



**العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت
الأعمال المدرجة بالبورصة المصرية وتكلفة رأس المال**
**The relationship between the voluntary
disclosure on the dimensions of the
sustainability of the enterprises listed on the
Egyptian Stock Exchange and the cost of capital**

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 تحليل العلاقة القائمة بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة المصرية، وتكلفة رأسمالها المملوك والمقترض. وسعيًا نحو تحقيق هدف الدراسة، فقد أجرى الباحث دراسة تطبيقية على عينة مكونة من منشآت الأعمال المدرجة بمؤشر البورصة المصرية EGX 30، وذلك خلال الفترة الزمنية ما بين عامي ٢٠٠٨-٢٠١٩. هذا، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال وتكلفة رأسمالها المملوك، ووجود علاقة إيجابية معنوية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال وتكلفة رأسمالها المقترض. هذا، وقد ظلت النتائج متسقة ومعنوية عند استخدام مقاييس بديلة لتقدير تكلفة رأس المال المملوك.

كلمات الفهرسة:

الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة، تكلفة رأس المال المملوك، تكلفة رأس المال المقترض.

Abstract:

This study aimed to examine the relation between voluntary sustainability disclosures for the firms listed in the Egyptian Stock Exchange, and its cost of capital. 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 there is no significant relationship between voluntary sustainability disclosures and the cost of equity. These also indicated that there is a positive significant relationship between voluntary sustainability disclosures and the cost of debt. Results were consistent and significant when using alternative proxies of cost of equity.

Key words:

Voluntary sustainability disclosure, Cost of equity, Cost of debt.

المقدمة وطبيعة المشكلة:

مع مرور الزمن، تتصاعد وتيرة الضغوطات التي تفرض على منشآت الأعمال لإشباع الاحتياجات المعلوماتية لطائفة واسعة من الأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بها، والتي تساعدهم على اتخاذ القرارات الرشيدة حيال علاقاتهم مع منشآت الأعمال. ومع تزايد مستوى الوعي والإدراك المجتمعي بالقضايا المعاصرة، وعلى رأسها قضية التنمية المستدامة، فقد تنوعت احتياجات الأطراف أصحاب المصالح المعلوماتية، وأصبحت التقارير المالية التقليدية غير قادرة على تلبية كافة احتياجات مستخدميها من المعلومات، وهو ما فرض ضغوطاً متزايدة على منشآت الأعمال، للبحث عن وسائل إفصاح مبتكرة، تلبى من خلالها تلك الاحتياجات المتنوعة، دعماً لمدى الشفافية والمصداقية التي تتمتع بها تجاه الأطراف أصحاب المصالح.

هذا، وقد مثلت الضغوطات السابقة حافزاً رئيسياً لمنشآت الأعمال لتطوير وسائل الإفصاح الصادرة عنها، سعياً نحو تلبية الاحتياجات المعلوماتية المتزايدة للأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بها، والتي تنوعت ما بين تقارير مسؤوليات منشآت الأعمال، وتقارير الأداء ثلاثي الأبعاد، وتقارير الأداء غير المالي لمنشآت الأعمال. (e.g. Siew, 2015; Zahid, et al., 2020).

ومع مطلع القرن الحالي، فقد تطورت وسائل الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، حيث ظهرت في صورة إصدار تقارير استدامة مستقلة، أو إصدار تقارير المسؤولية البيئية والاجتماعية والحوكومية، وكان آخرها إصدار التقارير المتكاملة، والتي تساهم في تقديم رؤية شاملة للمستخدمين عن أبعاد أداء الاستدامة بمنشآت الأعمال على الأصعدة الاقتصادية والبيئية والاجتماعية، بالشكل الذي يوضح كيفية تحقيق القيمة المضافة، على المدى القصير والمتوسط والطويل.

وعلى صعيد الانعكاسات المصاحبة لإفصاح منشآت الأعمال عن أبعاد أداء الاستدامة بها، فقد أشارت بعض الدراسات السابقة إلى أن تقديم إفصاحات الاستدامة بصورة اختيارية، يساهم في منح المستثمرين صورة أكثر وضوحاً وتكاملاً عن أداء استدامة المنشأة، بالشكل الذي يعزز من قدراتهم التحليلية ويساعدهم على اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة (e.g. Khan, et al., 2016; Chauhan & Kumar, 2018). وفي سياق متصل، فقد أشار البعض الآخر إلى أن تقديم إفصاحات الاستدامة يساهم في تعزيز الأداء المالي والتشغيلي لمنشآت الأعمال (e.g. Chen, et al., 2015; Saeidi, et al., 2015)، كما أشارت بعض الدراسات الأخرى إلى الأثر الإيجابي الذي يحدثه تقديم تلك التقارير على سمعة المنشأة وصورتها الذهنية، بما يدعم قيمة المنشأة ككل (e.g. Kuzey & Uyar, 2017; Bachoo, et al., 2013).

على الجانب الآخر، تسعى منشآت الأعمال على اختلاف أنواعها وأحجامها وخصائصها المؤسسية وطبيعة ما تمارسه من أنشطة، إلى تحقيق هدف مشترك حيال الحصول على التمويل اللازم من مصادره المختلفة – الداخلية والخارجية – ألا وهو تدنية تكلفة الحصول على التمويل اللازم إلى أدنى مستوى ممكن.

جدير بالذكر في هذا السياق، أن تكلفة رأس المال ترتبط ارتباطاً وثيق الصلة بمستويات المخاطر التي تتعرض لها منشآت الأعمال، والتي تتبع بدورها منهجاً هرمياً - Top-Down Approach - من حيث مستوى تأثيرها على منشآت الأعمال، بداية من مخاطر الاقتصاد الكلي، ومروراً بمخاطر السوق والصناعة - - واللذان يشار إليهما بالمخاطر المنتظمة - وأخيراً المخاطر الخاصة بمنشآت الأعمال - والتي تعرف بالمخاطر غير المنتظمة.

ولما كانت مصادر الخطورة المنتظمة تؤثر بنفس القدر على كافة منشآت الأعمال التي تمارس نشاطها في ظل اقتصاد معين، وقطاع صناعي محدد، فإن اختلاف مستويات الخطورة غير المنتظمة، هو ما يبرر اختلاف تكلفة رأس المال من منشأة لأخرى. هذا، وتتنوع المخاطر غير المنتظمة التي يمكن أن تتعرض لها منشآت الأعمال ما بين: المخاطر المالية، ومخاطر التخلف عن السداد، ومخاطر الائتمان، ومخاطر المعلومات، ومخاطر تدهور سيولة الأوراق المالية، إلى غير ذلك من مصادر الخطورة المختلفة.

وفي سبيل سعيها نحو تخفيض تكلفة رأس المال، تسعى منشآت الأعمال جاهدة نحو التخفيف من وطأة مصادر الخطورة التي تتعرض لها بصورة حصرية، حتى تتمكن بالتبعية من تخفيض مقدار علاوة الخطر الممنوحة للمستثمرين، تعويضاً لهم عن المخاطر التي سيتحملونها جراء استثمار أموالهم في منشأة أعمال بعينها.

في ضوء ما سبق، تتمثل إحدى الوسائل المقترحة لتخفيض حجم المخاطر التي قد تتعرض لها المنشأة، في تعزيز جودة بيئة المعلومات المحيطة بالمنشأة، عبر تعزيز مستويات الإفصاح التي تقدمها منشآت الأعمال للمستخدمين، الأمر الذي يسهم بدوره في الحد من مخاطر التقدير Estimation risks التي تواجه المستثمرين عند تقييمهم لأداء منشآت الأعمال، والتخفيف من وطأة حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها، ويساهم في تحقيق الرواج المأمول والسيولة المرتفعة لأوراقها المالية في أسواق المال. ولعل أحد أبرز تلك الإفصاحات التي برزت على الساحة مؤخراً، الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال.

في هذا الصدد، ثار جدل في الأوساط البحثية حول مدى التأثير الذي قد يحدثه الإفصاح عن أبعاد الاستدامة على تكلفة رأس المال. ففي الوقت الذي أشارت فيه بعض الدراسات السابقة التي تناولت أثر الإفصاح عن بعض أبعاد الاستدامة بصورة مستقلة على تكلفة رأس المال، إلى وجود علاقة عكسية بين الإفصاح عن المعلومات البيئية أو أنشطة المسؤولية الاجتماعية، وتكلفة رأس المال المملوك أو المقترض (e.g. Reverte, 2012; Isabel-María & Ligia, 2017)، فقد ظهرت أدلة عملية حديثة تشير إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الإفصاح عن أبعاد الاستدامة ضمن التقارير المتكاملة وتكلفة رأس المال (Barth, et al., 2017).

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

التساؤل البحثي الأول: هل يؤثر الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، على تكلفة رأسمالها المملوك؟

التساؤل البحثي الثاني: هل يؤثر الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، على تكلفة رأسمالها المقترض؟

أهداف البحث:

- يسعى الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تحقيق الهدفين البحثيين التاليين:
- ◆ قياس أثر الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، على تكلفة رأسمالها المملوك.
- ◆ قياس أثر الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، على تكلفة رأسمالها المقترض.

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 العلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، وتحديداً فيما يتعلق بأثر الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة على تكلفة رأس المال، والذي اتسمت البحوث المحاسبية فيه بالندرة النسبية، حيث ركزت غالبية الدراسات السابقة في هذا المجال على تحليل أثر بعض أبعاد الاستدامة بصورة فردية على تكلفة رأس المال. هذا، وتعد الدراسة الحالية امتداداً لدراسة (Isabel-María & Ligia, 2017)، والتي تناولت أثر التقارير المتكاملة على تكلفة رأس المال، بالتطبيق على عينة عالمية مكونة من مجموعة متنوعة من منشآت الأعمال، المنتمة إلى بيئات أعمال تختلف من حيث خصائصها المؤسسية، وخصائص الحوكمة المطبقة بها، ومستوى تطور أسواق المال، ومستوى الحماية المكفولة للمستثمرين والأطراف الأخرى أصحاب المصالح، الأمر الذي شكل قيوداً على مدى ملائمة نتائج الدراسة وقابليتها للتعميم.
- ب- صمم الباحث مؤشراً مقترحاً لقياس مستوى إفصاح منشآت الأعمال عن أبعاد الاستدامة، استناداً إلى أبرز الأطر المرجعية الصادرة على المستوى العالمي لتنظيم كيفية إفصاح منشآت الأعمال عن أبعاد الاستدامة، وذلك بالاعتماد على مجموعة من المعايير أهمها: الشمول، التكامل، والجمع 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 فروض البحث واختبار مدى صحته من خلال المحور الثاني للدراسة. المحور الثاني: الدراسة العملية: والذي خلاله يجري الباحث دراسة تطبيقية على عينة مكونة من منشآت الأعمال المدرجة بمؤشر البورصة المصرية EGX 30، خلال الفترة الزمنية ما بين عامي ٢٠٠٨-٢٠١٩، لاختبار صحة فرضي البحث والإجابة على تساؤلاته البحثية.

حدود البحث:

لن يتعرض الباحث لتحليل أثر الإفصاح عن أبعاد الاستدامة على تكلفة رأس المال بمنشآت الأعمال المنتمة 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، يعرض القسم الأول: الدراسات السابقة في مجال العلاقات الرئيسية موضع الدراسة واشتقاق فروض البحث، ويعرض القسم الثاني: الإطار الفكري للدراسة، في مجال إفصاح منشآت الأعمال عن أبعاد استدامتها، وتكلفة رأس المال. 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 فروض البحث:

سعى الباحثون الأكاديميون إلى استكشاف طبيعة العلاقة المحتملة بين إفصاح منشآت الأعمال عن أبعاد أداء استدامتها، وتكلفة رأس المال بها. فدراسة (Kim & Shi (2011) مثلاً كانت قد استهدفت تحليل أثر الإفصاحات الاختيارية التي تقدمها إدارات منشآت الأعمال في صورة توقعات أرباح إدارية، على تكلفة رأس المال المملوك بها. هذا، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين التوقعات الإدارية الصادرة عن منشآت الأعمال في صورة أخبار سيئة Bad news، وتكلفة رأس المال المملوك بها. كما أشارت النتائج أيضاً إلى عدم وجود علاقة معنوية بين التوقعات الإدارية الصادرة عن منشآت الأعمال في صورة أخبار جيدة Good news، وتكلفة رأس المال المملوك بها، وهو ما يشير إلى أن المستثمرين يتفاعلون بصورة سلبية مع الأخبار السيئة الصادرة عن المنشأة، في حين لا يثمنون الأخبار الجيدة التي تصدر عنها.

وفي سياق متصل، فقد استهدفت دراسة (Reverte (2012 تحليل أثر جودة الإفصاح عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية لمنشآت الأعمال على تكلفة رأس المال المملوك بها. هذا، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين مستوى جودة الإفصاح عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية بمنشآت عينة الدراسة، وتكلفة رأس المال المملوك بها، وتزداد قوة ومعنوية هذه العلاقة لدى منشآت الأعمال المنتمية إلى القطاعات الصناعية ذات التأثيرات العكسية على البيئة المحيطة.

ومن جانبهم، فقد استهدف (Clarkson, et al. (2013 تحليل مدى جدوى ونفعية الإفصاحات البيئية الاختيارية الصادرة عن منشآت الأعمال، في تقديم محتوى معلوماتي ملائم للمستثمرين، والأطراف المختلفة أصحاب المصالح. هذا، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين الإفصاحات البيئية الإلزامية وتكلفة رأس المال بمنشآت عينة الدراسة، في حين ثبت عدم وجود علاقة معنوية بين الإفصاحات البيئية الاختيارية التي تقدمها منشآت الأعمال، وتكلفة رأس المال بها.

في سياق متصل، استهدفت دراسة (Zhou, et al. (2017 تحليل الانعكاسات المصاحبة لتقديم التقارير المتكاملة بالتوافق مع مبادئ الإطار العام لإعداد التقارير المتكاملة الصادرة عن المجلس العالمي للتقارير المتكاملة، على مستوى دقة تنبؤات المحللين الماليين المتابعين لأداء المنشأة، وتكلفة رأس المال المملوك بها. هذا، وقد أشارت الأدلة العملية التي ساقتها الدراسة إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين قيام منشآت الأعمال بتقديم التقارير المتكاملة بالتوافق مع الإطار العام الصادر عن المجلس العالمي للتقارير المتكاملة، وتكلفة رأس المال المملوك بها، بما يشير إلى استعداد المستثمر لتقبل مستويات منخفضة من العوائد المتوقعة على استثماراته، نظير انخفاض مستوى خطر المعلومات المحيط بالمنشأة.

ومن جانبهم، فقد استهدف (Barth, et al. (2017 تحليل أثر جودة الإفصاح عن أبعاد الاستدامة ضمن تقاريرها المتكاملة، على قيمة المنشأة مقاسة بسيولة أوراقها المالية، تكلفة رأس المال، والتدفقات النقدية المتوقعة مستقبلاً. وقد أشارت الأدلة العملية التي ساقها الباحثون خلال الدراسة إلى عدم وجود تأثير معنوي لجودة إفصاحات الاستدامة الصادرة عن منشآت الأعمال، على تكلفة رأس المال بها.

وفي ذات السياق، فقد استهدفت (Isabel-María & Ligia (2017 تحليل طبيعة العلاقة بين الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال ضمن تقاريرها المتكاملة، وتكلفة رأس المال بمنشآت الأعمال. هذا، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين تقديم التقارير المتكاملة، وتكلفة رأس المال بمنشآت الأعمال. وتزداد قوة ومعنوية العلاقة السابقة لدى منشآت الأعمال التي

تعاني من ارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها، وفي الأسواق المالية التي تعاني من انخفاض مقدار الحماية المقدمة للمستثمرين.

ومن جانبها، فقد استهدفت دراسة (Chauhan & Kumar, 2018) تحليل أثر إفصاحات منشآت الأعمال عن أبعاد أدائها على الصعيد البيئي والاجتماعي وحوكمة الشركات، على قيمة منشآت الأعمال بالاقتصاديات الناشئة. هذا، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين الإفصاحات التي تقدمها منشآت الأعمال على الصعيد البيئي والاجتماعي وحوكمة الشركات، وتكلفة رأس المال بها، كما بينت النتائج أيضاً أن قوة ومعنوية العلاقة السابقة تزداد لدى منشآت الأعمال المستقلة بذاتها، مقارنة بمنشآت الأعمال المنتمية إلى مجموعات تجارية.

وأخيراً، فقد استهدفت دراسة (Fonseka, et al., 2019) تحليل أثر الإفصاح عن المعلومات البيئية، جنباً إلى جنب مع نوع مصدر الطاقة الذي تقدمه منشآت الأعمال، على تكلفة رأس المال المقترض بها. هذا، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين الإفصاح عن المعلومات البيئية، وتكلفة رأس المال المقترض، إلا أنه وبدراسة الأثر المشترك للإفصاح عن المعلومات البيئية ونوع مصدر الطاقة الذي تقوم المنشأة بتوليدها، فقد تبين وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح عن المعلومات البيئية وتكلفة رأس المال المقترض لدى منشآت الأعمال المنتجة لمصادر الطاقة الأشد تأثيراً على البيئة، كمنشآت الأعمال المنتجة للغاز الطبيعي والطاقة الحرارية.

في ضوء العرض السابق، أمكن للباحث الخروج بالاستنتاجات التالية:

- ◆ ركز الاتجاه الغالب من الدراسات السابقة، على تحليل انعكاسات الإفصاح عن بعدٍ محددٍ من أبعاد الاستدامة (البعد الاقتصادي/ البعد الاجتماعي/ البعد البيئي) على عنصر محددٍ من عناصر تكلفة رأس المال، في حين اتسمت الدراسات السابقة التي استهدفت تحليل العلاقة المحتملة بين الإفصاح عن أبعاد الاستدامة مجتمعة، وتكلفة رأس المال بشقيه المملوك والمقترض، بالندرة النسبية. فبخلاف دراسات (e.g. Barth, et al., 2017; Isabel-María & Ligia, 2017; Zhou, et al., 2017; María & Ligia, 2017)، فإن الدراسات السابقة – في حدود ما توصل إليه الباحث – لم تستكشف بعد الأثر المجمع للإفصاح عن كافة أبعاد أداء استدامة منشآت الأعمال، على تكلفة رأس المال بها.
- ◆ ولما كانت دراستنا (Barth, et al., 2017; Zhou, et al., 2017) قد تناولت انعكاسات الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال ضمن التقارير المتكاملة، في بيئة تطبيق تُلزم منشآت الأعمال بتقديم تلك التقارير، ودراسة (Isabel-María & Ligia, 2017) قد استهدفت اختبار طبيعة العلاقة السابقة بالتطبيق على عينة عالمية، مكونة من مجموعة من منشآت الأعمال المنتمية إلى بيئات أعمال ذات خصائص مؤسسية مختلفة، وخصائص حوكمة شركات مختلفة، وأسواق مالية بدرجات تطور متفاوتة، وقواعد تنظيمية مختلفة لحماية حقوق المستثمرين والأطراف أصحاب المصالح، بشكل فرض قيوداً على مدى ملاءمة النتائج البحثية التي توصلت إليها الدراسة، وقابليتها للتعميم، فإن ما سبق قد مثل دافعاً بحثياً لاستكشاف انعكاسات الإفصاح عن كافة أبعاد أداء استدامة منشآت الأعمال مجتمعة على تكلفة رأس المال بشقيه المملوك والمقترض، في بيئة تطبيق يعد تقديم تلك الإفصاحات فيها اختيارياً، وبالتطبيق على عينة محددة من منشآت الأعمال المنتمية إلى بيئة أعمال وسوق مالية محددة، بخصائص مؤسسية متشابهة.
- ◆ علاوة على الندرة النسبية التي اعترت الدراسات السابقة في هذا الميدان البحثي، فقد اتسمت النتائج البحثية التي توصلت إليها الدراسات السابقة في هذا السياق بالتعارض وعدم الاتساق.

ففي الوقت الذي أشارت فيه غالبية الدراسات السابقة إلى وجود علاقة عكسية بين الإفصاح عن أبعاد الاستدامة وتكلفة رأس المال بشقيه المملوك والمقترض (e.g. Reverte 2012; Clarkson, et al. 2013; Zhou, et al. 2017; Isabel-María & Ligia 2017) أشار باحثون آخرون إلى عدم وجود علاقة بين إفصاحات الاستدامة وتكلفة رأس المال بمنشآت الأعمال (e.g. Barth, et al., 2017)، بينما أشار آخرون إلى وجود علاقة إيجابية بينهما، خاصة عندما يعكس الإفصاح الآثار العكسية لأداء استدامة منشآت الأعمال (e.g. Kim & Shi, 2011; Fonseka, et al., 2019). ولعل التعارض القائم بين ما توصلت إليه الدراسات السابقة من نتائج في هذا السياق، قد مثل دافعاً بحثياً آخر لاختبار طبيعة العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد أداء الاستدامة، وعناصر تكلفة رأس المال بمنشآت الأعمال، للخروج باستنتاجات بحثية قيّمة، وأدلة عملية تساهم في فض هذا التعارض القائم بين ما توصلت إليه الدراسات السابقة من نتائج.

في ضوء ما سبق، يتنبأ الباحث بأن الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة يمكن أن يؤثر على عناصر تكلفة رأس المال بشقيه المملوك والمقترض بمنشآت الأعمال، في اتجاهين:

أولاً: واتساقاً مع نظريات الإشارة والمشروعية وتكاليف السمعة وأصحاب المصالح، يتوقع الباحث أن تستخدم إدارات منشآت الأعمال الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة، كإشارة لتوضيح مدى اعتناقها لمفهوم التنمية المؤسسية المستدامة، وحرصها على الحفاظ على المشروعية المجتمعية المكتسبة، وسعيها نحو تحقيق القيمة المضافة المستدامة لكافة الأطراف أصحاب المصالح، وليس فقط للمساهمين. وعليه، يتنبأ الباحث بأن الإفصاح الاختياري عن أبعاد أداء الاستدامة سيساهم في تدعيم سمعة المنشأة، وتحسين صورتها الذهنية لدى الأطراف أصحاب المصالح، بما قد يحول هذه الممارسة إلى ميزة تنافسية متفردة، تساعد المنشأة على استقطاب رؤوس الأموال إليها، بتكاليف تمويلية منخفضة.

ثانياً: واتساقاً مع نظرية الوكالة، يتوقع الباحث أن تستخدم إدارات منشآت الأعمال الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة، كوسيلة للتخفيف من وطأة مشاكل الوكالة، عبر تعزيز جودة بيئة المعلومات المحيطة بها، وتدعيم مقدار الشفافية والمصداقية التي تلتزم بها تجاه المساهمين والأطراف أصحاب المصالح، بما يلبي احتياجاتهم المتزايدة من المعلومات، ويساهم في تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بالمنشأة، ويحد من تكاليف الاختيار العكسي التي يتحملها المستثمر عند تعامله مع أطراف أخرى بالسوق المالية، أكثر دراية ومعرفة منه، الأمر الذي سيساهم في تعزيز سيولة الأوراق المالية الخاصة بالمنشأة في أسواق المال، ويؤدي بالتبعية إلى تخفيض مقدار علاوة الخطر التي يطلبها المستثمرون الحصول عليها نظير مخاطر تدهور سيولة الأوراق المالية الخاصة بالمنشأة، بما يساهم في تخفيض تكلفة رأس المال بها. وعليه، يمكن للباحث اشتقاق الفرضين الأول والثاني على النحو التالي:

الفرض الأول: هناك علاقة عكسية بين إفصاح منشآت الأعمال عن أبعاد الاستدامة وتكلفة رأس المال المملوك بها.

الفرض الثاني: هناك علاقة عكسية بين إفصاح منشآت الأعمال عن أبعاد الاستدامة وتكلفة رأس المال المقترض بها.

الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال:**مفهوم الإفصاح عن أبعاد الاستدامة:**

منذ أن بدأ التوجه المؤسسي نحو الترويج لممارسة الإفصاح عن الأبعاد المختلفة لمسؤولية منشآت الأعمال خلال النصف الثاني من القرن المنصرم، تنوعت ممارسات الإفصاح عن أبعاد تلك المسؤولية، ما بين إصدار تقارير مستقلة للمسؤولية البيئية والاجتماعية، أو الإفصاح عن معلومات الاستدامة غير المالية - البيئية والاجتماعية والحوكومية - أو إصدار تقارير مستقلة للاستدامة. وقد تجلى التطور الأخير الذي طرأ على ممارسات الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال في إصدار ما يعرف بالتقارير المتكاملة.

ومع تعدد صيغ الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، فقد تعددت المفاهيم التي تمت صياغتها لوصف تلك الممارسة التنظيمية، حيث وصف المجلس العالمي للتنمية المستدامة World Business Council for Sustainable Development (WBCSD) الإفصاح عن أبعاد الاستدامة بأنه: "قيام منشآت الأعمال بإصدار تقارير علنية، لتزويد الأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بها بمعلومات عن الانعكاسات الاقتصادية والاجتماعية والبيئية لما تمارسه من أنشطة" (WBCSD, 2003). كما أشارت المبادرة العالمية للتقرير GRI إلى 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).

ومن جانبيهما، فقد وصف (Gurvitch & Sidorova, 2012) ممارسة الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال بأنها: "قيام منشآت الأعمال بدمج المعلومات المتعلقة بجوانب أدائها البيئي والاجتماعي، جنباً إلى جنب مع المعلومات المتعلقة بأدائها الاقتصادي، ضمن تقاريرها السنوية، أو في صورة تقرير مستقل، بهدف تحسين سمعتها وصورته الذهنية لدى كافة الأطراف أصحاب المصالح، وإظهار مدى نهوضها بمسؤولياتها تجاه المجتمع والبيئة المحيطة".

ومؤخراً، فقد عرف شرف (2015) ممارسة الإفصاح عن أبعاد الاستدامة بأنها "عرض هيكلية منظم للاداء الاقتصادي والبيئي والاجتماعي لمنشآت الأعمال، بالشكل الذي يقدم للأطراف أصحاب المصالح صورة أكثر شفافية عن انعكاسات جوانب الأداء غير المالية على النواحي المالية الخاصة بالمنشأة، وبما يؤدي إلى تعظيم قيمة المنشأة على الأمد البعيد".

في ضوء العرض السابق، يرى الباحث إمكانية وصف ممارسة الإفصاح عن أبعاد التنمية المؤسسية المستدامة بأنها: "وسيلة للقياس والعرض المحايد، وتوصيل المعلومات الخاصة بالانعكاسات الاقتصادية والبيئية والاجتماعية والحوكومية 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".

النظريات المفسرة لاهتمام منشآت الأعمال بالإفصاح عن أبعاد استدامتها:

اتساقاً مع نظرية الإشارة، توقع الباحثون أن تستخدم إدارات منشآت الأعمال الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامتها، كإشارة تبين من خلالها للأطراف أصحاب المصالح مدى اهتمامها بمفهوم الأداء المؤسسي المستدام، الذي يضمن لكافة الأطراف أصحاب المصالح - وعلى رأسهم المساهمون - تحقيق القيمة المضافة المأمولة، وتبين كذلك مدى حرصها على مقدرات المجتمع ومكتسباته، وحرصها على عدم الإضرار بالموارد التي تذخر بها البيئة المحيطة، بما يساهم في دعم سمعة المنشأة، وتعزيز

صورتها الذهنية، وهو ما يؤدي في نهاية المطاف إلى دعم قيمة المنشأة على المدى البعيد (e.g. Brammer , et al., 2012; ; Hahn & Kühnen, 2013).

هذا، ويرى الباحث أن نظرية الإشارة تعد المرجعية الرئيسية التي تستند إليها النظريات الأخرى، في تفسير مدى الاهتمام الذي توليه منشآت الأعمال لممارسة الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامتها. في ضوء ما سبق، يمكن القول بأن إدارات منشآت الأعمال – اتساقاً مع نظرية المشروعات والنظرية المؤسسية ونظرية الإشارة - قد تسعى إلى استخدام الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة بها، لترسل إشارة لعناصر المجتمع ومقوماته، مفادها حرص المنشأة على دمج مفهوم التنمية المستدامة ضمن استراتيجيتها ونموذج الأعمال بها، وحرصها على مراعاة الأبعاد البيئية والاجتماعية لما تمارسه من أنشطة، دون التركيز الحصري على تحقيق أهدافها الاقتصادية، وإظهار مدى التزامها ومراعاتها للقواعد والقيم والمبادئ المجتمعية الراسخة في المجتمعات التي تمارس أنشطتها بها، سعياً نحو اكتساب المشروعات المجتمعية التي تخولها الاستمرار في مزاولة أنشطتها على المدى البعيد (e.g. Brammer , et al., 2012; Fonseka, et al., 2019; Isabel-María & Ligia, 2017; Hahn & Kühnen, 2013).

على الجانب الآخر، واتساقاً مع نظريتي الإشارة والوكالة، يُتوقع أن تستخدم إدارات منشآت الأعمال ممارسة الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامتها، كوسيلة لتخفيف حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بينها وبين المساهمين، حرصاً منها على تخفيف حدة مشاكل الوكالة التي ترتبط باحتمال وجود توزيع غير متماثل للمعلومات بين الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية. (e.g. Jensen & Meckling, 1976; Isabel-María & Ligia, 2017; Kuzey & Uyar, 2017)

في سياق متصل، واتساقاً مع نظريتي الإشارة وأصحاب المصالح، يتوقع أن تستخدم إدارات منشآت الأعمال ممارسة الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامتها، لترسل إشارة للأطراف أصحاب المصالح مفادها حرص إدارة المنشأة على الأخذ بعين الاعتبار التوقعات الخاصة بها، والقيمة المضافة التي يتوقع كل طرف منهم الحصول عليها نتيجة ارتباطه بالمنشأة، وحرصها على مقابلة وتحقيق تلك التوقعات، ومراعاة ضرورة تحقيق تواصل ومشاركة فعالة بين المنشأة وكافة الأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بها (e.g. Ruhnke & Gabriel, 2013; Laidroo & Ööbik, 2014; Dissanayake, et al., 2019).

أخيراً، واتساقاً مع نظرية الإشارة وفرض التكاليف السياسية، يُتوقع أن تلجأ إدارات منشآت الأعمال المنتمية إلى القطاعات الصناعية ذات التأثيرات العكسية على المجتمع والبيئة المحيطة، إلى استخدام ممارسة الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامتها، لترسل إشارة للجهات الرقابية والتنظيمية، مفادها حرصها على حماية مقدرات المجتمع، والموارد التي تذخر بها البيئة المحيطة، من الآثار العكسية التي قد تخلفها ممارسة المنشأة لأنشطتها، وذلك حتى تتجنب خطر تكبد تكاليف سياسية باهظة، تؤدي بمرور المنشأة وحقوق المساهمين فيها (e.g. Frías-Aceituno, et al., 2014; Isabel-María & Ligia, 2017).

المنافع والتحديات المرتبطة بالإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال:

لما كان الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال لا يزال يعتبر ممارسة تنظيمية اختيارية في غالبية بيئات الأعمال حتى وقتنا هذا، فإن اتخاذ إدارة المنشأة قراراً بتقديم تلك الإفصاحات، يعتمد بصورة رئيسية على إجراء تحليل موسع للمنافع والتكاليف المرتبطة بها، والفرص أو التحديات التي قد تواجهها حال اتخاذها زمام المبادرة في هذا السياق. في هذا الصدد، أشار بعض الباحثين إلى أن تقديم

إفصاحات الاستدامة بصورة اختيارية، يساهم في منح المستثمرين صورة أكثر وضوحاً وتكاملاً عن أداء استدامة المنشأة، بالشكل الذي يعزز من قدرتهم على تقييم أداء المنشأة وربحياتها في الوقت الحاضر، والتنبؤ بأفاقه المستقبلية، وهو ما سيؤدي بالتبعية إلى ترشيد ما يتخذونه من قرارات استثمارية (e.g. Chauhan & Kumar, 2018; Nobanee & Ellili, 2016; Khan, et al., 2016).

علاوة على ما سبق، فقد أشار بعض الباحثين إلى أن الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة، يساهم في تخفيض تكاليف الحصول على التمويل اللازم من مصدريه المملوك والمقترض (e.g. Sengupta, 1998; Dhaliwal et al., 2012) وبمنشآت الأعمال (e.g. Ameer & Othman, 2012; Nobanee and Ellili 2016; Chauhan, et al., 2018) وزيادة دقة تنبؤات المحللين الماليين (e.g. Dhaliwal, et al., 2011; Zhou, et al., 2017) وتخفيف حدة التقلبات التي قد تتعرض لها أسعار الأسهم (e.g. Grewal et al., 2017; Amel-Zadeh & Serafeim, 2018) وتدعيم موقف سيولة الأوراق المالية الخاصة بمنشآت الأعمال في أسواق المال (e.g. Yang, 2012; Rezaee & Tuo, 2017)، والحد من القدرة التزامية لأسعار الأسهم Stock price synchronicity (Grewal et al., 2017).

وفي سياق متصل، فقد أشار بعض الباحثين إلى أن تقديم تلك الإفصاحات، يساهم في تدعيم العلاقات والروابط التي تسعى منشآت الأعمال إلى بنائها مع الأطراف أصحاب المصالح، ودعم سمعة المنشأة وصورتها الذهنية، وإضفاء المشروعية على ما تمارسه المنشأة من أنشطة (e.g. Kiliç and Uyar, 2014; Kiliç et al., 2015).

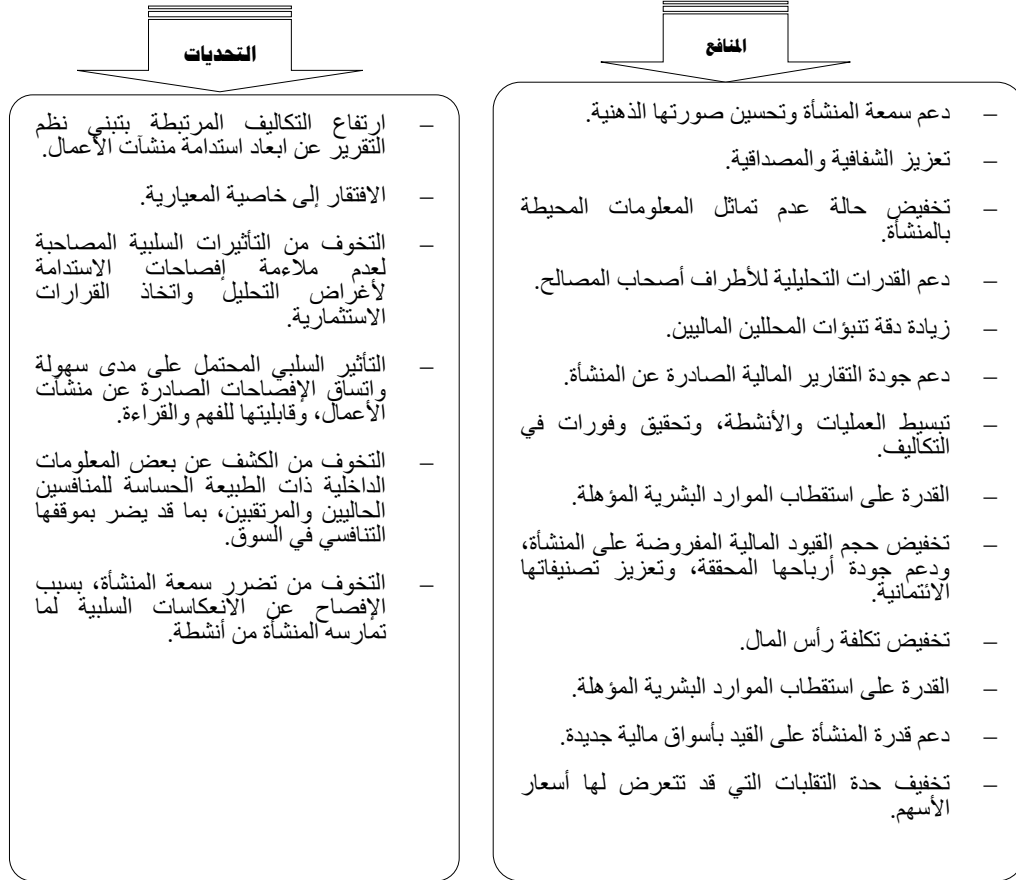
وعلى الرغم من تعدد المنافع والانعكاسات الإيجابية التي توقع الباحثون أن تجنيها منشآت الأعمال جراء الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامتها، فلا يزال هناك عزوف من قبل بعض منشآت الأعمال - خاصة الصغيرة والمتوسطة الحجم - عن تبني تلك الممارسة. في هذا السياق، أشارت Ernst & Young (2010) إلى أن عزوف منشآت الأعمال عن الإفصاح عن أبعاد الاستدامة بها، يرجع إلى خوفها من التحديات التي قد تواجهها عند تبني تلك الممارسة، وهو ما تمت الإشارة إليه في الأدب المحاسبي بتكاليف الحيازة Proprietary costs، وقد أوردت منها: الافتقار إلى عنصر اتساق البيانات، والتخوف من تدهور التوازن الذي تحاول المنشأة الحفاظ عليه، فيما تفصح عنه من معلومات إيجابية وسلبية عن أدائها، والأثر المحتمل على مدى اتساق وقابلية التقارير الصادرة عنها للفهم والقراءة.

علاوة على التحديات السابقة، فقد تنظر بعض منشآت الأعمال إلى الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة بها، على أنها ممارسة تتقل كاهلها بتكاليف تشغيلية إضافية، ذات طبيعة فورية ومباشرة، إذا ما قورنت بالمنافع المتوقعة جراء تبني تلك الممارسة، والتي عادة ما تتخذ نسقاً تصاعدياً على مدى فترة زمنية طويلة نسبياً، وتنسم غالباً بأنها منافع غير ملموسة في طبيعتها (McWilliams and Siegel, 2001, p. 124).

في سياق متصل، فقد أشار بعض الباحثين إلى أن تقديم إفصاحات الاستدامة، قد يساهم في الكشف عن معلومات ذات طبيعة خاصة عن المنشأة، للمنافسين الحاليين، والمنافسين المرتقبين المتوقع دخولهم قريباً إلى السوق، بما قد يؤثر سلباً على قدرتها التنافسية، وحصتها السوقية، ومعدلات الربحية التي تحققها (e.g. Verrecchia, 2001; Rezaee & Tuo, 2017). ومن جانبه، فقد أضاف Kolk (2004) إلى التحديات السابقة انخفاض مقدار الوعي والاهتمام الذي يوليه الأطراف أصحاب المصالح بالاقتصاديات الناشئة لأبعاد الاستدامة المؤسسية، والتخوف من التأثير السلبي الذي قد تحققه إفصاحات

الاستدامة السلبية على سمعة المنشأة، وما قد يستتبع ذلك من ارتفاع مخاطر تعرضها للدعاوى القضائية.

في ضوء ما سبق، يرى الباحث إمكانية تلخيص أبرز المنافع والتحديات المصاحبة لتقديم منشآت الأعمال إفصاحات استدامتها بصورة اختيارية، على النحو التالي:



شكل رقم (١): المنافع والتحديات المرتبطة بالإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال.

المصدر: إعداد الباحث

المعايير العالمية لإعداد تقارير الاستدامة:

بصفتها المبادرة العالمية الأكثر تمتعاً بالقبول العالمي، ودعماً لمدى مصداقية الدور الذي تلعبه كجهة مصدرة لتوجيهات الإفصاح عن أبعاد الاستدامة المؤسسية، فقد تم إجراء تغييرات هيكلية على هيكل حوكمة الشركات الخاص بالمبادرة العالمية للتقرير GRI، بهدف إضفاء مزيد من المصداقية والمعيارية على ما يصدر عنها من توجيهات في هذا السياق. لذا، ومع مطلع يناير من عام ٢٠١٥، فقد تم تشكيل مجلس مستقل برعاية المبادرة العالمية للتقرير، توكل إليه بصورة حصرية مهمة صياغة وتطوير معايير إعداد تقارير الاستدامة المقبولة عالمياً، يعرف بالمجلس العالمي لمعايير

الاستدامة (Global Sustainability Standard Board (GSSB). وفي محاولة لإضفاء صيغة أكثر معيارية على توجيهات الإطار الإرشادي الصادر عن المبادرة العالمية للتقرير بإصداراته المختلفة، فقد قام المجلس العالمي لمعايير الاستدامة في ١٩ أكتوبر عام ٢٠١٦، بإطلاق النسخة الأولى من المعايير العالمية لإعداد تقارير الاستدامة، والتي حلت محل توجيهات الإصدار الرابع للإطار الإرشادي الصادر عن المبادرة العالمية للتقرير G.4، على أن يصبح العمل بتلك المعايير نافذاً لمنشآت الأعمال المدرجة ضمن قاعدة بيانات GRI اعتباراً من الأول من يناير من عام ٢٠١٨ (GSSB, 2016).

هذا، وقد قسم المجلس العالمي لمعايير الاستدامة مبادئ إعداد تقارير الاستدامة، إلى مجموعتين رئيسيتين: المجموعة الأولى: وتتضمن مبادئ تحديد محتوى التقرير، والتي شملت: شمول أصحاب المصالح، سياق الاستدامة، الأهمية النسبية، والاكتمال. أما المجموعة الثانية: فتتضمن مبادئ تحديد جودة محتويات التقرير، والتي شملت: الدقة، التوازن، الوضوح، القابلية للمقارنة، الموثوقية، والتوقيت المناسب.

علاوة على ما سبق، فقد تم تقسيم المعايير العالمية لإعداد تقارير الاستدامة، إلى قسمين رئيسيين: يشمل القسم الأول منها: المعيار ١٠١ والذي يحدد مبادئ إعداد تقارير الاستدامة، والمعيار ١٠٢ والذي يحدد الإفصاحات العامة التي تشمل الاستراتيجية والحوكمة وإشراك أصحاب المصالح، والمعيار ١٠٣ والذي يحدد الإفصاحات المتعلقة بمنهج الإدارة في جمع وعرض الموضوعات الجوهرية الخاصة بكل بعد من أبعاد الاستدامة. أما القسم الثاني فيشمل المعايير المنظمة للإفصاحات الخاصة بكل بعد من أبعاد التنمية المؤسسية المستدامة، بما في ذلك مجموعة معايير ٢٠٠ والتي تنظم إفصاحات البعد الاقتصادي للاستدامة، والتي تشمل الأداء الاقتصادي، الآثار الاقتصادية غير المباشرة، التواجد في السوق، ممارسات الشراء، ممارسات مكافحة الفساد، ومجموعة معايير ٣٠٠ والتي تنظم إفصاحات البعد البيئي للاستدامة، والتي تشمل المواد، مصادر الطاقة، الانبعاثات، التنوع البيولوجي، النفايات السائلة والمخلفات، الامتثال البيئي، والتقييم البيئي للمورد. وأخيراً مجموعة معايير ٤٠٠ والتي تنظم إفصاحات البعد الاجتماعي للاستدامة، والتي تشمل ممارسات التوظيف، الصحة والسلامة المهنية، ممارسات عدم التمييز، المجتمعات المحلية، صحة وسلامة العملاء والامتثال الاجتماعي (GSSB, 2016).

في ضوء ما سبق، يرى الباحث أن المعايير العالمية لإعداد تقارير الاستدامة تمثل محاولة جادة للتحويل نحو مفهوم التقرير المتكامل، الذي يستهدف تقديم رؤية متكاملة عن أبعاد أداء المنشأة، واستراتيجياتها، وعملية تحقيق القيمة المضافة بها، على المدى قصير ومتوسط وطويل الأجل، مع ضرورة الأخذ في الاعتبار مجموعة من الملاحظات الهامة في هذا السياق:

♦ لاحظ الباحث أن المعايير السابقة قد أولت اهتماماً بالغاً بمقاييس الأداء البيئي والاجتماعي للاستدامة، مقارنة بالاهتمام الذي أولته لمقاييس الأداء الاقتصادي. وفي هذا الصدد يرى الباحث أن إفصاحات البعد الاقتصادي للاستدامة التي أوصت بها المعايير العالمية لإعداد تقارير الاستدامة غير كافية لتزويد الأطراف أصحاب المصالح برؤية شاملة عن أدائها الاقتصادي، بما يحد من قدرتهم على تقييم الوضع الحالي للأداء الاقتصادي للمنشأة والتنبؤ بتوجهاتها المستقبلية. وعليه، يقترح الباحث أن يدرج ضمن تلك الإفصاحات أبرز مؤشرات الأداء الاقتصادي التي تفصح عنها القوائم المالية الرئيسية، والمتعلقة بالأداء التشغيلي للمنشأة،

^١ لمزيد من التفاصيل عن عناصر الإفصاح الموصى بها من قبل المعايير العالمية لإعداد تقارير الاستدامة راجع (GSSB, 2016).

- ومعدلات الربحية المحققة، وهيكل المركز المالي بها، ومؤشرات التدفق النقدي المختلفة. كما يقترح أن يتم تدعيم تلك الإفصاحات ببعض المعلومات الخاصة بالأداء السوقي للأوراق المالية للمنشأة في السوق المالية، جنباً إلى جنب مع مجموعة من التوقعات الإدارية عن الأداء المالي المتوقع مستقبلاً، وحجم الإنفاق الرأسمالي المزمع إجراؤه.
- ◆ وإذ يوصي الباحث بضرورة إدراج مؤشرات القوائم المالية الرئيسية ضمن إفصاحات البعد الاقتصادي للاستدامة المؤسسية، فإنه يوصي كذلك بأن توجه تلك المعايير منشآت الأعمال بضرورة الالتزام بإطار مقبول من المعايير المحاسبية المنظمة لعرض تلك المعلومات، كالمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRS)، سعياً نحو تعزيز خاصيتي الاتساق والملاءمة التي تحظى بها تلك المعلومات، ودعماً لقابليتها للمقارنة.
 - ◆ يقترح الباحث ضرورة اعتبار حوكمة الشركات بمثابة أحد الأبعاد الرئيسية للتنمية المستدامة، التي تعبر عن مدى تمتع المنشأة بمسؤوليتها الأخلاقية تجاه المساهمين والأطراف أصحاب المصالح، وألا ينظر إليها بصفقتها عنصراً فرعياً من عناصر الإفصاحات العامة فقط.
 - ◆ هناك بعض عناصر الإفصاح التي أدرجت ضمن البعد الاقتصادي للاستدامة، يرى الباحث أنه من غير الملائم وجودها ضمن هذا البعد بحكم طبيعتها. فممارسات مكافحة الفساد مثلاً، يمكن أن تدرج ضمن بعد حوكمة الشركات إذا تم اعتباره بعداً رئيسياً للاستدامة كما يوصي الباحث، أو أن تدرج ضمن البعد الاجتماعي تحت مسمى ممارسات التشغيل العادلة. كما يرى الباحث أيضاً أن ممارسات الشراء من الموردين المحليين، يمكن أن تدرج ضمن عناصر الإفصاح الخاصة بالبعد الاجتماعي، فيما يخص العلاقات مع الموردين.
 - ◆ يرى الباحث إمكانية إعادة هيكلة الإفصاحات الخاصة بالبعد الاجتماعي للاستدامة، لتتنسب إلى ست مجموعات رئيسية، وذلك بهدف إضفاء البساطة والوضوح عليها، ألا وهي: حقوق الإنسان، الممارسات العمالية، العلاقات مع المستهلكين، العلاقات مع الموردين، العلاقات مع المجتمعات المحلية، الامتثال الاجتماعي.

تكلفة رأس المال:

طبيعة تكلفة رأس المال:

أشار الباحثون الأكاديميون إلى ضرورة التمييز بين مفهوم تكلفة رأس المال، من وجهة نظر كلي من: مقدمي التمويل - المساهمين والمقرضين - وطالبي الحصول على التمويل - منشآت الأعمال. فمن وجهة نظر مقدمي التمويل، أشار Brealey, et al. (2014) إلى تكلفة رأس المال بأنها: "العائد المتوقع تحقيقه على محفظة الأوراق المالية الخاصة بالمستثمر، أو تكلفة الفرصة البديلة الناتجة عن الاستثمار في الأصول المالية الخاصة بمنشأة أعمال بعينها".

على الجانب الآخر، ومن وجهة نظر طالبي الحصول على التمويل (منشآت الأعمال)، فقد أشارت عبد الونيس (٢٠١٧) إلى أن تكلفة رأس المال هي: "عبء مالي تتحمله منشآت الأعمال، في صورة التكلفة التي تتكبدها نظير الحصول على التمويل اللازم من مصادره طويلة الأجل، والتي تشمل المصادر الداخلية والمصادر الخارجية". ومن جانبه، فقد أشار السجاعي وآخرون (٢٠١٧) إلى تكلفة رأس المال بأنها: "الأعباء المالية التي تتحملها المنشأة في سبيل الحصول على التمويل اللازم لتنفيذ المشروع الاستثماري". كما أشار إليها عبد الحليم (٢٠١٨) بأنها: "معدل الخصم الذي تستخدمه منشآت الأعمال لاشتقاق القيمة الحالية المخصصة، للتدفقات النقدية المرتبطة بالمشروعات الاستثمارية التي سنتعهد بها مستقبلاً".

في ضوء ما سبق، يرى الباحث إمكانية وصف مفهوم تكلفة رأس المال من منظور العائد والتكلفة، بأنها تمثل لمقدمي التمويل: "معدل العائد المطلوب تحقيقه على الاستثمار في مجال استثماري معين، بالشكل الذي يعرضهم عن حجم المخاطر التي تكبدوها نظير تفضيل هذا المجال الاستثماري دوناً عن المجالات الأخرى". كما أنها تمثل لطالبي الحصول على التمويل: "عبء مالي تتكبدته منشآت الأعمال نظير حصولها على التمويل اللازم لتلبية احتياجاتها، سواءً من مصادر داخلية أو مصادر خارجية".

عناصر تكلفة رأس المال والمقاييس المستخدمة لتقديرها:

حددت كريمة (٢٠١١) تكلفة رأس المال المرتبطة بكل مصدر من مصادر التمويل على النحو التالي:

تكلفة رأس المال المقترض Cost of Debt:

تتمثل تكلفة رأس المال المقترض في معدلات الفائدة المرجحة بالضرائب Tax-adjusted interest rates التي تلتزم منشآت الأعمال بسدادها للمقرضين، في آجال استحقاق دورية محددة سلفاً. هذا، ويتم تقدير العبء الحقيقي لتكلفة رأس المال المقترض وفقاً للمعادلة التالية (e.g. Gitman and Zutter, 2012; Bliss and Gul, 2012; Chan & Hsu, 2013):

$$CODC_i = K_m (1-T)$$

حيث:

$CODC_i$: تكلفة رأس المال المقترض للمنشأة i .

K_m : تكلفة رأس المال المقترض قبل ترجيحه بمعدل الضريبة، والذي يتم تقديره من خلال قسمة مصروف الفائدة على متوسط القروض قصيرة وطويلة الأجل.

T : معدل الضريبة الذي تخضع له المنشأة.

تكلفة رأس المال المملوك Cost of Equity:

تنقسم تكلفة رأس المال المملوك ضمناً إلى: تكلفة رأسمال الأسهم الممتازة، وتكلفة رأس مال الأسهم العادية.

تكلفة رأسمال الأسهم الممتازة:

تشير تكلفة رأسمال الأسهم الممتازة إلى معدل العائد الذي يتوقع حملة الأسهم الممتازة الحصول عليه، والذي يتمثل في توزيعات الأرباح التي تلتزم منشآت الأعمال بتقديمها بنسبة ثابتة من القيمة الإسمية للسهم الممتاز، في حالة تحقيقها ربحاً خلال السنة المالية، بغض النظر عما إذا كانت الإدارة ستتخذ قراراً بتوزيع الأرباح أو احتجازها. في ضوء ما سبق، يمكن تقدير تكلفة رأسمال الأسهم الممتازة وفقاً للمعادلة التالية (Gitman & Zutter (2012):

$$COPE_i = \frac{D_p}{P_p}$$

حيث:

COPE_i: تكلفة رأسمال الأسهم الممتازة للمنشأة _i.

Dp: توزيعات الأرباح السنوية المحققة لحملة الأسهم الممتازة.

Pp: سعر السهم الممتاز في السوق المالية.

تكلفة رأسمال الأسهم العادية:

تشير تكلفة رأسمال الأسهم العادية إلى معدل العائد الذي يتوقع حملة الأسهم العادية الحصول عليه، والذي يتمثل في توزيعات الأرباح التي يُتوقع أن تقدمها منشآت الأعمال لحملة الأسهم العادية، في حالة تحقيقها ربحاً خلال السنة المالية، وفي ضوء سياسة توزيع الأرباح التي تتبناها إدارة المنشأة. هذا، وقد تعددت المقاييس التي استخدمها الباحثون الأكاديميون لتقدير تكلفة رأس مال الأسهم العادية، وفيما يلي عرض لأبرز تلك المقاييس.

نموذج تسعير الأصول المالية (CAPM) **Capital Assets Pricing Model**:

يستند هذا النموذج في تقديره لتكلفة رأسمال الأسهم العادية، إلى العلاقة القائمة بين العائد والخطر، فكلما ارتفع حجم المخاطر المحيطة بمنشآت الأعمال، كلما ازدادت مقدار العوائد التي يتوقع مقدمو رأس المال الحصول عليها، تعويضاً لهم عما تحملوه من مخاطر نظير تقديم التمويل اللازم لمنشأة أعمال بعينها، والعكس صحيح. هذا، ويقوم نموذج تسعير الأصول المالية على مجموعة من الافتراضات الرئيسية عند تقديره لتكلفة رأسمال الأسهم العادية، أهمها (e.g. Fama & French, 2004; Corelli, 2019):

- ◆ يفترض النموذج أن المستثمرين يحتفظون باستثماراتهم لفترة احتفاظ واحدة فقط.
- ◆ تمتع السوق المالية بالكفاءة، وعدم وجود حالة من التوزيع غير المتماثل للمعلومات.
- ◆ قيام المستثمرين بالإقراض والاقتراض وفقاً لمعدل العائد الخالي من الخطورة.
- ◆ عدم خضوع العمليات المالية داخل السوق لأيّة ضرائب أو مصروفات.

هذا، وتحدد تكلفة رأس المال المملوك وفقاً لهذا النموذج على النحو التالي (e.g. Albanez, 2015; Beltrame & Previtali, 2016)

$$COCE_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

حيث:

COCE_i: تكلفة رأس مال الأسهم العادية للمنشأة _i.

R_f: معدل العائد الخالي من الخطورة (العائد على أذون الخزانة الحكومية).

R_m: عائد مؤشر السوق.

(R_m - R_f): علاوة الخطر الإضافية التي يتوقع المستثمرون الحصول عليها جراء ارتباط عوائد أسهم المنشأة بعوائد السوق.

β_i : الارتباط بين العوائد المتوقعة تحقيقها على أسهم المنشأة، والعوائد المتوقعة تحقيقها في السوق المالية. وكلما زاد مقدار الارتباط بين عوائد الأسهم وعوائد السوق، كلما ازدادت حساسية الأسهم العادية للتأثر بالمخاطر المنتظمة، والعكس صحيح.

هذا، ويتم تقدير الارتباط بين عوائد الأسهم وعوائد السوق بالمعادلة التالية:

$$\beta_i = \frac{Cov(r_p, r_m)}{Variance r_m}$$

حيث:

Cov (rp, rm): مقدار التغيرات بين عوائد أسهم المنشأة وعوائد السوق.

Variance rm: تباين عوائد السوق.

نموذج تسعير الأصول المالية المرجح بخطر تدهور سيولة الأوراق المالية Liquidity Adjusted Capital Assets Pricing Model (LCAPM)

في محاولة للتغلب على بعض القيود المفروضة على طبيعة نموذج تسعير الأصول المالية، وإضافة بعض عوامل الخطورة المؤثرة على تقدير تكلفة رأس المال المملوك، فقد قام Acharya & Pedersen (2005) بتطوير نموذج تسعير الأصول المالية التقليدي، عبر ترجيحه بخطر تدهور سيولة الأوراق المالية، لإضفاء قدرة تفسيرية أكبر على هذا النموذج. ووفقاً لهذا النموذج، يتم تقدير تكلفة رأسمال الأسهم العادية بالمعادلة التالية:

$$COCE_i = R_f + \beta_1 (R_m - R_f) + \beta_2 Illiq_risk$$

حيث:

Rf: معدل العائد الخالي من الخطورة.

Rm: عائد مؤشر السوق.

(Rm - Rf): علاوة الخطر الإضافية.

Illiq_risk: خطر تدهور سيولة الأوراق المالية الخاصة بالمنشأة، مقاساً بالفرق بين عوائد محافظ الأسهم ذات مخاطر السيولة المرتفعة وعوائد محافظ الأسهم ذات مخاطر السيولة المنخفضة.

نموذج Fama-Frensh Three Factors

يعد نموذج Fama-frensh three factors model الذي صممه (1992) Fama & Frensh تطوراً لنموذج تسعير الأصول المالية التقليدي CAPM، والذي يعتمد عند تقديره لتكلفة رأس المال المملوك على الأخذ في الاعتبار الخطر المرتبط بحجم رأس المال السوقي للمنشأة Size risk، جنباً إلى جنب مع الخطر المرتبط بنوع الأسهم الخاصة بها - هل هي أسهم قيمة أم أسهم نمو - Value risk. وقد تم تصميم هذا النموذج اتساقاً مع الاعتقاد السائد بأن أسهم القيمة Value stocks وأسهم منشآت الأعمال ذات رأس المال السوقي المنخفض Small-cap stocks، يمكن أن تحرز تفوقاً على العوائد

التي تحققها محفظة السوق على أساس منتظم. وفقاً لهذا النموذج، يتم تقدير تكلفة رأسمال الأسهم العادية بالمعادلة التالية:

$$COCE_i = R_f + \beta_1(R_M - R_f) + \beta_2SMB + \beta_3HML + \epsilon_{it}$$

حيث:

Rf: معدل العائد الخالي من الخطورة.

(RM-Rf): علاوة الخطر الإضافية التي تمنح للمستثمر.

SMB: علاوة الخطر الإضافية التي تمنح للمستثمر نظير مخاطر الحجم.

HML: علاوة الخطر الإضافية التي تمنح للمستثمر تعويضاً له عن مخاطر القيمة.

نموذج (Omran & Pointon (2004)

صمم Omran & Pointon (2004) نموذجاً لتقدير تكلفة رأسمال الأسهم العادية، يعتمد بصورة أساسية على المعلومات المحاسبية الواردة بالقوائم المالية، بهدف تلافي أوجه القصور التي واجهت نماذج التقييم المعتمدة على تنبؤات المحللين الماليين، والتي عانت من تدخل عنصر الحكم والتقدير الشخصي، علاوة على ما تتطلبه تلك النماذج من ضرورة توافر بعض المعلومات المتعلقة بمعدلات النمو المتوقعة في أرباح منشآت الأعمال وتوزيعاتها على مدار الأعوام التي تلي سنة التقييم، والتي قد يصعب توافرها خصوصاً في ظل الأسواق الناشئة، بما يجعله أكثر ملاءمة للتطبيق في ظل الاقتصاديات الناشئة، بما في ذلك بيئة الأعمال المصرية.

وفقاً لهذا النموذج، يتم تقدير تكلفة رأسمال الأسهم العادية بالمعادلة التالية (Omran & Pointon, 2004, p. 244):

$$COCE_i = \frac{1}{\frac{PE \text{ ratio} - (e_0 - d_0)}{e_0}}$$

حيث:

PE ratio: نسبة مضاعف الربحية، والتي تساوي نسبة سعر السهم في نهاية العام الحالي، إلى نصيب السهم من الأرباح EPS خلال العام الحالي.

e0: نصيب السهم من الأرباح المحققة خلال العام الحالي EPS.

d0: نصيب السهم من توزيعات الأرباح خلال العام الحالي.

العلاقة بين الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال وتكلفة رأس المال بها:

بدايةً، وعلى صعيد العلاقة المحتملة بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة وتكلفة رأس المال المملوك، فقد تنبأت بعض الدراسات السابقة بوجود علاقة عكسية بين الإفصاح الاختياري بصورة عامة وتكلفة رأس المال المملوك. وبالرغم من أن غالبية الدراسات السابقة في هذا الميدان كانت قد ركزت على الإفصاحات الاختيارية المالية، إلا أن المنطق الذي أيده نتائج تلك الدراسات يعد صالحاً للتطبيق والتعميم على الإفصاحات الاختيارية الأخرى التي قد تقدمها منشآت الأعمال، والتي من بينها

الإفصاح عن أبعاد الاستدامة المختلفة. هذا، وقد حددت الدراسات السابقة في ميدان العلاقة المحتملة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، مبررين رئيسيين لتلك العلاقة، ألا وهما: التأثير المحتمل على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بالمنشأة، ومن ثم على سيولة أسهمها بأسواق المال، والتأثير المحتمل على مخاطر التقدير (e.g. Bachoo , et al., 2013; Barth, et al., 2017)

فعلى صعيد الأثر المحتمل على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، تجدر الإشارة إلى أن منشأة حالة عدم تماثل المعلومات يرجع إلى تفاوت قدرة الأطراف المختلفة الفاعلة بالسوق المالية على الوصول إلى المعلومات المتعلقة بأداء المنشأة. هذا التفاوت يؤدي إلى وجود أطراف بالسوق المالية يملكون مستويات دراية ومعرفة مرتفعة *Informed parties*، وأطراف أخرى يملكون مستويات دراية ومعرفة منخفضة *Uninformed parties*. وفي ضوء تباين مستويات المعلومات التي يملكها المستثمرون في السوق المالية تنشأ حالة تعرف بحالة الاختيار العكسي *Adverse selection*، وهي تلك الحالة التي تزداد فيها احتمالات تعامل المستثمرين مع أطراف أكثر دراية ومعرفة منهم. إن وجود حالة الاختيار العكسي قد يتسبب في عزوف المستثمرين عن الدخول في عمليات تداول على الأوراق المالية التي تعاني من ارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات، خوفاً من تكبد خسائر فادحة عند تعاملهم مع الأطراف ذوي الدراية والمعرفة المرتفعة. لذا، فإنه كلما زادت حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بالمنشأة، كلما زادت مخاطر تدهور سيولة أسهمها في السوق، وازداد بالتبعية مقدار العوائد التي يطلبها المستثمرون الحصول عليها نظير الصعوبات التي قد تواجههم عند الرغبة في التخلص من هذه الأسهم في أي وقت.

في هذا السياق، أشار *Cuadrado-Ballesteros, et al., (2016)* إلى أن الإفصاحات التي تقدمها منشآت الأعمال تؤثر بصورة جوهرية على حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية، كما أشار أيضاً إلى أن حالة عدم تماثل المعلومات تعد أحد عوامل الخطورة التي يتم أخذها في الحسبان عند تسعير الأصول المالية *Capital Assets Pricing*، وتحديد علاوة الخطر التي يطلبها المستثمر الحصول عليها. في سياق متصل، أشار *Diamond and Verrecchia (1991)* إلى أن عدم تقديم منشآت الأعمال لإفصاحات كافية، أو قيامها بتقديم إفصاحات بمستويات جودة منخفضة، قد يتم إدراكه بصورة سلبية من قبل الأطراف الفاعلة بأسواق المال، حيث يسود اعتقاد بالسوق المالية بأن عدم تقديم معلومات كافية يعد دليلاً على وجود أخبار سيئة أو غير سارة *Bad news*، وهو ما ينعكس سلباً على أسعار أسهمها وسيولتها في أسواق المال، وتكلفة رأسمالها.

في ضوء ما سبق، يتوقع الباحث أن يؤدي الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة، إلى تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الأطراف الفاعلة بأسواق المال، وتخفيض احتمالات الاختيار العكسي التي قد تواجه المستثمرين، وهو ما يؤدي بالتبعية إلى تدعيم سيولة الأسهم الخاصة بمنشآت الأعمال في السوق المالية، وتخفيض حجم المخاطر المحيطة بالاستثمار في تلك الأوراق المالية، وما يستتبع ذلك من تخفيض في علاوة الخطر التي يطلبها المستثمرون الحصول عليها، بما يؤدي في نهاية المطاف إلى تخفيض تكلفة رأس المال.

على الجانب الآخر، تعرف مخاطر التقدير *Estimation risk* بأنها "مستويات الخطر الإضافية التي تؤدي إلى تباين العوائد المحققة للمستثمرين، بفعل تباين مقدار المعلومات المتاحة لهم". (*Handa and Linn, 1993, p. 90*). في هذا السياق، تجدر الإشارة إلى أن مستويات الخطر المحيطة بالمنشأة تتضمن عناصر خطر غير منتظمة *Unsystematic risks*، يمكن الحد منها عبر اتباع استراتيجية التنويع *Diversification*، وعناصر خطر منتظمة *Systematic risks* كالمخاطر السوقية، والتي لا يمكن الحد منها باتباع استراتيجية التنويع. وفي هذا السياق، فقد أشارت مجموعة من الدراسات السابقة

إلى أنه كلما ارتفعت حالة عدم التأكد المتعلقة بالأداء المتوقع مستقبلاً للمنشأة، كلما ازداد مقدار الارتباط (البيتا Beta) بين العوائد المتوقعة للمنشأة Firm's returns وعوائد السوق Market returns، وكلما ارتفع مقدار هذا الارتباط، كلما ازدادت مستويات الخطورة المحيطة بالمنشأة. وعليه، فإنه إذا لم تتمكن المنشأة من التخفيف من حدة هذا الارتباط، فإن مستويات الخطورة المحيطة بها سترتفع، ومن ثم تزداد تكلفة رأسمالها، تبعاً لارتفاع وتيرة المخاطر المحيطة بها (e.g. Handa & Linn, 1993; Coles et al., 1995).

في ظل المعطيات السابقة، فقد تنبأ الباحثون بأن ارتفاع مستوى وجودة إفصاحات الاستدامة الصادرة عن المنشأة، يمكن أن يساهم في تخفيض حالة عدم التأكد المحيطة بالأداء المتوقع مستقبلاً للمنشأة، وتخفيض مستويات الخطورة المحيطة بالمنشأة، وتخفيض مخاطر سوء التقدير التي قد يتعرض لها المستثمرون عند تقييمهم لأداء المنشأة، بما يؤدي إلى تخفيض الارتباط المحتمل بين عوائد المنشأة وعوائد السوق. ولعل الانعكاسات الإيجابية السابقة تؤدي إلى تخفيض مقدار علاوة الخطر التي يطلبها المستثمر الحصول عليها، بما يؤدي بالتبعية إلى تخفيض محتمل في تكلفة رأس المال المملوك (Bachoo, et al., 2013; Isabel-María & Ligia, 2017).

هذا، وقد توقع بعض الباحثين أن توزيع منشآت الأعمال للمعلومات الدقيقة، بتكاليف منخفضة على الأطراف الفاعلة بأسواق المال، سيؤدي إلى توسيع قاعدة المستثمرين الراغبين في تقديم التمويل اللازم للمنشأة، بما يؤدي إلى توزيع ومشاركة أفضل للمخاطر المحيطة بالمنشأة على طائفة أكثر اتساعاً من المستثمرين (e.g. Barth, et al., 2017; Tzouvanas, et al., 2020). في هذا السياق، أشار Merton (1987) إلى أن المستثمرين يقبلون على شراء الأوراق المالية الخاصة بمنشآت الأعمال التي يملكون قدرًا كافيًا من المعلومات عنها، إذ أن محاولة التقصي وجمع وتحليل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال يتقل كاهلهم بتكاليف مرتفعة، بما يجعلهم يفضلون الاستثمار في منشآت الأعمال التي تقدم مستويات إفصاح ملائمة ذات مستويات جودة مرتفعة، وتكاليف وصول للمعلومات أقل، مقارنة بالمنشآت الأخرى.

هذا، وقد جاءت نتائج الدراسات السابقة متضاربة وغير متسقة في هذا السياق. ففي الوقت الذي أشارت فيه بعض الدراسات إلى وجود علاقة عكسية بين إفصاحات الاستدامة التي تقدمها منشآت الأعمال وتكلفة رأس المال المملوك بها (e.g. Clarkson, et al., 2013; Saini & Herrmann, 2013; Blanco, et al., 2015; Zhou, et al., 2017)، فقد أشارت دراسات أخرى إلى عدم وجود علاقة بينهما في الأساس (Kim & Shi, 2011)، في حين أشار اتجاه ثالث إلى وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال وتكلفة رأس المال المملوك بها، (e.g. Richardson & Welker, 2001 a,b). وقد عزي الباحثون الذين توصلوا إلى وجود علاقة إيجابية بين إفصاحات الاستدامة وتكلفة رأس المال المملوك بها، النتيجة السابقة إلى احتمالية احتواء إفصاحات الاستدامة المقدمة على بعض الانعكاسات السلبية لأداء المنشأة، وبصفة خاصة على الصعيدين البيئي والاجتماعي، بما يجعل المستثمرين يدركون ارتفاع حجم المخاطر التي قد تتعرض لها منشآت الأعمال مستقبلاً، وتجعلهم يطلبون علاوة خطر مرتفعة تعويضاً لهم عن المخاطر السابقة.

وفيما يتعلق بالعلاقة المحتملة بين الإفصاح عن أبعاد الاستدامة وتكلفة رأس المال المقترض، فقد اتسم البحث في هذا الميدان بالندرة النسبية. في هذا السياق، تنبأت KPMG (2008) بأن الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال يؤدي إلى تعزيز تصنيفاتها الائتمانية، وهو ما يدل على ارتفاع قدرتها على الوفاء بالتزاماتها قبل الدائنين، بما يعزز من قدرتها على جذب رؤوس الأموال إليها

ويؤدي إلى خفض محتمل في تكلفة رأسمالها المقترض. في حين عزي (2019) Fonseka, et al., الأثر السابق للإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة على تكلفة رأسمالها المقترض إلى الأثر الذي تحدثه تلك الإفصاحات على تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بالمنشأة، ومخاطر عدم التأكد المصاحبة لتقدير آفاق أدائها والمخاطر المحيطة بها مستقبلاً.

وعلى الرغم من أن ندرة الدراسات السابقة في هذا الميدان تجعل من الصعب بناء استدلالات منطقية عن طبيعة العلاقة المحتملة بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال وتكلفة رأس المال المقترض بها، إلا أن الباحث يتوقع أن الأثر المتوقع أن يحدثه الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، على تصنيفاتها الائتمانية وحالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها، جنباً إلى جنب مع الآثار الإيجابية المتوقع أن تحدثها تلك الإفصاحات على سمعة المنشأة، وقيمتها وأدائها التشغيلي والمالي، وقدرتها على توليد تدفقات نقدية مستقبلية، وخفض حالة عدم التأكد المرتبطة بأفاقها المستقبلية، قد يؤدي إلى تخفيض حجم المخاطر التي يدركها الدائنون أو المقرضون عن تقديرهم لمستويات الخطر المستقبلية المحيطة بمنشآت الأعمال طالبة التمويل، الأمر الذي يجعلهم يخفضون مقدار علاوة الخطر التي يطلبون الحصول عليها نظير التمويل الممنوح للمنشأة، وهو ما يجعل الباحث يتوقع وجود علاقة عكسية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال وتكلفة رأس المال المقترض بها.

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^٢، 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.

عدد المشاهدات السنوية	بيانات
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

^٢ 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.

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:

المتغيرات	مصادر الحصول على البيانات
الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال.	التقارير المعدة والمنشورة بواسطة منشآت الأعمال بصورة اختيارية، والمودعة لدى البورصة المصرية، والمدرجة بقاعدة بيانات Thomson Routers، إضافة إلى التقارير التي تعدها منشآت الأعمال وتشرها بصورة اختيارية للمستثمرين عبر مواقعها الإلكترونية على شبكة الإنترنت.
تكلفة رأس المال والمتغيرات المالية.	تم الحصول على التقارير المالية السنوية الخاصة بمنشآت الأعمال خلال المدى الزمني للدراسة من خلال قاعدة بيانات Thomson Routers.

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

نماذج اختبار فرضي الدراسة ومتغيرات الدراسة وكيفية قياسها:

تنبأ الباحث خلال الفرضين الأول والثاني للدراسة، بوجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية، بين مستوى الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، وتكلفة رأس مالها بشقيه المملوك والمقترض. وسبعاً نحو اختبار مدى صحة فرضي الدراسة، فقد استخدم الباحث نموذجي الانحدار الخطي المتعدد التاليين:

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

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

حيث:

$C.E_{it+1}$: تكلفة رأسمال الأسهم العادية للمنشأة (i) خلال السنة (t+1)، والتي تم تقديرها وفقاً لنموذج (Omran & Pointon (2004)

$C.D_{it+1}$: تكلفة رأس المال المقترض للمنشأة (i) خلال السنة (t+1)، والتي تم تقديرها وفقاً للمعادلة التالية:

$$C.D_{it+1} = K_m (I-T)$$

SUS_DISC_{it} : مستوى الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة المنشأة (i) خلال السنة (t). هذا، ويتنبأ الباحث بوجود علاقة عكسية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، وتكلفة رأسمالها بشقيه المملوك والمقترض، حيث يتنبأ الباحث بأن ارتفاع مستوى الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، من شأنه أن يؤثر إيجاباً على جودة بيئة المعلومات المحيطة بها، ويخفف من حدة حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين فئات المستثمرين، ويخفف من وطأة مخاطر التقدير التي تواجه المستثمرين عند تقييمهم للأفاق المتوقعة مستقبلاً لمنشآت الأعمال، وهو ما يساهم في تعزيز سيولة أوراقها المالية المتداولة في أسواق المال، ويؤدي إلى تخفيض حجم علاوة الخطر التي يطلب مقدمو رأس المال الحصول عليها نظير مخاطر التقدير وخاطر تدهور سيولة الأوراق المالية. هذا من جانب، ومن جانب آخر، فمن المتوقع أن تساهم إفصاحات الاستدامة في تعزيز سمعة المنشأة وتحسين صورتها الذهنية، عبر إظهار مدى التزام المنشأة بمسؤولياتها تجاه المجتمع والبيئة المحيطة،

وهو ما يساهم في تحويل تلك الممارسة التنظيمية إلى ميزة تنافسية متفردة، تساعد المنشأة على استقطاب رؤوس الأموال إليها، وبتكلفة تمويل منخفضة.

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 تكلفة رأسمالها المملوك والمقترض، اتساقاً مع (Ng & Rezaee (2015); Barth, et al. (2017); Isabel-María & Ligia (2017).

Firm age: عمر المنشأة، وذلك بغرض فرض الرقابة والتحكم على الأثر الذي يمكن أن يحدثه عمر المنشأة على تكلفة رأسمالها المملوك والمقترض، اتساقاً مع (Fonseka, et al. (2019).

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 تكلفة رأس المال بشقيه المملوك والمقترض، اتساقاً مع (Isabel-María & Ligia (2017) Fonseka, et al. (2019).

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 تكلفة رأس مالها، اتساقاً مع (Dhaliwal, et al. (2014); Ng & Rezaee (2015); Isabel-María & Ligia (2017); Fonseka, et al. (2019).

MTB: نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية، وذلك بغرض فرض الرقابة والتحكم على الأثر الذي يمكن أن تحدثه أفاق النمو المتوقعة مستقبلاً لمنشآت الأعمال، على تكلفة رأسمالها، اتساقاً مع (Reverte (2012); Fonseka, et al. (2019).

Probability of bankruptcy: احتمال تعثر المنشأة، مقاساً بمؤشر Z-score، وهو متغير وهمي يتخذ أحد قيمتين: = ١ في حالة وجود احتمال لتعثر المنشأة (إذا كان مؤشر Z-score أقل من ١,٨)، = صفر في غير ذلك، وذلك بهدف فرض الرقابة والتحكم على الأثر الذي يمكن أن يحدثه خطر التعثر، على تكلفة رأس المال بمنشآت الأعمال، اتساقاً مع (Ng & Rezaee (2015); Fonseka, et al. (2019).

Sector affiliation: طبيعة القطاع المنتمية إليه منشآت الأعمال، وهو متغير وهمي يتخذ أحد قيمتين: = 1 في حالة إذا كانت منشآت عينة الدراسة تنتمي إلى القطاعات الصناعية المختلفة بخلاف القطاع الخدمي، = صفر في غير ذلك، وذلك بهدف فرض التحكم والرقابة على الأثر الذي يحدثه انتماء منشآت الأعمال إلى القطاعات الصناعية ذات التأثيرات العكسية على المجتمع والبيئة المحيطة، على تكلفة رأسمالها، اتساقاً مع (Ng & Rezaee (2015).

E it: 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
C.E	.000	.903	.12147	.164679
C.D	.000	.766	.06571	.082447
SUS_DISQ	.048	.746	.29339	.144503
Firm size	8.33	10.98	9.9609	.57161
Firm Age	1.00	23.00	12.2398	6.08043
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.

SPSS المصدر: مخرجات برنامج التحليل الإحصائي

يظهر الجدول السابق أن المتوسط الحسابي لتكلفة رأس المال المملوك والمقترض لمفردات عينة الدراسة يقدر بـ (0,12147 / 0,164679)، على التوالي، كما تبين المؤشرات الإحصائية وجود تفاوت كبير بين مفردات عينة الدراسة فيما يتعلق بالحدود الدنيا والقصى لتكلفة رأس المال المملوك والمقترض، حيث تراوحت تكلفة رأس المال المملوك لمفردات عينة الدراسة ما بين (0,048 / 0,746)، في حين تراوحت تكلفة رأس المال المقترض لمفردات عينة الدراسة ما بين (0,000 / 0,903).

وفيما يتعلق بمستوى الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، فقد أظهر التحليل الإحصائي المؤشر الإجمالي للإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال بمتوسط حسابي قدره 0,29339، 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 (0,05637 / 0,818) على التوالي.

نتائج اختبار فرضي الدراسة:

تنبأ الباحث خلال الفرضين الأول والثاني للدراسة بوجود علاقة عكسية معنوية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، وتكلفة رأسمالها المملوك والمقترض. واتساقاً مع توقعات الباحث فقد أشارت نتائج التحليل الإحصائي إلى أن معامل انحدار متغير الإفصاح الاختياري عن أبعاد

استدامة منشآت الأعمال في الفرض الأول = (-0.033)، وهو ما يشير إلى وجود علاقة عكسية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، وتكلفة رأسمالها المملوك، غير أن معنوية معامل الانحدار (T-value) كانت أكبر من مستوى المعنوية المتبع (0.05) (= 0.711)، وهو ما يقود الباحث إلى رفض الفرض الأول للدراسة.

وعلى صعيد الفرض الثاني للدراسة، فإنه وعلى خلاف توقعات الباحث، فقد أشارت نتائج التحليل الإحصائي إلى أن معامل انحدار متغير الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال في الفرض الرابع قد جاء موجباً = (0.199) ومعنوياً، حيث بلغت معنوية معامل الانحدار (T-value) = (0.023)، وهو أقل من مستوى المعنوية المتبع (0.05)، بما يشير إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، وتكلفة رأسمالها المقترض، وهو ما يقود الباحث إلى رفض الفرض الثاني للدراسة.

هذا، وتعرض الجداول التالية بيانات التحليل الإحصائي الخاص بنموذج انحدار الفرض الأول للدراسة المستخرجة من برنامج التحليل الإحصائي SPSS:

Model Summaryb

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.480a	.231	.179	.673979	2.110

جدول رقم (٤): ملخص نموذج الانحدار الخاص بالفرض الأول للدراسة
SPSS المصدر: مخرجات برنامج التحليل الإحصائي

ANOVAa

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	16.227	8	2.028	4.465	.000b
Residual	54.056	119	.454		
Total	70.282	127			

لنموذج الانحدار الخاص بالفرض الأول للدراسة ANOVA جدول رقم (٥): تحليل التباين
SPSS المصدر: مخرجات برنامج التحليل الإحصائي

Coefficientsa

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-6.991	1.387		-5.039	.000		
SUS-DISC	-.106	.286	-.033	-.372	.711	.801	1.248
Firm size	.580	.128	.455	4.528	.000	.640	1.563
Sector affiliation	-.160	.157	-.095	-1.025	.307	.757	1.321
Z-Score	.194	.149	.131	1.304	.195	.639	1.565

Coefficientsa

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
Firm Age	.078	.190	.035	.410	.682	.887	1.127
ROA	.385	.182	.201	2.115	.037	.717	1.395
Leverage	-.220	.112	-.168	-1.967	.051	.891	1.123
MTB	.500	.256	.226	1.949	.054	.482	2.074

جدول رقم (٦): معاملات الانحدار لنموذج الانحدار الخاص بالفرض الأول للدراسة واختبار

Multicollinearity

SPSS المصدر: مخرجات برنامج التحليل الإحصائي

يبين الجدول رقم (٤) أن معامل التحديد الخاص بنموذج انحدار الفرض الأول $Adjusted R^2 = (0,179)$ ، وهو ما يشير إلى أن المتغيرات المستقلة المدرجة بالنموذج تفسر ما نسبته (١٧,٩%) 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 ما بين (٢,٥/١,٥)، حتى يثبت عدم معاناة نموذج الانحدار من مشكلة الارتباط الذاتي التي تتعارض مع افتراضات طريقة المربعات الصغرى، حيث كانت قيمة $Durbin-Watson$ لنموذج الانحدار = (٢,١١٠)، وهو ما يؤكد عدم معاناة نموذج الانحدار من مشكلة الارتباط الذاتي.

أما الجدول رقم (٥) فيبين مدى معنوية نموذج انحدار الفرض الأول، 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. وأخيراً، يعرض الجدول رقم (٦) معاملات انحدار المتغير التابع (تكلفة رأس المال المملوك) على المتغيرات المستقلة المدرجة بنموذج انحدار الفرض الأول، ومستوى معنوية كل منها. علاوة على ما سبق، فقد بين الجدول رقم (٦) السابق، اجتياز نموذج انحدار الفرض الأول شرط عدم وجود علاقات ارتباط متعددة بين المتغيرات المستقلة الموجدة بالنموذج $Multi-Collinearity$ check، حيث جاءت قيمة معامل تضخم التباين VIF 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 التثبيت من اجتياز نموذج انحدار الفرض الأول شرطي: التوزيع الطبيعي Normality، وخطية العلاقة بين المتغيرات Linearity بيانياً استعانة بالرسم البياني Histogram لاختبار التوزيع الطبيعي، والرسم البياني Normal PP Plot/ Scatter Plot لاختبار مدى خطية العلاقة بين المتغيرات.

وعلى صعيد الفرض الثاني، فتعرض الجداول التالية لبيانات التحليل الإحصائي الخاص بنموذج انحدار الفرض الخامس للدراسة، والمستخرجة من برنامج التحليل الإحصائي SPSS:

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.576a	.332	.288	.3003545	1.693

جدول رقم (٧): ملخص نموذج الانحدار الخاص بالفرض الثاني للدراسة
SPSS المصدر: مخرجات برنامج التحليل الإحصائي

ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	5.418	8	.677	7.507	.000b
Residual	10.916	121	.090		
Total	16.334	129			

لنموذج الانحدار الخاص بالفرض الثاني للدراسة ANOVA جدول رقم (٨): تحليل التباين
SPSS المصدر: مخرجات برنامج التحليل الإحصائي

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1.817	.739		2.460	.015		
	SUS-DISC	.300	.130	.199	2.307	.023	.745	1.343
	Firm size	-.266	.068	-.388	-3.894	.000	.558	1.794
	Sector affiliation	-.255	.071	-.310	-3.598	.000	.743	1.347
	Z-score	.045	.065	.064	.697	.487	.660	1.515
	Firm Age	-.077	.086	-.070	-.897	.371	.908	1.101
	ROA	-.084	.082	-.089	-1.026	.307	.727	1.375
	Leverage	.178	.054	.263	3.295	.001	.866	1.155
	MTB	.304	.118	.281	2.580	.011	.465	2.152

جدول رقم (٩): معاملات الانحدار لنموذج الانحدار الخاص بالفرض الثاني للدراسة واختبار

Multicollinearity

SPSS المصدر: مخرجات برنامج التحليل الإحصائي

يبين الجدول رقم (٧) السابق أن معامل التحديد الخاص بنموذج انحدار الفرض الثاني Adjusted R² = (٠,٢٨٨)، وهو ما يشير إلى أن المتغيرات المستقلة المدرجة بالنموذج تفسر ما نسبته = (٢٨,٨%) من التباين الذي يطرأ على قيمة المتغير التابع، كما يوضح الجدول أيضاً اجتياز نموذج الانحدار اختبار الارتباط الذاتي لـ Durbin- Watson، والذي يجب أن تتراوح قيمته ما بين (٢,٥/١,٥)، حتى يثبت عدم معاناة نموذج الانحدار

من مشكلة الارتباط الذاتي التي تتعارض مع افتراضات طريقة المربعات الصغرى، حيث كانت قيمة Durbin-Watson لنموذج الانحدار = (1,693)، وهو ما يؤكد عدم معاناة نموذج الانحدار من مشكلة الارتباط الذاتي.

أما الجدول رقم (8) فيبين مدى معنوية نموذج انحدار الفرض الثاني، حيث جاء مستوى معنوية (F) المحسوبة = (0,000)، وهو أقل من مستوى المعنوية المتبع (0,05)، وهو ما يقود الباحث إلى التثبيت من صدق نتائج نموذج الانحدار السابق. أخيراً، يعرض الجدول رقم (9) معاملات انحدار المتغير التابع (تكلفة رأس المال المقترض) على المتغيرات المستقلة المدرجة بنموذج انحدار الفرض الثاني، ومستوى معنوية كلٍ منها. علاوة على ما سبق، فقد بين الجدول رقم (9) السابق، اجتياز نموذج انحدار الفرض الثاني شرط عدم وجود علاقات ارتباط متعددة بين المتغيرات المستقلة الموجهة بالنموذج بالـ Multi-Collinearity check، حيث جاءت قيمة معامل تضخم التباين VIF لكافة المتغيرات المستقلة أقل من (3)، وهو ما يشير إلى عدم وجود علاقات ارتباط متعددة بين المتغيرات المستقلة المدرجة بنموذج الانحدار.

وفي ذات السياق، فقد تم التثبيت من اجتياز نموذج انحدار الفرض الثاني شرطي: التوزيع الطبيعي Normality، وخطية العلاقة بين المتغيرات Linearity بيانياً، استعانة بالرسم البياني Histogram للاختبار التوزيع الطبيعي، والرسم البياني Normal PP Plot/ Scatter Plot للاختبار مدى خطية العلاقة بين المتغيرات.

الاختبارات الإضافية واختبارات تحليل الحساسية:

استبعاد أثر الفترات الزمنية التي قد تؤثر على ملائمة واتساق النتائج:

نظراً لاحتواء المدى الزمني للدراسة على بعض الفترات الزمنية التي تذخر بأحداث جوهرية قد تؤثر على أسواق المال، والأداء المالي والتشغيلي لمنشآت الأعمال، وتكلفة تقديم التمويل اللازم لمنشآت الأعمال طالبة الحصول على التمويل، كالأزمة المالية العالمية التي شابت الفترة الزمنية ما بين عامي (2007/2009)، وثورة الخامس والعشرين من يناير من عام 2011، وثورة الثلاثين من يونيو من عام 2013، والقرار الذي اتخذته البنك المركزي المصري خلال عام 2016 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 ملائمة 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، متنسقة مع نتائج التحليل الإحصائي للاختبار الرئيسي لفرضي 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 تكلفة رأس المال المملوك:

سعيًا نحو تدعيم صدق واتساق ما توصلت إليه الدراسة من نتائج بحثية بخصوص العلاقة بين سيولة الأوراق المالية وتكلفة رأس المال المملوك، والعلاقة القائمة بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال وتكلفة رأسمالها المملوك، فقد استخدم الباحث مقياسين بديلين لتقدير تكلفة رأس

المال المملوك. بدايةً، استخدم الباحث نموذج تسعير الأصول المالية CAPM، عقب ذلك، واتساقاً مع دراسة (Dhaliwal, et al. (2016)، فقد استخدم الباحث متوسط القيم المقدرة لتكلفة رأس المال المملوك، والمحسوبة وفقاً لنموذج (Omran & Pointon (2004)، ونموذج تسعير الأصول المالية، سعياً نحو تخفيض أخطاء التقدير واحتمالات التحيز الناتجة عن استخدام أحد المقاييس لتقدير تكلفة رأس المال المملوك دون الأخرى. هذا، وقد جاءت نتائج اختبارات فرضي الدراسة الثاني والرابع باستخدام المقاييس البديلة لتقدير تكلفة رأس المال المملوك، متنسقة مع نتائج اختبارات الفروض باستخدام المقياس الرئيسي لتقدير تكلفة رأس المال المملوك (Omran & Pointon (2004). ولعل ما سبق يدعم صدق واتساق ما توصلت إليه الدراسة من نتائج بحثية في هذا السياق.

مناقشة وتحليل النتائج:

أشارت نتائج الدراسة الحالية إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال وتكلفة رأس المال المملوك. وقد ظلت هذه النتيجة معنوية عقب استبعاد الفترات الزمنية التي كان من المتوقع أن يؤثر وجودها ضمن المدى الزمني للدراسة على مدى ملاءمة واتساق ما ستتوصل إليه الدراسة من نتائج. هذا، ويمكن تفسير النتيجة السابقة بأن مقدمي رأس المال المملوك في بيئة الأعمال المصرية بصفتها سوقاً ناشئة، لا يثمنون الإفصاحات الاختيارية عن أبعاد الاستدامة التي تقدمها منشآت الأعمال، ولا يأخذون بعين الاعتبار جودة بيئة المعلومات المحيطة بها، ومخاطر التقدير التي قد تواجههم، عند تقييمهم لحجم المخاطر المحيطة بمنشآت الأعمال طالبة الحصول على التمويل، وعند تقديرهم لمعدلات العوائد المطلوب تحقيقها على استثماراتهم.

ودعماً للمبرر السابق، فقد أظهرت نتائج الدراسة اقتصار تقييم مقدمي رؤوس الأموال في بيئة الأعمال المصرية - بصفتها بيئة ناشئة - لحجم المخاطر المحيطة بمنشآت الأعمال طالبة الحصول على التمويل، عند تقديرهم لمعدلات العوائد التي يطلبون الحصول عليها نظير تقديم التمويل اللازم لها، على معايير محدودة، كحجم منشآت الأعمال وربحيتها وفرص النمو المتوقعة مستقبلاً لها، في حين يهتمون بمعايير أخرى، قد تلعب دوراً هاماً في تقدير حجم المخاطر المحيطة بمنشآت الأعمال طالبة الحصول على التمويل، كمخاطر تدهور السيولة التي قد تحيط بأوراقها المالية في أسواق المال، ومخاطر التقدير، وجود بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، وحالة عدم التأكد المرتبطة بها، وحجم الرافعة المالية لمنشآت الأعمال، ومخاطر التخلف عن السداد المحيطة بها، وطبيعة القطاع الصناعي المنتمية إليه منشآت الأعمال.

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. ولعل المبرر السابق، يجعل مقدمي رأس المال المملوك لا يولون اهتماماً كافياً لإفصاحات الاستدامة الاختيارية

الصادرة عن منشآت الأعمال، عند تقدير معدلات العوائد التي يطلبون الحصول عليها، جراء تقديم التمويل اللازم لمنشآت الأعمال طالبة الحصول على التمويل.

هذا، وقد جاءت النتيجة السابقة متسقة مع ما توصلت إليه دراسة (Kim & Shi (2011) والتي كانت قد أشارت إلى أن الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، لا يحقق ذات الأثر الذي يحققه الإفصاح الإلزامي عن أبعادها. كما جاءت هذه النتيجة متسقة أيضاً مع دراسة Clarkson, et al. (2013) والتي كانت قد أشارت إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الإفصاح الاختياري عن البعد البيئي لاستدامة منشآت الأعمال وتكلفة رأسمالها المملوك. كما جاءت هذه النتيجة متسقة كذلك مع ما توصلت إليه دراسة Barth, et al. (2017) والتي أجريت بالتطبيق على سوق مالية ناشئة تحمل خصائص مؤسسية مشابهة لبيئة التطبيق الخاصة بالدراسة الحالية، ألا وهي أسواق المال في جنوب أفريقيا، والتي أشارت إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال ضمن التقارير المتكاملة، وتكلفة رأسمالها.

وعلى النقيض، فقد جاءت نتيجة الدراسة الحالية متعارضة مع النتيجة التي توصلت إليها دراسة Fonseca, et al. (2019) والتي أشارت إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين الإفصاح الاختياري عن البعد البيئي لاستدامة منشآت الأعمال وتكلفة رأسمالها المملوك. وقد ربطت الدراسة السابقة هذه النتيجة بالقطاعات الصناعية الأقل تأثراً على البيئة المحيطة. ولعل ما سبق يبرر اختلاف نتيجة الدراسة الحالية عن الدراسة السابق الإشارة إليها، حيث شملت عينة الدراسة الحالية ثلاثة قطاعات رئيسية، بدرجات تأثير متباينة على المجتمع والبيئة المحيطة.

وامتداداً لما سبق، فقد جاءت نتيجة الدراسة الحالية متعارضة أيضاً مع النتيجة التي توصلت إليها دراسات كل من: Balakrishnan, et al. (2014); Cuadrado-Ballesteros, et al. (2016); Isabel-María & Ligia (2017)، والتي أشارت إلى وجود علاقة عكسية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال وتكلفة رأسمالها المملوك. وقد يعزى هذا الاختلاف إلى تباين بيئة التطبيق التي اعتمدت عليها الدراسة الحالية، مقارنة ببيئات التطبيق في الدراسات سالفة الذكر. ففي الوقت الذي استعان الباحث فيه خلال الدراسة الحالية بمنشآت الأعمال في البيئة المصرية – بصفتها بيئة ناشئة – فقد استخدمت الدراسة الأولى بيئة الأعمال الأمريكية – بصفتها بيئة متقدمة، بينما استخدمت الدراسات اللاحقتان عينة عالمية، شملت بيئات أعمال ناشئة ومتقدمة، وهو ما شكل قيداً على مدى ملاءمة واتساق ما توصلت إليه كلتا الدراسات من نتائج، بسبب اختلاف طبيعة الخصائص المؤسسية للبيئات المتقدمة عن نظيراتها الناشئة، واختلاف سلوكيات المستثمرين، ومستويات وعيهم وإدراكهم عن اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

في ذات السياق، يتنبأ الباحث بأن النتيجة السابقة قد تعزى كذلك إلى طبيعة فئات المستثمرين الفاعلين داخل السوق المالية المصرية، الذين يغلب عليهم الطابع المؤسسي Institutional investors، والذين يملكون في الأساس ميزة معلوماتية تمكنهم من الوصول إلى المعلومات الخاصة غير المتاحة لعامة المستثمرين، بما يملكونه من سلطة ونفوذ، وعليه فقد يكون من المنطقي عدم وجود تأثير معنوي لما تقدمه إدارات منشآت الأعمال من إفصاحات اختيارية إضافية للمستثمرين، على معدلات العوائد التي يتوقع المستثمرون المؤسسيون الحصول عليها نظير تقديم التمويل اللازم لها، على اعتبار أنهم يتمتعون بميزة معلوماتية، تجعلهم في غنى عن الحصول على تلك المعلومات الإضافية التي يتم الإفصاح عنها لعامة المستثمرين من الأساس.

على الجانب الآخر، فقد أشارت نتائج الدراسة الحالية إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، وتكلفة رأس المال المقترض. هذا، ويمكن تفسير النتيجة السابقة بأن الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال في ظل البيئات الناشئة – كبيئة الأعمال المصرية - بما قد يحمله من أخبار سيئة متعلقة بالأداء الاقتصادي لمنشآت الأعمال، أو بالأثار البيئية والاجتماعية العكسية لما تمارسه منشآت الأعمال من أنشطة على المجتمع والبيئة المحيطة، يزيد من مخاوف مقدمي رأس المال المقترض بخصوص قدرتهم على استعادة استثماراتهم، في ظل ارتفاع حجم المخاطر المحيطة بها، بما يقودهم إلى زيادة مقدار علاوة الخطر التي يطلبون الحصول عليها، نظير تقديم التمويل اللازم لمنشآت الأعمال طالبة الحصول على التمويل.

هذا، وقد يرجع السبب في اختلاف طبيعة العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، وتكلفة رأس مالها المملوك والمقترض، إلى اختلاف نزعة الخطر لدى مقدمي رؤوس الأموال، ما بين مقدمي رأس المال المملوك والمقترض. فمقدمو رأس المال المملوك عادة ما تكون نزعة الخطر لديهم مرتفعة Risk-taker investors، بما يجعلهم أكثر ميلاً لتحمل مستويات مرتفعة من المخاطر، أملاً في تحقيق معدلات عوائد مرتفعة. ولعل ارتفاع نزعة الخطر لديهم قد يجعلهم يغفلون بعض عناصر الخطر المحيطة بمنشآت الأعمال، كمخاطر التقدير المرتبطة بجودة بيئة المعلومات المحيطة بها، بما يجعلهم لا يثمنون الإفصاحات الاختيارية الصادرة عن منشآت الأعمال في هذا الصدد. وعلى النقيض، تتسم نزعة الخطر لدى مقدمي رأس المال المقترض بالانخفاض Risk-averse investors، مقارنة بما هي عليه لدى مقدمي رأس المال المملوك. ولعل ما سبق، يجعلهم يولون قدراً أكبر من العناية والاهتمام للإفصاحات الصادرة عن منشآت الأعمال، خاصة إذا كانت متعلقة بالمخاطر المحيطة بمنشآت الأعمال على الأصدغة المختلفة للتنمية المستدامة.

ولعل ما سبق يبرر كذلك العلاقة الإيجابية التي ثبت وجودها بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال في بيئة الأعمال الناشئة، وتكلفة رأس المال المقترض. ففي ظل بيئات الأعمال الناشئة، يكون المقرضون أكثر حساسية للتأثر بالأخبار السيئة الصادرة عن منشآت الأعمال، ومعلومات المخاطر المحيطة بها، بما يجعلهم أكثر تخوفاً حيال قدرتهم على استعادة استثماراتهم، مقارنة بما هو عليه الحال في بيئات الأعمال الناشئة. ولعل ذلك هو ما يدفعهم إلى طلب الحصول على معدلات عوائد إضافية، نظير تقديم التمويل اللازم لمنشآت الأعمال طالبة الحصول على التمويل، والتي تحيط بها مستويات خطيرة مرتفعة، تعويضاً لهم عن تحمل هذا القدر المرتفع من المخاطر.

وعلى الرغم من ندرة الدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال وتكلفة رأس مالها المقترض، فقد جاءت نتيجة الدراسة الحالية متنسفة مع ما توصلت إليه دراسة Fonseca, et al. (2019) والتي توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح الاختياري عن البعد البيئي للاستدامة، وتكلفة رأس مالها المقترض، وذلك في ظل القطاعات الصناعية ذات التأثيرات العكسية على البيئة المحيطة، والتي أجريت في بيئة تطبيق ناشئة، ألا وهي أسواق المال الصينية، والتي تعد سوقاً مالية ناشئة، كما هو عليه الحال في بيئة التطبيق الحالية للدراسة.

وعلى النقيض، فقد جاءت نتيجة الدراسة الحالية في هذا الصدد متعارضة مع ما توصلت إليه دراسة Wang, et al. (2008) التي لم تتوصل إلى وجود علاقة معنوية بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال المقترض، والتي أجريت بالتطبيق على سوق مالية تحمل خصائص مؤسسية مشابهة للسوق المالية المصرية – بصفتها سوقاً مالية ناشئة - ألا وهي السوق المالية الصينية. وقد يعزى اختلاف نتيجة الدراسة الحالية عما توصلت إليه الدراسة السابق الإشارة إليها، إلى اختلاف المدى

الزمني لكتا الدراساتين، ففي الوقت الذي شمل فيه المدى الزمني للدراسة الحالية اثنا عشرة عاماً ما بين عامي ٢٠٠٨ - ٢٠١٩، أجريت الدراسة سالفة الذكر على مدار عام واحد فقط وهو عام ٢٠٠٥، مما شكل قيداً على مدى ملاءمة واتساق مع توصلت إليه الدراسة السابق الإشارة إليها من نتائج. علاوة على ما سبق، فقد يعزى اختلاف نتيجة الدراسة الحالية في هذا الصدد، مع الدراسة سالفة الذكر، إلى تباين مستوى رشد مقدمي رؤوس الأموال في الأسواق الناشئة، وانخفاض مستوى وعيهم وإدراكهم بمستويات المخاطر المحيطة بمنشآت الأعمال، واستناد قراراتهم الاستثمارية إلى مجموعة من العوامل التي قد يصعب تفسيرها والتنبؤ بها، كالعوامل النفسية والسلوكية، والمعتقدات واعتبارات الثقافة السائدة من دولة لأخرى.

خلاصة البحث:

استهدفت الدراسة الحالية تحليل العلاقة القائمة بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة المصرية، وتكلفة رأسمالها المملوك والمقترض. هذا، وقد تنبأ الباحث خلال الدراسة الحالية بوجود علاقة عكسية معنوية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، وتكلفة رأسمالها المملوك والمقترض. وسعياً 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 ٢٠٠٨-٢٠١٩.

هذا، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة المصرية، وتكلفة رأسمالها المملوك. 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. وتجدر الإشارة إلى أن النتيجة السابقة قد ظلت متسقة ومعنوية عند استخدام مقاييس بديلة لتقدير تكلفة رأس المال المملوك.

على الجانب الآخر، فقد أشارت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال وتكلفة رأسمالها المقترض. وقد عزى الباحث النتيجة السابقة إلى مجموعة من العوامل أبرزها: تزايد مخاوف مقدمي رأس المال من قدرتهم على استعادة استثماراتهم، في حالة إذا ما كانت إفصاحات الاستدامة الاختيارية الصادرة عن منشآت الأعمال، تحمل أخباراً سيئة بخصوص مدى جودة أداء منشآت الأعمال على الأصعدة المختلفة لأداء استدامتها. كما قد تعزى هذه النتيجة أيضاً إلى انخفاض نزعة الخطر لدى مقدمي رأس المال المقترض، مقارنة بمقدمي رأس المال المملوك، بالشكل الذي يجعلهم أكثر حساسية للتأثر بأية أخبار سيئة تصدر عن أداء استدامة منشآت الأعمال، مقارنة بمقدمي رأس المال المملوك، الذين تكون نزعة الخطر لديهم مرتفعة في الغالب.

هذا، ويمكن القول بأن الدراسة الحالية قد ساهمت في إثراء الأدب المحاسبي في مجال انعكاسات الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال، وتحديد ما يتعلق بتكلفة رأس المال المملوك والمقترض، 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 تقييم المخاطر المحيطة بمنشآت الأعمال، وتحديد تكلفة التمويل المقدم لمنشآت الأعمال طالبة الحصول على التمويل. 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 إيجابية لما تقدمه منشآت الأعمال من إفصاحات استدامة في الوقت الحاضر على تكلفة رأسمالها المملوك على الصعيد المحلي، بسبب انخفاض مستوى وعي وإدراك المستثمرين بأهمية تلك الإفصاحات، فإنه في المستقبل القريب، ومع تزايد الوعي والإدراك بأهمية التنمية المؤسسية المستدامة، وبأهمية إفصاحات 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.

وعلى صعيد مقدمي التمويل الخارجي، يشدد الباحث على أن بيئة الأعمال لا تخلو أبداً من المخاطر، بل إن طبيعة وحدة المخاطر التي تذخر بها بيئة الأعمال، تزداد مع مرور الزمن. هذا، وتتوقف حدة الانعكاسات الملازمة لتلك المخاطر على منشآت الأعمال، على مدى فاعلية المناهج التي تتبعها منشآت الأعمال لإدارة المخاطر المحيطة بها. وعليه، فينبغي ألا يكون تقييم مقدمي التمويل الخارجي لتكلفة تقديم التمويل لمنشآت الأعمال قاصراً على تقدير إفصاحات المخاطر الصادرة عنها فحسب، بل لا بد أن يمتد هذا التقييم ليشمل مدى فعالية مناهج إدارة المخاطر التي تتبناها إدارات منشآت الأعمال، وفي ضوء هذا التقييم يتم تقدير التكلفة المناسبة لتقديم التمويل اللازم. فقد يكون حجم المخاطر المحيطة بالمنشأة طالبة الحصول على التمويل مرتفعاً لأسباب مختلفة - كطبيعة القطاع الصناعي المنتمية إليه المنشأة على سبيل المثال - غير أنه من خلال اتباع منهج فعال لإدارة المخاطر المحيطة بها، تزداد قدرة المنشأة على الحد من الآثار العكسية المصاحبة لتلك المخاطر، وتحويلها إلى فرص مستقبلية للنمو والتوسع، بما يلقي بظلال إيجابية على منشأة الأعمال بصفة خاصة، والأطراف أصحاب المصالح بصفة عامة، والعكس صحيح.

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 - وتكلفة رأس المال المملوك والمقترض. 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، وتكلفة رأسمالها، وتحليل أثر جودة أداء استدامة منشآت الأعمال على طبيعة العلاقة القائمة بين الإفصاح الاختياري عن أبعاد الاستدامة وتكلفة رأسمالها، وتحليل أثر الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال في القطاعات الصناعية الأكثر تنظيماً - كالقطاع المصرفي - على تكلفة رأسمالها.

المراجع:

المراجع العربية:

١. السجاعي، محمود محمد إبراهيم، جمعة، غادة محمد إبراهيم، والغندور، مصطفى عطية السيد، ٢٠١٧، أثر جودة الأرباح المحاسبية على تكلفة رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، المجلة المصرية للدراسات التجارية، جامعة المنصورة، كلية التجارة، العدد (٤١)، المجلد (٢)، ص: ٣٠٩-٣٣١.
٢. شرف، أحمد عبد القادر، ٢٠١٥، مدخل مقترح لتأكيد تقارير استدامة الشركات المصرية وانعكاساته على إدراك أصحاب المصالح: دراسة مقارنة، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة.
٣. عبد الحليم، أحمد حامد، 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، جامعة طنطا، كلية التجارة، العدد (٢)، ص: ٣٩٤-٤٦٣.
٤. عبد الونيس، إيمان محمد، ٢٠١٧، قياس أثر الروابط السياسية على تكلفة رأس المال وعوائد الأسهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة.
٥. كريمة، دينا عبد العليم، ٢٠١١، أثر تباين المعلومات بين المستثمرين على تكلفة رأس المال: دراسة تحليلية على قطاع البنوك في مصر، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، جامعة حلوان، كلية التجارة وإدارة الأعمال، العدد (٤)، ص: ١٧٧-٢٥٣.

المراجع الأجنبية:

1. Acharya, V. & Pederson, L., 2005. Asset pricing with liquidity risk. Journal of Financial Economics, 77(2), pp. 375-410.
2. Albanez, T., 2015. Impact of the cost of capital on the financing decisions of Brazilian companies. International Journal of Managerial Finance, 11(3), pp. 285-307.
3. Albu, N., Albu, C., Gîrbină, M. & Sandu, M., 2011. The implications of corporate social responsibility on the accounting profession: The case of Romania. Amfiteatru Economic, 13(29), pp. 221-234.
4. Ameer, R. & Othman, R., 2012. Sustainability practices and corporate financial performance: a study based on the top global corporations. Journal of Business Ethics, 108(1), pp. 61-79.
5. Amel-Zadeh, A. & Serafeim, G., 2018. Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. Financial Analysts Journal, 74(3), pp. 87-103.
6. Bachoo, K., Tan, R. & Wilson, M., 2013. Firm value and the quality of sustainability reporting in Australia. Australian Accounting Review, 23(1), pp. 67-87.

7. Balakrishnan, K., Billings, M. B., Kelly, B. & Ljungqvist, A., 2014. Shaping Liquidity: On the Causal Effects of Voluntary Disclosure. *The Journal of Finance*, 69(5), pp. 2237-2278.
8. 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.
9. Beltrame, F. & Previtali, D., 2016. Value, Capital Structure and Cost of Capital: A Theoretical Framework. In *Valuing Banks*. 1st ed. London: Palgrave Macmillan.
10. Blanco, B., García Lara, J. M. & Tribo, J., 2015. Segment disclosure and cost of capital. *Journal of Business Finance & Accounting*, pp. 1-45.
11. Bliss, M. A. & Gul, F. A., 2012. Political Connections and Cost of Debt: Some Malaysian Evidence. *Journal of Banking and Finance*, 36(5), pp. 1520-1527.
12. Botosan, C. A., 2006. Disclosure and the Cost of Capital. What do We Know?. *Accounting and Business Research*, 36(1), pp. 31-40.
13. Boubakri, N., Guedhami, O., Mishra, D. & Saffar, W., 2012. Political connections and the cost of equity capital. *Journal of corporate finance*, 18(3), pp. 541-559.
14. Brammer, S., Jackson, G. & Matten, D., 2012. Corporate social responsibility and institutional theory: New perspectives on private governance. *Socio-Economic Review*, 10(1), pp. 3-28.
15. Brealey, R., Myers, S. & Allen, F., 2014. *Principles of Corporate Finance*. 11th ed. s.l.:MCGraw Hill Education.
16. Chan, A. & Hsu, A., 2013. Corporate pyramids, conservatism and cost of debt: Evidence from Taiwan. *The International Journal of Accounting*, 48(3), pp. 390-413.
17. Chauhan, Y. & Kumar, S. B., 2018. Do investors value the nonfinancial disclosure in emerging markets?. *Emerging Markets Review*, Volume 37, pp. 32-46.
18. Chen, L., Feldmann, A. & Tang, O., 2015. The Relationship Between Disclosures of Corporate Social Performance and Financial Performance: Evidence from GRI Reports in Manufacturing Industry. *International Journal of Production and Economics*, Volume 170, pp. 445-456.
19. Clarkson, P. M., Fang, X., Li, Y. & Richardson, G., 2013. The relevance of environmental disclosures: Are such disclosures incrementally informative?. *Journal of Accounting Public Policy*, Volume 32, pp. 410-431.

20. Coles, J., Loewenstein, U. & Suay, J., 1995. On Equilibrium Pricing Under Parameter Uncertainty. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30(3), pp. 347-64.
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. Dhaliwal, D., Judd, J., Serfling, M. & Shaikh, S., 2016. Customer concentration risk and the cost of equity capital. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), pp. 23-48.
24. Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A. & Yang, Y. G., 2012. Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure. *The Accounting Review*, 87(3), pp. 723-759.
25. Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A. & Yang, Y. G., 2014. Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of Accounting Public Policy*, Volume 33, pp. 328-355.
26. Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A. & Yang, Y. G., 2011. Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. *The Accounting Review*, 86(1), pp. 59-100.
27. Diamond, D. & Verrecchia, R., 1991. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46(4), pp. 1325-1359.
28. Dissanayake, D., Tilt, C. & Qian, W., 2019. Factors influencing sustainability reporting by SriLankan companies. *Pacific Accounting Review*, 31(1), pp. 84-109.
29. Easton, P., 2004. PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital. *The Accounting Review*, 79(1), pp. 73-95.
30. Ernst and Young, 2010. Climate change and sustainability: seven questions CEOs and boards should ask about 'triple bottom line' reporting", LLP: Ernst and Young.
31. Fama, E. & French, K., 1992. The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), pp. 427-465.
32. Fama, E. & French, K., 2004. The capital asset pricing model: Theory and evidence. *Journal of economic perspectives*, 18(3), pp. 25-46.

33. Fonseka, M., Rajapakse, T. & Richardson, G., 2019. The effect of environmental information disclosure and energy product type on the cost of debt: Evidence from energy firms in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, Volume 54, pp. 159-182.
34. Frías-Aceituno, J. V., Rodríguez-Ariza, L. & García Sánchez, I. M., 2014. Explanatory factors of integrated sustainability and financial reporting. *Business Strategic and the Environment*, 23(1), pp. 56-72.
35. Gitman, L. J. & Zutter, C. J., 2012. *Principles of Managerial Finance*. Thirteenth Edition ed. Boston: Prentice Hall.
36. Global Reporting Initiative (GRI), 2006. *Sustainability Reporting Guidelines, Version 3*, Amsterdam: GRI.
37. Global Sustainability Standards Board (GSSB), 2016. *Sustainability Reporting Standards*, Amsterdam: GRI.
38. Grewal, J., Hauptman, C. & Serafeim, G., 2017. *Stock price synchronicity and material sustainability information*. s.l.:Harvard Business School Working Paper.
39. Gurvitsh, N. & Sidorova, I., 2012. Survey of sustainability reporting integrated into annual reports of Estonian companies for the years 2007-2010: based on companies listed on Tallinn Stock Exchange as of October 2011. *Procedia Economics and Finance*, Volume 2, pp. 26-34.
40. 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.
41. Handa, P. & Linn, S., 1993. Arbitrage Pricing with Estimation Risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(1), pp. 81-100.
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. 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.
44. Khan, M., Serafeim, G. & Yoon, A., 2016. Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, 91(6), pp. 1697-1724.
45. Kiliç, M. & Uyar, A., 2014. The Impact of corporate characteristics on social responsibility and environmental disclosures in Turkish listed companies. In: S. O. Idowu & K. T. Caliyurt, eds. *Corporate Governance: an International Perspective*. Berlin Heidelberg: Springer-Verlag, pp. 253-276.

46. Kiliç, M., Kuzey, C. & Uyar, A., 2015. The impact of ownership and board structure on Corporate Social Responsibility (CSR) reporting in the Turkish banking industry.. *Corporate Governance. The international journal of business in society*, 15(3), pp. 357-374.
47. Kim, J. W. & Shi, Y., 2011. Voluntary disclosure and the cost of equity capital: Evidence from management earnings forecasts. *Journal of Accounting Public Policy*, Volume 30, pp. 348–366.
48. Kolk, A., 2004. A Decade of Sustainability Reporting: Developments and Significance. *International Journal of Environment and Sustainable Development*, 3(1), pp. 51-66.
49. KPMG, 2008. Sustainability reporting a guide, AU: KPMG.
50. 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.
51. Laidroo, L. & Ööbik, U., 2014. Banks' CSR disclosures—headquarters versus subsidiaries. *Baltic Journal of Management*, 9(1), pp. 47-70.
52. Lozano , R. & Huisingh, D., 2011. Inter-linking issues and dimensions in sustainability reporting. *Journal of Cleaner Production*, Volume 19, pp. 99–107.
53. McWilliams , A. & Siegel, D., 2001. Corporate social responsibility: a theory of the firm perspective. *Academy of Management Review*, 26(1), pp. 117-127.
54. Merton , R., 1987. A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *Journal of Finance*, 42(3), pp. 483-510.
55. Ng, A. C. & Rezaee, Z., 2015. Business sustainability performance and cost of equity capital. *Journal of Corporate Finance*, Volume 34, pp. 128-149.
56. Nobanee , H. & Ellili, N., 2016. Corporate sustainability disclosure in annual reports: evidence from UAE banks: islamic versus conventional. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, Volume 55, pp. 1336-1341.
57. 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.
58. Orazalin, N. & Mahmood, M., 2018. Economic, environmental, and social performance indicators of sustainability reporting: Evidence from the Russian oil and gas industry. *Energy Policy*, Volume 121, pp. 70-79.
59. Reilly, F. K. & Brown, K. C., 2012. *Investment Analysis & Portfolio Management*. 10th ed. Mason, USA: South-Western.

60. Reverte, C., 2012. The Impact of Better Corporate Social Responsibility Disclosure on the Cost of Equity Capital. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Volume 19, pp. 253-272.
61. Rezaee, Z. & Tuo, L., 2017. Voluntary disclosure of non-financial information and its association with sustainability performance. *Advances in accounting*, Volume 39, pp. 47-59.
62. Richardson, A. J. & Welker, M., 2001a. Social disclosure, financial disclosure and the cost of capital. *Accounting, Organizations and Society*, 26(7-8), pp. 597-616.
63. Richardson, A. J. & Welker, M., 2001b. Social disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, Organizations and Society*, Volume 26, pp. 597-616.
64. Ruhnke, K. & Gabriel, A., 2013. Determinants of voluntary assurance on sustainability reports: an empirical analysis. *The Journal of Business Economics*, 83(9), pp. 1063-1091.
65. Saeidi, S. P. et al., 2015. How Does Corporate Social Responsibility Contribute to Firm Financial Performance: The Mediating Role of Competitive Advantage, Reputation, and Customer Satisfaction. *Journal of Business Research*, 68(2), pp. 341-350.
66. Saini, J. S. & Herrmann, D., 2013. Cost of equity capital, information asymmetry, and segment disclosure. *Advances in Quantitative Analysis of Finance and Accounting*, Volume 11, pp. 143-173.
67. Sengupta, P., 1998. Corporate disclosure quality and the cost of debt. *The Accounting Review*, 73(4), pp. 459-474.
68. Siew, R. Y. J., 2015. A review of corporate sustainability reporting tools (SRTs). *Journal of Environmental Management*, Volume 164, pp. 180-195.
69. Spence, M., 1973. Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 87, pp. 355-374.
70. Tzouvanas, P., Kizys, R., Chatziantoniou, I. & Sagitova, R., 2020. Environmental disclosure and idiosyncratic risk in the European manufacturing sector. *Energy Economics*, Volume 87, pp. 2-13.
71. Verrecchia, R. E., 2001. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), pp. 97-180.
72. Wang, K., Sewon O & Claiborne, M. C., 2008. Determinants and consequences of voluntary disclosure in an emerging market: Evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Volume 17, pp. 14-30.

73. World Business Council for Sustainable Development (WBCSD), 2003. Sustainable development reporting: striking the balance , Geneva, Switzerland: World Business Council for Sustainable Development.
74. Yang, H., 2012. Capital market consequences of managers' voluntary disclosure styles. Journal of Accounting and Economics, 53(1-2), pp. 167-184.
75. Zahid, M. et al., 2020. Boardroom gender diversity: Implications for corporate sustainability disclosures in Malaysia. Journal of Cleaner Production, Volume 244, pp. 2-14.
76. Zhou, S., Simnett, R. & Green, W., 2017. Does Integrated Reporting Matter to the Capital Market?. A Journal of Accounting, Finance, and Business studies, 53(1), pp. 94-132.

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:
	١٧. المواد المستخدمة في إنتاج وتغليف المنتجات والخدمات الأساسية للمنشأة.
	١٨. المواد المُعاد تدويرها المستخدمة لتصنيع المنتجات والخدمات الأساسية للمنشأة.
	١٩. المنتجات التي يتم استعادتها ومواد التغليف الخاصة بها.
	ب. الطاقة Energy:
	٢٠. مقدار استهلاك الطاقة داخل المنشأة.

٢١	مقدار تخفيض استهلاك الطاقة المتحقق كنتيجة مباشرة لمبادرات التوفير وزيادة الكفاءة.
	ج. المياه:
٢٢	مقدار سحب المياه وتصريفها.
٢٣	إجمالي استهلاك المياه.
	د. التنوع البيولوجي Biodiversity:
٢٤	مواقع التشغيل المملوكة للمنشأة أو المؤجرة أو المدارة داخل المناطق المحمية.
٢٥	الأثار الهامة-الإيجابية أو السلبية- لأنشطة المنشأة ومنتجاتها على التنوع البيولوجي.
	ه. الانبعاثات Emissions:
٢٦	انبعاثات الغازات المسببة لظاهرة الاحتباس الحراري، والتغير المناخي ووسائل الحد منها.
٢٧	مقدار كثافة انبعاثات الغازات المسببة لظاهرة الاحتباس الحراري.
٢٨	الإنتاج والواردات والصادرات من المواد المُستفَدة للأوزون.
	و. النفايات السائلة والمخلفات:
٢٩	النفايات حسب النوع وكيفية التخلص منها.
٣٠	التسربات الواسعة النطاق.
٣١	كيفية نقل النفايات الخطرة.
	ز. الامتثال البيئي:
٣٢	الغرامات والعقوبات الناتجة عن عدم الامتثال للقوانين و/أو اللوائح البيئية.
	ح. التقييم البيئي للمورد:
٣٣	الموردون الجدد الذين خضعوا للتدقيق طبقاً للمعايير البيئية.
٣٤	الأثار البيئية السلبية في سلسلة التوريد والإجراءات المتخذة.
	ثالثاً: البعد الاجتماعي:
	أ. حقوق الإنسان:
٣٥	المخاطر المتعلقة بحقوق الإنسان المترتبة على ممارسة المنشأة أنشطتها.
٣٦	جهود المنشأة في مجال منع التمييز والتفرقة ودعم الفئات المستضعفة.
٣٧	جهود المنشأة المبذولة لتجنب التورط في انتهاكات حقوق الإنسان.
	ب. الممارسات العمالية:
٣٨	التوظيف وعلاقات العمل.
٣٩	الجهود المبذولة لتحسين مواقع العمل.
٤٠	إجراءات الأمن والسلامة والصحة المهنية.
٤١	ممارسات تنمية وتطوير القوى البشرية في موقع العمل.
٤٢	التأمين الصحي على العاملين وأسرتهم.
٤٣	نظم الحوافز والمكافآت.
	ج. العلاقات مع المستهلك:
٤٤	حماية صحة وسلامة المستهلك.
٤٥	خدمة ودعم المستهلك وحل النزاعات.
٤٦	حماية بيانات المستهلك وخصوصيته.
٤٧	ممارسات توعية المستهلك.

	د. العلاقات مع الموردين:
	٤٨. ممارسات الشراء من الموردين المحليين.
	٤٩. الموردون الجدد الذين تم فحصهم باستخدام المعايير الاجتماعية.
	٥٠. الآثار الاجتماعية السلبية في سلسلة التوريد والإجراءات المتخذة.
	هـ. المشاركة المجتمعية والمسؤولية الخيرية:
	٥١. المساهمة في دعم التعليم والثقافة، والصحة العامة.
	٥٢. التبرعات للجمعيات الخيرية.
	٥٣. المساهمة في توفير فرص العمل وتنمية المهارات.
	و. الامتثال الاجتماعي:
	٥٤. الغرامات والعقوبات الناتجة عن عدم الامتثال للقوانين والتشريعات ذات الصلة.
	رابعاً: بعد حوكمة الشركات:
	٥٥. هيكل الملكية وحقوق المساهمين، ووسائل التواصل معهم وإشراكهم.
	٥٦. تشكيل مجلس الإدارة، ومسؤولياته.
	٥٧. تشكيل اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة ومسؤولياتها.
	٥٨. نظم المكافآت والحوافز الخاصة بأعضاء مجلس الإدارة واللجان المنبثقة عنها.
	٥٩. أنظمة الرقابة الداخلية وآليات تقييم فعاليتها.
	٦٠. نظم إدارة المخاطر وآليات تقييم فعاليتها.
	٦١. الأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بالمنشأة، وآليات التواصل معهم وإشراكهم.
	٦٢. قواعد السلوك الأخلاقي المطبقة بالمنشأة، وآليات التقرير عن أية انتهاكات لقواعد السلوك الأخلاقي.
	٦٣. المراجع الخارجي للمنشأة، وآليات التواصل بينه وبين لجنة المراجعة، وآليات تقييم فعالية وظيفة المراجعة الداخلية.