسسية المستدامة، يمكن أن تنسب إلى ثلاث مجموعات رئيسية، كما يوضحها الشكل التالي:



شكل رقم (١): دوافع الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال
المصدر: إعداد الباحث

التوجهات والمعايير والأطر الإرشادية الصادرة عالمياً لتنظيم الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال:

في إطار الاهتمام العالمي المتزايد بقضية التنمية المستدامة على الصعيد المؤسسي، فقد أطلقت العديد من المبادرات العالمية التي استهدفت صياغة مجموعة من المعايير والتوجهات والأطر الإرشادية ذات الصلة بالإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، بهدف دعم وتعزيز قدرة منشآت الأعمال في القطاعات الصناعية المختلفة على تقديم معلومات استدامة بمستويات جودة مرتفعة للمستخدمين، وفيما يلي عرض موجز لأبرز تلك الجهود.

الإطار الإرشادي الصادر عن المبادرة العالمية للتقرير (GRI): Global Reporting Initiative

في عام ٢٠٠٠، تم إطلاق الإصدار الأول للإطار الإرشادي الصادر عن المبادرة العالمية للتقرير بتوجيه ودعم من برنامج الأمم المتحدة للبيئة United Nations Environmental Program (UNEP). وقد ركز هذا الإصدار على عنصر الشفافية والمساءلة عن الانعكاسات الاقتصادية والبيئية والاجتماعية لما تمارسه المنشأة من أنشطة، على الأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بها (Christofi, et al., 2012, p. 166). وفي عام ٢٠٠٢، أُطلق الإصدار الثاني لهذا الإطار في مؤتمر قمة الأرض الذي عقد بجوهانسبرج بجنوب أفريقيا. وفي عام ٢٠٠٦ أُطلق الإصدار الثالث G3، والذي تم تنقيحه بعد ذلك عام ٢٠١١ بإطلاق الإصدار الثالث المعدل G3.1. خلال الإصدار الثالث المعدل، كان التركيز منصباً على الاستراتيجية المؤسسية الموجهة بإشراك طائفة أكثر اتساعاً من الأطراف أصحاب المصالح، وتعزيز مبدأ الشفافية الذي تسعى منشآت الأعمال إلى تحقيقه، وتأسيس مفهوم التقرير عن أبعاد الاستدامة ضمن استراتيجيات منشآت الأعمال (Siew, 2015, p. 182).

وفي عام ٢٠١٣، أُطلق الإصدار الرابع والأخير لهذا الإطار الإرشادي G.4. حيث تضمن هذا الإصدار تغييرات متعددة على الجوانب الرئيسية لإفصاحات الاستدامة المؤسسية التي تضمنتها الإصدارات السابقة، كممارسات مكافحة الفساد، وانبعاثات الغازات المسببة لظاهرة الاحتباس الحراري. هذا، وتجدر الإشارة إلى أن الإطار الإرشادي الصادر عن المبادرة العالمية للتقرير، بما تضمنه من مبادئ وتوجيهات لإرشاد منشآت الأعمال نحو القضايا الرئيسية ذات الصلة بإفصاحات الاستدامة التي تسعى إلى تقديمها، لا يعد إطاراً ملزماً، وإنما يقدم فقط توجيهات اختيارية لمنشآت الأعمال التي ترغب في تبني تلك الممارسة (Adams & Narayanan, 2007, p. 75). وفي عام ٢٠١٦، أصدر المجلس العالمي لمعايير الاستدامة، معايير إعداد تقارير الاستدامة، والتي حلت محل الإصدار الرابع للإطار الإرشادي الصادر عن المبادرة العالمية للتقرير، وقد أصبح العمل بهذه المعايير نافذاً اعتباراً من الأول من يناير من عام ٢٠١٨.

التوجيهات الصادرة عن الميثاق العالمي للأمم المتحدة The United Nations Global Compact's (UNGC) guidelines

في مايو من عام ٢٠١٠، أطلقت الأمم المتحدة مبادرة عرفت بمبادرة الميثاق العالمي للأمم المتحدة، ووجت خلالها عشرة مبادئ رئيسية تغطي البعدين البيئي والاجتماعي للاستدامة المؤسسية، منبثقة عن أربع مجموعات رئيسية، وهي: حقوق الإنسان، والممارسات العمالية، والبيئة، وممارسات مكافحة الفساد. وقد استهدفت تلك المبادرة تشجيع منشآت الأعمال على دعم وتأسيس وتبني تلك المبادئ الرئيسية، في كل ما تمارسه من تأثيرات مختلفة على المجتمع والبيئة المحيطة (UNGC, 2011).

التوجيهات الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة عن التنمية المستدامة Sustainability Accounting Standard Board (SASB)

تأسس مجلس معايير المحاسبة عن التنمية المستدامة في الولايات المتحدة الأمريكية عام ٢٠١٢، بهدف وضع إطار مقبول لمعايير المحاسبة عن أبعاد التنمية المؤسسية المستدامة، التي تمكن منشآت الأعمال من تقييم أدائها على الأصعدة المختلفة للتنمية المستدامة، وتقييم الفرص والمخاطر التي تواجهها حيال سعيها نحو تحقيق غاية الاستدامة، والإفصاح عن انعكاسات أدائها على الأصعدة الاقتصادية والبيئية والاجتماعية للتنمية المستدامة، للأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بها (SASB, 2013).

هذا، ويقدم مجلس معايير المحاسبة عن التنمية المستدامة مجموعة من التوجيهات والإرشادات التي تنظم كيفية إفصاح منشآت الأعمال عن أبعاد أدائها المستدام. تنقسم تلك التوجيهات في كل قطاع صناعي إلى قسمين رئيسيين؛ يعرض القسم الأول: توصيفاً مختصراً للقطاع الصناعي ذي الصلة، والموضوعات الجوهرية المتعلقة بأداء استدامة منشآت الأعمال المنتمية إلى هذا القطاع الصناعي، التي يوصي المجلس بالإفصاح عنها. أما القسم الثاني: فيعرض مؤشرات أداء الاستدامة التي يوصي مجلس معايير المحاسبة عن التنمية المستدامة بالإفصاح عنها، والتي تشمل مؤشرات الأداء الاقتصادي والانعكاسات البيئية والاجتماعية لما تمارسه منشآت الأعمال من أنشطة على الأصعدة المختلفة (Schooley & English, 2015, pp: 24-25).

معيير الأيزو للمسؤولية الاجتماعية (ISO (26.000

أطلق هذا المعيار من جانب المنظمة العالمية لوضع المعايير The International Organization for Standardization (ISO) في عام ٢٠١٠ بهدف تحديد مجالات وأبعاد المسؤولية الاجتماعية لمنشآت الأعمال، وتشجيعها على النهوض بمسؤولياتها الاجتماعية تجاه كافة الأطراف التي تعد منشآت الأعمال مسؤولة أمامهم، والتخلي بقدر رفيع من الشفافية والمصادقية حيال ممارسات المسؤولية الاجتماعية المطبقة بها، والانعكاسات المجتمعية لما تمارسه من أنشطة (Hřebíček, et al., 2014, p. 160).

هذا، وقد حدد المعيار مجموعة من الإجراءات والتدابير التي يجب على منشآت الأعمال تبنيها لدمج مفهوم المسؤولية الاجتماعية ضمن استراتيجياتها وثقافتها التنظيمية، وقد شملت تلك الإجراءات ما يلي (ISO, 2010):

- ◆ تحديد أبعاد المسؤولية الاجتماعية ذات الصلة بالمنشأة وأدائها.
- ◆ الإفصاح بوضوح عن كافة السياسات والأنشطة ذات الصلة بالمسؤولية الاجتماعية للمنشأة.
- ◆ التحلي بمبدأ المسائلة، والإجابة عن تساؤلات كافة الأطراف أصحاب المصالح الذين يتأثرون بأنشطة المنشأة.
- ◆ احترام التشريعات والقوانين المحلية والدولية المتعارف عليها، وعدم ارتكاب أية أفعال أو تصرفات تؤدي إلى انتهاكها.
- ◆ احترام الحقوق المكفولة عالمياً بمقتضى الإعلان العالمي لحقوق الإنسان.

ويعتقد الباحث أن ما ينقص الجهود السابقة حتى تكال بالنجاح، وتحقيق الغاية المنشودة منها، هو إضفاء الصبغة المعيارية عليها، واتخاذها طابعاً رسمياً، سواء تم ذلك عبر موامة العمل بين المبادرات السابقة والمجالس العالمية المسؤولة عن تنظيم الإفصاحات الصادرة عن منشآت الأعمال، أو من خلال قيام الجهات التي تتولى تنظيم الأسواق المالية، بنشر صيغ معيارية منظمة لإفصاحات الاستدامة التي تبادر منشآت الأعمال إلى تقديمها للمستخدمين. وعليه، فيمكن القول بأن الافتقار إلى خاصية المعيارية، سيجعل التوجيهات السابقة غير قادرة على تحقيق خصائص الملاءمة والاتساق والقابلية للمقارنة، فيما يصدر عن منشآت الأعمال من إفصاحات في سياق الاستدامة، وهو ما قد يؤثر سلباً على مدى جدوى وفعالية تلك الإفصاحات، وملاءمتها لاحتياجات الأطراف أصحاب المصالح، وعمليات صنع القرار المبني عليها.

سيولة الأوراق المالية:

مفهوم سيولة الأوراق المالية:

ظهر التعريف الأول لمفهوم سيولة الأوراق المالية في أدبيات التمويل على يد Keynes (1930)، والذي أشار إلى الأصل المالي المتمتع بخاصية السيولة بأنه "ذلك الأصل الذي يتم تداوله خلال فترة زمنية (تستغرق عملية التداول فترة زمنية قصيرة)، وبدون تكبد خسائر". وخلال عرضهما لخصائص السوق المالية النشطة، فقد أشار Reilly & Brown (2012) إلى أن سيولة الورقة المالية تعني "القدرة على بيع أو شراء الورقة المالية بسرعة وبسعر محدد معروف سلفاً". في سياق متصل، أشار Switzer & Picard (2016) إلى أن سيولة الأوراق المالية تعني "القدرة على تداول الورقة المالية ببيعاً وشراءً دون التأثير الجوهرى على أسعار تداولها في السوق المالية". ومؤخراً، فقد أشار Corelli (2019) إلى أن سيولة الأوراق المالية تعني "قدرة المستثمرين على تداول كميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة بأسواق المال، بأسعار تداول مقارنة للأسعار السوقية المعلنة لتلك الأوراق المالية، وذلك على مدار فترة زمنية طويلة نسبياً، ودون أن تؤثر عمليات التداول تلك بصورة جوهرية على أسعار تداول الأوراق المالية في السوق".

في ضوء العرض السابق، يقترح الباحث تعريف خاصية سيولة الأوراق المالية بأنها "قدرة المستثمرين على تداول الورقة المالية، بكميات مختلفة، بسرعة وسهولة، دون أن يلحق ذلك أية تأثيرات جوهرية على سعر تداولها في السوق المالية، بافتراض عدم وقوع أية أحداث تستوجب هذا التغيير".

أبعاد سيولة الأوراق المالية:

في محاولتهم لتحديد معالم خاصية سيولة الأوراق المالية، وتصميم المقاييس الملائمة لتقدير مدى تمتع الأوراق المالية المتداولة في أسواق المال بالسيولة، فقد سعى الباحثون إلى تحديد أبرز السمات أو الخصائص المميزة للأوراق المالية المتسمة بالسيولة. وفي هذا السياق، فقد أشار الباحثون إلى أن أبرز أبعاد سيولة الأوراق المالية تتلخص فيما يلي (e.g. Reilly & Brown, 2012; Ajina, et al., 2015; Kumar & Misra, 2015; El Kalak, et al., 2017; Ali, et al., 2017; Ali, et al., 2018; Corelli, 2019; An, et al., 2019):

البعد الأول: خاصية الاتساع The Width/ The Breadth:

يقصد بخاصية الاتساع: وجود عدد كبير من الأوامر السوقية لبيع أو شراء الورقة المالية موضع التداول، بما يحقق استقراراً نسبياً في سعر تداولها في السوق، ويقلل مخاطر تعرض متداولي الورقة المالية للخسائر الرأسمالية التي قد تواجههم نتيجة صعوبة تسويق الورقة المالية عند الرغبة في التخلص منها في أي وقت.

البعد الثاني: خاصية العمق The Depth:

تقتضي خاصية العمق تقتضي وجود أوامر سوقية لبيع أو شراء الورقة المالية المتاحة للتداول في السوق المالية بصفة مستمرة. وبسبب وجود هذا القدر المستمر من الأوامر السوقية، يكون حجم التعامل عليها نشطاً، وهو ما ينعكس إيجاباً على أسعار تداول الأوراق المالية المتاحة للتداول في السوق المالية، عند حدوث خلل في قوى العرض والطلب عليها. بعبارة أخرى، فإن وجود تعامل نشط على الورقة المالية المتاحة للتداول في السوق المالية، يجعل أثر أي خلل يحدث في قوى العرض والطلب على الورقة المالية في السوق، على سعر تداول الورقة المالية ضئيلاً (هندي، ٢٠٠٦، El Kalak, et al. 2017).

البعد الثالث: خاصية الفورية The Immediacy:

يشار إلى خاصية الفورية بأنها: القدرة على إتمام عملية تداول كمية محددة من الأوراق المالية المتاحة للتداول، في أسرع وقت ممكن، وبنفس تكلفة التداول. فكلما زادت قدرة المستثمرين في السوق المالية على إتمام عمليات التداول المطلوبة بالبيع أو الشراء، بشكل فوري، دون أن يؤثر ذلك على تكلفة التداول، وسعر الورقة المالية في السوق، كلما ازداد إقبال المستثمرين على تداول الورقة المالية، بما يعزز من سيولتها، والعكس صحيح.

البعد الرابع: خاصية المرونة The Resiliency:

يشار إلى خاصية المرونة بأنها: قدرة الورقة المالية على العودة سريعاً إلى المستويات السعرية السائدة سابقاً، إبان التغيرات المفاجئة التي طرأت عليها، جراء تدفق مجموعة غير متوازنة من الأوامر السوقية الصادرة على الورقة المالية من قبل مجموعة من المستثمرين ذوي الدراية والمعرفة المحدودة Uninformed traders. وفي هذا الصدد، تجدر الإشارة إلى أن أي خلل محتمل في قوى العرض والطلب على الورقة المالية موضع التداول، من شأنه أن يؤثر على سعر تداولها في السوق المالية، خصوصاً عندما يحدث هذا الخلل بصورة مفاجئة وغير متوقعة، بالشكل الذي يمثل صدمة سعرية لأسعار تداول تلك الورقة المالية في السوق. في مثل تلك الظروف، كلما ارتفعت مرونة الورقة المالية، كلما ازدادت قدرتها على امتصاص الآثار السعرية المفاجئة التي طرأت عليها نتيجة هذا الخلل المفاجئ، وتمكنت من العودة سريعاً إلى المستويات السائدة قبل حدوث هذا الخلل.

المقاييس المستخدمة لتقدير سيولة الأوراق المالية:

الفجوة السعرية بين أفضل أسعار البيع والشراء Bid/Ask spread:

يستهدف هذا المقياس تقدير الفجوة السعرية القائمة بين أفضل سعر لطلب الورقة المالية Ask Price - والذي يمثل أدنى سعر يقبله البائع التنازل به عن الورقة المالية التي يملكها للمشتري - وأفضل سعر لعرض الورقة المالية Bid Price - والذي يمثل أعلى سعر يستعد المشتري لدفعه للبائع نظير الحصول على الورقة المالية - (e.g. Elshandidy & Neri, 2015; Kumar & Misra, 2015; Lee & Chung, 2018; Leirvik, et. al., 2017)

هذا، ويتم تقدير الفجوة السعرية القائمة بين أفضل سعر لطلب الورقة المالية وأفضل سعر لعرض الورقة المالية بالمعادلة التالية:

$$\text{Quoted Bid/Ask Spread} = \frac{\text{Ask Price} - \text{Bid Price}}{\frac{\text{Ask Price} + \text{Bid Price}}{2}}$$

حيث:

Ask price: يمثل أفضل سعر لطلب الورقة المالية، وهو أقل سعر يقبل به البائع.

Bid price: يمثل أفضل سعر لعرض الورقة المالية، وهو أعلى سعر قد يدفعه المشتري لشراء الورقة المالية.

معدل العائد اليومي الصفري Zero-return illiquidity ratio:

صمم (Lesmond et al. (1999) هذا المؤشر لتقدير تكاليف إتمام عمليات التداول على الورقة المالية، بهدف تقدير مدى السيولة التي تتمتع بها داخل أسواق المال. يقوم هذا المؤشر على مبدأ رئيسي

مفاده أن معدل العائد اليومي الصفري، يتحقق عندما تكون العوائد المتوقعة على الورقة المالية Expected returns أقل من/أو تساوي تكلفة إتمام عملية التداول على الورقة المالية. وعليه، فإنه متى ما زادت تكاليف إتمام عمليات التداول على الورقة المالية، زاد احتمال تحقق العائد الصفري. وبالطبع، فإنه كلما ارتفعت تكاليف إتمام عمليات التداول على الورقة المالية، كلما ازداد عزوف المستثمرين عن الإقبال على تداولها بالبيع أو الشراء، لما قد يستتبع ذلك من خسائر فادحة بسبب عدم القدرة على تحقيق عوائد توازي حجم تكاليف التداول التي تكبدها المستثمر، الأمر الذي يضعف من سيولة الورقة المالية داخل السوق، والعكس صحيح. هذا، ويتم تقدير المؤشر السابق وفقاً للمعادلة التالية (El Kalak, et al., 2017, p. 1388):

$$\text{Zero-return illiquidity ratio} = \frac{\text{Zero return}}{T}$$

حيث:

Zero return: يعبر عن عدد أيام التداول التي كان العائد اليومي للورقة المالية بها صفراً.

T: يعبر عن عدد أيام التداول الفعلية على الورقة المالية خلال الفترة موضع القياس.

حجم التداول Trading Volume:

من منظور التوزيع غير المتماثل للمعلومات بين فئات المستثمرين المختلفة، فقد استخدم بعض الباحثين أحجام التداول التي تتم على الورقة المالية موضع التداول داخل السوق المالية، كمقياس لتقدير مقدار السيولة التي تتمتع بها الورقة المالية. يستند هذا المقياس إلى مبدأ رئيسي مفاده أنه في حالة تباين مستويات المعرفة المتوافرة لدى فئات المستثمرين المختلفة داخل السوق المالية، بسبب التوزيع غير المتماثل للمعلومات، تزداد احتمالية تكبد المستثمرين ذوي مستويات المعرفة والدراية المنخفضة خسائر رأسمالية في حالة تعاملهم مع الأطراف الأكثر دراية ومعرفة، وهو ما قد يؤدي إلى انخفاض إقبالهم على تداول الورقة المالية موضع التداول، أو انسحابهم نهائياً من السوق. هذا، ويلاحظ أن المعطيات السابقة قد تؤثر سلباً على حجم عمليات التداول التي تتم على الورقة المالية، ومن ثم على مقدار السيولة التي تتمتع بها داخل السوق المالية، وسهولة تسويقها (e.g. Chung, et al., 2012; Karmani, et al., 2012).

معدل دوران الورقة المالية Turnover ratio:

استخدم بعض الباحثين معدل دوران الورقة المالية كمقياس لتقدير مستوى السيولة الذي تتمتع به الورقة المالية داخل السوق، وذلك عبر تقدير معدل فترات الاحتفاظ بالورقة المالية Holding period (e.g. Atkins & Dyl, 1997; Ali, et al., 2017; El Kalak, et al., 2017). هذا، ويتم تقدير معدل دوران الورقة المالية وفقاً للمعادلة التالية:

$$\text{Turnover ratio} = \frac{\text{Trading volume}}{\text{Outstanding shares}}$$

حيث:

Turnover ratio: معدل دوران الورقة المالية.

Trading volume: حجم التداول على الورقة المالية خلال الفترة موضع القياس.

Outstanding shares: عدد الأوراق المالية القائمة في تاريخ القياس.

وعليه، فإنه كلما انخفض معدل دوران الورقة المالية، كلما دل ذلك على طول فترة احتفاظ المستثمرين بالورقة المالية، وكلما ارتفع معدل دوران الورقة المالية، كلما دل ذلك على قصر فترة الاحتفاظ بالورقة المالية، وهو ما يشير إلى وجود علاقة طردية بين معدل دوران الورقة المالية ومقدار السيولة التي تتمتع بها.

مقياس تدهور السيولة Amihud illiquidity measure:

صمم (Amihud 2002) مقياساً لتقدير خطر تدهور سيولة الورقة المالية داخل أسواق المال، يعتمد على نسبة العائد اليومي للورقة المالية إلى قيمة حجم التداول اليومي عليها. يبين هذا المقياس إلى أي مدى يمكن أن يتغير سعر الورقة المالية عندما يتغير حجم التداول عليها بمقدار دولارٍ واحدٍ. ووفقاً لهذا المقياس، يتم تقدير خطر تدهور السيولة بالمعادلة التالية:

$$Amihud\ ILLIQ = \frac{|Daily\ Return_d|}{Trading\ Volume_d} * 10^6$$

حيث:

Amihud illiquidity: مؤشر تدهور سيولة الورقة المالية.

Daily Return: العائد اليومي للورقة المالية.

Trading volume: حجم التداول اليومي على الورقة المالية بالدولار.

في ضوء ما سبق، فإنه كلما ارتفع مؤشر تدهور السيولة، كلما دل ذلك على تأثر سعر الورقة المالية وعوائدها بتغير حجم التداول الذي يتم على الورقة المالية، وهو ما يعد مؤشراً على ضعف مرونة الورقة المالية؛ وتدهور سيولتها في السوق المالية، والعكس صحيح.

العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة وسيولة الأوراق المالية:

على الرغم من اتسام البحث في ميدان العلاقة المتوقعة بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال وسيولة أوراقها المالية في أسواق المال بالندرة النسبية، فقد تناولت بعض الدراسات السابقة بالتحليل طبيعة العلاقة القائمة بين ما تقدمه المنشأة من إفصاحات للأطراف الفاعلة في أسواق المال بصورة عامة، وسيولة أوراقها المالية، من منظور التأثير المحتمل على حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين فئات المستثمرين المختلفة الفاعلة في السوق المالية (Leuz & Wysocki, 2016, p. 527).

فاتساقاً مع نظرية الوكالة، قد تنشأ بعض الدوافع الانتهازية لدى إدارة المنشأة - الطرف الوكيل - لتوزيع المعلومات المتاحة عن المنشأة بصورة غير متماثلة، تستهدف خلالها تعظيم قدرة أطراف بعينها على تحقيق منافع خاصة وقيم مضافة، من خلال ما تملكه من معلومات قيّمة بقدر أكبر، بما يساعدها على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة المتعلقة بالاستراتيجية المثلى لتخصيص استثماراتهم، وحجب بعض تلك المعلومات عن أطراف أخرى، للحد من قدرتهم على تحقيق ذات القيم المضافة السابق الإشارة إليها.

وعن طبيعة الدور الذي تلعبه إفصاحات المنشأة في التعامل مع حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بالمنشأة، وسيولة أوراقها المالية، فقد أشار الباحثون خلال الدراسات السابقة إلى أن توسيع

نطاق وجوده ما تقدمه منشآت الأعمال من إفصاحات، يساهم في تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بالمنشأة، وهو ما يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للمنشأة، عبر الحد من احتمالات الاختيار العكسي المصاحبة لارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بالمنشأة، وتخفيض تكاليف المتابعة التي يتحملها المستثمرون *Investors' monitoring cost*، وتحقيق مبدأ تكافؤ الفرص بين كافة فئات المستثمرين، من خلال تحقيق التوزيع العادل المتماثل للمعلومات، وهو ما يؤدي بالتبعية إلى تحقيق الرواج والسيولة المأمولة للأوراق المالية الخاصة بالمنشأة في أسواق المال (e.g. Verrecchia, 2001; Beyer, et al. 2010; Abad, et al., 2018).

واتساقاً مع الافتراض النظري السابق، فقد توصل بعض الباحثين إلى وجود علاقة إيجابية بين مستوى جودة الإفصاحات الاختيارية التي تقدمها منشآت الأعمال، وسيولة أوراقها المالية، من خلال التأثير الإيجابي على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بالمنشأة (e.g.; Brown & Hillegeist, 2007; Barth, et al., 2017; Kang, et al., 2019).

لذا، وفي ضوء المعطيات السابقة، يتنبأ الباحث بأن التأثير المحتمل أن تحدثه إفصاحات الاستدامة الاختيارية على سيولة الأوراق المالية الخاصة بمنشآت الأعمال في أسواق المال، يعزى إلى مبررين رئيسيين؛ الأول: أن تعزيز مستويات الإفصاح المقدمة للمستثمرين يؤدي إلى تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بينهم، بما يقلل من تكاليف الاختيار العكسي، ويساهم في تحقيق الرواج والانتشار للأوراق المالية الخاصة بالمنشأة في السوق المالية، وهو ما يعزز من سيولتها. أما المبرر الثاني: فيعزى إلى المنافع الإيجابية المتوقع أن يحققها الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة على أداء منشآت الأعمال وقيمتها وقدرتها على توليد التدفقات النقدية المتوقعة مستقبلاً، ولعل المنافع السابقة جنباً إلى جنب مع اعتبارات تحسن السمعة التي تتمتع بها منشآت الأعمال التي تقدم تلك الإفصاحات، يساهم في توسيع قاعدة المستثمرين الراغبين في تداول الأوراق المالية الخاصة بها في السوق المالية، بما يعزز من سيولة الأوراق المالية لمنشآت الأعمال تلك في السوق المالية، مقارنة بنظيراتها.

منهجية البحث:

عينة الدراسة والمدى الزمني لها ومصادر الحصول على البيانات:

شملت عينة الدراسة منشآت الأعمال المدرجة بمؤشر البورصة المصرية EGX-30، وتحديداً في ٢٠٢٠/٣/١، وذلك على مدار فترة زمنية تتراوح ما بين عامي ٢٠٠٨-٢٠١٩، والتي تبدأ السنة المالية بها في الأول من يناير، وتنتهي في الحادي والثلاثين من ديسمبر من كل عام. هذا، وقد قُدرت العينة المبدئية للدراسة بـ ٣٣٠ مشاهدة سنوية، وعقب استبعاد المشاهدات السنوية الخاصة بمنشآت الأعمال المنتمية إلى القطاع المصرفي^١، والمشاهدات السنوية لمنشآت الأعمال التي يختلف موعد بداية ونهاية السنة المالية الخاصة بها، عن الموعد المحدد لكافة مفردات عينة الدراسة، والمشاهدات السنوية التي لا يتوافر فيها البيانات المتاحة لتقدير مقاييس المتغيرات، فقد بلغت العينة النهائية للدراسة ١٩١ مشاهدة سنوية، وفيما يلي توصيف مختصر للمشاهدات السنوية الخاصة بمفردات عينة الدراسة.

^١ تم استبعاد منشآت الأعمال المنتمية إلى القطاع المصرفي، نظراً لاختلاف خصائص منشآت الأعمال المنتمية إلى هذا القطاع، عن منشآت الأعمال المنتمية إلى القطاعات الأخرى، حتى لا يؤثر ذلك سلباً على مدى دقة واتساق النتائج المستخلصة من الدراسة.

عدد المشاهدات السنوية	بيان
٣٣٠	العينة المبدئية
	يستبعد:
٣٣	المشاهدات السنوية لمنشآت الأعمال المنتمية إلى القطاع المصرفي.
٤٤	المشاهدات السنوية المستبعدة نتيجة لاختلاف السنة المالية.
٦٢	المشاهدات السنوية المستبعدة لعدم توافر البيانات المتاحة.
١٩١	العينة النهائية

جدول رقم (١): المشاهدات السنوية لمفردات عينة الدراسة
المصدر: إعداد الباحث

هذا، وقد تنوعت مصادر الحصول على البيانات اللازمة لغرض إجراء الدراسة التطبيقية، تبعاً لتنوع البيانات اللازمة لتقدير متغيرات الدراسة، وقد تمثلت مصادر الحصول على البيانات اللازمة في المصادر الآتية:

مصادر الحصول على البيانات	المتغيرات
التقارير المعدة والمنشورة بواسطة منشآت الأعمال بصورة اختيارية، والمودعة لدى البورصة المصرية، والمدرجة بقاعدة بيانات Thomson Reuters، إضافة إلى التقارير التي تعدها منشآت الأعمال وتشرها بصورة اختيارية للمستثمرين عبر مواقعها الإلكترونية على شبكة الإنترنت.	الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال.
تم الحصول على البيانات الخاصة بأسعار الأوراق المالية وعواندها وأحجام التداول عليها (بالكمية والقيمة)، من خلال قاعدة بيانات Thomson Reuters.	سيولة الأوراق المالية.
تم الحصول على التقارير المالية السنوية الخاصة بمنشآت الأعمال خلال المدى الزمني للدراسة من خلال قاعدة بيانات Thomson Reuters.	المتغيرات المالية.

جدول رقم (٢): مصادر الحصول على البيانات اللازمة لتقدير متغيرات الدراسة
المصدر: إعداد الباحث

نموذج اختبار فرض الدراسة ومتغيرات الدراسة وكيفية قياسها:

سيعاً نحو اختبار مدى صحة فرض الدراسة، فقد استخدم الباحث نموذج الانحدار الخطي المتعدد التالي:

$$STOCK.LIQ_{it+1} = \alpha + \beta_1 SUS_DISC_{it} + \sum_{j=1}^n \beta_j Controls_{it} + \epsilon_{it}$$

حيث:

STOCK.LIQ_{it+1}: سيولة الأوراق المالية للمنشأة (i) خلال السنة (t+1)، والذي تم قياسه بمقياس تدهور السيولة Amihud illiquidity measure، والذي يتم تقديره عن طريق نسبة مطلق

العوائد اليومية للورقة المالية خلال الفترة موضع القياس، إلى أحجام التداول اليومية على الورقة المالية مقاسةً بالجنيه المصري، على النحو التالي:

$$Amihud\ ILLIQ = \frac{Daily\ Return_d}{Trading\ Volume_d}$$

SUS_DISC_{it}: مستوى الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة المنشأة (i) خلال السنة (t)، والذي تم قياسه باستخدام مؤشر أعده الباحث لتقدير مستوى الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة، استعانةً بأبرز الأطر المرجعية والأدلة الإرشادية الصادرة عالمياً لتنظيم إفصاحات منشآت الأعمال عن أبعاد استدامتها، والذي تضمن أربعة أبعاد رئيسية لها نفس الوزن النسبي، ألا وهي: البعد الاقتصادي، البعد البيئي، البعد الاجتماعي، والبعد حوكمة الشركات^٢. هذا، وقد قام الباحث بتحليل معلومات الاستدامة التي قامت مفردات عينة الدراسة بالإفصاح عنها باستخدام أسلوب تحليل المحتوى Content Analysis لكافة وسائل التقرير الصادرة عن منشآت الأعمال، والتي شملت: التقارير السنوية، تقارير مجالس الإدارة، تقارير الإدارة التنفيذية، تقارير حوكمة الشركات، التقارير الاستثمارية، تقارير الاستدامة، التقارير المتكاملة، وتقارير المسؤولية البيئية والاجتماعية ومبادئ الحوكمة المطبقة ESG reports، ومن ثم تقدير الدرجة التي حصلت عليها كل منشأة على مستوى هذا المؤشر، على مقياس رقمي يتراوح ما بين (صفر - ٦٣).

في ضوء ما سبق، فقد تم منح منشآت الأعمال التي قدمت إفصاحات الاستدامة الدرجة (١) في حالة الإفصاح عن عناصر الإفصاح الموجودة بالمؤشر، وتم منحها الدرجة (صفر) في حالة عدم قيامها بالإفصاح عن عناصر الإفصاح الموجودة بالمؤشر. كما فضل الباحث عدم القيام بالترجيح النسبي لعناصر المؤشر الذي قام بإعداده، بهدف تقليل مساحة الحكم والتقدير الشخصي، والتخفيف من أثره على مدى ملاءمة واتساق نتائج الدراسة.

المتغيرات الرقابية: وتشمل:

Firm Size: حجم المنشأة، مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، وذلك بغرض فرض الرقابة والتحكم على الأثر الذي يمكن أن يحدثه حجم المنشأة على مدى تمتع أوراقها المالية بخاصية السيولة اتساقاً مع (Merton (1987); Amihud & Mendelson (1986).

ROA: معدل العائد على الأصول، مقاساً بنسبة صافي الربح بعد الضرائب إلى إجمالي الأصول، وذلك بغرض فرض الرقابة والتحكم على الأثر الذي يمكن أن يحدثه عامل الربحية على مدى تمتع الأوراق المالية الخاصة بمنشآت الأعمال في أسواق المال بخاصية السيولة، اتساقاً مع (Dayanandan, et al. (2017); Schoenfeld (2017).

Leverage: الرافعة المالية، مقاسةً بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية، وذلك بغرض فرض الرقابة والتحكم على الأثر الذي يمكن أن تحدثه درجة الرفع المالي بهيكل التمويل بمنشآت الأعمال، على مدى تمتع أوراقها المالية في أسواق المال بخاصية السيولة، اتساقاً مع (Dayanandan, et al. (2017).

Dividend paying: مدى قيام المنشأة بتوزيع الأرباح، وهو متغير وهمي Dummy variable، يتخذ أحد قيمتين: = ١ في حالة قيام المنشأة بتوزيع أرباح، = صفر: في غير ذلك، وذلك

^٢ أنظر الملحق رقم (١).

بغرض فرض الرقابة والتحكم على الأثر الذي يمكن أن تحدثه سياسة توزيع أو احتجاز الأرباح التي تعتقدها إدارة المنشأة، على مدى تمتع أوراقها المالية في أسواق المال بخاصية السيولة، اتساقاً مع Schoenfeld (2017).

MTB: نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية، وذلك بغرض فرض الرقابة والتحكم على الأثر الذي يمكن أن يحدثه التقييم السوقي للأوراق المالية لمنشآت الأعمال، على مدى تمتع أوراقها المالية بخاصية السيولة، اتساقاً مع Loukil & Yousfi (1992); Fama and French (1992); Dayanandan, et al. (2012); (2012).

Institutional ownership: عنصر الملكية المؤسسية، وهو متغير وهمي Dummy variable، يتخذ أحد قيمتين: = 1 في حالة وجود مستثمرين مؤسسيين بهيكل المساهمين الخاص بالمنشأة، = صفر: في غير ذلك، وذلك بغرض فرض الرقابة والتحكم على الأثر الذي يمكن أن يحدثه طبيعة هيكل المساهمين، على مدى تمتع الأوراق المالية الخاصة بمنشآت الأعمال في أسواق المال بخاصية السيولة، اتساقاً مع Baber, et al. (2012); Ding, et al., (2013).

ϵ : الخطأ العشوائي.

النتائج الإحصائية:

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

يوضح الجدول رقم (3) التالي بعض الإحصاءات الوصفية الخاصة بالمتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة والمتغيرات الرقابية لمفردات عينة الدراسة.

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Trading Volume	5.16	9.11	7.5740	.65573
Turnover ratio	.00	.60	.0655	.07731
Amihud illiquidity	.00000	.02881	.0006764	.00251891
SUS_DISQ	.048	.746	.29339	.144503
Firm size	8.33	10.98	9.9609	.57161
ROA	-.273	.818	.05637	.101017
Leverage	.000	.701	.21627	.185055
MTB	.232	7.632	1.66190	1.468040

جدول رقم (3): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المصدر: مخرجات برنامج التحليل الإحصائي SPSS

يظهر الجدول السابق أن المتوسط الحسابي لسيولة الأوراق المالية لمفردات عينة الدراسة قد بلغ (0,0006764) مقاساً بمؤشر تدهور السيولة Amihud illiquidity، كما أظهر التحليل الإحصائي تفاوتاً حاداً في موقف سيولة الأوراق المالية لمفردات عينة الدراسة، حيث تراوحت الحدود الدنيا والقصى لمؤشر تدهور السيولة ما بين (0,00000 / 0,02881).

وفيما يتعلق بمستوى الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، فقد أظهر التحليل الإحصائي المؤشر الإجمالي للإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال بمتوسط حسابي قدره

٢٩٣٣٩، ٠، كما أظهر التحليل الإحصائي أيضاً تفاوتاً كبيراً في مستويات الإفصاح عن أبعاد استدامة مفردات عينة الدراسة، ويتضح هذا التفاوت بصورة جلية من خلال الحدود الدنيا والقصى للإفصاح عن أبعاد الاستدامة، والتي بلغت (٠,٧٤٦/٠,٠٤٨) على التوالي.

مستويات وصيغ الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال:

استخدم الباحث أسلوب تحليل المحتوى، لتحليل معلومات الاستدامة المفصوح عنها ضمن ٥٥١ تقرير صادر عن مفردات عينة الدراسة. هذا، وقد تنوعت صيغ الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال ما بين التقارير المالية، التقارير السنوية، تقارير مجالس الإدارة، تقارير الإدارة التنفيذية، التقارير الاستثمارية، تقارير حوكمة الشركات، تقارير الاستدامة، والتقارير المتكاملة.

هذا، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن مفردات عينة الدراسة كانت أكثر ميلاً للإفصاح عن المعلومات الخاصة بأبعاد أدائها المستدام ضمن تقاريرها المالية في المقام الأول بنسبة وصلت إلى ٤٠ %، تلا ذلك تقارير مجالس الإدارة بنسبة وصلت إلى ٣٠ % ثم التقارير السنوية بنسبة وصلت إلى ١٤ %، ثم التقارير الاستثمارية بنسبة وصلت إلى ٨ %، ثم تقارير حوكمة الشركات بنسبة وصلت إلى ٤ %، ثم تقارير الاستدامة، ثم تقارير الإدارة التنفيذية بنسبة وصلت إلى ١ %، وأخيراً، التقارير المتكاملة بنسبة وصلت إلى ٠,٠٢ %.

علاوة على ما سبق، فقد أظهر التحليل القطاعي تباين صيغ الإفصاح عن أبعاد استدامة مفردات عينة الدراسة، ومعدلات تكرار كل منها في كل من: القطاع الخدمي، القطاع الصناعي، قطاع التشييد والعقارات. حيث أشارت نتائج الدراسة إلى ميل منشآت الأعمال المنتمية إلى القطاع الخدمي، إلى الإفصاح عن أبعاد أدائها المستدام ضمن تقاريرها المالية في المقام الأول بنسبة ٣٩ %، تلا ذلك تقارير مجالس الإدارة بنسبة ٣١ %، ثم تقاريرها السنوية بنسبة ١٥ %، ثم تقاريرها الاستثمارية بنسبة ٧ %، ثم تقارير حوكمة الشركات بنسبة ٥ %، ثم تقارير الاستدامة بنسبة ٢ %، ثم التقارير المتكاملة بنسبة ١ %، في حين لم تستخدم منشآت الأعمال المنتمية إلى القطاع الخدمي تقارير الإدارة التنفيذية للإفصاح عن أبعاد أدائها المستدام.

على الجانب الآخر، كانت منشآت الأعمال المنتمية إلى القطاع الصناعي أكثر ميلاً إلى الإفصاح عن أبعاد أدائها المستدام ضمن تقاريرها المالية في المقام الأول بنسبة ٣٨ %، تلا ذلك تقارير مجالس الإدارة بنسبة ٣٠ %، ثم تقاريرها السنوية بنسبة ١٨ %، ثم تقاريرها الاستثمارية بنسبة ٧ %، ثم تقارير حوكمة الشركات وتقارير الاستدامة بنسبة ٣ %، في حين لم تستخدم منشآت الأعمال المنتمية إلى القطاع الصناعي تقارير الإدارة التنفيذية والتقارير المتكاملة للإفصاح عن أبعاد أدائها المستدام.

وأخيراً، فقد أظهر التحليل القطاعي ميل منشآت الأعمال المنتمية إلى قطاع التشييد والعقارات إلى الإفصاح عن أبعاد أدائها المستدام ضمن تقاريرها المالية في المقام الأول بنسبة ٤٢ %، تلا ذلك تقارير مجالس الإدارة بنسبة ٣١ %، ثم تقاريرها الاستثمارية بنسبة ١١ %، ثم تقاريرها السنوية بنسبة ٨ %، ثم تقارير الإدارة التنفيذية بنسبة ٤ %، ثم تقارير حوكمة الشركات بنسبة ٣ %، ثم تقارير الاستدامة بنسبة ٢ %، في حين لم تستخدم منشآت الأعمال المنتمية إلى قطاع التشييد والعقارات التقارير المتكاملة للإفصاح عن أبعاد أدائها المستدام.

وعلى صعيد مستويات الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال ببيئة الأعمال المصرية، فقد أظهر تحليل محتوى معلومات الاستدامة الصادرة عن مفردات عينة الدراسة، انخفاض مستويات الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال بصفة عامة، وذلك بنسبة وصلت إلى ٢٩,٣٤ % غير أنه تبين بالتحليل تحسن مستويات الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال خلال النصف

الثاني من المدى الزمني للدراسة (٢٠١٤-٢٠١٩) - حيث وصل مستوى الإفصاح إلى ما نسبته ٣٥ % - بصورة جوهرية، مقارنة بما كانت عليه خلال النصف الأول من المدى الزمني للدراسة (٢٠٠٨-٢٠١٣) - والتي بلغت ٢٣ % . وفي ذات السياق، فقد أظهر التحليل القطاعي تفوق القطاعين الخدمي والصناعي على قطاع التشييد والعقارات فيما يتعلق بمستوى الإفصاح عن أبعاد استدامة بنسبة وصلت إلى ٣١٪ لمنشآت الأعمال المنتمة إلى القطاعين الخدمي والصناعي، مقارنة بمنشآت الأعمال المنتمة إلى قطاع التشييد والعقارات بنسبة وصلت إلى ٢٧,٨ %.

في سياق متصل، فقد أظهر تحليل محتوى معلومات الاستدامة الصادرة عن مفردات عينة الدراسة، تباين مستوى الاهتمام الذي توليه منشآت الأعمال ببيئة الأعمال المصرية إلى الإفصاح عن الأبعاد المختلفة للتنمية المستدامة، حيث أظهر التحليل اهتمام منشآت الأعمال بالإفصاح عن المعلومات الخاصة بعيد حوكمة الشركات في المقام الأول بنسبة وصلت إلى ٦٨ %، وجاء في المرتبة الثانية الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالبعد الاقتصادي للاستدامة بنسبة وصلت إلى ٤٠ %، ثم البعد الاجتماعي للاستدامة بنسبة وصلت إلى ٢١ %، وجاء الإفصاح عن البعد البيئي للاستدامة في المرتبة الأخيرة بنسبة وصلت إلى ٦ %.

على الجانب الآخر، فقد أظهر التحليل القطاعي لمحتوى معلومات الاستدامة اهتمام منشآت الأعمال المنتمة إلى القطاع الخدمي بالإفصاح عن المعلومات الخاصة بعيد حوكمة الشركات في المقام الأول، بنسبة وصلت إلى ٧٠ %، وجاء في المرتبة الثانية الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالبعد الاقتصادي للاستدامة بنسبة وصلت إلى ٣٨ %، ثم البعد الاجتماعي للاستدامة بنسبة وصلت إلى ٢٢ %، وجاء البعد البيئي للاستدامة في المرتبة الأخيرة بنسبة وصلت إلى ٨ %.

وعلى صعيد القطاع الصناعي، فقد أظهر تحليل محتوى معلومات الاستدامة اهتمام منشآت الأعمال المنتمة إلى القطاع الصناعي بالإفصاح عن المعلومات الخاصة بعيد حوكمة الشركات في المقام الأول، بنسبة وصلت إلى ٦٥ %، وجاء في المرتبة الثانية الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالبعد الاقتصادي للاستدامة بنسبة وصلت إلى ٤٣ %، ثم البعد الاجتماعي للاستدامة بنسبة وصلت إلى ٢٤ %، وجاء البعد البيئي للاستدامة في المرتبة الأخيرة بنسبة وصلت إلى ١٠ %.

أخيراً، فقد أظهر التحليل القطاعي لمحتوى معلومات الاستدامة الصادرة عن منشآت الأعمال المنتمة إلى قطاع التشييد والعقارات اهتمام منشآت الأعمال بالإفصاح عن المعلومات الخاصة بعيد حوكمة الشركات في المقام الأول، بنسبة وصلت إلى ٦٩ %، وجاء في المرتبة الثانية الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالبعد الاقتصادي للاستدامة بنسبة وصلت إلى ٤٠ %، ثم البعد الاجتماعي للاستدامة بنسبة وصلت إلى ١٧ %، وجاء البعد البيئي للاستدامة في المرتبة الأخيرة بنسبة وصلت إلى ٢ %.

في سياق متصل، فقد أظهر التحليل القطاعي لمحتوى معلومات الاستدامة الصادرة عن منشآت الأعمال المنتمة إلى القطاعات الصناعية المختلفة، تفوق منشآت الأعمال المنتمة إلى قطاع التشييد والعقارات في مجال الإفصاح عن بعد حوكمة الشركات بنسبة ٧٠ %، ثم القطاع الخدمي بنسبة ٦٩ %، وفي المرتبة الأخيرة جاءت منشآت الأعمال المنتمة إلى القطاع الصناعي بنسبة ٦٥ % . وعلى صعيد الإفصاح عن البعد الاقتصادي للتنمية المستدامة، فقد أظهر التحليل القطاعي تفوق منشآت الأعمال المنتمة إلى القطاع الصناعي في هذا السياق بنسبة ٤٣ %، ثم قطاع التشييد والعقارات بنسبة ٤٠ %، وجاء في المرتبة الأخيرة منشآت الأعمال المنتمة إلى القطاع الخدمي بنسبة ٣٨ % . وعلى صعيد الإفصاح عن البعد الاجتماعي للتنمية المستدامة، أظهر التحليل القطاعي تفوق منشآت

الأعمال المنتمية إلى القطاع الصناعي في هذا السياق بنسبة ٢٤ %، ثم القطاع الخدمي بنسبة ٢٢ %، وجاء في المرتبة الأخيرة منشآت الأعمال المنتمية إلى قطاع التشييد والعقارات بنسبة ١٧ % . وفيما يتعلق بالإفصاح عن البعد البيئي للتنمية المستدامة، والذي كان أقل أبعاد التنمية المستدامة التي اهتمت مفردات عينة الدراسة بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة به للأطراف أصحاب المصالح، فقد أظهر التحليل القطاعي تفوق منشآت الأعمال المنتمية إلى القطاع الصناعي بنسبة ١٠ %، ثم القطاع الخدمي بنسبة ٨ %، وجاء في المرتبة الأخيرة منشآت الأعمال المنتمية إلى قطاع التشييد والعقارات بنسبة ٢ % .

نتائج اختبار فرض الدراسة:

تنبأ الباحث بوجود علاقة إيجابية معنوية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، وسيولة أوراقها المالية في أسواق المال. هذا، وقد أشارت نتائج التحليل الإحصائي إلى أن معامل انحدار متغير الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال = (-٠,٠٧٥)، وهو ما يشير إلى وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، وسيولة أوراقها المالية (حيث أن المقياس المستخدم لتقدير سيولة الأوراق المالية يمثل مؤشراً عكسياً يدل على تدهور موقف سيولة الأوراق المالية)، غير أن معنوية معامل الانحدار (T-value) = (٠,٣١٣) كانت أكبر من مستوى المعنوية المتبع (٠,٠٥)، وهو ما يقود الباحث إلى رفض الفرض الأول للدراسة. هذا، وتعرض الجداول التالية بيانات التحليل الإحصائي الخاص بنموذج انحدار فرض الدراسة المستخرجة من برنامج التحليل الإحصائي SPSS:

Model Summary					
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.404a	.163	.129	.00230971	2.040

جدول رقم (٥): ملخص نموذج انحدار الفرض الأول للدراسة
المصدر: مخرجات برنامج التحليل الإحصائي SPSS

ANOVAa								
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.		
1	Regression	.000	7	.000	4.734	.000b		
	Residual	.001	170	.000				
	Total	.001	177					
Coefficientsa								
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.018	.004		4.773	.000		
	SUS-DISC	-.001	.001	-.075	-1.012	.313	.894	1.119
	Firm size	-.002	.000	-.395	-4.930	.000	.768	1.302
	ROA	-.001	.002	-.041	-.526	.600	.821	1.219
	Dividend Paying	.000	.000	.056	.732	.465	.837	1.195
	Leverage	.002	.001	.132	1.727	.086	.844	1.185
	MTB	.000	.000	-.119	-1.506	.134	.788	1.269
	Institutional Ownership	.000	.001	.048	.647	.518	.885	1.130

جدول رقم (٦): معاملات الانحدار لنموذج الانحدار الخاص بفرض الدراسة واختبار

Multicollinearity

المصدر: مخرجات برنامج التحليل الإحصائي SPSS

يتضح من خلال الجدول رقم (٤) أن معامل التحديد الخاص بنموذج الانحدار R^2 Adjusted = (٠,١٢٩)، وهو ما يشير إلى أن المتغيرات المستقلة المدرجة بالنموذج تفسر ما نسبته (١٢,٩%) من التباين الذي يطرأ على قيمة المتغير التابع، كما يوضح الجدول أيضاً اجتياز نموذج الانحدار اختبار الارتباط الذاتي Auto-correlation – Durbin-Watson، والذي يجب أن تتراوح قيمته بين (٠,٥/١,٥)، حتى يثبت عدم معاناة نموذج الانحدار من مشكلة الارتباط الذاتي التي تتعارض مع افتراضات طريقة المربعات الصغرى، حيث كانت قيمة Durbin-Watson لنموذج الانحدار = (٢,٠٤٠)، وهو ما يؤكد عدم معاناة نموذج الانحدار من مشكلة الارتباط الذاتي. أما الجدول رقم (٥) فيوضح مدى معنوية نموذج الانحدار، حيث جاء مستوى معنوية (F) المحسوبة = (٠,٠٠٠)، وهو أقل من مستوى المعنوية المتبع (٠,٠٥)، وهو ما يقود الباحث إلى التثبيت من صدق النتائج المستخلصة من نموذج الانحدار السابق. هذا، ويعرض الجدول رقم (٦) معاملات انحدار المتغير التابع (سيولة الأوراق المالية) على المتغيرات المستقلة والرقابية المدرجة بنموذج الانحدار، ومستوى معنوية كلٍ منها. علاوة على ما سبق، فقد بين الجدول رقم (٦)، اجتياز نموذج الانحدار شرط عدم وجود علاقات ارتباط متعددة بين المتغيرات المستقلة الموجودة بالنموذج بالتحقق من Multi-Collinearity check، حيث جاءت قيمة معامل تضخم التباين (VIF) Variance Inflation Factor لكافة المتغيرات المستقلة أقل من

(٣)، وهو ما يشير إلى عدم وجود علاقات ارتباط متعددة بين المتغيرات المستقلة المدرجة بنموذج الانحدار.

وفي ذات السياق، فقد تم التثبت من اجتياز نموذج الانحدار الخاص بالفرض الأول، شرطي: التوزيع الطبيعي Normality، وخطية العلاقة بين المتغيرات Linearity، عبر الاستعانة بالرسم البياني Histogram لاختبار التوزيع الطبيعي، والرسم البياني Normal PP Plot/ Scatter Plot لاختبار مدى خطية العلاقة بين المتغيرات.

الاختبارات الإضافية واختبارات تحليل الحساسية:

استبعاد أثر الفترات الزمنية التي قد تؤثر على اتساق النتائج:

نظراً لاحتواء المدى الزمني للدراسة على بعض الفترات الزمنية التي تذخر بأحداث جوهرية قد تؤثر على الأداء السوقي للأوراق المالية الخاصة بمنشآت الأعمال بأسواق المال، والأداء المالي والتشغيلي لها، كالأزمة المالية العالمية التي شابت الفترة الزمنية ما بين عامي (٢٠٠٧/٢٠٠٩)، وثورة الخامس والعشرين من يناير من عام ٢٠١١، وثورة الثلاثين من يونيو من عام ٢٠١٣، والقرار الذي اتخذته البنك المركزي المصري خلال عام ٢٠١٦ بتعويم الجنيه المصري، وما صاحبه من تأثير على معدلات صرف العملات الأجنبية، فإن الباحث سيلجأ إلى إعادة إجراء الاختبارات الرئيسية للدراسة على مدار المدى الزمني لها، بعد استبعاد أثر كل فترة من الفترات الزمنية السابقة، كل على حدى، للتحقق من أن وجود الفترات الزمنية السابقة ضمن المدى الزمني للدراسة، لم يؤثر على مدى ملاءمة واتساق ما توصلت إليه الدراسة من نتائج.

هذا، وقد جاءت نتائج التحليل الإحصائي لفرض الدراسة ومعاملات انحدار المتغيرات التفسيرية ومستوى معنوية كل منها، بعد استبعاد كل فترة من الفترات الزمنية السابقة، متسقة مع نتائج التحليل الإحصائي للاختبار الرئيسي لفرض الدراسة، وهو ما يؤيد صدق واتساق ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، ويؤكد أن النتائج التي توصلت إليها الدراسة لم تتأثر بوجود الفترات الزمنية السابق الإشارة إليها ضمن المدى الزمني للدراسة.

استخدام مقاييس بديلة لتقدير خاصية سيولة الأوراق المالية:

حجم التداول (بالقيمة) Trading volume:

أشارت نتائج تحليل انحدار فرض الدراسة إلى أن معامل انحدار متغير الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة عكسياً (-٠,٠٢٩)، ولكن بمستوى معنوية = (٠,٦٩٩)، وهو أكبر من مستوى المعنوية المتبع (٠,٠٥)، وهو ما يشير إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، وسيولة أوراقها المالية في أسواق المال. وقد جاءت هذه النتيجة متسقة مع نتيجة الاختبار الرئيسي باستخدام مقياس Amihud illiquidity لقياس موقف سيولة الأوراق المالية.

معدل دوران الورقة المالية Turnover ratio:

أشارت نتائج تحليل انحدار فرض الدراسة إلى أن معامل انحدار متغير الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة قد جاء عكسياً (-٠,٠١٢)، ولكن بمستوى معنوية = (٠,٨٦٢)، وهو أكبر من مستوى المعنوية المتبع (٠,٠٥)، وهو ما يشير إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، وسيولة أوراقها المالية في أسواق المال. وقد جاءت هذه النتيجة متسقة مع نتيجة الاختبار الرئيسي باستخدام مقياس Amihud illiquidity لقياس موقف سيولة الأوراق المالية.

معدل العائد الصفري Zero-return illiquidity ratio:

أشارت نتائج تحليل انحدار فرض الدراسة إلى أن معامل انحدار متغير الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة قد جاء عكسياً (-0,101)، ولكن بمستوى معنوية = (0,181)، وهو أكبر من مستوى المعنوية المتبع (0,05)، وهو ما يشير إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، وسيولة أوراقها المالية في أسواق المال. وقد جاءت هذه النتيجة متسقة مع نتيجة الاختبار الرئيسي باستخدام مقياس Amihud illiquidity لقياس موقف سيولة الأوراق المالية.

مناقشة وتحليل النتائج:

على صعيد مستوى وصيغ الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال:

أشارت نتائج الدراسة الحالية إلى انخفاض مستوى الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال في البيئة المصرية بشكل عام. هذا، وقد تعزى النتيجة السابقة إلى انخفاض مستوى وعي وإدراك إدارات منشآت الأعمال بأهمية الإفصاح عن أبعاد أدائها المستدام للأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بها، سعياً نحو إظهار مدى مشروعية ما تزاوله من أنشطة، وإظهار مدى قدرتها على تحقيق غاية الاستدامة، وتحقيق القيمة المضافة المأمولة لكافة الأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بها على المدى البعيد.

كما قد تعزى النتيجة السابقة أيضاً إلى انخفاض مستوى وعي وإدراك المستثمرين وفئات الأطراف الأخرى أصحاب المصالح بالاقتصادات الناشئة، بأهمية التنمية المؤسسية المستدامة في تحقيق تقدم وتطور منشآت الأعمال كوحدات اقتصادية على المدى البعيد بصورة خاصة، وتقدم الشعوب الإنسانية بصورة عامة، مقارنة بما هو عليه الحال في الاقتصادات المتقدمة، ولعل ذلك هو ما قد يثبط من عزيمة ودوافع إدارات منشآت الأعمال في الاقتصادات الناشئة لتحمل أعباء إضافية نظير الإفصاح عن أبعاد أدائها المستدام، للأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بها.

وعلى الرغم من انخفاض مستويات الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال في بيئة الأعمال المصرية بصفة عامة، فقد أظهرت نتائج الدراسة ارتفاع مستويات الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال بالبيئة المصرية خلال النصف الثاني للمدى الزمني للدراسة (2014-2019) بنسبة وصلت إلى 35%، مقارنة بما كان عليه في النصف الأول من المدى الزمني للدراسة (2008-2013) بنسبة 23%. ولعل النتيجة السابقة تشير إلى ارتفاع مقدار وعي وإدراك منشآت الأعمال والأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بها بقضية التنمية المستدامة في أواخر العقد الحالي مقارنة بما كان عليه الحال في أوائل العقد الحالي، وهو ما يبرر ارتفاع مستوى الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة في أواخر العقد الحالي، عما كان عليه في السابق.

علاوة على ما سبق، فقد أظهر التحليل القطاعي ارتفاع مستويات الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال المنتمية إلى القطاعين الصناعي والخدمي، مقارنة بما هو عليه في قطاع التشييد والعقارات. هذا، ويمكن تفسير النتيجة السابقة من منطلق نظرية المشروعية، التي تفترض أن منشآت الأعمال المنتمية إلى القطاعات الأكثر تأثيراً على المجتمع والبيئة المحيطة - كمنشآت الأعمال المنتمية إلى القطاع الصناعي - قد تكون أكثر ميلاً لتقديم الإفصاحات الاختيارية عن أبعاد استدامتها، بهدف إظهار مدى نهوضها بمسؤولياتها المختلفة تجاه المجتمع والبيئة المحيطة، وحرصها على اكتساب والاحتفاظ بالمشروعية المجتمعية التي تخولها الاستمرار في مزاولة أنشطتها في نطاق المجتمع الذي تعمل به.

وبإجراء تحليل مفصل لمحتوى معلومات الاستدامة المفصح عنها، فقد أشارت نتائج الدراسة إلى احتلال المعلومات الخاصة ببعدها حوكمة الشركات المرتبة الأولى من اهتمام إدارات منشآت الأعمال

فيما يتعلق بالإفصاح عن أبعاد الاستدامة الأربعة الرئيسية، تليها المعلومات الخاصة بالبعد الاقتصادي، ويقع في المرتبة الثالثة والرابعة: المعلومات الخاصة بالبعدين الاجتماعي والبيئي على التوالي. وقد تكون النتيجة السابقة متوقعة في ظل الاقتصادات الناشئة، التي تعاني من انخفاض مقدار الوعي والإدراك والاهتمام الذي يوليه الأطراف أصحاب المصالح للأبعاد المختلفة لقضية التنمية المستدامة، إذ ينصب تركيزهم في الغالب على تقييم البعد الاقتصادي للتنمية المستدامة، وتقييم مدى قدرة المنشأة على تحقيق القيمة المضافة للمساهمين ومجموعة محددة فقط من الأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بها، في حين لا يولون ذات القدر من العناية والاهتمام لتقييم الأبعاد الأخرى لأداء استدامة منشآت الأعمال، كالبعدين الاجتماعي والبيئي.

في ذات السياق، يمكن القول بأن النتيجة السابقة تدعم وجهة النظر التي تبناها الباحث خلال الدراسة، وذلك فيما يتعلق بتحديد الأبعاد الرئيسية لقضية التنمية المؤسسية المستدامة، حيث كان الباحث قد أوصى خلال الدراسة بضرورة اعتبار بعد حوكمة الشركات بعداً رئيسياً من أبعاد التنمية المستدامة، والأى يكفى باعتباره أحد مؤشرات الأداء الفرعية لأي بعد من الأبعاد الثلاثة – الاقتصادي والبيئي والاجتماعي – وهو ما ظهر جلياً وواضحاً في ممارسات الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال في البيئة المصرية، حيث أظهرت نتائج تحليل محتوى معلومات الاستدامة احتلال المعلومات الخاصة بعد حوكمة الشركات المرتبة الأولى من بين المعلومات الخاصة بالأبعاد الأخرى للتنمية المستدامة.

وعلى الرغم من انخفاض مستويات الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال بالبيئة المصرية، فقد تنوعت صيغ الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، ما بين: التقارير المالية، التقارير السنوية، تقارير مجالس الإدارة، تقارير الإدارة التنفيذية، التقارير الاستثمارية، تقارير حوكمة الشركات، تقارير الاستدامة، والتقارير المتكاملة. وعلى الرغم من أن تنوع صيغ الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال بالبيئة المصرية عن أبعاد استدامتها، قد يمثل ظاهرة صحية تعكس ارتفاع مقدار وعي وإدراك إدارات منشآت الأعمال في البيئة المصرية، بأهمية الإفصاح عن المعلومات الخاصة بأبعاد أدائها المستدام، فإن الباحث يأمل في أن يتبلور هذا الوعي مستقبلاً في صورة التحول نحو مفهوم التقرير المتكامل، الذي يقدم للأطراف أصحاب المصالح رؤية متكاملة مختصرة متسقة، عن كافة أبعاد استدامة منشآت الأعمال، في وسيلة واحدة فقط للتقرير، بغية دعم خصائص جودة معلومات الاستدامة الصادرة عنها، وتدعيم مدى اتساقها وقابليتها للمقارنة.

على صعيد العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال وسيولة أوراقها المالية:

أظهرت نتائج الدراسة الحالية عدم وجود علاقة معنوية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال في البيئة المصرية، وسيولة أوراقها المالية. وقد ظلت هذه النتيجة معنوية عند استخدام مقاييس بديلة لتقدير سيولة الأوراق المالية، وعقب استبعاد الفترات الزمنية التي كان من المتوقع أن يؤثر وجودها ضمن المدى الزمني للدراسة على مدى ملائمة واتساق ما سنتوصل إليه الدراسة من نتائج. هذا، وتبين النتيجة السابقة أن درجة تطور السوق المالية المصرية – بصفتها سوقاً مالية ناشئة – قد انعكست بصورة جلية في هذه العلاقة، حيث تظهر النتيجة السابقة مدى انخفاض مستوى وعي واهتمام وتقدير المستثمرين في السوق المالية المصرية للإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، وتبين أن القرارات الاستثمارية الصادرة عنهم، والأوامر السوقية التي يتخذونها داخل السوق المالية بالتداول بيعاً وشراءً، لا تتأثر بصورة جوهرية بمستوى جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، ولا بحالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها وتكاليف الاختيار العكسي المحتملة الملازمة لها، وإنما قد ترجع إلى معايير واعتبارات أخرى.

واتساقاً مع المبرر السابق، فقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن المستثمرين داخل السوق المالية المصرية لا تعتمد قراراتهم الاستثمارية على معايير موضوعية ذات صلة بأداء المنشأة المالي أو التشغيلي، كمستوى ربحية المنشأة وحجم رافعتها المالية، ومستوى جودة بيئة المعلومات المحيطة بها، وسياسة توزيع الأرباح المتبعة، وإنما يأخذون بعين الاعتبار عاملاً واحداً فقط عند اتخاذ القرارات المتعلقة بتداول الأوراق المالية المتداولة بالسوق ببيعاً وشراءً، ألا وهو حجم المنشأة، وهو ما يعد مؤشراً على مدى انخفاض مستوى رشد ووعي وإدراك المستثمرين في الأسواق المالية الناشئة، وعدم اعتماد قراراتهم الاستثمارية على معايير موضوعية.

علاوة على ما سبق، فقد تعزى النتيجة السابقة إلى انخفاض مستوى ملاءمة الإفصاحات الاختيارية الصادرة عن منشآت الأعمال في الأسواق الناشئة، مقارنة بالإفصاحات الإلزامية الصادرة عنها، ومقارنة بما هو عليه الحال في الأسواق المتقدمة. وقد يعزى ذلك إلى انخفاض مستوى وعي وإدراك المستثمرين والأطراف أصحاب المصالح بأهمية وقيمة الإفصاحات الاختيارية الصادرة عن منشآت الأعمال، في دعم جودة بيئة المعلومات المحيطة بها، وتخفيض حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين فئات المستثمرين المختلفة، وبين الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية، وتخفيض حالة عدم التأكد المرتبطة بتقدير الأفق المتوقعة مستقبلاً لمنشآت الأعمال. كما قد يعزى ذلك أيضاً إلى انخفاض مقدار الموثوقية التي تتمتع بها تلك الإفصاحات الاختيارية الصادرة عن منشآت الأعمال في الأسواق الناشئة، بالشكل الذي يحد من قدرة المستثمرين على الاعتماد على تلك المعلومات والثقة بها، عند تقييم أداء منشآت الأعمال واتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وذلك بسبب ارتفاع حدة مشاكل الوكالة القائمة بين الإدارة والمساهمين في بيئات الأعمال الناشئة، مقارنة بنظيراتها المتقدمة.

هذا، وقد جاءت النتيجة السابقة متسقة مع دراستي Cheng, et al. (2006); Loukil & Yousfi (2012)، حيث أشارت الدراسة الأولى إلى أنه بالرغم من التأثير الإيجابي الذي أحدثته تعزيز مستويات الإفصاح الاختياري الصادر عن منشآت الأعمال على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها، إلا أنه لم يحقق نفس الأثر الإيجابي على سيولة الأوراق المالية لمنشآت الأعمال، في حين أشارت الدراسة الثانية إلى عدم وجود علاقة بين الإفصاحات الاختيارية الصادرة عن منشآت الأعمال وسيولة أوراقها المالية، ولعل الرابط المشترك بين الدراستين السابقتين والدراسة الحالية، هو أنها قد أجريت جميعاً بالتطبيق على أسواق المال الناشئة (سنغافورة/ تونس/ مصر)، والتي تتسم باختلاف سلوك المستثمرين فيها، والمنهج الذي يتبعونه في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، عن نظرائهم في الأسواق المالية المتقدمة، علاوة على معاناتها من انخفاض مستوى الوعي والإدراك والاهتمام الذي يوليه المستثمرون للإفصاحات الاختيارية الصادرة عن منشآت الأعمال بهدف تعزيز جودة بيئة المعلومات المحيطة بها.

وعلى النقيض، فقد جاءت نتيجة الدراسة الحالية متعارضة مع دراسات كل من Lakhal و Fernando, et al. (2018). ولعل القاسم المشترك بين كافة الدراسات السابق الإشارة إليها، هو أنها أجريت في بيئات تطبيق ذات خصائص متشابهة، حيث أجريت كافة الدراسات السابقة بالتطبيق على أسواق المال المتقدمة (كأسواق المال الأمريكية والفرنسية)، وذلك على عكس بيئة التطبيق التي أجريت فيها الدراسة الحالية، والتي أجريت بالتطبيق على السوق المالية المصرية بصفتها سوقاً مالية ناشئة. ولعل اختلاف نتيجة الدراسة الحالية عن نتائج الدراسات السابق الإشارة إليها، يدعم المبرر الذي ساقه الباحث لعدم وجود علاقة بين الإفصاحات الاختيارية الصادرة عن منشآت الأعمال في الأسواق الناشئة وسيولة أوراقها المالية، ألا وهو انخفاض درجة تقدم وتطور السوق المالية، وانخفاض مستوى وعي وإدراك المستثمرين في الأسواق المالية المصرية بأهمية الإفصاحات الاختيارية عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، وعدم تأثر قراراتهم الاستثمارية، والأوامر السوقية التي يتخذونها داخل السوق المالية

بالتداول بيعاً وشراءً، بمستوى جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، ، وإنما قد ترجع إلى معايير واعتبارات أخرى نفسية أو سلوكية أو مجتمعية.

علاوة على ما سبق، فقد جاءت النتيجة الحالية متعارضة مع ما توصلت إليه دراسة Zúñiga, et al. (2020)، والتي أجريت في بيئة تطبيق مشابهة لبيئة التطبيق التي أجريت فيها الدراسة الحالية، وهي أسواق المال في جنوب أفريقيا بصفتها سوقاً ناشئة، غير أن دراسة Zúñiga, et al. (2020) كانت قد اختبرت أثر الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال ضمن صيغة تقرير يعد تقديمها في بيئة التطبيق إلزامياً، ألا وهي التقرير المتكامل، على خلاف ما استهدفته الدراسة الحالية، التي استهدفت دراسة أثر الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال. ولعل تعارض نتيجة الدراسة الحالية عن نتيجة دراسة Zúñiga, et al. (2020) يدعم المبرر الذي قدمه الباحث في هذا الصدد، بأن الإفصاحات الاختيارية الصادرة عن منشآت الأعمال في الأسواق الناشئة، قد لا تتمتع بذات القدر من الملاءمة والموثوقية التي تتمتع بها الإفصاحات الإلزامية، والذي قد يعزى إلى ارتفاع حدة مشاكل الوكالة القائمة بين الإدارة والمساهمين في تلك الأسواق.

خلاصة البحث:

استهدفت الدراسة الحالية قياس مستوى الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة المصرية، وانعكاسه على سيولة أوراقها المالية. هذا، وقد تنبأ الباحث خلال الدراسة الحالية – من منطلق نظريتي الإشارة والوكالة – بوجود علاقة إيجابية معنوية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، وسيولة أوراقها المالية. وسعيًا نحو تحقيق أهداف الدراسة، فقد أجرى الباحث دراسة تطبيقية على عينة شملت منشآت الأعمال المدرجة بمؤشر البورصة المصرية EGX-30، وذلك خلال الفترة الزمنية ما بين عامي 2008-2019.

هذا، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى انخفاض مستويات الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال بصفة عامة. غير أنه تبين من خلال النتائج الإحصائية تحسن مستويات الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة بصورة جوهرية خلال النصف الثاني من المدى الزمني للدراسة، مقارنة بما كانت عليه خلال النصف الأول. علاوة على ما سبق، فقد أشارت نتائج الدراسة إلى تنوع صيغ الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال في البيئة المصرية، ما بين التقارير المالية، السنوية، مجالس الإدارة، الإدارة التنفيذية، الاستثمارية، حوكمة الشركات، الاستدامة، والتقارير المتكاملة. وفي سياق متصل، فقد أظهرت نتائج الدراسة احتلال إفصاحات حوكمة الشركات والبعد الاقتصادي للاستدامة المرتبتين الأولى والثانية من اهتمام منشآت الأعمال التي تقدم إفصاحات أدائها المستدام للمستخدمين، في حين يقبع في المرتبتين الثالثة والرابعة إفصاحات البعدين الاجتماعي والبيئي للتنمية المستدامة على التوالي.

علاوة على ما سبق، فقد أشارت نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة المصرية، وسيولة أوراقها المالية. وقد عزى الباحث النتيجة السابقة إلى مجموعة عوامل، أبرزها: انخفاض درجة تقدم وتطور السوق المالية المصرية، وانخفاض مستوى وعي وإدراك المستثمرين والأطراف الفاعلة بأسواق المال بمدى أهمية إفصاحات الاستدامة الصادرة عن منشآت الأعمال، وانخفاض درجة الموثوقية التي تتمتع بها الإفصاحات الاختيارية في الاقتصادات الناشئة، مقارنة بالإفصاحات الإلزامية، ومقارنة بما هو عليه الحال في الأسواق المتقدمة. هذا، وتجدر الإشارة إلى أن النتائج التي توصلت إليها الدراسة الحالية قد ظلت متسقة عند استخدام مقاييس بديلة لسيولة الأوراق المالية، وعند استبعاد أثر الفترات الزمنية التي كان من المتوقع أن يؤثر وجودها ضمن المدى الزمني للدراسة على ملاءمة واتساق ما توصلت إليه من نتائج.

هذا، ويمكن القول بأن الدراسة الحالية قد ساهمت في إثراء الأدب المحاسبي في مجال الانعكاسات السوقية للإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، وتحديدًا فيما يتعلق بسيولة أوراقها المالية، وهو المجال البحثي الذي اتسم بالندرة النسبية – في حدود ما توصل إليه الباحث. هذا، ويمكن القول بأن النتائج التي توصلت إليها الدراسة الحالية قد تكون موضع اهتمام كل من: الجهات التي تتولى الإشراف والرقابة على أسواق المال، والتي يقع على عاتقها مسؤولية النهوض بمستوى وعي وإدراك المستثمرين بقضية التنمية المستدامة على الصعيد المؤسسي، وإفصاحات الاستدامة الصادرة عن منشآت الأعمال، وتوجيههم إلى أهمية أخذ تلك الإفصاحات بعين الاعتبار عند تبني استراتيجيات وقرارات التداول الخاصة بهم. كما يتوقع أن تكون نتائج الدراسة الحالية موضع اهتمام منشآت الأعمال التي تبادر إلى تقديم إفصاحات الاستدامة بصورة اختيارية، والتي يجب ألا تكون نتائج الدراسة الحالية مثبطة لعزيمتها. فحتى وإن لم يثبت وجود انعكاسات سوقية إيجابية لما تقدمه منشآت الأعمال من إفصاحات استدامة في الوقت الحاضر، على الصعيد المحلي، بسبب انخفاض مستوى وعي وإدراك المستثمرين بأهمية تلك الإفصاحات، فإنه في المستقبل القريب، ومع تزايد الوعي والإدراك بأهمية التنمية المؤسسية المستدامة، وإفصاحات الاستدامة الصادرة عن منشآت الأعمال، على الصعيدين المحلي والعالمي، ستجني منشآت الأعمال التي بادرت بتقديم تلك الإفصاحات طواعية، ثمار تلك المبادرة على الصعيدين المحلي والعالمي، مقارنة بمنشآت الأعمال التي لم تتخذ زمام المبادرة في هذا الميدان.

هذا، وتجدر الإشارة إلى وجود مجموعة من المحددات التي قد تؤثر على ملاءمة واتساق نتائج الدراسة الحالية، سواء على صعيد عينة الدراسة المستخدمة، والتي شملت منشآت الأعمال المدرجة بمؤشر البورصة المصرية EGX-30، أو على صعيد المقاييس المستخدمة لتقدير متغيرات الدراسة الرئيسية، كالإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال – والذي تم قياسه بمؤشر أعده الباحث استعانة بمجموعة من الأطر الإرشادية الصادرة محلياً وعالمياً في هذا السياق – وسيولة الأوراق المالية – والتي تم تقديرها باستخدام مؤشر Amihud illiquidity لتقدير مدى تدهور سيولة الأوراق المالية، ومؤشر حجم التداول، ومؤشر معدل دوران الورقة المالية. وعليه، يشير الباحث إلى احتمالية تغير نتائج الدراسة الحالية في حالة تغيير عينة الدراسة المستخدمة، أو تغيير المقاييس المستخدمة لتقدير متغيرات الدراسة. هذا، ويرى الباحث ضرورة توجيه مزيد من العناية والاهتمام لهذا الميدان البحثي، الذي لم يحظ باهتمام الباحثين الأكاديميين بصورة واسعة بعد، خاصة في ظل الاقتصادات الناشئة. وقد يكون من بين مجالات البحث الموصى بها مستقبلاً في هذا السياق، تحليل أثر درجة تقدم السوق المالية على العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال في الاقتصاديات الناشئة والمتقدمة، وسيولة أوراقها المالية، وتحليل أثر جودة أداء استدامة منشآت الأعمال على طبيعة العلاقة القائمة بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة وسيولة الأوراق المالية، وتحليل أثر الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال في القطاعات الصناعية الأكثر تنظيمًا – كالقطاع المصرفي – على سيولة أوراقها المالية.

المراجع:

المراجع العربية:

١. أحمد، صفاء محسن عبد اللطيف، ٢٠١٨، أثر تطبيق قواعد الحاكمية المؤسسية على سيولة أسهم الشركات الصناعية المساهمة وعوائدها في بورصة عمان، رسالة دكتوراة غير منشورة، كلية الدراسات العليا، جامعة العلوم الإسلامية العالمية.
٢. البردوني، ناريمان إسماعيل أحمد، ٢٠١٨، مدخل مقترح للإفصاح عن أداء استدامة الشركات المسجلة بالبورصة المصرية في ظل التقرير المتكامل وانعكاسه على قرارات أصحاب المصالح: دراسة مقارنة، رسالة دكتوراة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة.
٣. شرف، أحمد عبد القادر، ٢٠١٥، مدخل مقترح لتأكيد تقارير استدامة الشركات المصرية وانعكاساته على إدراك أصحاب المصالح: دراسة مقارنة، رسالة دكتوراة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة.
٤. عبد الحلیم، أحمد حامد محمود، ٢٠١٨، قياس أثر الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية على تكلفة رأس المال وقيمة الشركة: أدلة عملية من الشركات المدرجة في المؤشر المصري للمسؤولية ESG، مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد (٢)، ص ص: ٣٩٤-٤٦٣.
٥. فودة، السيد أحمد محمود، ٢٠١٧، العلاقة بين سيولة الأسهم وإدارة الأرباح: دراسة اختبارية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد (٢)، ص ص: ٢٦٢-٣٣٩.
٦. مشابط، نعمه حرب، ٢٠١٦، أثر درجة الإفصاح عن الاستدامة على الأداء المالي للوحدات الاقتصادية: دراسة تطبيقية على البنوك العاملة في مصر، مجلة الفكر المحاسبي، جامعة عين شمس، كلية التجارة، المجلد (٢٠)، العدد (٢)، ص ص: ٤٩-١٢٣.
٧. هندي، منير إبراهيم، ٢٠٠٦، الأوراق المالية وأسواق المال، العدد الثاني، المجلد الأول، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر.

المراجع الأجنبية:

1. AA1000, 2008. AA1000 Accountability Principles Standard 2008, London: Accountability.
2. Abad, D., Cutillas-Gomariz, M., Sánchez-Ballesta, J. & Yagüe, J., 2018. Does IFRS mandatory adoption affect information asymmetry in the stock market?. Australian Accounting Review, 28(1), pp. 61-78.
3. Adams, C. & Narayanan, V., 2007. The 'Standardization' of Sustainability Reporting. In: Oxen, ed. Sustainability Accounting and Accountability. London and New York: Routledge, pp. 70-85.
4. Ajina, A., Sougne, D. & Lakhel, F., 2015. Corporate Disclosures, Information Asymmetry, and Stock-Market Liquidity In France.. The Journal of Applied Business Research, 31(4), pp. 1223-1238.
5. Ali, S., Liu, B. & Su, J. J., 2017. Corporate governance and stock liquidity dimensions: Panel evidence from pure order-driven Australian market.

- International Review of Economics and Finance, Volume 50, pp. 275–304.
6. Ali, S., Liu, B. & Su, J. J., 2018. Does corporate governance quality affect default risk? The role of growth opportunities and stock liquidity. International Review of Economics and Finance, Volume 58, pp. 422–448.
 7. Amihud, Y., 2002. Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. Journal of Financial Markets, Volume 5, pp. 31-56.
 8. An, J., Ho, K. & Zhang, Z., 2019. What drives the liquidity premium in the Chinese stock market?. The North American Journal of Economics and Finance, Volume In press.
 9. Artiach , T., Lee, D., Nelson, D. & Walker, J., 2010. The determinants of corporate sustainability performance. Accounting & Finance, 50(1), pp. 31-51.
 10. Atkins, A. & Dyl, E., 1997. Transactions costs and holding periods for common stocks. The Journal of Finance, 52(1), pp. 309-325.
 11. Barth, M. E., Cahan, S. F., Chen, L. & Venter, E. R., 2017. The economic consequences associated with integrated report quality: Capital market and real effects. Accounting, Organizations and Society, Volume 62, pp. 43-64.
 12. Beyer, A., Cohen, D., Lys, T. & Walther, B., 2010. The financial reporting environment: Review of the recent literature. Journal of accounting and economics, 50(2-3), pp. 296-343.
 13. Bhatia, A. & Tuli, S., 2014. An empirical analysis of sustainability disclosure practices: Evidence from India and China. IIM Kozhikode Society & Management Review, 3(2), pp. 135-148.
 14. Brammer, S. & Pavelin, S., 2006. Voluntary environmental disclosures by large UK companies.. Journal of Business Finance & Accounting, Volume 33, pp. 1168-1188.
 15. Brown, S. & Hillegeist, S. A., 2007. How disclosure quality affects the level of information asymmetry. Review of Accounting Studies, Volume 12, pp. 443-477.
 16. Brundtland Report, 1987. Our Common Future, New York: Oxford University Press.
 17. Carroll, A., 1999. Corporate social responsibility. Business and Society, 38(3), pp. 268–295.
 18. Cheng, E. C., Courtenayb, S. M. & Krishnamurti, C., 2006. The Impact of Increased Voluntary Disclosure on Market Information Asymmetry, Informed and Uninformed Trading. Journal of Contemporary Accounting & Economics, 2(1), pp. 33-72.

19. Christofi, A., Christofi, P. & Sisaye, S., 2012. Corporate sustainability: historical development and reporting practices. *Management Research Review*, 35(2), pp. 157-172.
20. Chung, K., Kim, J., Park, K. & Sung, T., 2012. Corporate governance, legal system, and stock market liquidity: Evidence around the world. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 41(6), pp. 686-703.
21. Corelli, A., 2019. *Understanding Financial Risk Management*. 2nd ed. UK: Emerald Publishing.
22. Cuadrado-Ballesteros, B., Garcia-Sanchez, I.-M. & Ferrero, J. M., 2016. How are corporate disclosures related to the cost of capital? The fundamental role of information asymmetry. *Management Decision*, 54(7), pp. 1669-1701.
23. Dayanandan, A., Donker, H. & Karahan, G., 2017. Do voluntary disclosures of bad news improve liquidity?. *North American Journal of Economics and Finance*, Volume 40, pp. 16–29.
24. Easley, D., Kiefer, N. M., O'hara, M. & Paperman, J. B., 1997. One Day in the Life of a Very Common Stock. *Review of Financial Studies*, 10(3), pp. 805-835.
25. Easley, D. & O'Hara, M., 2004. Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, 59(4), pp. 1553-1583.
26. El Kalak, I., Azevedo, A., Hudson, R. & Abd Karim, M., 2017. Stock liquidity and SMEs' likelihood of bankruptcy: Evidence from the US market. *Research in International Business and Finance*, Volume 42, pp. 1383–1393.
27. Elkington, J., 1994. Towards the sustainable corporation: Win-win-win business strategies for sustainable development. *California Management Review*, 36(2), pp. 90-100.
28. Elkington, J., 1997. *Cannibals With Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*, London: Capstone.
29. Elshandidy, T. & Neri, L., 2015. Corporate Governancem Risk Disclosure Practices, and Market Liquidity: Comparative Evidence from the UK and Italy. *Corporate Governance: An International Review*, 23(4), pp. 331-356.
30. Ertuna, B. & Tukul, A., 2010. Traditional versus international influences: CSR disclosures in Turkey. *EJIM*, Volume 273, p. 4.
31. Fernando, G. D., Giboney, J. & Schneible, R. A., 2018. Voluntary disclosures and market response to earnings announcements. *Review of Accounting and Finance*, 17(1), pp. 2-17.

32. Gamerschlag, R., Möller, K. & Verbeeten, F., 2011. Determinants of voluntary CSR disclosure: empirical evidence from Germany.. Review of Managerial Science, Volume 5, pp. 233-262.
33. Global Reporting Initiative (GRI), 2006. Sustainability Reporting Guidelines, Version 3, Amsterdam: GRI.
34. Global Reporting Initiative (GRI), 2013. G4 Sustainability Reporting Guidelines: Reporting Principles and Standard Disclosure, Amsterdam: GRI.
35. Global Sustainability Standards Board (GSSB), 2016. Sustainability Reporting Standards, Amsterdam: GRI.
36. Hahn, R. & Kühnen, M., 2013. Determinants of sustainability reporting: a review of results, trends, theory, and opportunities in an expanding field of research. Journal of Cleaner Production , Volume 59, pp. 5-21.
37. Haniffa, R. & Cooke, T., 2005. The impact of culture and governance on corporate social reporting. Journal of Accounting and Public Policy , Volume 24, pp. 391-430 .
38. Hřebíček, J., Soukopová, J., Štencl, M. & Trenz, O., 2014. Integration of economic, environmental, social and corporate governance performance and reporting in enterprises. Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis, 59(7), pp. 157-166.
39. Hubbard, G., 2011. The quality of the sustainability reports of large international companies: An analysis. International Journal of Management, 28(3), pp. 824-848.
40. International Federation of Accountants (IFAC), 2006. Why Sustainability Counts for Professional Accountants in Business, USA: IFAC.
41. International Organization for Standardization (ISO), 2010. Guidance on social responsibility, Geneva, Switzerland: ISO.
42. Isabel-María, G.-S. & Ligia, N.-G., 2017. Integrated information and the cost of capital. International Business Review, Volume 26, pp. 959-975.
43. James, M., 2013. Sustainability and integrated reporting: Opportunities and strategies for small and midsize companies. The Entrepreneurial Executive, Volume 18, pp. 17-28.
44. Jennifer, H. L. C. & Taylor, M. E., 2007. An empirical analysis of triple bottom-line reporting and its determinants: evidence from the United States and Japan. Journal of International Financial Management & Accounting, 18(2), pp. 123-150.

45. Jensen , M. C. & Meckling, W. H., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* , Volume 3, pp. 305-360.
46. Kang, W., Li, N. & Zhang, H., 2019. Information uncertainty and the pricing of liquidity. *Journal of Empirical Finance*, Volume 54, pp. 77-96.
47. Kang, W. & Zhang, H., 2014. Measuring Liquidity in Emerging Markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, Volume 27, pp. 49-71.
48. Kansal , M., Joshi, M. & Batra, G. S., 2014. Determinants of corporate social responsibility disclosures: evidence from India. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting* , 30(1), pp. 217-229.
49. Karmani, M. & Ajina, A., 2012. Market stock liquidity and corporate governance. Canada, In 29th International Conference of the French Finance Association (AFFI).
50. Keynes, J. M., 1930. *Treatise on Money*. London: Macmillan.
51. Kumar, G. & Misra, A. K., 2015. Closer View at the Stock Market Liquidity: A Literature Review. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 7(2), pp. 35-57.
52. Kuzey, C. & Uyar, A., 2017. Determinants of sustainability reporting and its impact on firm value: Evidence from the emerging market of Turkey. *Journal of Cleaner Production*, Volume 143, pp. 27-39.
53. Laidroo, L. & Ööbik, U., 2014. Banks' CSR disclosures—headquarters versus subsidiaries. *Baltic Journal of Management*, 9(1), pp. 47-70.
54. Lee, J. & Chung, K., 2018. Foreign ownership and stock market liquidity. *International Review of Economics & Finance*, Volume 54, pp. 311-325.
55. Legendre , S. & Coderre, F., 2013. Determinants of GRI G3 application levels: the case of the Fortune Global 500. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(3), pp. 182-192.
56. Leirvik, T. F. S. & Fjellvikås, A., 2017. Market liquidity and stock returns in the Norwegian stock market. *Finance Research Letters*, Volume 21, pp. 272-276.
57. Lesmond, D., O., J. & T., C., 1999. A new estimate of Transaction costs. *Review of Financial Studies*, Volume 12, pp. 1113-1141.
58. Leuz, C. & Wysocki, P. D., 2016. The economics of disclosure and financial reporting regulation: Evidence and suggestions for future research. *Journal of Accounting Research*, 54(2), pp. 525-622.
59. Liu , X. & Anbumozhi, V., 2009. Determinant factors of corporate environmental information disclosure: an empirical study of Chinese listed companies. *Journal of Cleaner Production*, 17(6), pp. 593-600.

60. Loukil, N. & Yousfi, O., 2012. Firm's information environment and stock liquidity: evidence from Tunisian context. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 2(1), pp. 30-49.
61. Lourenço , I. C. & Branco, M. C., 2013. Determinants of corporate sustainability performance in emerging markets: the Brazilian case. *Journal of Cleaner Production*, Volume 57, pp. 134-141.
62. Nazari , J. A., Herremans, I. M. & Warsame, H. A., 2015. Sustainability reporting: external motivators and internal facilitators. *Corporate Governance*, 15(3), pp. 375-390.
63. Ng, A. C. & Rezaee, Z., 2015. Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, Volume 34, pp. 128-149.
64. Omran, M. & Pointon, J., 2004. The Determinants of the Cost of Capital by Industry Within an Emerging Economy: Evidence from Egypt. *International Journal of Business* , 9(3), pp. 237-258.
65. Oyelere , P., Laswad, F. & Fisher, R., 2003. Determinants of internet financial reporting by New Zealand companies. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 14(1), pp. 26-63.
66. Reilly, F. K. & Brown, K. C., 2012. *Investment Analysis & Portfolio Management*, Natorp Boulevard Mason: Cenvo Publisher Services.
67. Reverte, C., 2009. Determinants of corporate social responsibility disclosure ratings by spanish listed firms. *Journal of Business Ethics* , 88(2), pp. 351-366.
68. Schneider, A. & Meins, E., 2012. Two dimensions of corporate sustainability assessment: Towards a comprehensive framework. *Business Strategy and the Environment*, 21(4), pp. 211-222.
69. Schooley, D. K. & English, D. M., 2015. SASB: A pathway to sustainability reporting in the United States. *The CPA Journal*, 85(4), pp. 22-27.
70. Shamil , M., Shaikh, J., Ho, P. L. & Krishnan, A., 2014. The influence of board characteristics on sustainability reporting: empirical evidence from Sri Lankan firms. *Asian Review of Accounting*, 22(2), pp. 78-97.
71. Sharma, S., 2002. What really matters: Research on corporate sustainability?. *Research in corporate sustainability: The evolving theory and practice of organizations in the natural environment*, pp. 1-29.
72. Siew, R. Y. J., 2015. A review of corporate sustainability reporting tools (SRTs). *Journal of Environmental Management*, Volume 164, pp. 180-195.

73. Skouloudis , A., Nikoleta, J., Chrisovaladis, M. & Evangelinos, K., 2014. Trends and determinants of corporate non-financial disclosure in Greece. *Jornal of Cleaner Production*, Volume 68, pp. 174-188.
74. Solomon, A. & Lewis, L., 2002. Incentives and disincentives for corporate environmental disclosure. *Business Strategy and the Environment*, 11(3), pp. 154-169.
75. Stanny, E. & Ely, K., 2008. Corporate environmental disclosures about the effects of climate change. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Volume 15, pp. 338-348.
76. Sustainability Accounting Standard Board (SASB), 2013. *Conceptual Framework of the the sustainability accounting standard board.*, San Francisco: SASB.
77. Switzer, L. a. P. A., 2016. Stock market liquidity and economic cycles: A non-linear approach. *Economic Modelling*, Volume 57, pp. 106-119.
78. Tagesson, T., Blank, V., Broberg, P. & Collin, S.-O., 2009. What explains the extent and content of social and environmental disclosures on corporate websites: a study of social and environmental reporting in Swedish listed corporations. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Volume 16, pp. 352-364.
79. United Nations Global Compact (UNGC), 2011. *The Ten Principles. Foundation of the Global Compact*, New York: UNGC.
80. Verrecchia, R. E., 2001. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), pp. 97-180.
81. World Business Council for Sustainable Development (WBCSD), 2003. *Our History* , Geneva: WBCSD.
82. Zúñiga, F., Pincheira, R., Walker, J. & Turner, M., 2020. The effect of integrated reporting quality on market liquidity and analyst forecast error. *Accounting Research Journal*, 33(4-5), pp. 635-650.

الملاحق:

مؤشر قياس مستوى الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة

الدرجة	مؤشرات أداء الاستدامة:
	أولاً: البعد الاقتصادي:
	أ. مؤشرات الأداء الاقتصادي:
	١. التحليل الإداري لمؤشرات الربحية.
	٢. التحليل الإداري لمؤشرات التدفق النقدي.
	٣. التحليل الإداري لمؤشرات السيولة.
	٤. التحليل الإداري لمؤشرات المديونية والجدارة الائتمانية.
	٥. سياسة توزيع/ احتجاز الأرباح.
	ب. مؤشرات الأداء السوقي للأوراق المالية:
	٦. رأس المال السوقي في نهاية السنة المالية.
	٧. تحليل التطور التاريخي الذي طرأ على رأس المال السوقي.
	٨. أحجام التداول والتطورات التي طرأت عليها.
	ج. مؤشرات التواجد في السوق:
	٩. الحصة السوقية الحالية.
	١٠. الحصة السوقية المستهدفة.
	١١. استراتيجيات التسويق والترويج المتبعة.
	د. مؤشرات النمو والتوسع:
	١٢. فرص النمو المتوقعة مستقبلاً.
	١٣. أنشطة البحوث والتطوير والموازنة المستهدفة لها، وحجم الكوادر البشرية المخصصة لها.
	هـ. الإنتاج:
	١٤. ابتكارات المنتجات الجديدة.
	١٥. وسائل التكنولوجيا الحديثة المستخدمة أو المزمع استخدامها لتطوير عمليات الإنتاج.
	و. الآثار الاقتصادية غير المباشرة:
	١٦. استثمارات المنشأة في البنية التحتية والخدمات المدعومة (وتشمل: الاستثمارات في المرافق ووسائل النقل والمرافق الاجتماعية الخاصة بالمجتمع المحلي ومراكز الصحة والرعاية، وتشمل أيضاً استثمارات المنشأة الخاصة والتي تحقق تأثيراً إيجابياً على الاقتصاد القومي).
	ثانياً: البعد البيئي:
	أ. المواد Materials:
	المواد المستخدمة في إنتاج وتغليف المنتجات والخدمات الأساسية للمنشأة.
	المواد المعاد تدويرها المستخدمة لتصنيع المنتجات والخدمات الأساسية للمنشأة.
	المنتجات التي يتم استعادتها ومواد التغليف الخاصة بها.
	ب. الطاقة Energy:
	مقدار استهلاك الطاقة داخل المنشأة.
	مقدار تخفيض استهلاك الطاقة المتحقق كنتيجة مباشرة لمبادرات التوفير وزيادة الكفاءة.
	ج. المياه:
	مقدار سحب المياه وتصريفها.
	إجمالي استهلاك المياه.

الدرجة	مؤشرات أداء الاستدامة:
	د. التنوع البيولوجي Biodiversity:
	مواقع التشغيل المملوكة للمنشأة أو المؤجرة أو المدارة داخل المناطق المحمية.
	الآثار الهامة-الإيجابية أو السلبية- لأنشطة المنشأة ومنتجاتها على التنوع البيولوجي.
	ه. الانبعاثات Emissions:
	انبعاثات الغازات المسببة لظاهرة الاحتباس الحراري، والتغير المناخي ووسائل الحد منها.
	مقدار كثافة انبعاثات الغازات المسببة لظاهرة الاحتباس الحراري.
	الإنتاج والواردات والصادرات من المواد المُستفدَة للأوزون.
	و. النفايات السائلة والمخلفات:
	النفايات حسب النوع وكيفية التخلص منها.
	التسريبات الواسعة النطاق.
	كيفية نقل النفايات الخطرة.
	ز. الامتثال البيئي:
	الغرامات والعقوبات الناتجة عن عدم الامتثال للقوانين و/أو اللوائح البيئية.
	ح. التقييم البيئي للمورد:
	الموردون الجدد الذين خضعوا للتدقيق طبقاً للمعايير البيئية.
	الآثار البيئية السلبية في سلسلة التوريد والإجراءات المتخذة.
	ثالثاً: البعد الاجتماعي:
	أ. حقوق الإنسان:
	المخاطر المتعلقة بحقوق الإنسان المترتبة على ممارسة المنشأة أنشطتها.
	جهود المنشأة في مجال منع التمييز والتفرقة ودعم الفئات المستضعفة.
	جهود المنشأة المبذولة لتجنب التورط في انتهاكات حقوق الإنسان.
	ب. الممارسات العمالية:
	التوظيف وعلاقات العمل.
	الجهود المبذولة لتحسين مواقع العمل.
	إجراءات الأمن والسلامة والصحة المهنية.
	ممارسات تنمية وتطوير القوى البشرية في موقع العمل.
	التأمين الصحي على العاملين وأسرهم.
	نظم الحوافز والمكافآت.
	ج. العلاقات مع المستهلك:
	حماية صحة وسلامة المستهلك.
	خدمة ودعم المستهلك وحل النزاعات.
	حماية بيانات المستهلك وخصوصيته.
	ممارسات توعية المستهلك.
	د. العلاقات مع الموردين:
	ممارسات الشراء من الموردين المحليين.
	الموردون الجدد الذين تم فحصهم باستخدام المعايير الاجتماعية.
	الآثار الاجتماعية السلبية في سلسلة التوريد والإجراءات المتخذة.
	هـ. المشاركة المجتمعية والمسؤولية الخيرية:

الدرجة	مؤشرات أداء الاستدامة:
	المساهمة في دعم التعليم والثقافة، والصحة العامة.
	التبرعات للجمعيات الخيرية.
	المساهمة في توفير فرص العمل وتنمية المهارات.
	و. الامتثال الاجتماعي:
	الغرامات والعقوبات الناتجة عن عدم الامتثال للقوانين والتشريعات ذات الصلة.
	رابعاً: بعد حوكمة الشركات:
	هيكل الملكية وحقوق المساهمين، ووسائل التواصل معهم وإشراكهم.
	تشكيل مجلس الإدارة، ومسؤولياته.
	تشكيل اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة ومسؤولياتها.
	نظم المكافآت والحوافز الخاصة بأعضاء مجلس الإدارة واللجان المنبثقة عنها.
	أنظمة الرقابة الداخلية وآليات تقييم فعاليتها.
	نظم إدارة المخاطر وآليات تقييم فعاليتها.
	الأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بالمنشأة، وآليات التواصل معهم وإشراكهم.
	قواعد السلوك الأخلاقي المطبقة بالمنشأة، وآليات التقرير عن أية انتهاكات لقواعد السلوك الأخلاقي.
	المراجع الخارجي للمنشأة، وآليات التواصل بينه وبين لجنة المراجعة، وآليات تقييم فعالية وظيفة المراجعة الداخلية.

