

أثر الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمي (ESG) على القيمة السوقية للشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية

المشرف

حسام حسن محمود الشعراوي

إدارة الأعمال

كلية جدة العالمية

الباحثة

عبير رايح مرزوق الحجيلي

ماجستير إدارة أعمال

كلية جدة العالمية

المستخلص

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر الإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي (ESG) على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية، وتمت دراسة تأثير الإفصاح عن ممارسات الاستدامة في ثلاثة أبعاد رئيسية: الإفصاح البيئي، الإفصاح الاجتماعي، والإفصاح عن الحوكمة، وذلك لتحليل كيفية تأثير هذه العوامل على القيمة السوقية للشركات من خلال دراسة تطبيقية لعينة من 75 شركة لفترة خمس سنوات (2019 - 2023) بالاعتماد على تحليل الانحدار الخطي المتعدد، واختبارات الارتباط لتحليل البيانات المجمعة من التقارير السنوية والتقارير المالية، كما قامت الدراسة بتكوين مؤشر للإفصاح يمكن أن يستخدم كأداة لتقييم مستوى الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمي للشركات، وتقديمه كمرجع للشركات لتعزيز مستوى الشفافية والاستدامة، وظهرت نتائج الدراسة انه لا يوجد تأثير عن

الإفصاح عن ممارسات الاستدامة علي القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية، وتوصي الدراسة الشركات السعودية بضرورة الشفافية في الإفصاح عن الاستدامة وان يتضمن الإفصاح كافة المعلومات، كما ينبغي على الشركات العمل على دمج ممارسات الاستدامة في استراتيجياتها العامة وليس فقط كممارسات إضافية.

الكلمات الدالة

الإفصاح البيئي - الإفصاح الاجتماعي - الإفصاح عن الحوكمة - القيمة السوقية - المملكة العربية السعودية

Abstract

This study aims to analyze the impact of Environmental, Social, and Governance (ESG) disclosure on the market value of companies listed on the Saudi Stock Exchange. The research examines the effect of sustainability disclosure across three main dimensions: environmental disclosure, social disclosure, and governance disclosure, to evaluate how these factors influence companies' market value. An applied study was conducted on a sample of 75 companies over a five-year period (2019–2023) using multiple linear regression analysis and correlation tests to analyze data collected from annual and financial reports. Additionally, the study developed a disclosure index that can be utilized as a tool for assessing the level of ESG disclosure by companies and as a reference to enhance transparency and sustainability practices.

The study's findings reveal that ESG disclosure practices have no significant impact on the market value of companies listed on the Saudi Stock Exchange. The study recommends that Saudi companies should prioritize transparency in sustainability disclosure, ensuring that all relevant information is included. Moreover, companies are encouraged to integrate sustainability practices into their overall strategies rather than treating them as supplementary activities.

Keywords: Environmental Disclosure, Social Disclosure, Governance Disclosure, Market Value

المقدمة:

أصبحت الاستدامة بأبعادها البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) من الركائز الأساسية لتحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة، ويعد الالتزام بالإفصاح عن ممارسات الاستدامة أمراً ضرورياً لتعزيز القدرة التنافسية للشركات وجذب الاستثمارات على المستويين المحلي والدولي (الغملاس، 2023)، وتشير الدراسات الحديثة إلى أن قيام الشركات بالإفصاح عن ممارسات الاستدامة يسهم بشكل مباشر في تحسين قيمتها السوقية حيث إن الشركات التي تتبنى استراتيجيات فعالة في مجال الاستدامة تمتلك ميزة جذب الاستثمارات وتعزيز ثقة المستثمرين مما يعزز أداءها المالي بشكل ملحوظ كما أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والبيئية يعزز من سمعة الشركة ويقلل من المخاطر المتعلقة بالحوكمة، وهو ما ينعكس إيجابياً على القيمة السوقية (فرج، 2017؛ Harahap et al., 2019).

وتزايدت الحاجة إلى دراسة تأثير الإفصاح عن ممارسات الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة على الأداء المالي للشركات المدرجة مع التطورات التنظيمية التي يشهدها سوق الأوراق المالية في المملكة، وتهدف هذه الدراسة إلى تحليل هذا التأثير على القيمة السوقية للشركات السعودية خلال الفترة من 2019 إلى 2023، وتكمن أهمية الدراسة في تقديم فهم أعمق للعلاقة بين الإفصاح عن ممارسات الاستدامة وأداء الشركات مما سيساعد الشركات والمستثمرين على اتخاذ قرارات رشيدة بناء على تلك الممارسات. (رشا الجرد، 2020؛ عبد الرحمن، 2023).

وتسعى هذه الدراسة إلى سد الفجوة في الأبحاث المتعلقة بالإفصاح عن الاستدامة البيئية والإفصاح عن الحوكمة والإفصاح عن الاستدامة الاجتماعية في السوق السعودي، وتأثيرها على القيمة السوقية للشركات، مع التركيز على الشركات المدرجة في سوق تداول (عبد الرحمن، 2017).

1 مشكلة الدراسة

في ظل التوجه العالمي المتزايد نحو تعزيز الإفصاح عن ممارسات الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) برزت الحاجة إلى فهم مدى تأثير هذه الممارسات على الأداء المالي للشركات خصوصاً في الأسواق الناشئة مثل المملكة العربية السعودية، وتسعى العديد من الشركات السعودية إلى تحقيق التوازن بين تحقيق الربحية والالتزام بمبادئ

الاستدامة حيث يعد الإفصاح عن ممارسات الاستدامة جزءاً أساسياً من هذا التحدي، ورغم أن الدراسات السابقة تشير إلى الأثر الإيجابي للإفصاح عن ممارسات الاستدامة على أداء الشركات في الأسواق المتقدمة (Harahap et al., 2019)، إلا أن الأدلة المتعلقة بالسوق السعودي ما زالت غير كافية وتحتاج إلى المزيد من البحث، وي طرح هذا تساؤلات حول قدرة الشركات السعودية على الاستفادة من تبني معايير الاستدامة لتعزيز قيمتها السوقية وتحسين أدائها المالي في ظل التطورات الاقتصادية الكبيرة التي تشهدها المملكة.

تكمن مشكلة الدراسة الحالية في التفاوت الملحوظ في نتائج الدراسات السابقة التي تناولت أثر الإفصاح عن الاستدامة (البيئية والاجتماعية والحوكمة) على القيمة السوقية للشركات، بالإضافة إلى قلة الدراسات التي بحثت هذا الموضوع بشكل خاص في سياق الشركات السعودية، وهذا النقص في الأدبيات البحثية يحدث فجوة معرفية تستدعي بحثاً معمقاً يكشف العلاقة بين ممارسات الإفصاح عن الاستدامة وأداء الشركات السعودية في السوق المالية. انطلاقاً مما سبق يمكن اشتقاق السؤال الرئيسي التالي للدراسة: ما هو أثر الإفصاح عن الاستدامة (البيئية والاجتماعية والحوكمة) على القيمة السوقية للشركات السعودية؟

يمكن تقسيم السؤال الرئيسي إلى مجموعة من التساؤلات الفرعية

- 1- ما هو تأثير الإفصاح عن الاستدامة البيئية على القيمة السوقية للشركات السعودية؟
- 2- ما هو تأثير الإفصاح عن الاستدامة الاجتماعية على القيمة السوقية للشركات السعودية؟
- 3- كيف تؤثر الإفصاح عن ممارسات الحوكمة على القيمة السوقية للشركات السعودية؟
- 4- هل هناك اختلاف في تأثير الإفصاح عن ESG على القيمة السوقية بين الشركات السعودية من مختلف القطاعات؟

القطاعات؟

2 أهداف الدراسة

انطلاقاً من تساؤلات البحث ومشكلة الدراسة، تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر الإفصاح عن الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية ويمكن تقسيم الهدف الرئيسي الي الأهداف الفرعية التالية:

1. تحليل تأثير الإفصاح عن الاستدامة البيئية على القيمة السوقية للشركات السعودية.
2. دراسة تأثير الإفصاح عن الاستدامة الاجتماعية على القيمة السوقية للشركات السعودية.
3. تقييم تأثير الإفصاح عن ممارسات الحوكمة على القيمة السوقية للشركات السعودية.
4. مقارنة تأثير الإفصاح عن ESG على القيمة السوقية بين القطاعات المختلفة في السوق السعودي.

3 أهمية الدراسة

تأتي أهمية هذه الدراسة من خلال بعديها النظري والتطبيقي:

3.1 الأهمية النظرية:

تساهم هذه الدراسة في سد الفجوة البحثية المتعلقة بتأثير الإفصاح عن الاستدامة (ESG) البيئية والاجتماعية والحوكمة على الأداء المالي للشركات في السوق السعودي، وهذه الدراسة ستقدم إضافة نظرية مهمة خاصة فيما يتعلق بتأثير الإفصاح عن ممارسات الاستدامة في أسواق ناشئة مثل المملكة العربية السعودية، وتوفر الدراسة فهما عميقا للعلاقة بين الإفصاح عن ممارسات الاستدامة وأداء الشركات، مع التركيز على كيفية تأثير الإفصاح عن هذه الممارسات على القيمة السوقية للشركات وهذا الفهم يمكن أن يكون مرجعا للأكاديميين والباحثين المهتمين بتحليل دور الاستدامة في تحسين الأداء المالي للشركات (عبد الله، 2023).

3.2 الأهمية التطبيقية:

تقدم الدراسة تطبيق عملي عن تأثير الإفصاح عن ممارسات الاستدامة على القيمة السوقية للشركات، مما يساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية أكثر وعياً، بالاستناد إلى مؤشرات الإفصاح عن الاستدامة كعامل رئيسي في تقييم الأداء المالي للشركات (Harahap et al., 2019)، وتساهم الدراسة في دعم أهداف رؤية المملكة 2030 من خلال تشجيع الشركات السعودية على الإفصاح عن ممارسات الاستدامة مما يعزز من قدرتها على جذب الاستثمارات وتعزيز قدرتها التنافسية على المستوى المحلي والدولي، كما يمكن أن تساعد نتائج الدراسة الجهات التنظيمية والمشرعين

في تطوير أطر تنظيمية وسياسات تدعم الإفصاح عن ممارسات الاستدامة في السوق المالية السعودية مما يعزز من شفافية السوق ويزيد من ثقة المستثمرين.

4 الإطار النظري للدراسة

4.1: مفهوم الاستدامة (ESG):

الاستدامة (ESG) هي إطار عمل شامل يعتمد على ثلاثة أبعاد رئيسية: البعد البيئي، الاجتماعي، والحوكمي، وتتبنى الشركات هذا الإطار لتحقيق التوازن بين تحقيق أداء مالي قوي والمسؤولية تجاه البيئة والمجتمع، وتعنى ممارسات الاستدامة البيئية بتقليل الأثر البيئي الضار للعمليات التجارية، بينما تهدف الاستدامة الاجتماعية إلى تحسين رفاهية الموظفين والمجتمعات التي تعمل فيها الشركات أما الحوكمة، فتتعلق بالشفافية والإفصاح، وضمان فعالية الإدارة داخل الشركة، وتتزايد أهمية هذا الإطار بشكل كبير في عالم الأعمال اليوم، حيث يتم تعزيز قيم الشركات واستدامتها من خلال تبني ممارسات ESG. (عبد الرحمن، 2023).

4.2 الاستدامة البيئية:

الاستدامة البيئية تتمحور حول كيفية تقليل التأثير البيئي للشركات، من خلال اتباع ممارسات تقلل من الانبعاثات الضارة مثل غازات الاحتباس الحراري، والحفاظ على الموارد الطبيعية واستخدامها بكفاءة كما تشمل إدارة النفايات بطرق تقلل من التلوث وتعزز إعادة التدوير، وتعد هذه الممارسات جزءاً أساسياً من استراتيجية الشركات للاستدامة خاصة في ظل تصاعد القوانين والتنظيمات الحكومية التي تتطلب الحد من الآثار البيئية السلبية (Alshlawi et al., 2021)، والشركات التي تتجح في تنفيذ هذه المبادئ تحقق ميزات تنافسية من خلال تقليل التكاليف التشغيلية وتحسين سمعتها بين المستثمرين والمستهلكين (Lehenchuk et al., 2023).

4.3 الاستدامة الاجتماعية:

الاستدامة الاجتماعية تركز على العلاقات الإنسانية داخل الشركة وخارجها، وتشمل هذه الاستدامة تحسين بيئة العمل، وضمان حقوق العاملين، والتنوع والشمول، وتطوير المجتمعات التي تعمل فيها الشركات، ويعتبر الالتزام بالمسؤولية

الاجتماعية عاملا حاسما في تعزيز صورة الشركة لدى الجمهور والمساهمين حيث يساعد في بناء الثقة وتعزيز الولاء (Shaban & Barakat, 2023) ويتضمن ذلك أيضا احترام حقوق الإنسان وضمان عدم وجود ممارسات استغلالية في سلاسل التوريد، وهو ما يؤثر بشكل إيجابي على سمعة الشركة وقيمتها السوقية (Hessa et al., 2024).

4.4 الحوكمة:

تشمل الحوكمة مجموعة من المبادئ التي تضمن الشفافية والمساءلة في عمليات الشركة، وتعزز الحوكمة الشفافية من خلال الإفصاح الدوري عن المعلومات المالية وغير المالية، وتضع أنظمة رقابة داخلية قوية تحمي من الفساد وسوء الإدارة كما تتعلق الحوكمة بالهيكل الإداري للشركات، والذي يضمن توزيع الأدوار بشكل صحيح بين المجلس الإداري والإدارة التنفيذية لضمان الاستقلالية وتجنب تضارب المصالح (Hessa et al., 2024). الحوكمة الجيدة تؤدي إلى تعزيز الثقة بين المستثمرين والشركاء مما يؤدي إلى تحسين أداء الأسهم والقيمة السوقية للشركة (Shaban & Barakat, 2023).

تعريف الحوكمة:

تشير الحوكمة (Governance) إلى النظام الذي من خلاله تدار الشركات وتراقب لتحقيق التوازن بين مصالح مختلف الأطراف المرتبطة، بما في ذلك المساهمين، الإدارة، العملاء، الموردين، الدائنين، والجهات التنظيمية، ويتضمن هذا النظام مجموعة من القواعد والإجراءات التي تحدد كيفية اتخاذ القرارات في الشركة وكيفية ضمان الشفافية والمساءلة في الإدارة (Shleifer & Vishny, 1997)، ووفقا للجنة كادبوري (Cadbury Committee, 1992)، تعرف الحوكمة على أنها "النظام الذي يتم من خلاله توجيه ومراقبة الشركات"، حيث يؤكد هذا التعريف على أهمية توفير هيكل تنظيمي يمكن الشركة من تحقيق أهدافها وأداء مهامها بشكل فعال من خلال ضمان المساءلة بين الأطراف المختلفة، أيضا تضيف (OECD, 2004) أن الحوكمة تهدف إلى تعزيز كفاءة العمليات وضمان الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة لتحقيق أقصى قيمة ممكنة للمساهمين، مع حماية حقوق الأطراف الأخرى المعنية بالشركة، وتعد الحوكمة نظاما لخلق الثقة المتبادلة بين الشركة وأصحاب المصلحة، وهو ما يساهم في تحقيق الشفافية والمساءلة في العمليات الإدارية والمالية.

ومن خلال ما سبق يتضح أن مفهوم الحوكمة يعد بمثابة الإطار التنظيمي الذي يحدد كيف تدار الشركات وتراقب، مع التركيز على الشفافية والمساءلة والامتثال للقوانين والمعايير الأخلاقية، بهدف تحسين الأداء المالي وتحقيق استدامة طويلة المدى.

5. أثر الإفصاح عن الاستدامة (ESG) على الأداء المالي:

يعتبر الإفصاح عن الاستدامة (ESG) من الأدوات المهمة التي تعزز من أداء الشركات المالي وقيمتها السوقية، وتوضح الدراسات السابقة كيف أن هذه الممارسات تؤثر إيجابيا على الأداء المالي من خلال تحسين سمعة الشركة، وجذب المستثمرين، وتعزيز الثقة مع أصحاب المصلحة، وتنوع الأدبيات فيما يتعلق بتأثيرات كل من الأبعاد الثلاثة للاستدامة: البيئية، الاجتماعية، والحوكمة.

5.1 أثر الإفصاح عن الاستدامة البيئية على الأداء المالي:

تشير العديد من الدراسات إلى أن الشركات التي تقلل من انبعاثات الكربون وتحسن من استهلاك الطاقة تحقق أداء ماليا أفضل بفضل تحسين سمعتها وجذب الاستثمارات التي تركز على الحوكمة البيئية والاجتماعية (ESG) وتظهر الشركات التي تتجح في تقليل تأثيراتها البيئية انخفاضا في التكاليف التشغيلية، وتحسنا في العوائد المالية، خاصة من خلال تحسين معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية وفي دراسة أجرتها Serpeninova et al. (2024) أوضحت أن ممارسات الاستدامة البيئية تساهم بشكل كبير في تحسن الأداء المالي للشركات على المدى الطويل لكنها أشارت إلى أن التأثير قد يكون أقل وضوحا عند بعض الشركات مقارنة بالاستدامة الاجتماعية والحوكمة.

5.2 أثر الإفصاح عن الاستدامة الاجتماعية على الأداء المالي:

الاستدامة الاجتماعية ترتبط بممارسات مثل تحسين بيئة العمل، واحترام حقوق الإنسان، والمشاركة في المسؤولية الاجتماعية للشركات، وتؤكد الدراسات السابقة على أن هذه الممارسات تساهم في تحسين العلاقة مع أصحاب المصلحة، وبناء سمعة إيجابية قوية للشركات، وركزت دراسة (Thomas et al. (2021 على تأثير الاستدامة الاجتماعية على الأداء المالي في ماليزيا حيث وجدت أن الشركات التي تعتمد ممارسات اجتماعية فعالة تحقق أداء ماليا أفضل،

خصوصا فيما يتعلق بالعائد على حقوق المساهمين والقيمة السوقية كما أن هذه الشركات تجذب المستثمرين والمستهلكين الذين يقدرون المسؤولية الاجتماعية.

5.3 أثر الإفصاح عن الحوكمة على الأداء المالي:

تعد الحوكمة الرشيدة جزءا أساسيا من ممارسات ESG حيث تعزز الشفافية والمساءلة داخل الشركات، وتشير الدراسات إلى أن الشركات التي تعتمد على أنظمة حوكمة قوية تتمتع بثقة أكبر من المستثمرين مما يؤدي إلى تحسين أدائها المالي، وفي دراسة Raza et al (2024) التي أجريت على قطاع البنوك الإماراتي أظهرت أن تطبيق معايير حوكمة فعالة يؤدي إلى تحسين الأداء المالي، وزيادة العائد على الأصول وحقوق الملكية حيث تزيد الشفافية والرقابة الداخلية من الثقة وتعزز الاستثمار في الشركات.

6. الدراسات السابقة التي تناولت أثر الإفصاح عن الاستدامة على القيمة السوقية للشركات

أظهرت مجموعة من الدراسات الأكاديمية التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن ممارسات الاستدامة (ESG) والأداء المالي للشركات توافقا ملحوظا في نتائجها بشأن التأثير الإيجابي للإفصاح على الأداء المالي. تناولت هذه الدراسات، التي غطت أسواقا متقدمة وناشئة، جوانب متعددة من الاستدامة، بما في ذلك الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمي، وعكست تأثير هذه الممارسات على الربحية، القيمة السوقية، وثقة المستثمرين.

ركزت دراسة (الزامل، 2015) على السوق السعودي، مشيرة إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يرتبط إيجابيا بحجم الأصول، مما يدعم الأداء المالي للشركات الصناعية. وبالمثل، أكدت دراسة (Jayeola, 2015) أن تبني المسؤولية الاجتماعية يحسن سمعة الشركات الصغيرة والمتوسطة في نيجيريا ويؤدي إلى تعزيز الأداء المالي من خلال تحسين العلاقات مع العملاء والموردين، واستعرضت دراسة (خليل، 2017) العلاقة بين الإفصاح البيئي وقيمة الشركات في مصر، وأظهرت أن الإفصاح البيئي يعزز الجاذبية الاستثمارية، وإن كان التأثير محدودا. من ناحية أخرى، سلطت دراسة (Maqlaoui & Javed, 2018) الضوء على أن دفع الزكاة، كجزء من المسؤولية الاجتماعية، ينعكس إيجابا على الأداء المالي في السعودية، مما يعزز الربحية والقيمة السوقية، وبحثت دراسة (Samir & Hussein, 2020) تأثير استقلالية مجلس الإدارة على الإفصاح عن الاستدامة في العراق، مبينة أن الإفصاح يعزز الأداء المالي للبنوك

من خلال تحسين الشفافية والثقة. بينما أظهرت دراسة (Keskin et al., 2020) أن الشركات المستدامة في تركيا تتمتع بثقة المستثمرين واستقرار الأسهم، على الرغم من أن التأثير على الربحية لم يكن معنوياً. أثبتت دراسة (Ahmad et al., 2021) أن الإفصاح عن الاستدامة الاقتصادية والاجتماعية في المملكة المتحدة يعزز القيمة السوقية وربحية السهم، خاصة في الشركات الكبيرة. وأكدت دراسة (Wei & Zhu, 2023) على التأثير الإيجابي للإفصاح عن ESG على العائد على الأصول في الشركات الأوروبية، مشيرة إلى أهمية الحوكمة والإدارة الاجتماعية، وفي السعودية، خلصت دراسة (Hussain et al., 2024) إلى أن الإفصاح عن ممارسات ESG يرتبط إيجابياً بالأداء المالي، خاصة في الشركات غير الصناعية، مع تأثير كبير لحجم الشركة والسيولة. دعم ذلك دراسة (Almubarak et al., 2023)، التي أكدت أن الإصلاحات في حوكمة الشركات السعودية عززت العلاقة الإيجابية بين الإفصاح المالي والاستدامة، بالإضافة إلى ذلك، أكدت دراسة (Wang & Li, 2024) أن المسؤولية البيئية تسهم في الاستدامة الاقتصادية، بينما أبرزت دراسة (Raza et al., 2024) أن الاستدامة البيئية والاجتماعية تعزز الربحية وتقليل المخاطر في القطاع المصرفي الإماراتي، وخلصت هذه الدراسات إلى أن الإفصاح عن ممارسات الاستدامة لا يعزز الأداء المالي فحسب، بل يخلق ميزة تنافسية للشركات من خلال تقوية علاقاتها مع أصحاب المصلحة وتحسين كفاءة العمليات وتقليل المخاطر. ومع ذلك، أكدت بعض الدراسات الحاجة إلى تعزيز جودة الإفصاح والشفافية لتحسين الفوائد المالية والاجتماعية المستدامة.

وأظهرت مجموعة من الدراسات الأكاديمية الأخرى أن الإفصاح عن ممارسات الاستدامة (ESG) قد لا يرتبط بشكل دال إحصائياً بتحسين الأداء المالي للشركات، وركزت هذه الأبحاث على فحص العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية البيئية والاجتماعية والحوكمة والأداء المالي باستخدام منهجيات تحليلية متنوعة، لكنها توصلت إلى نتائج تشير إلى غياب تأثير مباشر أو ذو دلالة إحصائية لهذه الممارسات على مؤشرات الأداء المالي مثل العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE).

أشارت دراسة (Keskin et al., 2020) إلى أن الشركات المستدامة المدرجة ضمن مؤشر بورصة إسطنبول تتمتع بثقة المستثمرين واستقرار أسهمها، إلا أن التأثير على الربحية لم يكن معنوياً. أظهرت الدراسة أن العوامل المالية مثل

حجم الشركة ونسب الرفع المالي تؤثر بشكل أكبر على الأداء المالي مقارنة بالاستثمارات في الاستدامة، ما يشير إلى أن الإفصاح عن الاستدامة قد لا يكون كافياً لتحسين الربحية، ومن جهة أخرى، توصلت دراسة (Rosvall, 2023) التي حللت العلاقة بين تصنيفات ESG والأداء المالي للشركات السويدية إلى نتائج محايدة، حيث لم تظهر دلالة إحصائية بين مؤشرات الأداء المالي مثل العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) ومستويات الإفصاح عن الاستدامة. كما أكدت أن الأداء الاستثماري للمحافظ التي تعتمد معايير الاستدامة لم يتفوق على أداء السوق، مما يسلط الضوء على محدودية تأثير الإفصاح على الأداء المالي الفعلي، وبالمثل، بحثت دراسة (Lehenchuk et al., 2023) تأثير جودة الإفصاح عن الاستدامة في الشركات التركية، ولم تجد أي علاقة ذات دلالة إحصائية بين جودة الإفصاح المالي ومؤشرات الأداء المالي. ركزت النتائج على الحاجة إلى تحسين جودة التقارير المالية المتعلقة بالاستدامة بدلاً من التركيز فقط على كمية الإفصاح، مما يعكس ضعف تأثير الإفصاح الحالي على الأداء المالي، وفي دراسة أخرى، أظهرت نتائج (Michelle Quinn, 2023) حول تحليل درجات ESG وتأثيرها على تقييم الأسهم باستخدام نسبة Tobin's Q أن العلاقة بين الإفصاح والأداء المالي كانت ضعيفة وغير دالة إحصائياً. بينما أظهرت بعض العوامل، مثل الحوكمة، تأثيراً إيجابياً محدوداً، لم يكن للأداء البيئي والاجتماعي تأثير واضح على تقييم الأسهم، ما يعكس نقص الاهتمام من المستثمرين بهذه العوامل عند اتخاذ قرارات الاستثمار، كما أظهرت دراسة (Firmansyah et al., 2023) أن الإفصاح البيئي والاجتماعي لم يكن له تأثير معنوي على العائد على حقوق الملكية (ROE)، بينما كان للإفصاح الحوكمي تأثير إيجابي محدود فقط. يعكس ذلك اختلاف تأثير مكونات الاستدامة وعدم قدرتها على تحسين الأداء المالي بشكل شامل.

وخلصت هذه الدراسات إلى أن تأثير الإفصاح عن الاستدامة يعتمد بشكل كبير على عوامل خارجية مثل حجم الشركة، مستوى التنظيم في الأسواق، وطبيعة القطاعات المدروسة، مما يجعل التأثير العام للإفصاح على الأداء المالي غير مؤكد أو محدود. وأوصت الأبحاث بضرورة تعزيز جودة الإفصاح وإجراء مزيد من الدراسات لتحديد العوامل التي قد تعزز العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي.

وتشير الدراسات السابقة إلى تباين النتائج حول تأثير الإفصاح عن ممارسات الاستدامة (ESG) على الأداء المالي للشركات، حيث أظهرت بعض الأبحاث وجود تأثير إيجابي، بينما وجدت دراسات أخرى غياب علاقة ذات دلالة إحصائية، ويعزى هذا التباين إلى اختلاف المناهج المستخدمة، كتحليل البيانات اللوحية (Panel Data) والانحدار المتعدد، وتفاوت السياقات الاقتصادية والتنظيمية بين الأسواق المتقدمة والناشئة. على سبيل المثال، أظهرت دراسة (Keskin et al., 2020) أن الإفصاح عن الاستدامة لم يكن مرتبطاً بتحسين الربحية في تركيا، بينما أكدت دراسة (Rosvall, 2023) في السويد أن العلاقة بين تصنيفات ESG والعوائد المالية كانت محايدة. كما أوضحت دراسة (Lehenchuk et al., 2023) أن جودة الإفصاح وليس كميته هي العامل الحاسم في تحسين الأداء المالي، في حين بينت دراسة (Firmansyah et al., 2023) أن الإفصاح البيئي والاجتماعي لم يظهر تأثيراً دالاً على العائد على حقوق الملكية (ROE)، مع تأثير محدود للإفصاح الحوكمي فقط. علاوة على ذلك، أشارت دراسة (Xu et al., 2022) إلى أن التأثير الإيجابي للإفصاح قد يكون رمزياً وقصير الأجل، دون تأثير جوهري على الأداء المالي طويل الأمد. وبناء على هذه النتائج، يرى الباحثان أن العلاقة بين الإفصاح والأداء المالي تعتمد على متغيرات وسيطة مثل حجم الشركة، مستوى الحوكمة، والقيود المالية، مما يتطلب دراسات مستقبلية تراعي هذه العوامل. كما يؤكدان ضرورة التركيز على تحسين جودة الإفصاح وتعزيز الشفافية لمواءمة ممارسات الاستدامة مع الأداء المالي، مع توصية بإجراء تحليلات قطاعية وتأطير التأثير طويل الأجل للإفصاح عن الاستدامة في البيئات الاقتصادية المختلفة.

7. الفجوة البحثية:

رغم أن الدراسات السابقة تناولت تأثير الإفصاح عن ممارسات الاستدامة (ESG) على الأداء المالي والقيمة السوقية للشركات في العديد من السياقات الدولية، إلا أن الدراسات المتعلقة بالشركات المدرجة في السوق المالية السعودية تظل قليلة نسبياً خاصة في ظل التحولات الاقتصادية السريعة التي تشهدها المملكة ضمن رؤية 2030، ويلاحظ أن العديد من الدراسات ركزت على الأسواق المتقدمة، مع إهمال نسبي للأسواق الناشئة مثل السوق السعودي مما يترك فجوة في فهم كيفية تأثير الإفصاح عن ممارسات الاستدامة على الشركات السعودية بالإضافة إلى ذلك فإن الدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن ممارسات الاستدامة وأداء الشركات في القطاعات المختلفة داخل السوق السعودي ما

زالت غير كافية مع وجود تفاوت في النتائج المتعلقة بتأثير الإفصاح عن ممارسات ESG على القيمة السوقية للشركات وفقا لحجمها وطبيعة القطاع مثل دراسة (Hussain et al., 2024) التي أشارت إلى أن الإفصاح عن ممارسات ESG له تأثير إيجابي ملحوظ على الأداء المالي، في حين أظهرت دراسة (الزامل، 2015) أن مستوى الإفصاح في الشركات السعودية ما زال منخفضا. بالإضافة إلى ذلك دراسة (Firmansyah et al., 2023) التي أظهرت أن الإفصاح البيئي والاجتماعي له تأثير سلبي على قيمة الشركة (Tobin's Q)، وهذا يبرز الحاجة إلى دراسة شاملة ومحدثة تركز على السوق السعودي، وتحلل العلاقة بين الإفصاح عن ممارسات الاستدامة وعوامل الأداء المالي للشركات بشكل مفصل، وتغطي الفروقات القطاعية وأثرها على القيمة السوقية.

8. فرضيات الدراسة:

بناء على الدراسات السابقة يمكن اشتقاق الفرضيات التالية

8.1 الفرضية الرئيسية:

يوجد أثر إيجابي للإفصاح عن الاستدامة (البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG)) على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية.

ويمكن للباحث اشتقاق الفرضيات الفرعية التالية:

8.2 الفرضيات الفرعية:

الفرضية الأولى: يوجد أثر إيجابي للإفصاح عن الاستدامة البيئية على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية.

الفرضية الثانية: يوجد أثر إيجابي للإفصاح عن الاستدامة الاجتماعية على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية.

الفرضية الثالثة: يوجد أثر إيجابي للإفصاح عن الحوكمة على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية

الفرضية الرابعة: يختلف أثر الإفصاح عن الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية حسب القطاعات المختلفة.

9. منهجية الدراسة

تعتمد هذه الدراسة على الجانب التطبيقي لمعرفة أثر الإفصاح عن الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) على القيمة السوقية للشركات السعودية المدرجة في البورصة خلال الفترة من 2019 إلى 2023، ولتحقيق أهداف الدراسة، تم استخدام التحليل الإحصائي الكمي بالاعتماد على أسلوب الانحدار الخطي المتعدد، وذلك لاختبار صحة الفرضيات والوصول إلى دلالات إحصائية، وتم الاعتماد على برنامج التحليل الاقتصادي القياسي (EViews 13) لتحليل البيانات وإجراء الاختبارات الإحصائية اللازمة، ويتميز البرنامج بإمكانياته الواسعة في تحليل البيانات الزمنية والمتقاطعة مما يساعد على التوصل إلى نتائج دقيقة حول تأثير الإفصاح عن ممارسات الاستدامة على القيمة السوقية للشركات.

9.1 مجتمع وعينة الدراسة

يعتمد اختبار فروض البحث على تحليل التقارير السنوية لعينة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية (تداول)، والتي تشمل شركات تمثل قطاعات متنوعة، ويتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية موزعة على قطاعات متعددة تشمل: قطاع الطاقة، المواد الأساسية، السلع الرأسمالية، الخدمات التجارية والمهنية، النقل، السلع طويلة الأجل، الخدمات الاستهلاكية، الإعلام والترفيه، تجزئة السلع الكمالية، إنتاج الأغذية، الرعاية الصحية، الأدوية، الاتصالات، المرافق العامة، وإدارة وتطوير العقارات، وتم استبعاد بعض القطاعات غير المرتبطة بالدراسة مباشرة مثل قطاع الخدمات المالية وقطاع الصناديق العقارية المتداولة، نظرا للطبيعة الخاصة لهذه القطاعات وخصوصيتها في تعاملها مع الحوكمة وإجراءاتها القانونية، وقد تم اعتماد عينة كمية تشمل 75 شركة تمثل عددا من القطاعات البارزة في السوق المالي، وموزعة على هذه القطاعات المختلفة، مع التركيز على القطاعات ذات الصلة بتحليل الإفصاح عن الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG)، ويوضح الجدول التالي قطاعات الصناعات المختلفة وعدد الشركات في كل قطاع ونسبة تمثيل القطاع داخل العينة والتي شملتها عينة الدراسة.

م	القطاع	عدد الشركات	عدد المشاهدات	النسبة المئوية
1	الطاقة	5	25	6.67%
2	المواد الأساسية	15	75	20.00%
3	السلع الرأسمالية	5	25	6.67%
4	الخدمات التجارية والمهنية	2	10	2.67%
5	النقل	2	10	2.67%
6	السلع طويلة الأجل	3	15	4.00%
7	الخدمات الاستهلاكية	4	20	5.33%
8	الإعلام والترفيه	2	10	2.67%
9	تجزئة وتوزيع السلع الكمالية	5	25	6.67%
10	تجزئة وتوزيع السلع الاستهلاكية	3	15	4.00%
11	إنتاج الأغذية	7	35	9.33%
12	الرعاية الصحية	2	10	2.67%
13	الأدوية	2	10	2.67%
14	التطبيقات وخدمات التقنية	2	10	2.67%
15	الاتصالات	4	20	5.33%
16	المرافق العامة	4	20	5.33%
17	إدارة وتطوير العقارات	8	40	10.67%
	اجمالي عدد الشركات (عينة الدراسة)	75	375	

جدول 1: توزيع مفردات العينة

اختيار مجتمع الدراسة:

اعتمد الباحث في اختيار مجتمع الدراسة على توافر البيانات المنشورة على مواقع التداول الخاصة بالسوق السعودي، وكذلك على تنوع القطاعات حيث تم الاعتماد على أخذ عينة تمثل العديد من القطاعات المختلفة في السوق السعودي، لضمان تمثيل معظم قطاعات المجتمع بشكل جيد.

9.2 مصادر الحصول على البيانات

تستند الدراسة إلى مجموعة من المصادر الموثوقة للحصول على البيانات اللازمة لتحليل تأثير الإفصاح عن الاستدامة (ESG) البيئية والاجتماعية والحوكمة على القيمة السوقية للشركات السعودية المدرجة في السوق المالية. فيما يلي أهم المصادر التي سيتم الاعتماد عليها:

- التقارير السنوية للشركات المدرجة: ويتم استخراج البيانات من التقارير السنوية المتاحة على المواقع الإلكترونية للشركات المدرجة.
- موقع السوق المالية السعودية (تداول): يوفر موقع تداول بيانات شاملة حول جميع الشركات المدرجة، بما في ذلك التقارير المالية، والإعلانات المرتبطة بممارسات الاستدامة والحوكمة.
- تقارير الاستدامة الخاصة بالشركات: تصدر بعض الشركات تقارير متخصصة حول ممارسات الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG)، وتتضمن هذه التقارير معلومات حول الأداء البيئي والاجتماعي، وسياسات الحوكمة التي تتبعها الشركات.
- قواعد بيانات مالية: أهمها موقع أرقام (Argaam) وموقع مباشر (Mubasher).

9.3 محددات الدراسة:

تتضمن محددات هذه الدراسة الجوانب التالية:

- مجتمع الدراسة: تركزت الدراسة على الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية لتحليل أثر ممارسات الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) على القيمة السوقية للشركات، وتم اختيار الشركات التي تتوفر بياناتها للفترة من 2019 إلى 2023.
- الفترة الزمنية: تم تحديد فترة الدراسة ما بين 2019 و2023 مما يعني أن النتائج قد تتأثر بظروف هذه الفترة، والتي قد تشمل تحديات اقتصادية مثل التقلبات الاقتصادية العالمية أو جائحة كوفيد-19.

- القطاعات المستهدفة: اقتصرت الدراسة على قطاعات محددة تمثل مختلف المجالات في السوق السعودي، وتم استثناء بعض القطاعات مثل القطاع المالي (البنوك وشركات التأمين) بسبب الاختلاف في السياسات المالية والمتطلبات التنظيمية، والتي قد تؤثر على نتائج الدراسة بشكل مختلف عن الشركات غير المالية.

9.4 قياس متغيرات الدراسة

تعتمد هذه الدراسة على قياس متغيرات تتعلق بالإفصاح عن ممارسات الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) للشركات السعودية المدرجة، وذلك كالتالي:

المتغير التابع

القيمة السوقية للشركة: تقاس باستخدام نسبة السعر إلى الربحية (P/E Ratio)، والتي تعتبر من أكثر المؤشرات المالية استخداماً لتقييم أداء الشركة في السوق، وهذه النسبة تمثل توقعات المستثمرين لأداء الشركة المستقبلي من خلال مقارنتها بين سعر السهم وربحية السهم الواحد، ويعتبر هذا المقياس مهماً لأنه يعكس مدى جاذبية الشركة للمستثمرين حيث تساعد النسبة المرتفعة على الإشارة إلى توقعات بنمو الشركة في المستقبل.

المتغيرات المستقلة:

1. الإفصاح عن الاستدامة البيئية:

مؤشر الإفصاح البيئي (Environmental Disclosure Index) يشمل 17 بنداً، مثل: انبعاثات غازات الاحتباس الحراري، إدارة النفايات، استخدام الموارد، مبادرات إعادة التدوير، ونشر تقارير الاستدامة البيئية.

2. الإفصاح عن الاستدامة الاجتماعية:

مؤشر الإفصاح الاجتماعي (Social Disclosure Index) يشمل 17 بنداً، مثل: تنوع القوى العاملة، حقوق الإنسان، التدريب المهني، التبرعات الخيرية، مشاركة المجتمع المحلي، ونشر التقارير الاجتماعية.

3. الإفصاح عن الحوكمة:

مؤشر الإفصاح عن الحوكمة (Governance Disclosure Index) يشمل 15 بنداً، مثل: هيكل مجلس الإدارة، استقلالية المجلس، سياسة المكافآت، إدارة المخاطر، مكافحة الفساد، الشفافية في الإفصاحات، ونشر دليل الحوكمة.

المتغيرات الرقابية:

- **القطاع:** يستخدم لتحديد القطاع الذي تنتمي إليه الشركة (صناعي، خدماتي، إلخ)، لتحديد الفروق القطاعية التي قد تؤثر على الإفصاح والأداء المالي.
- **حجم الشركة:** يقاس باستخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول حيث يمكن أن يؤثر حجم الشركة على قدرتها على الإفصاح.
- **السيولة:** تقاس باستخدام نسبة التداول (الأصول المتداولة مقسومة على الخصوم المتداولة)، للتعرف على قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل.

الدراسات السابقة	القياس	النوع	متغيرات الدراسة
Hussain et al., 2024؛ Alquhaif, 2024؛ Raza et al., 2024	يتضمن 17 مؤشر للإفصاح البيئي	متغير مستقل	الإفصاح عن الاستدامة البيئية
Shaban & Barakat, 2023؛ Naeem & Çankaya, 2022؛ Yang et al., 2024	يتضمن 15 مؤشر للإفصاح الاجتماعي	متغير مستقل	الإفصاح عن الاستدامة الاجتماعية
Abdelrahman et al., 2023؛ Serpeninova et al., 2024؛ Hussain et al., 2024	يتضمن 15 مؤشر للإفصاح الحوكمي	متغير مستقل	الإفصاح عن الحوكمة
Wei & Zhu, 2023؛ Raza et al., 2024؛ Hussain et al., 2024	نسبة السعر إلى الربحية (P/E Ratio)	متغير تابع	القيمة السوقية
Hussain et al., 2024؛ Al-Sahlawi et al., 2021؛ Naeem & Çankaya, 2022	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.	متغير رقابي	حجم الشركة
Yang et al., 2024؛ Raza et al., 2024؛ Shaban & Barakat, 2023	نسبة التداول: الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة.	متغير رقابي	السيولة
Hussain et al., 2024؛ المهنا والحصين، 2021؛ Al-Sahlawi et al., 2021	القطاع الذي تعمل فيه الشركة (صناعة، طاقة، خدمات، إلخ)	متغير رقابي	القطاع

جدول □ جدول متغيرات الدراسة وقياسها

الدراسات السابقة	البنود
Clarkson et al. (2008), Wegener & Schmidt (2020)	انبعاثات غازات الاحتباس الحراري
	انبعاثات الكربون
	استهلاك الطاقة
	مكافحة التلوث
	تغير المناخ
	إدارة المخاطر البيئية
	تلوث الهواء والماء
	إدارة النفايات
	استخدام الموارد الطبيعية واستدامتها
	إعادة التدوير
	منتجات صديقة للبيئة
	إدارة الضوضاء
	المبادرات الخضراء
	إضاءة صديقة للبيئة
	التدريب على ترشيد الاستهلاك
	نشر تقارير الاستدامة
	بيئة عمل ذكية
المجموع (17 بندا)	
Dhaliwal et al. (2011), Hummel & Schlick (2016)	ممارسات السلامة
	تنوع القوى العاملة
	حقوق الإنسان
	المسؤولية الاجتماعية للشركات
	الممارسات التجارية الأخلاقية
	معاملة الموظفين وظروف العمل
	دعم حملات التوعية
	توظيف ذوي الاحتياجات
	التدريب الداخلي
المساهمة في تنمية المواهب	

	التقليل من البطالة
	المنح الدراسية
	توظيف المرأة
	التبرعات للجمعيات الخيرية
	الرعاية الرياضية
	مزاي الموظفين
	نشر تقارير المسؤولية الاجتماعية
	المجموع (17 بنداً)
Beekes et al. (2015), Habbash & Alghamdi (2016)	حقوق المساهمين
	الرقابة الداخلية
	مكافحة الفساد
	الإفصاح والشفافية
	بنية هيكل الشركة
	المخاطر والامتثال
	حصول المساهمين على المعلومات
	الحفاظ على رأس المال
	ثقة المساهمين
	اجتماعات اللجان
	لجنة المراجعة
	المكافآت
	تطبيق الحوكمة بفعالية
	الاحتفاظ بالوثائق
	نشر دليل الحوكمة في الموقع الإلكتروني
المجموع (15 بنداً)	



رسم توضيحي □ لمتغيرات الدراسة

10. الاختبارات الإحصائية المستخدمة في الدراسة:

لتحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضياتها المتعلقة بتأثير الإفصاح عن ممارسات الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية، تم توظيف مجموعة من الاختبارات الإحصائية لضمان دقة التحليل وموثوقية النتائج. شمل ذلك تحليل الانحدار الخطي المتعدد، الذي يستخدم لقياس التأثيرات المشتركة لمتغيرات الاستدامة الثلاثة (البيئية، الاجتماعية، الحوكمة) على القيمة السوقية، مما يتيح تحديد قوة العلاقة والتأثير النسبي لكل متغير. كما تم استخدام اختبار الارتباط بيرسون لقياس درجة واتجاه العلاقة بين الإفصاح عن ممارسات الاستدامة والقيمة السوقية، سواء كانت إيجابية أو سلبية. بالإضافة إلى ذلك، اعتمدت الدراسة على اختبار المعنوية (t-test) لتقييم دلالة معاملات الانحدار، بهدف التأكد من أن تأثير كل متغير مستقل على القيمة السوقية ذو أهمية إحصائية. وأخيراً، تم استخدام اختبار "F" لفحص ملاءمة النموذج الإحصائي ككل، بهدف تقييم قدرة النموذج على تفسير التغيرات في القيمة السوقية بناء على المتغيرات المستقلة.

المتغيرات المستقلة

1. الاستدامة البيئية
2. الاستدامة المجتمعية

المتغيرات الرقابية

1. القطاع
2. حجم الشركة
3. السيولة

□□. الإحصاءات الوصفية

المتغير	عدد المشاهدات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أقل قيمة	أكبر قيمة
الإفصاح البيئي (ENVIRONMENT)	375	0.19	0.292	%0	%100
الإفصاح الاجتماعي (SOCIETY)	375	0.283	0.324	%0	%100
الحوكمة (GOVERNANCE)	375	0.428	0.376	%0	%100
القيمة السوقية (MARKET_VALUE)	375	45.95	61.506	0.34	815
حجم الشركة (COMPANY_SIZE)	375	19.371	2.756	12.9	25.44
نسبة السيولة (LIQUIDITY_RATIO)	375	1.977	2.319	0.11	27.65
القطاع (SECTOR)	375	8.267	5.551	1	17

جدول □ لجدول الإحصاءات الوصفية (من اعداد الباحث)

تفسير نتائج الإحصائيات الوصفية في الجدول رقم 3

- متغير الإفصاح البيئي (ENVIRONMENT) نجد أن أكبر قيمة جمالية بلغت 1 (أي %100)، وأقل قيمة كانت 0 (0%) بينما بلغ إجمالي متوسط الإفصاح البيئي على مستوى الشركات %19.00.
- الإفصاح الاجتماعي (SOCIETY) نجد أن أعلى قيمة جمالية كانت 1 (أي %100)، وأقل قيمة كانت 0 (0%) وقد بلغ إجمالي متوسط الإفصاح الاجتماعي للشركات %28.28.
- الإفصاح عن الحوكمة (GOVERNANCE) كانت أكبر قيمة جمالية للإفصاح عن الحوكمة 1 (أي %100)، وأقل قيمة بلغت 0 (0%) بينما بلغ إجمالي متوسط الإفصاح عن الحوكمة %42.83.
- القيمة السوقية (MARKET_VALUE) كانت أكبر قيمة جمالية للقيمة السوقية 815، وأقل قيمة كانت 0.34 بينما بلغ إجمالي متوسط القيمة السوقية للشركات 45.95.

- حجم الشركة (COMPANY_SIZE) أكبر قيمة لحجم الشركة بلغت 25.44، وأقل قيمة كانت 12.9 وبلغ إجمالي متوسط حجم الشركة 19.37.
- نسبة السيولة (LIQUIDITY_RATIO) أكبر قيمة لنسبة السيولة بلغت 27.65%، وأقل قيمة كانت 0.11% بينما بلغ إجمالي متوسط نسبة السيولة 1.98%.
- القطاع (SECTOR) أكبر قيمة للقطاع كانت 17 وأقل قيمة 1، وبلغ إجمالي متوسط القطاع 8.27 مما يشير إلى التوزيع بين عدد كبير من القطاعات المختلفة.

□□. تحليل الارتباط

القطاع	نسبة السيولة	حجم الشركة	القيمة السوقية	الحوكمة	الإفصاح الاجتماعي	الإفصاح البيئي	المتغير
						1	الإفصاح البيئي
					1	0.836**	الإفصاح الاجتماعي
				1	0.698**	0.572**	الإفصاح الحوكمي
			1	0.085	0.132**	0.06	القيمة السوقية
		1	0.151**	0.045	-0.112*	-0.112*	حجم الشركة
	1	0.072	-0.043	-0.045	-0.106	-0.077	نسبة السيولة
1	0.025	-0.16**	0.038	-0.038	0.096	0.016	القطاع

** تشير إلى معنوية معامل الارتباط عند مستوى معنوية □% * تشير إلى معنوية معامل الارتباط

عند مستوى معنوية □%

جدول □ مصفوفة الارتباط (من اعداد الباحث)

تحليل نتائج الارتباط

أظهرت نتائج تحليل الارتباط وجود علاقات إيجابية وقوية بين مكونات الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمي (ESG)، حيث كان الارتباط بين الإفصاح البيئي والاجتماعي مرتفعاً بقيمة 0.836 وذو دلالة إحصائية، مما يعكس أن الشركات التي تلتزم بممارسات بيئية تميل أيضاً إلى تعزيز الإفصاحات الاجتماعية. كذلك، أظهر الارتباط بين الإفصاح الحوكمي والاجتماعي قيمة إيجابية بلغت 0.698 وذات دلالة إحصائية، مما يشير إلى أن الشركات التي تركز على ممارسات

الحوكمة تميل إلى تحسين الإفصاحات الاجتماعية. تعكس هذه النتائج توجهها عاما لدى الشركات نحو الإفصاح المتكامل عن ممارسات الاستدامة في مختلف الجوانب، مما قد يعزز صورتها العامة أمام المستثمرين وأصحاب المصلحة، لكنه لا يترجم بالضرورة إلى تحسينات ملموسة في القيمة السوقية.

في المقابل أوضحت النتائج أن العلاقة بين القيمة السوقية للشركات ومتغيرات الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمي كانت ضعيفة أو غير دالة إحصائيا. فقد كان الارتباط بين الإفصاح البيئي والقيمة السوقية ضعيفا (0.060) وغير دال، مما يعني عدم وجود تأثير واضح لهذا النوع من الإفصاح على القيمة السوقية. أما الإفصاح الاجتماعي، فقد أظهر ارتباطا ضعيفا لكنه ذو دلالة إحصائية (0.132)، مشيرا إلى تأثير محدود قد لا يكون جوهريا، وبالنسبة للإفصاح الحوكمي، كان الارتباط أيضا ضعيفا وغير دال بقيمة (0.085)، مما يعكس عدم وجود علاقة قوية بين الحوكمة والقيمة السوقية. علاوة على ذلك، لم يظهر القطاع الذي تنتمي إليه الشركات أي تأثير دال إحصائيا على مستويات الإفصاح أو القيمة السوقية، مما يشير إلى أن تأثير القطاع قد يكون محدودا في تفسير الاختلافات في نتائج الإفصاح. تؤكد هذه النتائج أن الإفصاحات البيئية والاجتماعية والحوكمية تُظهر ارتباطات داخلية قوية فيما بينها، إلا أنها لا تُترجم إلى تحسينات جوهريّة في القيمة السوقية، مما يدعم نتائج الدراسات السابقة التي أشارت إلى ضعف أو عدم دلالة العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي.

13. اختبار الفروض

تم استخدام نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model) في هذا التحليل الإحصائي لتقييم تأثير الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمي على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية، حيث يتيح هذا النموذج التحكم في الفروق الفردية الثابتة بين الشركات التي لا تتغير بمرور الوقت كما أن استخدام هذا النموذج يعزز من موثوقية النتائج النهائية ويدعم مصداقية الاستنتاجات بشأن العلاقة بين الإفصاح البيئي والقيمة السوقية للشركات (Baltagi, 2005; Wooldridge, 2010).

أظهرت نتائج تحليل الفرضية الأولى أن الإفصاح عن الاستدامة البيئية لم يكن له تأثير ذو دلالة إحصائية على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية، رغم أن معامل الانحدار كان موجبا (7.39)، إلا أن قيمة P بلغت 0.6001، ما يشير إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5%. كما لم تُظهر المتغيرات الأخرى، مثل حجم الشركة ونسبة السيولة تأثيرات دالة إحصائية على القيمة السوقية، حيث بلغت قيم P لهما 0.1165 و0.6136 على التوالي. وبالرغم من أن معامل التحديد (R-squared) بلغ 78.7%، مما يعكس قدرة النموذج على تفسير نسبة كبيرة من التباين في القيمة السوقية، إلا أن النتائج لم تدعم الفرضية القائلة بأن الإفصاح البيئي يؤثر إيجابيا على القيمة السوقية. تتفق هذه النتائج مع بعض الدراسات السابقة، مثل (Firmansyah et al. (2023)، التي أظهرت تأثيرا إيجابيا للإفصاح البيئي على العائد على حقوق الملكية (ROE) ولكن ليس على القيمة السوقية، بينما أظهرت دراسات أخرى مثل (Hussain et al. (2024) و (Raza et al. (2024) تأثيرا إيجابيا في أسواق مختلفة، مما يشير إلى أن تأثير الإفصاح البيئي قد يختلف باختلاف السياقات الاقتصادية والمؤشرات المستخدمة لقياس الأداء المالي. لذلك، توصي الدراسة بمزيد من الأبحاث لتقييم تأثير الاستدامة البيئية في الأسواق الناشئة مع التركيز على تحسين جودة الإفصاح وتطوير الأطر التنظيمية لدعمه.

وأظهرت نتائج تحليل الفرضية الثانية عدم وجود أثر إيجابي ذي دلالة إحصائية للإفصاح عن الاستدامة الاجتماعية على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية. حيث كان معامل الانحدار سالبا بقيمة -0.540133، مع مستوى دلالة مرتفع (P-value = 0.9648)، ما يشير إلى ضعف العلاقة بين الإفصاح الاجتماعي والقيمة السوقية، وعدم كفاية الأدلة لدعم الفرضية عند مستوى دلالة 5%. كما لم تُظهر المتغيرات الأخرى، مثل حجم الشركة ونسبة السيولة تأثيرات معنوية، إذ بلغت مستويات الدلالة لها 0.1007 و0.6046 على التوالي. ورغم أن اختبار F أظهر معنوية النموذج ككل ($P < 0.0001$)، وكان معامل التحديد (R-squared) مرتفعا عند 78.7%، مما يعكس قدرة النموذج على تفسير جزء كبير من التباين في القيمة السوقية، إلا أن المتغيرات الفردية لم تُظهر تأثيرات دالة إحصائية، وتتوافق هذه النتائج مع دراسات سابقة مثل دراسة (Firmansyah et al. (2023)، التي أشارت إلى عدم وجود علاقة واضحة بين الإفصاح الاجتماعي والقيمة السوقية للشركات السعودية، مما يعكس طبيعة السوق

الناشئة والتفاوت في تطبيق ممارسات الاستدامة الاجتماعية بين القطاعات. كما أشارت بعض الدراسات، مثل (Hussain et al. (2024)، إلى أن تأثير الإفصاح الاجتماعي قد يكون أكثر وضوحاً في الأسواق المتقدمة التي تتمتع بأطر تنظيمية أقوى وشفافية أكبر. بناء على ذلك، يمكن تفسير النتائج الحالية بوجود تحديات في تطبيق ممارسات الاستدامة الاجتماعية في الأسواق الناشئة، مما يقلل من تأثيرها المباشر على القيمة السوقية، ويوضح الحاجة إلى تعزيز جودة الإفصاح الاجتماعي وتحسين الأطر التنظيمية لدعم العلاقة بين الاستدامة الاجتماعية والأداء المالي مستقبلاً.

وأظهرت نتائج الفرضية الثالثة عدم وجود أثر إيجابي ذي دلالة إحصائية للإفصاح عن الحوكمة على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية، حيث كان معامل الانحدار سالباً بقيمة -2.908123، مع مستوى دلالة مرتفع (P-value = 0.8322)، ما يشير إلى ضعف العلاقة بين الإفصاح الحوكمي والقيمة السوقية، وعدم كفاية الأدلة لدعم الفرضية عند مستوى دلالة 5%. كما لم تُظهر المتغيرات الأخرى، مثل حجم الشركة ونسبة السيولة تأثيرات دالة إحصائية، حيث بلغت مستويات الدلالة لها 0.0978 و0.6036 على التوالي. ورغم أن النموذج ككل كان ذو دلالة إحصائية عالية وفق اختبار (P < 0.0001) ومعامل التحديد (R-squared) بلغ 78.7%، مما يعكس قدرته على تفسير جزء كبير من التباين في القيمة السوقية، إلا أن النتائج الفردية للمتغيرات لم تدعم الفرضية. تتوافق هذه النتائج مع دراسات سابقة، مثل دراسة (Srour (2022)، التي أظهرت أن الإفصاح الحوكمي في الأسواق الناشئة قد لا يكون له تأثير كبير على الأداء المالي بسبب ضعف الأطر التنظيمية، وكذلك دراسة Firmansyah et al. (2023)، التي أشارت إلى أن الإفصاح الحوكمي في السعودية يتطلب تحسينات تنظيمية ليكون له تأثير واضح، مما يعزز التوجه نحو تطوير أطر الحوكمة لتعزيز جاذبية السوق وزيادة تأثير الإفصاحات الحوكمي على القيمة السوقية مستقبلاً.

وأظهرت نتائج الفرضية الرابعة أن تأثير الإفصاحات البيئية والاجتماعية والحوكمية (ESG) على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية يختلف بين القطاعات، إلا أنه لم يكن ذو دلالة إحصائية عند مستوى القطاعات بشكل عام. فقد أظهرت النتائج أن معاملات الإفصاح الاجتماعي والحوكمي والبيئي كانت غير دالة إحصائياً،

حيث بلغت قيم P لها 0.9198، 0.4867، و0.5252 على التوالي، ما يشير إلى عدم وجود تأثير قوي لهذه الإفصاحات على القيمة السوقية في جميع القطاعات. ومع ذلك، لوحظ أن بعض القطاعات، مثل الخدمات التجارية والإعلام والترفيه والأدوية والتقنية، أظهرت تأثيرات دالة إحصائية، مما يشير إلى أن تأثير الإفصاحات قد يكون أكثر وضوحاً في القطاعات التي تعتمد بشكل أكبر على السمعة والشفافية لجذب المستثمرين. وبلغ معامل التحديد (R^2) 38.5%، مما يعكس قدرة معتدلة للنموذج على تفسير التباين في القيمة السوقية. تتفق هذه النتائج مع دراسات سابقة مثل Hussain et al. (2024) و Raza et al. (2024)، التي أشارت إلى أن الإفصاح عن ESG قد يكون أكثر تأثيراً في بعض الأسواق والقطاعات المحددة مقارنة بالأسواق ككل. وبناءً عليه، توضح النتائج الحالية أن التأثير الإجمالي للإفصاحات البيئية والاجتماعية والحوكومية في السوق السعودي يظل محدوداً، مع وجود اختلافات قطاعية تستدعي مزيداً من البحث لفهم العوامل التي تعزز أو تعوق تأثير الاستدامة على الأداء المالي للشركات.

□□. الخلاصة

يهدف هذا البحث إلى استكشاف أثر الإفصاح عن العوامل البيئية والاجتماعية والحوكومية (ESG) على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودية خلال الفترة من 2019 إلى 2023، وتم استخدام نماذج الانحدار الخطي المتعدد وتحليل الارتباط لفحص التأثيرات المختلفة لممارسات الإفصاح على أداء الشركات من حيث القيمة السوقية مع أخذ متغيرات ضابطة مثل حجم الشركة والسيولة والقطاع في الاعتبار.

أظهرت النتائج أن الإفصاح عن العوامل البيئية والاجتماعية والحوكومية لم يظهر تأثيراً كبيراً ذو دلالة إحصائية على القيمة السوقية للشركات بشكل عام بالرغم من وجود بعض الدلائل على علاقة إيجابية محدودة بين الإفصاح الاجتماعي والقيمة السوقية كما أظهر الإفصاح عن الحوكمة والاستدامة البيئية تأثيراً غير واضح على الأداء المالي، وهو ما يتفق مع نتائج بعض الدراسات السابقة التي أظهرت اختلافات كبيرة بين الأسواق المتقدمة والناشئة، وأشارت النتائج أيضاً إلى وجود تفاوت في تأثير الإفصاح بين مختلف القطاعات حيث كانت بعض القطاعات مثل التكنولوجيا والخدمات الصحية أكثر تأثراً بالإفصاحات المتعلقة بالاستدامة مقارنة بقطاعات أخرى.

□□. التوصيات

- تعزيز الشفافية في الإفصاح عن ممارسات الاستدامة لزيادة جاذبية الشركة للمستثمرين وثقة أصحاب المصلحة.

- دمج ممارسات الاستدامة في الاستراتيجية العامة للشركات لتحسين الأداء المالي وتعزيز الاستدامة طويلة المدى.
 - تحسين جودة الإفصاح في القطاعات ذات الإفصاح الضعيف لزيادة القيمة السوقية وجاذبية الشركات للمستثمرين.
 - تطوير مؤشر موحد للإفصاح عن ممارسات الاستدامة لتقييم الشفافية بشكل شامل ودقيق.
 - إطلاق حوافز تنظيمية للشركات الملتزمة بممارسات الاستدامة لزيادة التزام الشركات بمعايير الاستدامة.
- . البحوث المستقبلية

تعكس هذه الدراسة الحاجة لمزيد من الأبحاث في هذا المجال لتوسيع الفهم حول تأثير الإفصاح عن ممارسات الاستدامة على الأداء المالي والقيمة السوقية للشركات، وخاصة في الأسواق الناشئة، وبناء على نتائج هذه الدراسة يمكن اقتراح الموضوعات التالية كبحوث مستقبلية:

1. تحليل أثر الإفصاح عن ممارسات ESG على الأداء المالي في مختلف الأسواق الناشئة: يمكن إجراء دراسات مقارنة بين الأسواق الناشئة المختلفة لفهم التحديات والفرص التي تواجه الشركات عند تطبيق سياسات الاستدامة.
2. دراسة تأثير جائحة كوفيد-19 على تبني ممارسات الاستدامة: تحليل كيف أثر الوباء على ممارسات الاستدامة للشركات في السوق السعودي ومدى انعكاس ذلك على الأداء المالي.
3. البحث في العلاقة بين جودة الإفصاح والأداء المالي: دراسة مدى تأثير جودة الإفصاح عن ممارسات الاستدامة على الأداء المالي والقيمة السوقية، والتركيز على كيفية تحسين جودة التقارير لتعزيز الثقة بين المستثمرين.
4. تحليل تأثير التغيرات التنظيمية المستقبلية على ممارسات الإفصاح: استكشاف كيف يمكن أن تؤثر التعديلات المستقبلية على الأطر التنظيمية مثل القوانين الجديدة الخاصة بالحوكمة أو الإفصاح عن الاستدامة على التزام الشركات وممارساتها المتعلقة بالاستدامة.

قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية

- الخولى، محمد (2020)، تأثير المحاسبة المستدامة على الأداء المالي لشركات النفط والغاز في مصر. مجلة المحاسبة والإدارة، 13(2)، 101-120.
- الزامل، فهد (2015)، وتحديد مستوى الإفصاح عن عناصر المسؤولية الاجتماعية في الشركات السعودية. المجلة السعودية للإدارة، 19(1)، 60-75.
- الغملاس، خالد (2023)، وتحليل تأثير الإفصاح عن ممارسات الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة على الأداء المالي للشركات السعودية المدرجة في السوق المالية. مجلة إدارة الأعمال، 25(2)، 112-138.
- المطارنة، عبد الله (2019). أثر الإفصاح عن مؤشرات الاستدامة في الأداء المالي لشركات التعدين والصناعات الاستخراجية الأردنية. المجلة الأردنية للإدارة، 11(4)، 233-255.
- المهنا، عبد العزيز، والحسين، ماجد (2024)، وتأثير الإفصاح عن ممارسات الاستدامة على الأداء المالي للشركات السعودية. المجلة السعودية للإدارة، 27(1)، 88-105.
- خليل، هاني (2017). العلاقة بين مستوى الإفصاح البيئي وقيمة الشركات المدرجة في البورصة المصرية. المجلة المصرية للتمويل والاستثمار، 8(3)، 45-67.
- رشا الجرد (2020). الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وتأثيره على الأداء المالي: دراسة على السوق السعودي. المجلة السعودية للتمويل، 15(4)، 211-225.
- شعبان، أحمد، وبراكات، محمد (2023)، تأثير تقارير الاستدامة على الأداء المالي للبنوك الأردنية. المجلة الأردنية للتمويل، 16(3)، 210-230.
- عبد الرحمن، نجلاء (2023). ممارسات الحوكمة وأثرها على القيمة السوقية للشركات: دراسة تطبيقية على الشركات السعودية. مجلة البحوث الإدارية، 14(3)، 78-95.

عبد الله، سعاد (2023). التحديات التي تواجه الشركات السعودية في تبني ممارسات الاستدامة: دراسة تحليلية. *المجلة السعودية للإدارة*، 19(1)، 54-73.

فرج، محمود (2017). دور الإفصاح عن ممارسات الاستدامة في تحسين الأداء المالي للشركات المدرجة في الأسواق الناشئة. *المجلة العربية للتمويل والاستثمار*، 12(1)، 89-105.

يونس، محمد (2021). أثر مستوى الإفصاح عن تقارير الاستدامة على الأداء المالي في السعودية. *المجلة السعودية للتمويل*، 20(3)، 55-70.

موقع أرقام. موقع أرقام للمعلومات المالية، وتم الوصول إليه من: www.argaam.com.

موقع مباشر. موقع مباشر لتحليل الأسواق المالية، وتم الوصول إليه من: www.mubasher.info.

ثانياً: المراجع باللغة الانجليزية

Ahmad, A., Naeem, M., & Çankaya, S. (2021). The impact of ESG practices on financial performance in FTSE350 UK firms. *Journal of Corporate Finance*.

Ahmed Abdelrahman, Y., Al-Salam, F., & Nabil, S. (2023). Impact of sustainability disclosure on financial performance in the Egyptian stock market. *Journal of Financial Studies*, 14(1), 90-110.

Alquhaif, Abdulsalam Saad. "Impact of executives, foreign experience on environmental, social and governmental (ESG) performance of Saudi market." *Amazonia Investiga* 13.79 (2024): 257-266.

Al-Sahlawi, A., Al-Mutlaq, M., & Al-Harbi, S. (2021). The impact of environmental sustainability disclosure on stock returns in Saudi-listed companies: The role of financial constraints. *Saudi Journal of Economics*, 17(4), 145-162.

Alshehhi, H., Nobanee, H., & Khare, N. (2023). Sustainability practices and financial performance: A literature review. *Business Ethics Journal*.

Erben Yavuz, E., & Ozkan, S. (2024). Corporate governance and sustainability disclosures in Turkish listed companies. *Journal of Corporate Social Responsibility*.

Firmansyah, M. A., Nugraha, A. T., & Nurlaela, S. (2023). The impact of ESG disclosure on financial performance: Evidence from Saudi Arabia's stock market. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 13(2), 123–145

Harahap, S. S., Salim, U., & Achmad, T. (2019). Impact of environmental, social, and governance disclosures on market performance of listed companies: A study on Indonesian firms. *Journal of Business Research*, 104, 233–245.

Harahap, S. S., Salim, U., & Achmad, T. (2019). Impact of environmental, social, and governance disclosures on market performance of listed companies: A study on Indonesian firms. *Journal of Business Research*, 104, 233–245.

Hussain, M. A., Alsayegh, M. F., & Boshnak, H. A. (2024). The Impact of Environmental, Social, and Governance Disclosure on the Performance of Saudi Arabian Companies: Evidence from the Top 100 Non-Financial Companies Listed on Tadawul. *Sustainability*, 16(17), 7660.

Jayeola, O. (2015). Corporate social responsibility and financial performance of SMEs in Nigeria. *African Journal of Business Management*.

- Kalia, S., & Aggarwal, R. (2023). ESG score impact on healthcare sector performance: A comparative analysis. *Journal of Health Management*, 45(3), 345–360.
- Keskin, T., Alkan, S., & Yildirim, H. (2020). Sustainability practices and financial performance in Istanbul Stock Exchange companies. *Turkish Journal of Business and Finance*.
- Lehenchuk, Y., Akca, M., & Ergenç, M. (2023). Sustainability reporting and financial performance in Turkish manufacturing companies. *Sustainability Accounting Journal*, 31(2).
- Maqlaoui, A., & Javed, M. (2018). The impact of corporate social responsibility (CSR) using zakat on financial performance in Saudi Arabia. *Saudi Economic Journal*, 21(2), 177–198.
- Naeem, M., & Çankaya, S. (2022). Impact of ESG performance on profitability in the global energy sector. *Energy Economics*, 102.
- Raza, A., Khan, Z., & Saeed, T. (2024). Sustainability impact on financial performance in the UAE banking sector. *Middle Eastern Finance Journal*, 32(3).
- Roffé, M., & González, J. (2024). The impact of sustainability practices on corporate financial performance: A systematic review. *Journal of Business Ethics*, 162.
- Rosvall, J. (2023). Impact of ESG factors on financial performance in the Swedish market. Master's Thesis, Lund University.

Samir, H., & Hussein, F. (2020). Board independence, sustainability disclosure, and financial performance in Iraqi banks. *Journal of Financial Regulation*, 5(2), 180–202.

Sayed, M., Al-Muqrin, A., & Hassan, R. (2021). The impact of social performance on financial performance in listed companies in Saudi Arabia. *Saudi Journal of Management*, 23(2), 89–103.

Serpeninova, E., et al. (2024). Impact of corporate sustainability practices on financial performance in Turkey. *Journal of Corporate Governance*.

Wei, B., & Zhu, Y. (2023). Environmental, Social, and Governance (ESG) practices and financial performance of European companies. *European Business Review*.

Whelan, T., Atz, U., & Clark, C. (2021). The relationship between sustainability practices and financial performance: A review of 1000 studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*.

Xu, Y., Zhang, L., & Wei, B. (2022). Impact of ESG governance practices on financial performance: A regression discontinuity approach. *International Review of Financial Analysis*, 78.

Yang, W., & Zhang, H. (2024). ESG and leverage levels in the manufacturing sector in China. *China Finance Review International*, 12(4).