

أثر الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم بالتطبيق على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية

د/عبدالناصر عبداللطيف
محمد نصير

مدرس بقسم المحاسبة
كلية التجارة-جامعة سوهاج

ملخص البحث

هدف الدراسة: تهدف هذه الدراسة إلى فحص تأثير الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي.

منهجية الدراسة: تكونت عينة الدراسة من (5) شركات مدرجة في المؤشر الرئيس لسوق الأوراق المالية السعودي، وذلك في الفترة من عام 2017م إلى 2019م. وبالتالي تمثل العينة (15) مشاهدة (شركة-سنة). وقد تم تجميع البيانات من التقارير المتكاملة، والقوائم المالية السنوية للشركات وتحليلها باستخدام أسلوب تحليل المدتوى. كما تم قياس الإفصاح عن التقرير المتكامل من خلال مقياس يأخذ في الاعتبار ما إذا كانت الشركة تتبع متطلبات إطار IIRC وتكشف عن جميع المعلومات المطلوبة. كما تم قياس سيولة الأسهم باستخدام أربعة مقاييس هي: مقياس نسبة ضعف السيولة (Illiquidity Ratio)، ومدى السعر النسبي (Relative Bid-Ask Spread)، ومعدل دوران الأسهم (Stock Turnover)، ومقياس العائد إلى نسبة دوران الأسهم (Return to Turnover Ratio). ولاختبار تأثير الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم تم استخدام أسلوب تحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى العادية.

نتائج الدراسة: تشير نتائج تحليل الارتباط إلى وجود ارتباط إيجابي ومعنوي بين الإفصاح عن التقرير المتكامل وسيولة الأسهم في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي. كما أظهرت نتائج تحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى العادية أن الإفصاح عن التقرير المتكامل له تأثير إيجابي ومعنوي على سيولة الأسهم، بما يشير إلى أن الإفصاح عن التقرير المتكامل يزيد من سيولة الأسهم. وتتوافق هذه النتيجة مع الفكرة القائلة بأن جودة الإفصاح المحاسبي تقلل من عدم تماثل المعلومات، وبالتالي تعزز سيولة الأسهم.

الأصالة/القيمة: تسهم الدراسة الحالية في أدبيات سيولة الأسهم من خلال تقديم دليل ميداني حول تأثير الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم في الأسواق الناشئة. كما تقدم هذه الدراسة رؤى للجهات المهتمة بتحسين ممارسات الإفصاح في الأسواق المالية.

الكلمات المفتاحية: التقرير المتكامل، سيولة الأسهم، عدم تماثل المعلومات، سوق الأوراق المالية السعودي.

The Impact of Integrated Report Disclosure on Stock liquidity: Evidence from Saudi Listed Companies

Abstract

Study Objective: This study aims to investigate the impact of Integrated Report Disclosure on Stock liquidity of Companies Listed in Saudi stock market.

Study methodology: The study sample consisted of (5) companies listed in the main index of the Saudi stock market, from 2017 to 2019. Thus the sample represents (15) observations (Firm-year). Data from integrated reports, annual financial statements were collected and analyzed using content analysis. The integrated report is measured using a measure that takes into account whether the company is following IIRC framework requirements and discloses all required information. The Stock liquidity was measured using four measures; illiquidity ratio, Bid-Ask Spread, Stock Turnover and Return to Turnover Ratio. To investigate the Impact of Integrated Report Disclosure on firm's Stock liquidity, ordinary least squares regression analysis was used.

Findings: The results of the correlation analysis indicate that the Integrated Report Disclosure is significantly and positively related to Stock liquidity of Companies Listed in Saudi stock market. The results of the regression analysis also showed that the Integrated Report Disclosure has a significant and positive impact on firm's Stock liquidity, which indicates that the Integrated Report Disclosure increases the firm's Stock liquidity. This finding is consistent with the notion that the accounting disclosure quality reduces information asymmetry, and thus enhances the firm's stock liquidity.

Originality/Value: The study contributes to the Stock liquidity literature by providing empirical evidence on the impact of Integrated Report Disclosure on firm's Stock liquidity in emerging markets. This study also provides insights for bodies interested in improving disclosure practices in the financial markets.

Key Words: Integrated report; Stock Liquidity; Information Asymmetry; Saudi Stock Market.

1- مقدمة

تسلط أدبيات المحاسبة والتمويل الضوء على أهمية السيولة في الأسواق المالية. حيث تعد سيولة الأسهم أمراً أساسياً لكفاءة الأسواق المالية (Kumar and Misra, 2015; Tuffley, 2021)، ولها أيضاً تأثير كبير على المستثمرين والشركات، فهي مفيدة للتحوط وإدارة المخاطر وتسعير الأصول (e.g., Sterenczak, 2021; Musneh et al., 2021)، ولها أيضاً تأثير إيجابي على قيمة الشركة (e.g., Batten and Vo, 2019; Zhang et al., 2021).

ومع حدوث الأزمة المالية العالمية في عام 2009/2008م، تعرضت سوق الأوراق المالية لحالة من انعدام السيولة وأثرت على قدرة المستثمرين على إعادة استثمار أموالهم. وبالتالي، زاد الاهتمام بقضية سيولة الأسهم على مستوى العالم، وجذبت محددات سيولة الأسهم المزيد من الاهتمام من جانب الأكاديميين والممارسين (e.g., Brennan et al., 2012; Ali et al., 2017; Ahmed and Ali, 2016)، في محاولة لتحديد العوامل المحتملة التي تؤثر في سيولة الأسهم.

وفي هذا السياق، أوضحت الدراسات السابقة (e.g., Lakhal, 2008; Ajina et al., 2019; Adra and Barbopoulos, 2015) أن أحد أهم العوامل المؤثرة في سيولة الأسهم هو زيادة مستوى عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين في الأسواق المالية، والذي أصبح أكثر وضوحاً بعد حدوث الفضائح المالية والمحاسبية في العديد من الشركات العالمية (e.g., Enron, Worldcom, Parmalat, Lehman Brothers)، وكذلك بعد الأزمة المالية العالمية. فقد كشفت هذه الأزمات عن أن التقارير المالية للشركات وتقارير الاستدامة، والتي يتم الإفصاح عنها مستقلة عن بعضها البعض، لا تمكن أصحاب المصالح من فهم أداء الشركة وقيمتها بشكل كامل (Zuniga et al., 2020:636; Sun et al., 2022:1). وبالتالي، يبحث أصحاب المصالح عن معلومات خاصة حول كيفية قيام الشركات بالربط بين استراتيجية أعمالها وأدائها المالي وغير المالي. لذلك، ومن أجل الكشف عن الصورة الكاملة للشركة، فمن الضروري أن تقدم تقارير الشركات منظوراً أوسع من المعلومات المالية التقليدية التي تركز على أشكال مختلفة من التقارير غير المالية (Fijalkowska and Sobczyk-Paterek, 2020 :143).

واستجابة لذلك، تم مؤخرا تطوير آلية حديثة للإفصاح يطلق عليها التقرير المتكامل (Integrated Report, IR) والذي تم اقتراحه من قبل اللجنة الدولية للتقرير المتكامل (1) (The International Integrated Reporting Committee, IIRC). وتعد هذه الممارسة الأحدث نسبيًا والتي تهدف إلى تحسين بيئة المعلومات، وتخفيض عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية.

2- مشكلة الدراسة

أدت الأهمية المتزايدة للتقرير المتكامل في الفترة الأخيرة إلى زيادة الاهتمام من جانب الأكاديميين بدراسة هذه الآلية المستحدثة من جوانب مختلفة. أحد الجوانب التي تناولها الباحثون فيما يتعلق بالتقرير المتكامل هي تأثيره على سوق الأوراق المالية، وعلى وجه الخصوص سيولة الأسهم (Aliyev, 2018; Zuniga et al., 2020). ومع ذلك، فإن الأدلة الميدانية حول هذا الموضوع نادرة، خاصة في الدول العربية. فلا يزال تقييم تأثير التقرير المتكامل على سيولة الأسهم أحد الموضوعات لم يتم بحثها بشكل كافٍ. وقد يرجع السبب في ذلك إلى أن هذه الممارسة ما زالت اختيارية ولم تطبق إلا بشكل محدود في بعض الدول العربية مثل: دولة الإمارات العربية المتحدة، والمملكة العربية السعودية. كما أن الدراسات التي تناولت تأثير الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم في البيئة العربية (حسين، 2020) أجريت على شركات لا تطبق التقرير المتكامل. وبالتالي، أخذت أدلة من التقارير السنوية التقليدية (المالية، والاستدامة) بدلا من التقرير المتكامل. أيضا، الدراسات التي تمت في البيئة الأجنبية (Aliyev, 2018; Zuniga et al., 2020)، كانت نتائجها متعارضة.

واستنادا إلى ما سبق، ومن أجل سد هذه الفجوة البحثية تتمثل مشكلة الدراسة في التساؤل الرئيس الآتي "هل يؤثر الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم في البيئات المالية الناشئة، وعلى وجه الخصوص سوق الأوراق المالية السعودية؟" وينبثق من هذا التساؤل الرئيس الأسئلة الفرعية الآتية:

- ما طبيعة التقرير المتكامل، وما موقف الشركات في المملكة العربية السعودية من الإفصاح عنه؟
- ما طبيعة سيولة الأسهم؟

1- بداية من عام 2013م تم تغيير الاسم من اللجنة الدولية للتقرير المتكامل إلى المجلس الدولي للتقرير المتكامل .The International Integrated Reporting Council (IIRC)

- هل يسهم الإفصاح عن التقرير المتكامل في تحسين بيئة المعلومات في سوق الأوراق المالية السعودية، وبالتالي زيادة سيولة الأسهم؟

3- أهداف الدراسة

تهدف الدراسة الحالية إلى دراسة مدى نفعية الإفصاح عن التقرير المتكامل في زيادة سيولة الأسهم في الشركات المدرجة ببورصة الأوراق المالية السعودية. ويتفرع من هذا الهدف الرئيس الأهداف الفرعية الآتية:

- تحديد ماهية التقرير المتكامل، والتعرف على موقف الشركات السعودية من تطبيقه.
- تحديد ماهية سيولة الأسهم.
- تقييم مدى نفعية الإفصاح عن التقرير المتكامل في تخفيض عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية، ومن ثم زيادة سيولة الأسهم.
- اختبار مدى تأثير الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم في سوق الأوراق المالية السعودية.

4- أهمية الدراسة

تكتسب هذه الدراسة أهميتها من خلال ما تسهم به في الجانب العلمي والجانب العملي، وذلك على النحو الآتي:

- 4-1 الأهمية العلمية: تسهم هذه الدراسة في أدبيات الإفصاح المحاسبي من خلال التعرف على الإطار النظري للإفصاح عن التقرير المتكامل كأحد أدوات الإفصاح السردية في سوق الأوراق المالية السعودية، بما يفيد في الكشف عن دوره في تخفيض عدم تماثل المعلومات كأحد المحددات الرئيسية المؤثرة على سيولة الأسهم، وهو ما لم يتم دراسته بالتفصيل في الأبحاث السابقة في الدول النامية. ومن ثم تعمل الدراسة الحالية على محاولة سد هذه الفجوة.
- 4-2 الأهمية العملية: تستمد الدراسة أهميتها العملية من كونها تقدم دليل ميداني حول تأثير الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم في بيئة الأعمال السعودية.

5- حدود الدراسة: تتمثل حدود هذه الدراسة في الآتي:

تقتصر الدراسة الحالية على الشركات غير المالية المدرجة بالمؤشر الرئيس لسوق الأوراق المالية السعودي والتي نشرت تقارير متكاملة اعتباراً من عام 2017-2019م. وبالتالي، يخرج عن نطاق هذه الدراسة الشركات المالية التي اصدرت تقارير متكاملة خلال فترة الدراسة.

6- خطة الدراسة: انطلاقاً من المشكلة البحثية وتحقيقاً لهدف الدراسة تم تقسيم الدراسة على النحو الآتي:

النحو الآتي:

6-1 التقرير المتكامل: الخلفية النظرية والدراسات السابقة.

6-2 سيولة الأسهم: الخلفية النظرية والدراسات السابقة.

6-3 أثر الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم: اشتقاق فرض الدراسة.

6-4 الدراسة التطبيقية.

6-5 خلاصة ونتائج الدراسة ومجالات البحوث المستقبلية.

6-1 التقرير المتكامل: الخلفية النظرية والدراسات السابقة

يتناول هذا الجزء من الدراسة الخلفية النظرية للتقرير المتكامل من خلال عرض تعريف التقرير المتكامل، وأسباب الحاجة إليه، وأهدافه، ومقوماته، والمنافع المتوقعة من تطبيقه، ومعوقات تطبيقه، وأخيراً يتم استعراض الدراسات السابقة ذات الصلة.

6-1-1 تعريف التقرير المتكامل

حازت التقارير المتكاملة منذ ظهورها لمجتمع الأعمال على اهتمام بالغ من جانب العديد من الجهات المهنية، والهيئات العلمية، والأكاديميين. لذلك، تعددت التعاريف التي تناولت التقرير المتكامل. فعلى سبيل المثال، عرفه المجلس الدولي للتقارير المتكاملة بأنه "تقرير لتوصيل معلومات موجزة حول كيفية مساهمة إستراتيجية الشركة، وحوكمتها، وأدائها، وآفاقها المستقبلية، في سياق بيئتها الخارجية، في إيجاد (خلق) قيمة على المدى القصير والمتوسط والطويل" (IIIRC, 2013:7). كما عرفه (علي، 2012: 328) بأنه "وسيلة لتوصيل معلومات مالية ونوعية (كمية ووصفية) عن الأداء المالي والاستدامي والحوكمي والاستراتيجي للشركة لخدمة أصحاب المصلحة من خلال تخفيض مخاطر المعلومات، ومن ثم مساعدتهم على اتخاذ القرارات. وعرفه (De Villiers et al., 2017:937) بأنه "تقرير يدمج المعلومات المالية للشركات والمعلومات غير المالية معا في تقرير واحد، ويوضح كيف توجد الشركات قيمة لأصحاب المصلحة.

كما عرفه (Qian et al., 2021:1031) بأنه "تقرير يقدم معلومات حول الأداء المالي للشركة ومعلومات حول أداء الاستدامة (البيئي والاجتماعي وحوكمة الشركات) بطريقة شاملة".

وعلى ضوء العرض السابق يتضح أن السمات الأساسية للتقرير المتكامل هي: التأكيد على المزج بين المعلومات المالية ومعلومات الاستدامة معا في تقرير واحد وعرضها بشكل موجز ومتكامل قدر الإمكان، لتسهيل قراءتها، وتعزيز فهم عمليات إنشاء القيمة في الشركة. كما أن التقرير المتكامل يتضمن أفكارا جديدة لإعداد التقارير والتي يمكن أن تغير مشهد تقارير الشركات. أيضا، التقرير المتكامل هو تقرير منفصل عن التقارير المالية وليس جزءا منها.

6-1-2 مبررات الحاجة للتقرير المتكامل

كشفت العولمة، والفضائح المحاسبية التي طالت العديد من الشركات العالمية في عام 2002م، والأزمة المالية العالمية التي حدثت في عام 2008م، وتعدد الأنشطة الاقتصادية للشركات عن العديد من أوجه القصور في التقارير المالية التي تقدمها الشركات لأصحاب المصالح، فعلى الرغم من أن الشركات تقوم بإعداد تقارير مالية وغير مالية (القوائم المالية، وتقرير حوكمة الشركات، وتقرير تحليلات ومناقشات الإدارة، والتقرير البيئي، وتقرير المسؤولية الاجتماعية للشركات)، إلا أنه لا يوجد ترابط بين المعلومات المقدمة في هذه التقارير، وهو ما يؤدي إلى تداخل المعلومات أو عدم الاتساق بين التقارير (Tiron-Tudor et al., 2020:1). وقد أوضح (Bakker et al., 2020:77)، أن هذا الفصل المصطنع بين التقارير إنما يرجع في الأساس إلى أن المعلومات نادرا ما يتم تقديمها في سياق الإستراتيجية التنظيمية ونموذج عمل الشركة.

كما أوضح (Agustia et al., 2020:47) أن نموذج الإفصاح الحالي (التقارير المالية للشركة وتقرير الاستدامة) لا يوفر المعلومات الملائمة في الوقت المناسب. كما أن هذه التقارير طويلة ومعقدة وتوفر كمية زائدة من المعلومات (Zhou et al., 2017:95). وهو ما يجعل من الصعب على المستثمرين وأصحاب المصالح الآخرين استخراج المعلومات التي يحتاجونها.

علاوة على ذلك، فإن الانتقال من الاقتصاد القائم على التصنيع إلى الاقتصاد القائم على المعرفة، قد أدى إلى زيادة أهمية الأصول المعرفية في عمليات إنشاء قيمة للشركة بشكل كبير (Salvi et al., 2020:1)، ومع ذلك فإن التقارير المالية الحالية لا توفر معلومات كافية حول الأصول المعرفية والتي أصبحت تشكل نسبة كبيرة من القيمة السوقية للشركات (Wahl et al., 2020: 2542).

وللتغلب على هذه الانتقادات، ولتلبية مطالب المستثمرين وأصحاب المصالح الآخرين للحصول على معلومات واضحة وملائمة فيما يتعلق بإنشاء القيمة وإدارة المخاطر والعوامل الخارجية التي تؤثر على أداء الشركات، اقترحت اللجنة الدولية للتقرير المتكامل (IIRC)، في عام 2010م استخدام تقرير واحد موجز ومتماسك يعزز الترابط بين الأداء الاقتصادي للشركات والتأثيرات المختلفة المرتبطة به، أطلق عليه مصطلح "التقرير المتكامل (IR)". وقد اكتسبت هذه المبادرة اهتماما بالغا من جانب العديد من الهيئات المهنية، والتنظيمية، والهيئات العلمية، والأكاديميين خاصة بعد قيام المجلس الدولي للتقرير المتكامل (IIRC) بنشر إطار إعداد وعرض التقرير المتكامل في عام 2013م. ومن المتوقع أن يكون التقرير المتكامل بديلا لنموذج التقارير الحالي (Amirrudin et al., 2021:67).

وعلى ضوء ما سبق يتضح أن السبب الرئيس وراء ظهور التقرير المتكامل هو الحاجة لتحسين جودة التقارير المالية وزيادة الشفافية، من خلال تقديم الشركات معلومات حول نتائجها المالية وأداء الاستدامة في تقرير واحد متماسك وموجز يشرح جميع جوانب أنشطة الشركة وآفاقها المستقبلية.

6-1-3 أهداف التقرير المتكامل

أوضح إطار IIRC الأهداف التالية للتقرير المتكامل (IIRC, 2013, p. 2):

- تحسين جودة المعلومات المتاحة لمقدمي رأس المال المالي لتمكينهم من تحقيق تخصيص أكثر كفاءة وإنتاجية لرأس المال، وتعزيز ثقة المستثمرين وأصحاب المصلحة في الأسواق المالية.
 - إيجاد طريقة أكثر تماسكا وفعالية لإعداد تقارير الشركات، والإفصاح عن العوامل التي تؤثر بشكل جوهري على قدرة الشركة على إيجاد القيمة بمرور الوقت.
 - تعزيز المساءلة والرقابة على قاعدة عريضة من رؤوس الأموال (المالي، والصناعي، والفكري، والبشري، والاجتماعي والعلاقات، والطبيعي) وتعزيز فهم علاقات الارتباط بينهم.
 - دعم التفكير المتكامل واتخاذ القرارات والإجراءات التي تركز على إيجاد القيمة على المدى القصير والمتوسط والطويل.
 - تعزيز إفصاحات الشركات لتحسين الكفاءة في اتخاذ القرارات الإدارية والاستثمارية.
- وعلى ضوء العرض السابق لأهداف التقرير المتكامل يتضح أن التقرير المتكامل له هدف مزدوج يتمثل في تحسين جودة المعلومات المتاحة للأطراف الخارجية، وأيضا تحسين عملية صنع

القرار الداخلي. كما أن توسيع مسئولية الإدارة لتشمل جميع رؤوس الأموال المرتبطة بأنشطتها تعني أن التقرير المتكامل يهدف إلى توفير معلومات مالية (رأس المال المالي والصناعي)؛ ومعلومات عن الأداء الاجتماعي (رأس المال البشري والاجتماعي والعلاقات)؛ ومعلومات عن الأصول المعرفية (رأس المال الفكري)؛ ومعلومات عن الأداء البيئي (رأس المال الطبيعي)، وبالتالي سوف يسهم وجود هذه المعلومات في تقرير واحد في زيادة جودة المعلومات المفصح عنها، ويسهل فحص مدى التزام الشركة تجاه تحقيق الاستدامة.

6-1-4 مقومات التقرير المتكامل

يعتمد التقرير المتكامل على مجموعة من المقومات والموضحة في إطار IIRC، والمتمثلة في المبادئ التوجيهية، وعناصر المحتوى، ونموذج رؤوس الأموال، والتفكير المتكامل ولتوضيح هذه المقومات سيتم تناولها دون اسهاب على النحو الآتي:

6-1-4-1 المبادئ التوجيهية Guiding Principles

من أجل ضمان جودة التقرير المتكامل ولتحقيق الشفافية وإمكانية المقارنة بين التقارير المتكاملة المنشورة بواسطة الشركات، تضمن إطار IIRC سبعة مبادئ توجيهية توضح كيفية الإفصاح عن محتوى التقرير المتكامل. وتشمل هذه المبادئ التوجيهية (IIRC, 2013:16-23):

- (1) التركيز الاستراتيجي والتوجه المستقبلي؛ أي يجب أن يقدم التقرير نظرة ثاقبة حول استراتيجية الشركة، وقدرتها على إيجاد القيمة على المدى القصير والمتوسط والطويل. و(2) أن يكون هناك ترابط بين معلومات التقرير. و(3) يجب أن يوفر نظرة ثاقبة لطبيعة علاقة الشركة مع أصحاب المصلحة. و(4) الأهمية النسبية؛ أي يجب أن يكشف التقرير المتكامل عن معلومات حول الأمور التي تؤثر بشكل جوهري على قدرة الشركات على إيجاد قيمة على المدى القصير والمتوسط والطويل. و(5) يجب أن يكون التقرير موجز. و(6) الموثوقية والاكتمال؛ أي يتم تضمين التقارير المتكاملة جميع الأمور الجوهرية، سواء كانت إيجابية أو سلبية وبدون أخطاء جوهرية. و(7) الاتساق والقابلية للمقارنة.

ويتضح من خلال عرض المبادئ التي تحكم إعداد التقرير المتكامل أن هذه المبادئ تمثل الخصائص النوعية التي يجب أن تتصف بها المعلومات الموجودة في التقرير المتكامل. كما يتضح أن بعض هذه المبادئ (التركيز الإستراتيجي والتوجه مستقبلي، علاقة الشركة مع أصحاب المصلحة) يمكن أن تسهم في تحقيق الاستدامة للشركات على المدى الطويل. كما تضمن هذه المبادئ تقديم إفصاحات متكاملة ومتوازنة.

6-1-4-2 عناصر المحتوى Content Elements

يتضمن إطار IIRC ثمانية عناصر مرتبطة ببعضها البعض، والتي تحدد محتوى التقرير المتكامل، وهي (IIRC, 2013:24-29): (1) توفير نظرة عامة على الشركة والبيئة الخارجية؛ ويشرح هذا العنصر كيف تؤثر البيئة الخارجية على الشركة. (2) الحوكمة؛ يوضح هذا العنصر ما إذا كانت الشركة تنفذ ممارسات الحوكمة التي تتجاوز المتطلبات القانونية. (3) نموذج العمل؛ يوفر هذا العنصر نظرة ثاقبة حول كيفية إنشاء الشركة للقيمة بمرور الوقت من خلال تحويل المدخلات إلى مخرجات. (4) المخاطر والفرص؛ يشرح هذا العنصر المخاطر والفرص الرئيسية التي تتعلق بتأثير الشركة على استمرار وتوفر رؤوس الأموال بمرور الوقت. (5) الاستراتيجية وتخصيص الموارد؛ يشرح هذا العنصر إلى أين تريد الشركة أن تذهب وكيف تنوي الوصول إلى هناك؟ (6) الأداء؛ يشرح هذا العنصر مدى تحقيق الشركة أهدافها الإستراتيجية للفترة وما هي النتائج؟ (7) الآفاق؛ يوضح هذا العنصر ما هي التحديات التي من المحتمل أن تواجهها الشركة في متابعة استراتيجيتها، وما هي الآثار المحتملة على نموذج أعمالها وأدائها المستقبلي؟. (8) أسس الإعداد والعرض؛ ويوضح كيف تحدد الشركة الأمور التي يجب تضمينها في التقرير المتكامل وكيف يتم تقييم هذه الأمور كمياً؟

وعلى ضوء العرض السابق يتضح أن عناصر المحتوى تهدف بشكل أساسي إلى توضيح المحتوى الذي يجب أن يقدمه التقرير المتكامل لأصحاب المصالح.

6-1-4-3 نموذج رؤوس الأموال Capitals Model

يعد مفهوم رؤوس الأموال أحد المقومات الأساسية للتقرير المتكامل، حيث يوفر نظرة ثاقبة حول الموارد والعلاقات التي تستخدمها الشركة وتؤثر فيها لإيجاد القيمة. ووفقاً لإطار IIRC يعرف مصطلح رأس المال على أنه "أي مخزن للقيمة والذي يمكن أن تستخدمه الشركة لإنتاج السلع والخدمات". وقد حدد الإطار ستة أنواع من رأس المال وهي: رأس المال المالي، والصناعي، والفكري، والاجتماعي والعلاقات، والبشري، والطبيعي. وتعد رؤوس الأموال في نهاية المطاف المدخلات لنموذج أعمال الشركة والتي ينظر إليها على أنها ركائز إيجاد القيمة (IIRC, 2013:8). ومن أجل إيجاد قيمة حقيقية، يجب على إدارة الشركة تعظيم جميع رؤوس الأموال. فإذا تم التأكيد على رأس مال واحد، على حساب رأس مال آخر، فمن غير المرجح أن يؤدي ذلك إلى تعظيم القيمة على المدى الطويل (Herbert and Graham, 2021:45).

وعلى ضوء العرض السابق يتضح أن رؤوس الأموال الستة تعد الأساس لتفسير أداء الشركة من منظور شامل، حيث يسهم عرض رؤوس الأموال الستة في إعطاء المستخدمين صورة كاملة عن قدرة الشركة على إيجاد القيمة بمعناها الواسع على المدى القصير والمتوسط والطويل.

6-1-4-4 التفكير المتكامل Integrated Thinking

يعد التفكير المتكامل جوهر التقرير المتكامل. فالتقارير المتكاملة الناجحة لن تتحقق دون تبني ثقافة التفكير المتكامل، حيث يجبر التفكير المتكامل القائمين على الحوكمة على النظر في الترابط بين جميع جوانب البيئة الداخلية والخارجية (Ngcobo, 2020:26). وقد عرف (IIRC, 2013:2) التفكير المتكامل بأنه "الأخذ في الاعتبار العلاقات بين الوحدات التشغيلية والوظيفية المختلفة للشركة، ورؤوس الأموال التي تستخدمها أو تؤثر فيها (IIRC, 2013:2).

ويرى (Herbert and Graham, 2021: 45)، أن التفكير المتكامل يدور بشكل أساسي حول كيف تعترف الشركة وتدير الفئات الستة لرؤوس الأموال لإيجاد القيمة، بدلا من التركيز على الاستدامة الاجتماعية والبيئية فقط، بما يشير إلى أن التفكير المتكامل يمكن الشركة من مراعاة احتياجات ومصالح أصحاب المصلحة الرئيسيين بشكل كامل، والذي من المرجح أن يؤدي إلى زيادة أكبر في القيمة على المدى الطويل لجميع أصحاب المصلحة. ويرى (Agarwal, 2021:97) أن التفكير المتكامل هو ما يميز التقرير المتكامل عن التقارير التقليدية.

وعلى ضوء العرض السابق يتضح أن التفكير المتكامل هو ما يعكس الترابط بين الإستراتيجية والحوكمة والعمليات والأداء المالي وغير المالي للتعبير بشكل دقيق عن رؤوس الأموال الستة، ويساعد الشركات على تنفيذ استراتيجية مستدامة لإيجاد القيمة.

6-1-5 المنافع المترتبة على تطبيق التقرير المتكامل

على الرغم من أن تطبيق التقرير المتكامل مازال اختياريا في مختلف دول العالم باستثناء دولة جنوب أفريقيا، فإن الدراسات السابقة قدمت أدلة نظرية وميدانية تؤكد أن هذا التقرير له العديد من الآثار الإيجابية على المستثمرين، والشركات، والأسواق المالية. فالنسبة للمستثمرين، يشير (Tlili et al., 2019:642) إلى أن ربط كل من المعلومات المالية وغير المالية بطريقة متكاملة يؤدي إلى فهم أفضل لأداء الشركة من جانب أصحاب المصالح. وبالتالي، يحسن من تقييمهم لأداء الشركة. وتماشيا مع هذه النتيجة، قدمت بعض الدراسات السابقة (e.g., Cortesi and Vena, 2019; Veltri and Silvestri, 2020; Amirrudin et al., 2021) أدلة ميدانية على أن التقرير

المتكامل يحسن من شفافية المعلومات المقدمة لأصحاب المصالح، ويخفض مستوى عدم تماثل المعلومات (e.g., Van den Akker, 2017; Sriani and Agustia, 2020).

أما على مستوى الشركات، فقد أوضح (Feng et al., 2017:334) أن التفكير المتكامل يعمل على إيجاد نوعا من الترابط بين الوظائف والوحدات التنظيمية المختلفة، مما يجعل تدفق المعلومات أكثر سلاسة أو أكثر كفاءة، ويحسن الاتصال الداخلي، ويعزز نظام الرقابة الداخلية (Esch, 2021; Hosoda, 2021; Chiucci et al., 2018). وتماشيا مع هذه النتيجة، قدمت دراسة (Esch et al., 2019) دليلا ميدانيا يؤكد أن التقرير المتكامل يحسن من عملية اتخاذ القرارات الداخلية. كما قدمت بعض الدراسات (e.g., Barth et al., 2017; Nurkumalasari et al., 2019) أدلة ميدانية تؤكد أن التقرير المتكامل يزيد من قيمة الشركة. أيضا، قدمت بعض الدراسات (e.g., Ngcobo and Sibanda, 2021; Falatifah and Hermawan, 2021) أدلة ميدانية على أن مستوى الإفصاح عن التقارير المتكاملة له تأثير جوهري في خفض تكلفة التمويل من خلال حقوق الملكية. ويخفض تكلفة التمويل بالديون (Muttakin et al., 2020).

أما على مستوى الأسواق المالية، فقد قدمت بعض الدراسات السابقة (e.g., Zhou, 2014; Barth et al., 2017; Zuniga et al., 2020) أدلة ميدانية تؤكد أن زيادة مستوى الشفافية الناتج عن استخدام التقرير المتكامل قد أسهم في زيادة كفاءة الأسواق المالية.

وعلى ضوء ماسبق يتضح أن إعداد التقرير المتكامل لا يخدم فقط الأغراض الخارجية، لكن أيضا يخدم صناع القرار الداخليين، حيث يساعدهم في اتخاذ القرارات والإجراءات التي تركز على إيجاد القيمة على المدى القصير والمتوسط والطويل.

6-1-6 التحديات التي تواجه تطبيق التقرير المتكامل

على الرغم من المنافع العديدة التي يحققها تطبيق التقرير المتكامل، فإن بعض الدراسات السابقة تشير إلى أن هناك بعض القيود التي قد تحد من فعالية التقرير المتكامل. فعلى سبيل المثال أوضحت دراسة (McNally et al., 2017) أن مشاركة أصحاب المصلحة محدودة في إعداد التقرير المتكامل. كما أن معدّي التقرير المتكامل غير مقتنعين بأن التقارير المتكاملة يتم أخذها على محمل الجد من قبل المستثمرين، مما يحد من الترابط بين أداء الاستدامة والتقارير المتكاملة. كما وجدت دراسة (Balasingam et al., 2019) أن من أهم التحديات التي تواجه التقرير المتكامل هي: تكلفة اعتماد وتنفيذ التقرير المتكامل، ويليها نقص المعرفة حول هذه الممارسة، وتوافر

المعلومات. كما أوضحت دراسة (Oza, 2019) أن عدم وجود إلزام للشركات بتطبيق التقرير المتكامل سيجعل من الصعب الحفاظ على الاتساق والقابلية للمقارنة مع الشركات الأخرى.

6-1-7 الدراسات السابقة ذات الصلة

في الآونة الأخيرة، أدت الأهمية المتزايدة للتقرير المتكامل إلى زيادة الاهتمام من جانب الأكاديميين بهذه الأداة المستحدثة. بعض الدراسات استهدفت مراجعة الأدبيات حول التقرير المتكامل، وقدمت مناقشة مفصلة لتاريخه، والمنافع المحتملة المرتبطة به (e.g., De Villiers et al., 2017; Kannenberg and Schreck, 2019).

كما تناول اتجاه آخر من الدراسات محددات الإفصاح عن التقرير المتكامل (عبدالعال، 2017؛ مسعود، 2020؛ Falatifah and Hermawan, 2020; Vitolla et al., 2020; Mawardani and Harymawan, 2021).

وركز اتجاه آخر من الدراسات على قضية ضمان أو تأكيد المعلومات الواردة في التقارير المتكاملة لتعزيز موثوقية هذه التقارير (علي، 2012؛ محمد، 2020).

واستهدف تيار آخر من الدراسات تقييم ممارسات إعداد التقارير المتكاملة وجودة الإفصاح (e.g., Pistoni et al., 2018; Amirrudin et al., 2021; Qian et al., 2021). وتشير النتائج إلى أن التقرير المتكامل يسهم في تحسين إفصاح الشركات.

كما اتجه عدد من الدراسات السابقة إلى استكشاف الفوائد التي تعود على الشركات والأسواق المالية نتيجة الإفصاح عن التقرير المتكامل. على سبيل المثال: اختبرت بعض الدراسات (البسيوني، 2018-؛ Bernardi and Stark, 2018; Ngcobo and Sibanda, 2021; Vitolla et al., 2020) أثر التقارير المتكاملة على تكلفة رأس المال ودقة تنبؤات المحللين الماليين. وتظهر النتائج وجود علاقة سلبية بين التقارير المتكاملة وتكلفة رأس المال، وأخطاء المحللين الماليين. كما فحصت دراسة (Muttakin et al., 2020) تأثير التقرير المتكامل على تكلفة التمويل بالدين، وكشفت النتائج أن الشركات التي تقدم تقرير متكامل تتخفف فيها تكلفة الديون. دراسات أخرى (e.g., Suttipun, 2017; Ebimobowei and Uche, 2021) درست تأثير التقرير المتكامل على الأداء المالي للشركة. وكشفت النتائج أن التقرير المتكامل يؤثر بشكل إيجابي ومعنوي على الأداء المالي للشركات. وفحصت دراستا (حسين، 2020-؛ Zuniga et al.,

(2020) تأثير الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم، وكشفت النتائج عن وجود تأثير إيجابي للإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم. كما اختبرت دراسة (نصير، 2017) العلاقة بين الإفصاح عن التقرير المتكامل وجودة حوكمة الشركات. وخلصت الدراسة إلى أن ممارسات التقرير المتكامل تسهم في تحسين جودة حوكمة الشركات.

وعلى ضوء العرض السابق للدراسات التي تناولت ممارسات التقرير المتكامل يتضح الآتي:

- هناك اهتمام متزايد في أدبيات المحاسبة بدراسة التأثيرات المحتملة للإفصاح عن التقرير المتكامل على المستثمرين، والشركات، والأسواق المالية.
- تؤسس الدراسات السابقة لعلاقة إيجابية محتملة بين ممارسات التقرير المتكامل وكفاءة سوق الأوراق المالية.
- هناك فجوة كبيرة في الأدبيات، لاسيما في البيئة العربية، تتمثل في عدم وجود دراسة ميدانية تحقق في تأثير الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة السوق في سياق الأسواق الناشئة والتي تفصح عن التقرير المتكامل.

6-1-8 ممارسات التقرير المتكامل في المملكة العربية السعودية

في الفترة الأخيرة، بدأ سوق المال السعودي مرحلة جديدة بدخول المستثمر الأجنبي المؤسسي، فقد أصبح السوق السعودي أكثر انفتاحاً على الأسواق الأجنبية. هذه التحولات سبقها العديد من التعديلات في التشريعات المنظمة لعمل سوق المال السعودي مثل: التحول نحو إلزام الشركات السعودية باستخدام معايير التقرير المالي الدولي (IFRS) في عام 2015م، وإلزام الشركات بعرض تقاريرها بلغة (XBRL) بداية من عام 2016م.

أيضاً، واستكمالاً لهذه الجهود الرامية لجذب المستثمر الأجنبي اتخذت بعض الشركات السعودية خطوات جادة نحو تحسين جودة تقاريرها المنشورة، وتبنت طواعية ممارسات التقرير المتكامل للإفصاح عن أدائها، على الرغم من أن الشركات في المملكة العربية السعودية غير ملزمة قانوناً حتى الآن بإعداد التقرير المتكامل⁽²⁾.

2 - تعد شركة المراعي أول شركة غير مالية سعودية تقوم بإعداد تقرير متكامل وذلك في عام 2014م. أما في القطاع المالي، فيعد البنك السعودي للاستثمار أول مؤسسة مالية في الشرق الأوسط تصدر تقرير متكامل وذلك في عام 2018م.

وفي عام 2018م، تعاونت "تداول السعودية" مع الشركات المدرجة، وواضعي المعايير، والجهات التي توفر التصنيفات والمؤشرات، والمستثمرين، والأسواق المالية الأخرى لتحفيز الإفصاح عن التقرير المتكامل في السوق المالي السعودي. وفي إطار التزامها ومسئوليتها بدعم هذه الممارسات في المملكة العربية السعودية والمنطقة، تواصل "تداول السعودية" رفع الوعي وتشجيع الشركات المدرجة على الإفصاح عن التقرير المتكامل (تداول السعودية، 2021: 14).

وعلى ضوء ما سبق يتضح أن ممارسات التقرير المتكامل في البيئة السعودية قد لاقت بعض الاهتمام من جانب الشركات والهيئات التنظيمية، الأمر الذي يمهد الطريق لامكانية دراسة تأثير ممارسات التقرير المتكامل على بيئة الإفصاح وكفاءة سوق الأوراق المالية.

6-2 سيولة الأسهم: الخلفية النظرية والدراسات السابقة

يتناول هذا الجزء من الدراسة الخلفية النظرية لمفهوم سيولة الأسهم، من خلال عرض تعريف سيولة الأسهم، وخصائصها، وأهميتها، والمقاييس المستخدمة في قياسها، وأخيراً يتم استعراض الدراسات السابقة ذات الصلة، كما هو موضح على النحو الآتي:

6-2-1 تعريف سيولة الأسهم

تشير الدراسات السابقة (e.g., Amihud et al., 2005:2; Naik and Reddy, 2021:1) إلى أن مفهوم سيولة الأسهم (سيولة السوق) هو مفهوم معقد، ومتعدد الأبعاد. وعلى ذلك تم تعريف سيولة الأسهم بطرق متعددة في الدراسات السابقة اعتماداً على الأبعاد التي تناولتها في تعريف السيولة. فعلى سبيل المثال، ركز بعض الباحثين على بعد سرعة التداول. ومن هذا المنظور عرفت دراستا (Amihud et al., 2005:2; Ahmed and Ali, 2017: 44)، سيولة الأسهم بأنها "سهولة أو سرعة تحويل الأسهم إلى نقدية أو العكس". فريق آخر من الباحثين ركز على بعد التكلفة. ومن هذا المنظور عرف (Panayides et al., 2013:6)، السيولة على أنها "تكلفة تداول أصل معين بالنسبة لقيمه العادلة". كما ركزت دراسات أخرى على بعدي كمية التداول، وسرعة التداول. ومن هذا المنظور عرف (Naik and Reddy, 2021:1) السيولة بأنها "وجود المشترين والبائعين الراغبين والقادرين على تبادل كمية معينة من الأوراق المالية بالسعر المحدد دون أي تأخير زمني". ومن منظور شامل أوضح (Le and Gregoriou, 2020:1170; Naik and Reddy, 2021:4) أن سيولة الأسهم تشير إلى "القدرة على تداول كميات كبيرة من الأسهم دون أي تأخير وبتكلفة منخفضة مع تأثير ضئيل على سعر الأسهم". ومن هذا التعريف يمكن رؤية أربعة

أبعاد لسيولة الأسهم وهي: كمية التداول (كمية الأوراق المالية التي يمكن تداولها بتكلفة معينة)، وسرعة التداول (مدى سرعة تداول الورقة المالية بتكلفة معينة بكمية معينة)، و تكاليف التداول (جميع النفقات المرتبطة بتداول كمية معينة من الورقة المالية)، والتأثير على السعر (مدى سهولة تداول ورقة مالية بكمية معينة مع أدنى تأثير على السعر).

وعلى ضوء ما سبق يمكن القول إن مفهوم سيولة الأسهم يشير إلى وجود بائعين ومشتريين لديهم القدر نفسه من المعلومات حول القيمة الأساسية للأسهم، وبالتالي يكون لديهم القدرة على بيع أو شراء الأسهم في أي وقت ودون تردد، بما يعكس في نهاية المطاف في تحقيق التوازن بين العرض والطلب على الأسهم وتحقيق الاستقرار في سعرها.

6-2-2 خصائص سيولة الأسهم

أوضحت الدراسات السابقة (فودة، 2017: 264-265؛ Naik et al., 2020:5؛ Bedowska-Sojka, 2021:37) أن الأسهم السائلة تتسم بعدد من الخصائص أو السمات هي:

6-2-2-1 قصر وقت التداول (الفورية) Immediacy: يشير إلى سرعة تعامل المستثمرين على الأسهم، والذي يعتمد على استعداد كلا الطرفين في المعاملة لتنفيذ الكمية المحددة من الورقة المالية بالسعر المعروف دون أي تأخير.

6-2-2-2 الضيق Tightness: يشير إلى القدرة على شراء وبيع الأسهم بالسعر نفسه تقريباً، أو بمعنى آخر انخفاض تكاليف التداول. وبالتالي، انخفاض المدى بين سعر البيع وسعر الشراء.

6-2-2-3 العمق Depth: يشير إلى توفر كمية كبيرة إلى حد ما من أوامر البيع والشراء في السوق بحيث تحافظ على التوازن في سعر الأوراق المالية.

6-2-2-4 المرونة/الاستجابة Resiliency: تعني السرعة التي تعود بها أسعار الأسهم إلى المستويات الطبيعية بعد صدمة معاكسة، ومن ثم سرعة معالجة أي اختلالات بين الطلب والعرض من خلال إحداث تغيير طفيف في أسعارها، بما قد يقلل من تردد المتعاملين في بيعها أو شراؤها، وذلك لضعف أملهم في بيعها (شراؤها) بسعر مرتفع (منخفض) في تاريخ لاحق.

6-2-2-5: الاتساع Width/ Breadth: يشير إلى وجود أوامر بيع وشراء متعددة وبكميات كبيرة على حد سواء، ويتم تداول هذه الأوامر بسلاسة وبالشكل الذي يضمن استقرار أسعارها. وتعد خاصية الاتساع أشمل من خاصية العمق حيث تتطلب خاصية الاتساع إلى جانب استمرار أوامر البيع والشراء على الأوراق المالية، وجود تلك الأوامر بكميات كبيرة ويتم تداولها بالأسعار السائدة.

وعلى ضوء ما سبق يتضح أن مفهوم سيولة الأسهم متعدد الأوجه وله العديد من السمات، وأن درجة السيولة تتحدد على ضوء توافر هذه السمات في الأسهم المتداولة.

6-2-3 الأهمية الاقتصادية لسيولة الأسهم

تعد سيولة الأسهم ذات أهمية كبيرة لكل من المستثمرين، والشركات، والأسواق المالية، والمنظمين، وللاقتصاد ككل. فالنسبة للمستثمرين تعد سيولة الأسهم عاملاً مهماً يجب مراعاته عند اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية (De Carvalho et al., 2021:177). حيث أظهرت نتائج العديد من الدراسات السابقة (e.g., Ernawati and Herlambang, 2020; Naik and Reddy, 2021; AbdelAziz, 2021)، أن سيولة الأسهم تعد عاملاً مهماً في تسعير الأصول. فكلما انخفضت سيولة الأصل، كلما ارتفعت تكلفة تداوله. وبالتالي، يفضل المستثمرون الأسهم السائلة لاستثمار أموالهم.

أما على مستوى الشركات فتشير نتائج الدراسات السابقة (e.g., Dang et al., 2019; Marks and Shang, 2021)، إلى أن الشركات التي تتسم أسهمها بسيولة أعلى؛ تتخفف فيها تكلفة حقوق الملكية. كما وجدت دراستا (Shuraki, 2021; Zhang et al., 2021) أن سيولة الأسهم تزيد من قيمة الشركة. علاوة على ذلك، وجدت دراستا (Brogaard et al., 2017; Nadarajah et al., 2021) أن سيولة الأسهم تخفف من مخاطر التخلف عن سداد الديون. كما تقلل من الاعتماد على الديون قصيرة الأجل (Shahzad et al., 2022).

أيضا السيولة لها تأثيرات واسعة النطاق على الكفاءة الوظيفية لسوق الأوراق المالية، فهي تمثل شريان الحياة للأسواق المالية (Uhunmwangho and Igbinosa, 2022:95). كما أنها تعد من أهم مؤشرات كفاءة سوق الأوراق المالية. فكلما زادت سيولة الأسواق المالية، كلما أصبحت الأسواق أكثر جاذبية للمستثمرين (Utami et al., 2020:795). على الجانب الآخر، فإن انخفاض السيولة في السوق يعيق اكتشاف أسعار الأسهم (Bataneh et al., 2017; Sterenczak,

(2021). والذي يؤدي بدوره إلى تقلب أسعار الأسهم وحدث حالة من عدم الاستقرار وزيادة مستوى المخاطر في السوق (Tuffley, 2021:1).

كما وجدت دراسة (Bischof and Daske, 2013) دليلا على أن سيولة سوق الأوراق المالية تعد هدفا أساسيا يسعى إليه المنظمون من خلال تصميم اللوائح المنظمة للإفصاح.

أيضا، تعد السيولة معيارا مهما في التنبؤ بحالة الاقتصاد المستقبلية. فقد وجدت دراسة (Smimou, 2014) أن سيولة سوق الأوراق المالية الكندية كانت لها دورا مهما في التنبؤ بالنمو الاقتصادي المستقبلي. كما قدمت دراسة (Apergis et al., 2015) دليلا ميدانيا على أهمية السيولة في شرح حالة الاقتصاد في المملكة المتحدة وألمانيا.

وعلى ضوء ما سبق يتضح أهمية سيولة الأسهم في الأسواق المالية للمستثمرين، والشركات، والجهات المنظمة للإفصاح، وللاقتصاد ككل، فهي تعد بمثابة مؤشر على انخفاض عدم تماثل المعلومات وانخفاض ممارسات إدارة الأرباح بما يعكس كفاءة سوق الأوراق المالية. وبالتالي، يجب أن تسعى الشركات جاهدة لتعزيز سيولة الأسهم، والحد من الأسباب والظروف التي تضعف سيولة الأسهم.

6-2-4 مقاييس سيولة الأسهم

نظرا لأن مفهوم السيولة مفهوم معقد، ومتعدد الأبعاد، فقد أشارت الدراسات السابقة (e.g., Amihud, 2002:33; Benic and Franic, 2008:478) إلى أنه لا يوجد مقياس واحد يمكنه أن يعكس جميع أبعاد السيولة. وفي هذا السياق، قدمت الدراسات السابقة مجموعة واسعة من المقاييس لتقدير السيولة في سوق الأوراق المالية، كل مقياس يقيس واحدا أو أكثر من أبعاد سيولة الأسهم. وتتمثل أهم مقاييس السيولة التي قدمتها الدراسات السابقة في الآتي:

6-2-4-1 مقياس نسبة ضعف السيولة Illiquidity Ratio-ILLIQ

قدمت دراسة (Amihud, 2002) مقياس نسبة ضعف السيولة (illiquidity ratio) - والمعروف في الأدبيات باسم نسبة العائد إلى قيمة التداول - لقياس سيولة الأسهم. ويعرف مقياس نسبة ضعف السيولة بأنه "نسبة استجابة السعر لعملية تداول بقيمة دولار واحد". وقد أوضح Amihud, 2002 أن نسبة ضعف سيولة الأسهم تحسب من خلال قسمة متوسط القيمة المطلقة للعوائد اليومية للأسهم على قيمة التداول في ذلك اليوم، وذلك كما هو موضح بالمعادلة الآتية (رقم 1):

$$ILLIQ_{iy} = \frac{1}{D_{iy}} \sum_{d=1}^{D_{iy}} \frac{|R_{iyd}|}{VOLD_{iyd}}, \dots \dots \dots (1)$$

حيث تمثل ($ILLIQ_{iy}$) نسبة ضعف السيولة للشركة (i) في العام (y)، وتمثل (D_{iy}) عدد أيام التداول لسهم الشركة (i) في العام (y)، وتمثل ($|R_{iyd}|$) القيمة المطلقة لعائد سهم الشركة (i) في اليوم (d) من العام (y)، و ($VOLD_{iyd}$) هي قيمة التداول لسهم الشركة (i) في اليوم (d) من العام (y). كما يتم ضرب المقياس في (10^6)؛ أي مليون حتى تسهل قراءة النتائج (Mbanyele and Wang, 2022:1419).

ويعكس مقياس نسبة ضعف السيولة بعد عمق السوق (تأثير عمليات التداول على السعر). ونظرا لأن نسبة ضعف السيولة هي معكوس السيولة، فإن زيادة قيمة هذا المقياس تعني أن السعر يتقلب بشكل كبير استجابة لحجم التداول، وبالتالي، يعتبر السهم غير سائل، والعكس صحيح (Kumar and Misra, 2015: 36).

وعلى الرغم من أن مقياس (Amihud, 2002) يعد المقياس الأكثر استخداما في الدراسات السابقة لقياس السيولة، حيث يمكن حسابه بسهولة باستخدام البيانات اليومية الخاصة بالعوائد وقيمة التداول (Al-Jaifi, 2017:495)، فقد أوضحت دراستنا (Florackis et al., 2013:6) أن هناك بعض القيود على استخدام هذا المقياس. أولا، إنه ينطوي على تحيز في الحجم نظرا لوجود علاقة إيجابية قوية بين حجم التداول والقيمة السوقية للأسهم. ثانيا، على الرغم من أن هذا المقياس يحاول الاستدلال على تكلفة المعاملات بطريقة بديهية إلى حد ما، إلا أنه يفترض ضمنا أن تكرار التداول متماثل عبر الأسهم، وبالتالي لا ينبغي أن يؤثر على علاوة السيولة. كما أضاف (Schwartz et al., 2020:9) أن هذا المقياس لا يفرق بين تغيرات الأسعار الناتجة عن صدمة السيولة وتغيرات الأسعار الناتجة عن وصول معلومات جديدة للسوق.

6-2-4-2: مدى السعر النسبي RBAS-Relative Bid-Ask Spread

يشير مدى السعر إلى الفرق بين السعر الذي يقدمه المشترون والسعر الذي يطلبه البائعون مقابل ورقة مالية معينة (Khatali, 2020:79). ويرتبط مدى السعر بمستوى عدم تماثل المعلومات بين المشاركين في السوق. فكلما زاد مستوى عدم تماثل المعلومات، كلما زاد مدى السعر، والذي يؤدي بدوره إلى تخفيض حجم عمليات التداول من جانب المستثمرين غير المطلعين لتجنب

الخسائر المحتملة نتيجة التعامل مع المستثمرين المطلعين (Tuffley, 2021:3). وعلى ذلك، يعد مدى السعر مقياساً مناسباً لقياس سيولة الأسهم. ويحسب مدى السعر النسبي كما هو موضح بالمعادلة الآتية (رقم 2) (Naik et al., 2020:5):

$$RBAS = \frac{AP_{it} - BP_{it}}{(AP_{it} + BP_{it})/2} \dots \dots \dots (2)$$

حيث تشير (RBAS) إلى مدى السعر النسبي، وتشير (AP_{it}) و (BP_{it}) إلى سعر العرض وسعر الطلب عند الإغلاق على التوالي للسهم (i) في الفترة (t). ونظراً لأن هذا المقياس يعد مقياساً عكسياً للسيولة، فإن القيمة الكبيرة لهذا المقياس تشير إلى ارتفاع تكاليف التداول وبالتالي انخفاض السيولة، والعكس صحيح. وعادة ما يتم استخدام هذا المقياس للكشف عن بعد الضيق.

وعلى الرغم من أن العديد من الدراسات (Lee and Chung, 2018; Lee and Ryu, 2019) قد استخدمت مدى السعر لقياس سيولة الأوراق المالية، إلا أنه يعاني من قصور رئيس وهو أنه لا يأخذ في الحسبان حجم التداول (Schwartz et al., 2020:9).

3-4-2-6: معدل دوران الأسهم ST – Stock Turnover

يوضح مقياس معدل دوران الأسهم عدد مرات تداول السهم. وتتبع أهمية هذا المقياس من حقيقة أن الأسواق الأكثر نشاطاً تميل إلى أن تكون أكثر سيولة (Salawu and Olayinka, 2016:210). ويحسب هذا المقياس عن طريق قسمة كمية الأسهم المتداولة على إجمالي كمية الأسهم المصدرة لكل شركة، وذلك كما هو موضح بالمعادلة الآتية (رقم 3) (Ye et al., 2021: 3242):

$$ST_{i,y} = \frac{VOL_{i,y}}{N_{i,y}} \dots \dots \dots (3)$$

حيث تشير ($ST_{i,y}$) إلى معدل دوران السهم للشركة (i) في العام (y)، و ($VOL_{i,y}$) إجمالي عدد الأسهم المتداولة للشركة (i) في العام (y)، و ($N_{i,y}$) عدد الأسهم العادية المصدرة للشركة (i) في العام (y). ووفقاً لهذا المقياس، كلما زاد معدل دوران الأسهم، كلما دل ذلك على زيادة السيولة، والعكس صحيح. وعادة ما يتم استخدام معدل دوران الأسهم للكشف عن بعد العمق.

6-2-4-4: حجم التداول Trade Volume-Q

نظرا لأن حجم تداول الأسهم يتأثر بقدرة المتعاملين في السوق على بيع وشراء الأسهم في أي وقت وبتكلفة قليلة، فإنه يمكن حساب سيولة الأسهم من خلال استخدام كمية الأسهم التي يتم تداولها في فترة زمنية معينة. ويحسب حجم التداول كما هو موضح بالمعادلة الآتية (رقم 4) (Wyss,2004:9-10):

$$Q_t = \sum_{i=1}^{N_t} q_i \dots \dots \dots (4)$$

حيث تشير (Q_t) إلى حجم التداول خلال فترة معينة، و (N_t) عدد عمليات التداول بين الفترة (t) و $(t-1)$ ، وتشير (q_i) إلى عدد الأسهم في عملية تداول (i) . ووفقا لهذا المقياس كلما زاد حجم التداول، فهذا يعني ارتفاع السيولة والعكس صحيح. وعادة ما يتم استخدام حجم التداول للكشف عن بعد عمق السوق.

6-2-4-5: العائد إلى نسبة دوران الأسهم RtoTR-Return to Turnover Ratio

في محاولة لمعالجة أوجه القصور في مقياس نسبة ضعف السيولة (ILLIQ)، قدمت دراسة (Florackis et al., 2011) مقياسا آخر للسيولة يظهر بعد التأثير على السعر، وهو مقياس العائد إلى نسبة دوران الأسهم، والذي يتم حسابه من خلال قسمة متوسط العائد المطلق للسهم على معدل دورانه، وذلك كما هو موضح بالمعادلة الآتية (رقم 5):

$$RtoTR_{it} = \frac{1}{D_{it}} \sum_{d=1}^{D_{it}} \frac{|R_{idit}|}{TR_{idit}}, \dots \dots \dots (5)$$

حيث تمثل $(RtoTR_{it})$ العائد إلى نسبة الدوران للسهم (i) خلال الشهر (t) ، وتمثل $(|R_{idit}|)$ القيمة المطلقة لعائد السهم (i) في اليوم (d) في الشهر (t) . وتمثل (TR_{idit}) نسبة الدوران والمحسوبة على أنها نسبة الأسهم المتداولة إلى الأسهم المصدرة للسهم (i) في اليوم (d) ، وتمثل (D_{it}) عدد الأيام التي تتوافر فيها البيانات للشركة (i) في الشهر (t) . ويعكس مقياس العائد إلى نسبة دوران الأسهم تأثير تدفق عمليات التداول على السعر.

وبالمقارنة مع مقياس (Amihud, 2002)، يتم استبدال قيمة التداول في المقام بنسبة دوران الأسهم. كما يقدم مقياس العائد إلى نسبة دوران الأسهم تفسيراً يوضح مقدار استجابة سعر السهم للتغير بنسبة واحد بالمائة في معدل الدوران. وبالتالي هذا المقياس يتجنب التحيز في الحجم ويقوم بتكرار عمليات التداول (Le and Gregoriou, 2022:756).

6-4-2-6: نسبة السيولة Liquidity Ratio-LR

يعرف هذا المقياس أيضاً باسم مقياس Amivest لسيولة الأسهم. ويعتمد مقياس (LR) على فكرة أن زيادة سيولة الأسهم يمكن أن تمتص قدراً كبيراً من حجم التداول دون تغيير كبير في السعر (Prommin et al., 2014:135). ويحسب هذا المقياس عن طريق قسمة متوسط كمية التداول اليومي على القيمة المطلقة لعوائد الأسهم، وذلك كما هو موضح بالمعادلة الآتية (رقم 6) (Ahmed and Ali, 2017:154):

$$LR = \frac{1}{D_{i,y}} \sum_{d=1}^{D_{i,y}} \frac{VOL_{idy}}{|R_{idy}|}, \dots \dots \dots (6)$$

حيث تمثل (LR) نسبة السيولة، وتمثل ($D_{i,y}$)، عدد أيام التداول التي تشهد عوائد غير صفرية للسهم (i) في العام (y)، وتمثل ($VOL_{i,t}$) كمية التداول اليومي لسهم الشركة (i) في اليوم (d) من العام (y)، تمثل ($|R_{i,dy}|$) القيمة المطلقة للعائد اليومي لسهم الشركة (i) في اليوم (d) من العام (y). وعادة ما يتم استخدام هذا المقياس للكشف عن بعد المرونة.

وعلى الرغم من أن مقياس (LR)، ومقياس (ILLIQ) تم بناؤهما بطريقة متماثلة، إلا أنهما يختلفان في عدة جوانب هي: أولاً، يعد مقياس (LR) على النقيض من مقياس (ILLIQ)، حيث يعد (LR) مقياساً مباشراً للسيولة، أما (ILLIQ) فهو مقياس عكسي للسيولة. ثانياً، يستخدم مقياس (LR) حجم الأسهم، بينما يستخدم (ILLIQ) قيمة التداول. ثالثاً، القيد على مقياس (LR) هو أنه لا يتضمن الأيام التي لا يوجد فيها تداول. على الجانب الآخر، فإن مقياس (ILLIQ) رغم أنه يتجنب هذا القيد، فإنه لا يتضمن معلومات عن الأيام التي ليس بها عوائد للأسهم (Kumar and Misra, 2015: 37).

6-2-4-7 ضعف السيولة المعدل AdjILLIQ- Adjusted ILLiquidity

اقترحت دراسة (Kang and Zhang, 2014) مقياس ضعف السيولة المعدل، (AdjILLIQ)، والذي يتضمن كلا من نسبة ضعف السيولة الأصلية، والأيام التي ليس بها تداول. ويعرف هذا المقياس، بأنه التحويل اللوغاريتمي لنسبة ضعف السيولة الأصلية مضروباً في حاصل جمع الواحد الصحيح ونسبة أيام عدم التداول في الشهر المحدد، وذلك كما هو موضح بالمعادلة الآتية (رقم 7):

$$AdjILLIQ_{i,m} = \left[\ln \left(\frac{1}{N_{i,m}} \sum_{t=1}^{N_{i,m}} \frac{|R_{i,t}|}{VOL_{i,t}} \right) \right] \times (1 + ZeroVol_{im}), \dots \dots \dots (7)$$

حيث تمثل ($AdjILLIQ_{im}$) مقياس ضعف السيولة المعدل، وتمثل ($N_{i,m}$) عدد الأيام التي لا يوجد فيها حركة تداول على السهم (i) في الشهر (m)، وتمثل ($|R_{i,t}|$) القيمة المطلقة لعائد السهم (i) في اليوم (t)، وتمثل ($VOL_{i,t}$)، قيمة تداول السهم (i) في اليوم (t)، و ($ZeroVol_{im}$) هي النسبة المئوية للأيام التي ليس بها تداول خلال الشهر (m). وعادة ما يتم استخدام هذا المقياس للكشف عن بعد التأثير على السعر.

وكما هو الحال بالنسبة لمقياس (Amihud, 2002)، فإن مقياس (AdjILLIQ) هو في الواقع مقياس عكسي للسيولة، أي أن القيمة الأكبر لهذا المقياس تعني سيولة أقل والعكس صحيح.

وعلى ضوء ما سبق يتضح الآتي:

- اعتمدت بعض مقاييس السيولة على استخدام بعدا واحدا مثل: كمية التداول، وتكلفة التداول (مثل: مقياس مدى السعر النسبي، ومقياس حجم التداول)، بينما اعتمدت مقاييس أخرى على استخدام عدة أبعاد مثل: كمية التداول، وعوائد الأسهم، نسبة الدوران (مثل: مقياس معدل دوران الأسهم، مقياس العائد إلى نسبة دوران الأسهم، مقياس نسبة السيولة، ومقياس ضعف السيولة، ومقياس ضعف السيولة المعدل).
- يرتبط مقياس مدى السعر ببعد الضيق، وترتبط المقاييس التي تركز على حجم التداول على بعد العمق والاتساع.
- مقاييس السيولة على كثرتها، لم يتم التوصل إلى توافق في الآراء بشأن أيها هو الأنسب لقياس سيولة السوق، وذلك لأن مفهوم السيولة متعدد الأبعاد.

6-2-5 الدراسات السابقة

تناولت الدراسات السابقة مجموعة متنوعة من القضايا المتعلقة بالسيولة، ولإيجاز، سوف يستعرض هذا القسم بعض هذه الدراسات. فعلى سبيل المثال، اتجهت مجموعة من الدراسات السابقة إلى دراسة محددات السيولة، مثل: توزيعات الأرباح (زغبي، 2018؛ تهامي، 2020)، وملكية الأسهم الأجنبية (Lee and Chung, 2018)، وحوكمة الشركات (e.g., Ahmed and Ali, 2021; Utami et al., 2020; Ye et al., 2021) وأظهرت النتائج وجود علاقة موجبة ومعنوية بين هذه المحددات والسيولة.

كما اتجهت العديد من الدراسات السابقة لبحث دور سيولة الأسهم في تسعير الأصول وقرارات تمويل الشركات (e.g., Le and Gregoriou, 2022; Sterenczak, 2021; Zhang et al., 2021)، وأظهرت النتائج التأثير الواضح لسيولة الأسهم في تحديد العوائد المتوقعة للسهم.

كما اتجه فريق آخر إلى دراسة التأثيرات الناتجة عن سيولة الأسهم. فعلى سبيل المثال، درست بعض الدراسات (e.g., Batten and Vo, 2019; Zhang et al., 2021) العلاقة بين سيولة الأسهم وقيمة الشركة، وأظهرت النتائج وجود تأثير إيجابي لسيولة الأسهم على قيمة الشركة. كما اختبرت دراسة (Alp et al., 2022) تأثير سيولة الأسهم على خطر انهيار سعر السهم. وأظهرت النتائج أن ارتفاع سيولة الأسهم يزيد من احتمالية انهيار أسعار الأسهم. وقامت دراستا (Hu et al., 2021; Kuzucu, 2019)، بدراسة العلاقة بين سيولة الأسهم والاحتفاظ بالنقدية. وكشفت النتائج عن أن وجود علاقة إيجابية بين السيولة والاحتفاظ بالنقدية. كما فحصت دراسات (فودة، 2017 - Bansal et al., 2021; Li and Xia, 2021) العلاقة بين سيولة الأسهم وإدارة الأرباح. وأظهرت النتائج وجود علاقة سلبية بين السيولة وإدارة الأرباح. أيضاً، درست دراسة (Brogaard et al., 2017) تأثير سيولة الأسهم على مخاطر التخلف عن السداد. وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي لسيولة الأسهم على مخاطر التخلف عن السداد.

دراسات أخرى ركزت على خطر السيولة. فعلى سبيل المثال، تناولت دراستا (Musneh et al., 2021; Rashid and Aib, 2021)، تأثير مخاطر السيولة على عوائد الأسهم. وأظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين مخاطر السيولة وعوائد الأسهم.

وعلى ضوء العرض السابق للدراسات التي تناولت سيولة الأسهم يتضح الآتي:

- على الرغم من أن سيولة الأسهم تمت دراستها بشكل واسع منذ فترة طويلة، إلا أنها لا تزال تمثل مجالاً بارزاً للبحث في مجال التمويل والمحاسبة، وذلك لأنها تمثل شريان الحياة للأسواق المالية.
- تعدد الجوانب الرئيسية التي تمت دراستها في مجال سيولة سوق الأوراق المالية.

3-6 أثر الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم: اشتقاق فرض الدراسة

تستند الخلفية النظرية للربط بين الإفصاح عن التقرير المتكامل وسيولة الأسهم على ما ذكرته أدبيات الإفصاح المحاسبي (e.g., Heflin et al., 2005; Lakhali, Ajina et al., 2015; Adra and Barbopoulos, 2019)، من أن سيولة الأسهم ترتبط ارتباطاً وثيقاً بتحسين بيئة الإفصاح وانخفاض درجة عدم تماثل المعلومات. فعندما يتم تخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات، تزيد قدرة المتداولين على إجراء عمليات التداول بفعالية وبتكلفة مناسبة، وبالتالي تزداد سيولة الأسهم.

وفي هذا السياق، تشير الدراسات السابقة إلى أن الإفصاح عن التقرير المتكامل يمكن أن يسهم بفاعلية في تحسين بيئة الإفصاح المحاسبي، وبالتالي تخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات. حيث يدمج التقرير المتكامل مجموعة من الأفكار الجديدة التي يمكن أن تغير نموذج إفصاح الشركات، وتحسن قدرة المستثمرين على تقييم آفاق الشركات وتوفر حلولاً لمواجهة الانتقادات المتكررة لنماذج إعداد التقارير المحاسبية التقليدية (Hosoda, 2021:398). فعلى سبيل المثال: أوضح (Raimo et al., 2020:2238)، أن اتباع نهج التفكير المتكامل يمكن الشركة من توضيح الروابط بين إستراتيجية الشركة، والحوكمة، والأداء المالي، والسياق الاجتماعي والبيئي الذي تعمل فيه. ومن خلال تعزيز هذه الروابط، يعطي التقرير المتكامل نظرة شاملة عن الشركة، ويجلب مزيداً من الشفافية بشأن التزام الشركة بالاستدامة. وبالتالي، يساعد المستثمرين وأصحاب المصلحة الآخرين على فهم أداء الشركات بشكل جيد.

كما أوضح (Velte, 2021:9)، أن ربط المعلومات غير المالية ذات الأهمية النسبية لأصحاب المصالح مع المعلومات المالية في تقرير واحد سوف يسهم أيضاً في إظهار عناصر المعلومات غير المالية والتي قد يتجاهلها المستخدمون إذا تم الإفصاح عنها بشكل منفصل. وبالتالي، سيتمكن أصحاب المصلحة من العثور على المعلومات التي يحتاجونها بسهولة. أيضاً،

أشار (Agarwal, 2021:98) إلى أن مبدأ "ارتباط المعلومات" سوف يسهم في ربط جميع أجزاء قصة إيجاد القيمة في الشركة وعرضها في التقرير بطريقة متماسكة، الأمر الذي يسهم في تحسين خاصية القابلية للقراءة. كما أوضح (Lok and Phua, 2021:3) أن ترابط المعلومات يسهم في تخفيض تكاليف البحث عن المعلومات.

كما أن تطبيق مبدأ الإيجاز يجعل الشركات تعبر عن المعلومات في التقرير بوضوح، وبأقل عدد ممكن من الكلمات، وبلغة واضحة (Obeng et al., 2021:648)، وهو ما سوف يخفف من عبء المعلومات على مستخدمي التقارير المالية، وبالتالي يمكن أن يقلل من تكاليف معالجة المعلومات. كما يحول تطبيق مبدئي (الموثوقية والاكتمال) دون قيام الإدارة بحجب بعض المعلومات السيئة عن الأطراف الخارجية، وبالتالي تخفيض فجوة المعلومات بين الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية.

علاوة على ما سبق، يوفر التقرير المتكامل معلومات جديدة لا يتم تضمينها بشكل عام في التقارير السنوية. فالتقرير المتكامل لا يفصح عن المعلومات التاريخية فحسب، بل يشمل أيضا المعلومات المستقبلية. وقد أكد (Sarioglu et al., 2019:341) أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية سوف يجعل المستثمرين في وضع أفضل يمكنهم من إجراء تقييم دقيق لأداء الشركة.

كما يوفر التقرير المتكامل معلومات حول نطاق أوسع من رؤوس الأموال مقارنة بتقارير المحاسبة التقليدية. فبالإضافة إلى رأس المال المالي ورأس المال الصناعي الذان يشكلان جزءا رئيسيا من تقارير المحاسبة التقليدية، توفر التقارير المتكاملة معلومات حول رأس المال الفكري، والبشري، والاجتماعي، ورأس المال الطبيعي. ونتيجة لذلك، يسهم التقرير المتكامل في تحسين شفافية المعلومات وتقليل درجة عدم التأكد والمخاطر لدى المستثمرين (Obeng et al., 2021:648).

أيضا، يؤكد إطار (IIRC, 2013:5) أن التقرير المتكامل يشرح نموذج أعمال الشركة، بما في ذلك أنشطتها، والمبادرات التي تؤثر على فعالية وكفاءة هذه الأنشطة، وقدرة نموذج أعمالها على التكيف والتغيير والابتكار. كما يوفر التقرير المتكامل نظرة ثاقبة لطبيعة علاقات الشركة مع أصحاب المصالح. وفي هذا السياق، يؤكد (Sarioglu et al., 2019:341) أن تحسين علاقة الشركة مع أصحاب المصالح سوف يحفز الشركات على الإفصاح عن أدائها الجيد والسييء على حد سواء. ويعتقد (Nurkumalasari et al., 2019:99) أن معرفة المستثمرين لما هو جيد وسيء للشركة من المتوقع أن يجذب ثقة المستثمرين لاستثمار أموالهم في الشركة.

كما أشار (Esch et al., 2019: 600) إلى أن التقرير المتكامل يتيح عرض المعلومات بأشكال مختلفة (على سبيل المثال: كمية، وسردية، وفي صورة أشكال مصورة)، ومن ثم يعزز قدرة أصحاب المصالح على فهم محتوى التقرير المتكامل بسهولة.

أما على مستوى الدراسات الميدانية، فقد قدمت الدراسات السابقة أدلة ميدانية توضح أن الإفصاح عن التقرير المتكامل كان له العديد من الآثار الإيجابية على كفاءة سوق الأوراق المالية. فعلى سبيل المثال، كشفت نتائج بعض الدراسات (e.g., Garcia-Sanchez and Noguera-Gamez, 2017; He, 2018; Cortesi and Vena, 2019; Sriani and Agustia, 2020; Sun et al., 2022) أن الإفصاح عن التقرير المتكامل يوفر قدرا أكبر من المعلومات للسوق، وبالتالي يخفف من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والأطراف الخارجية. كما وجدت بعض الدراسات (e.g., Zhou et al., 2017; Flores et al., 2019) أن الإفصاح عن التقرير المتكامل يحسن دقة توقعات المحللين الماليين. كما كشفت نتائج دراستنا (Shanti and Narsa, 2018; Obeng et al., 2020) عن وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين الإفصاح عن التقرير المتكامل وجودة الأرباح. أيضا، توصلت دراسة (Shirabe and Nakano, 2019) إلى أن الإفصاح عن التقرير المتكامل يؤثر بشكل سلبي ومعنوي على كل من إدارة الأرباح التي تتم من خلال الاستحقاقات الاختيارية، وإدارة الأرباح التي تتم من خلال الأنشطة الحقيقية.

وعلى ضوء المناقشة السابقة، من المنطقي افتراض أن زيادة مستوى شفافية الشركات الناتج عن الإفصاح عن التقرير المتكامل سوف يؤدي إلى انخفاض مستوى عدم تماثل المعلومات، وبالتالي زيادة سيولة الأسهم. وقد لقي هذا الفرض دعما من دراستنا (Barth et al., 2017; Zuniga et al., 2020). فقد وجدت هاتان الدراستان، من خلال عينة من شركات جنوب إفريقيا، والتي تطبق التقرير المتكامل إلزاميا، أن الإفصاح عن التقرير المتكامل يؤثر إيجابيا على سيولة الأسهم. كما وجدت دراسة (حسين، 2020)، دليلا ميدانيا على وجود تأثير سلبي ومعنوي لمستوى جودة الإفصاح وفقا للتقارير المتكاملة على مدى السعر كمقياس عكسي لسيولة الأسهم في عينة من الشركات المصرية. وعلى ذلك، يمكن صياغة فرض الدراسة على النحو الآتي:

"يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم".

4-6 الدراسة التطبيقية

1-4-6 مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة السعودية والمسجلة بالمؤشر العام (TASI) لسوق الأوراق المالية السعودي. وتتمثل عينة الدراسة في كل الشركات التي تقوم بالإفصاح عن التقرير المتكامل وعددها (5) شركات غير مالية⁽³⁾. وذلك في الفترة من 2017-2019م⁽⁴⁾. وعلى ذلك تتمثل العينة النهائية للدراسة في (15) مشاهدة (شركة-سنة).

2-4-6 مصادر جمع البيانات

اعتمد الباحث في جمع البيانات اللازمة لإجراء التحليل على المصادر الآتية:

- موقع معلومات مباشر السعودية⁽⁵⁾، وذلك للحصول على التقارير المالية لشركات العينة، ومعلومات حول أسعار أسهم هذه الشركات، وكميات التداول لكل شركة من شركات العينة.
- المواقع الإلكترونية لشركات العينة على شبكة الإنترنت، وذلك للحصول على القوائم المالية لشركات العينة، وبعض المعلومات التي لم يوفرها موقع معلومات مباشر السعودية.

3-4-6 متغيرات الدراسة

تتمثل متغيرات الدراسة في الآتي:

1-3-4-6 المتغير المستقل: يتمثل في الإفصاح عن التقرير المتكامل.

2-3-4-6 المتغير التابع: يتمثل في سيولة الأسهم.

3-3-4-6 المتغيرات الرقابية: لعزل تأثير الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم عن تأثيرات المتغيرات الأخرى، يتم تضمين نموذج الانحدار بعض المتغيرات التي أيدت الدراسات السابقة تأثيرها على سيولة الأسهم، وذلك على النحو الآتي:

(3) يرجع صغر حجم العينة إلى عدم وجود شركات أخرى غير مالية تقوم بالإفصاح عن التقرير المتكامل في تقرير منفصل.

(4) نظرا لوجود اختلاف بين شركات العينة في تاريخ البدء في الإفصاح عن التقرير المتكامل، لذلك تم اختيار الفترة التي قامت فيها كل شركات العينة بالإفصاح عن التقرير المتكامل.

(5) <https://www.mubasher.info/countries/sa/companies>

- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Market-to-Book-MTB): وجدت دراسة (Fang et al., 2008) ارتباط إيجابي بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية وسيولة الأسهم.
- حجم الشركة (SIZE): يتضح تأثير حجم الشركة على سيولة الأسهم من خلال نتائج دراستنا (Alnaif, 2014; Barth et al., 2017)، والتي أيدت وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة وسيولة الأسهم.
- ربحية الشركة (Return on Equity (ROE): وجدت دراستنا (Dalvi and Baghi, 2014; Sikarwar, et al., 2015) علاقة إيجابية بين ربحية الشركة.
- الرافعة المالية (Leverage (LEV): وجدت بعض الدراسات السابقة تأثيرا سلبيا ومعنويا للرافعة المالية على سيولة الأسهم (e.g., Kahraman and Tookes, 2017; Dang et al., 2019).
- تقلب عوائد الأسهم (Stock return volatility (SIGMA): كشفت نتائج بعض الدراسات السابقة أن الأسهم عالية التقلب هي أكثر خطورة وبالتالي أقل سيولة (e.g., Ajina et al., 2015; Chung and Chuwonganant, 2018).

6-4-4-4-4-1 قياس متغيرات الدراسة

6-4-4-4-1 المتغير المستقل: يتم قياس مستوى الإفصاح عن التقرير المتكامل باستخدام المقياس الذي اقترحه دراسته (Pistoni et al., 2018). وهذا المقياس يكشف ما إذا كانت الشركة تتبع متطلبات إطار IIRC، وتفصح عن جميع المعلومات المطلوبة. ويتكون هذا المقياس من درجات (نقاط) تتراوح من (0 - 5)، حيث يعطي درجة (صفر) في حالة عدم وجود عنصر المحتوى، ودرجة (5) في حالة وجود البند كما هو محدد في إطار IIRC. وبالتالي، إذا قامت الشركة بالإفصاح عن جميع عناصر المحتوى والمعلومات الخاصة برؤوس الأموال الستة فيتم منح الشركة "40" درجة (8 عناصر محتوى×5 نقاط لكل عنصر). ويوضح الجدول الآتي (رقم 1) كيفية قياس مستوى الإفصاح عن التقرير المتكامل.

جدول 1: قياس مستوى الإفصاح في التقرير المتكامل

الوصف	الدرجة
عدم وجود عنصر المحتوى.	0
عنصر المحتوى موجود، لكن الوصف ضعيف والإشارة إلى المبادئ التوجيهية محدودة.	1
عنصر المحتوى موجود، مع وصف يستند إلى بعض المعلومات الكمية وعلى بعض المبادئ التوجيهية الخاصة بالتقرير المتكامل.	2
عنصر المحتوى موجود، مع وصف متوازن للمحتويات، وإشارة متوسطة إلى المبادئ التوجيهية الخاصة بالتقرير المتكامل.	3
عنصر المحتوى موجود، مع وصف جيد ومفصل للمحتويات، مع الإشارة إلى العديد من المبادئ التوجيهية الخاصة بالتقرير المتكامل.	4
عنصر المحتوى موجود، مع وصف ممتاز للمحتويات، مع الإشارة إلى جميع المبادئ التوجيهية الخاصة بالتقرير المتكامل.	5

المصدر: (Pistoni et al., 2018: 494)

6-4-4-2 المتغير التابع: من خلال العرض والتحليل السابق لمقاييس سيولة الأسهم اتضح أنه لا يوجد مقياس شامل متفق عليه لقياس سيولة الأسهم، فكل مقياس يركز على بعد معين من أبعاد السيولة. ونظرا لتركيز هذه المقاييس على بعض أبعاد السيولة وتركها لأخرى، لذا فإن الأمر يتطلب استخدام أكثر من مقياس للسيولة حتى يمكن قياس السيولة بشكل سليم. وعليه تستخدم الدراسة الحالية أربعة مقاييس مختلفة لقياس سيولة الأسهم، والتي تركز على الجوانب المختلفة للسيولة والتي استخدمت على نطاق واسع في الدراسات السابقة. وتتمثل هذه المقاييس في الآتي⁽⁶⁾:

المقياس الأول: مقياس نسبة ضعف السيولة (ILLIQ). ووفقا لهذا المقياس يتم أولا حساب سيولة الأسهم اليومية، ثم يتم حساب المتوسط للحصول على سيولة الأسهم السنوية. وهذا المقياس يقيس بعد التأثير على السعر.

المقياس الثاني: مقياس مدى السعر النسبي (RBAS). استخدم هذا المقياس على نطاق واسع في الدراسات السابقة لقياس عدم تماثل المعلومات بشكل عام وسيولة الأسهم بشكل خاص. ويحسب مدى السعر النسبي بالفرق بين أعلى وأدنى سعر يومي للسهم مقسوما على متوسط هذه الأسعار

(6) جميع هذه المقاييس تم مناقشتها في القسم (6-4-2).

لكل يوم. بعد ذلك، يتم حساب متوسط فروق الأسعار اليومية لفترة لكل شركة. ويقاس هذا المقياس بعد الضيق.

المقياس الثالث: مقياس معدل دوران الأسهم (ST)، والذي يعكس تكرار عمليات التداول. فقد يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى انخفاض عمليات التداول، حيث قد يقلل المتداولون غير المطلعين من عدد مرات تداولهم في الأسهم. لذلك تستخدم هذه الدراسة مقياس معدل دوران الأسهم لقياس سيولة الأسهم. ويحسب هذا المقياس من خلال قسمة إجمالي عدد الأسهم المتداولة للشركة على عدد الأسهم المصدرة للشركة. ويقاس هذا المقياس بعد العمق.

المقياس الرابع: مقياس العائد إلى معدل دوران الأسهم (RtoTR). ويحسب من خلال قسمة القيمة المطلقة لعائد السهم على معدل دورانه. ويقاس هذا المقياس بعد التأثير على السعر.

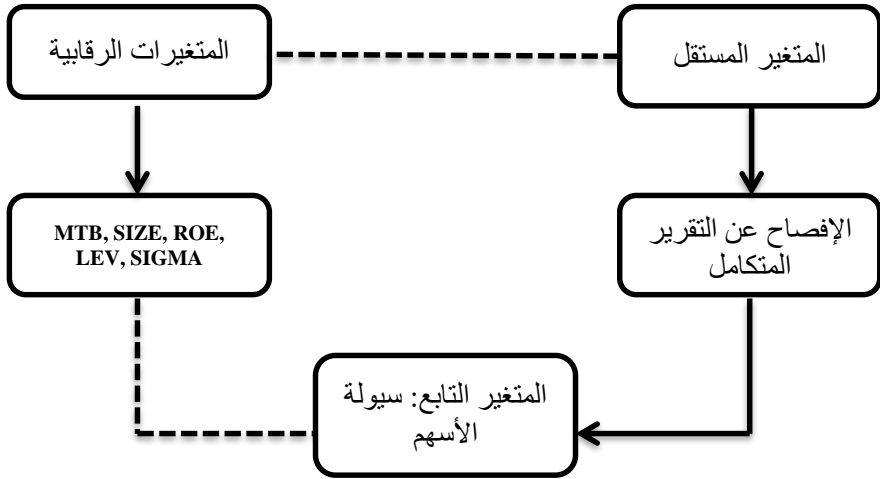
3-4-4-6 المتغيرات الرقابية

استنادا إلى الدراسات السابقة، (Aliyev, 2015; Ajina et al., 2015; Barth et al., 2017; Bagaskoro et al., 2019; 2018) يتم قياس المتغيرات الرقابية على النحو الآتي:

- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (MTB): تقاس من خلال قسمة القيمة السوقية على القيمة الدفترية.
- حجم الشركة (SIZE): يقاس باستخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.
- ربحية الشركة: تقاس من خلال استخدام معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، والذي يحسب من خلال قسمة صافي الدخل على حقوق الملكية.
- الرافعة المالية (LEV): تقاس من خلال قسمة إجمالي الديون طويله الأجل على إجمالي الأصول.
- تقلب عوائد الأسهم (SIGMA): يقاس بالانحراف المعياري لعوائد الأسهم.

5-4-6: نموذج الدراسة

على ضوء العرض السابق يمكن وضع نموذج لقياس أثر الإفصاح عن التقرير المتكامل كمتغير مستقل على سيولة الأسهم كمتغير تابع، بالإضافة إلى المتغيرات الرقابية كما هو موضح في الشكل الآتي (رقم 1):



شكل 1: نموذج الدراسة

وعلى ضوء النموذج السابق واختبار الفرض الرئيس للدراسة والذي ينص على أنه "يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم"، فإنه يتم صياغة معادلة الانحدار كما هو موضح بالمعادلة الآتية (رقم 8):

$$\text{Stock Liquidity} = \alpha_0 + \beta_1(\text{Integrated Report}) + \beta_2(\text{Control Variables}) + \varepsilon_{jt} \dots (8)$$

6-4-6 الاختبارات الإحصائية

1-6-4-6 الإحصاءات الوصفية

يعرض الجدول الآتي (رقم 2) المقاييس الإحصائية الوصفية للمتغيرات المستخدمة في الدراسة. وتتمثل هذه المقاييس في الوسط الحسابي (Mean)، والانحراف المعياري (Std.dev.)، وأدنى قيمة (Min.)، وأقصى قيمة (Max.).

جدول 2: الإحصاءات الوصفية

Max.	Min.	STD.DEV.	Mean	(N)	المتغيرات
40	30	3.270	35.133	15	IR
0.00666	0.00018	0.00213	0.00238	15	ILLIQ
0.03795	0.02025	0.00642	0.02673	15	RBAS
0.02007	0.00012	0.00775	0.01412	15	ST
1.96425	1.36614	0.18076	1.68231	15	RtoTR
2.21881	0.88731	0.43815	1.51519	15	MTB
19.59148	12.07805	3.02565	15.96761	15	SIZE

Max.	Min.	STD.DEV.	Mean	(N)	المتغيرات
0.124	-0.0485	0.04964	0.04493	15	ROE
0.55564	0.000841	0.158116	0.217059	15	LEV
0.023349	0.013851	0.002699	0.018492	15	SIGMA

يتضح من الجدول السابق (رقم 2) الآتي:

- يبلغ متوسط (IR) 35.133 من الحد الأقصى 40، مما يدل على أن مستوى الالتزام بالإفصاح عن عناصر محتوى التقرير المتكامل في شركات العينة مرتفع على الرغم من أن استخدام (IR) لا يزال طوعياً بالنسبة للشركات السعودية.
 - بالنسبة للمتغيرات التابعة، يبلغ متوسط مقياس نسبة ضعف السيولة (ILLIQ) 0.00238، والانحراف المعياري 0.0021. كما بلغ متوسط مقياس مدى السعر النسبي (RBAS) 0.0267 بانحراف معياري 0.0064، كما بلغ متوسط مقياس معدل دوران الأسهم (ST) 0.0141 بانحراف معياري 0.00775، وبلغ متوسط مقياس العائد إلى معدل دوران الأسهم (RtoTR) 1.682 بانحراف معياري 0.1807.
 - بالنسبة للمتغيرات الرقابية، يبلغ متوسط متغير (MTB) 1.515 والانحراف المعياري 0.438، كما بلغ متوسط متغير (SIZE) 15.967 والانحراف المعياري 3.025، كما بلغ متوسط متغير (ROE) 0.0449 والانحراف المعياري 0.0496، وبلغ متوسط متغير (LEV) 0.217 والانحراف المعياري 0.158، وبلغ متوسط متغير (SIGMA) 0.018 والانحراف المعياري 0.0026.
- 6-4-6-2 تحليل الارتباط:** يوضح الجدول الآتي (رقم 3) معاملات الارتباط المتعدد للمتغير المستقل والمتغيرات التابعة والرقابية المستخدمة في التحليل.

جدول 3: تحليل الارتباط المتعدد

SIGM	LEV	ROE	SIZE	MTB	RtoTR	ST	RBAS	ILLIQ	IR	
									1	IR
								1	-0.8033***	ILLIQ
									0.0003	
							1	0.3968	-0.6209***	RBAS
								0.143	0.00135	
						1	-0.3536	0.0742	0.1174*	ST
							0.196	0.7927	0.0676	
					1	0.299	-0.7448***	-0.3603	0.672***	RtoTR
						0.2789	0.0014	0.1872	0.0061	
				1	-0.4478*	0.1346	-0.1815	-0.1584	-0.1452	MTB
					0.0941	0.6324	0.5173	0.5728	0.6057	
			1	-0.4542*	0.1154	0.168	-0.0465	-0.4913*	0.0947*	SIZE
				0.089	0.682	0.5495	0.8692	0.0629	0.0737	
		1	0.3646	-0.2457	-0.3401	-0.388	-0.5956**	-0.1821	0.21**	ROE
			0.1815	0.3774	0.2149	0.153	0.0191	0.5161	0.04525	
	1	-0.0432	0.1853	0.3548	-0.4335	-0.24	0.1638	0.36	-0.5033*	LEV
		0.8785	0.5086	0.1944	0.1064	0.3889	0.5597	0.1875	0.0558	
1	-0.2825	0.3958	-0.5202**	0.201	-0.3669	-0.3827	0.4426*	0.088	-0.1338*	SIGMA
	0.3077	0.1442	0.0468	0.4725	0.1785	0.1591	0.0985	0.7552	0.06344	

تشير القيم بين الأقواس إلى قيمة p-value. وتشير (*) و (**) و (***) إلى مستوى معنوية 10% و 5% و 1% على التوالي. ترجع الاختلافات في اتجاه العلاقة فيما يتعلق بمقياس نسبة ضعف السيولة، ومدى السعر النسبي إلى حقيقة أنها مقاييس عكسية للسيولة.

يتضح من خلال نتائج الجدول السابق (رقم 3) الآتي:

- وجود علاقة ارتباط سالبة بين الإفصاح عن التقرير المتكامل ومقياس نسبة ضعف السيولة (ILLIQ) فقد بلغت قيمة معامل الارتباط (-0.8033)، كما أن هذه العلاقة معنوية إذ بلغت قيمة P-value (0.0003). ونظراً لأن مقياس نسبة ضعف السيولة هو مقياس عكسي للسيولة، فإن هذه النتيجة تشير إلى أن الإفصاح عن التقرير المتكامل يؤدي إلى زيادة سيولة الأسهم.
- وجود علاقة ارتباط سالبة بين الإفصاح عن التقرير المتكامل ومقياس مدى السعر النسبي (RBAS) فقد بلغت قيمة معامل الارتباط (-0.6209)، كما أن هذه العلاقة معنوية إذ بلغت قيمة P-value (0.00135). ونظراً لأن مقياس مدى السعر النسبي هو مقياس لعدم تماثل المعلومات (مقياس عكسي للسيولة)، فإن هذه النتيجة تشير إلى أن الإفصاح عن التقرير المتكامل يؤدي إلى زيادة سيولة الأسهم.

- وجود علاقة ارتباط موجبة بين الإفصاح عن التقرير المتكامل ومقياس معدل دوران الأسهم (ST) فقد بلغت قيمة معامل الارتباط (0.1174)، كما أن هذه العلاقة معنوية إذ بلغت قيمة P-value (0.0676). وتشير هذه النتيجة إلى أن الإفصاح عن التقرير المتكامل يؤدي إلى زيادة سيولة الأسهم.
- وجود علاقة ارتباط موجبة بين الإفصاح عن التقرير المتكامل ومقياس معدل دوران الأسهم (RtoTR) فقد بلغت قيمة معامل الارتباط (0.672)، كما أن هذه العلاقة معنوية إذ بلغت قيمة P-value (0.0061). وتشير هذه النتيجة إلى أن الإفصاح عن التقرير المتكامل يؤدي إلى زيادة سيولة الأسهم.
- أما فيما يتعلق بالعلاقة بين المتغيرات الرقابية وسيولة الأسهم فيتضح وجود علاقة ارتباط موجبة بين سيولة الأسهم (مقياس ضعف السيولة) ومتغير (SIGMA)، وعلاقة ارتباط سالبة مع باقي المتغيرات الرقابية. أما بالنسبة لمقياس مدى السعر النسبي فيتضح وجود علاقة ارتباط موجبة بين سيولة الأسهم ومتغيري (LEV, SIGMA)، وعلاقة ارتباط سالبة مع باقي المتغيرات الرقابية. وبالنسبة لمقياس معدل دوران الأسهم فيتضح وجود علاقة ارتباط موجبة بين سيولة الأسهم ومتغيري (MTB, SIZE)، وعلاقة ارتباط سالبة مع باقي المتغيرات الرقابية. وأخيراً، بالنسبة لمقياس العائد إلى نسبة دوران الأسهم فيتضح وجود علاقة ارتباط موجبة بين سيولة الأسهم ومتغير (SIZE)، وعلاقة ارتباط سالبة مع باقي المتغيرات الرقابية.

3-6-4-6 تحليل الانحدار

تقوم هذه الدراسة بفحص تأثير الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم بإجراء تحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى العادية، وذلك على النحو الآتي:

- تأثير الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم (مقياس نسبة ضعف السيولة)

توضح المعادلة الآتية (رقم 9) نموذج الانحدار، حيث يمثل الإفصاح عن التقرير المتكامل (IR) المتغير المستقل، ويمثل مقياس نسبة ضعف السيولة (ILLIQ) المتغير التابع.

$$ILLIQ_{it} = \alpha_0 + \beta_1 IR + \beta_2 MTB + \beta_3 SIZE + \beta_4 ROE + \beta_5 LEV + \beta_6 SIGMA + \varepsilon_{jt}, \dots \dots \dots (9)$$

ويعرض الجدول الآتي (رقم 4) تقديرات معاملات الانحدار في المعادلة رقم (9)، باستخدام

تحليل الانحدار.

جدول 4: تأثير الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم (مقياس نسبة ضعف السيولة)

المتغيرات	β	P -Value
IR	-0.00541***	0.000
MTB	-0.047	0.538
SIZE	0.048***	0.009
ROE	0.017*	0.063
LEV	-0.001	0.631
SIGMA	-0.243*	0.0179
عدد المشاهدات	15	
F	11.46	
P -Value	0.0015	
R ²	0.8958	

تشير * و ** و *** إلى مستوى معنوية 10% و 5% و 1% على التوالي

يتضح من الجدول السابق (رقم 4) الآتي:

- تظهر نتائج تحليل الانحدار وجود تأثير إيجابي للإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم وفقاً لمقياس نسبة ضعف السيولة (معكوس السيولة). فقد بلغت قيمة (β) (-0.00541). كما أن هذا التأثير معنوي حيث بلغت قيمة P-value (0.000)، وذلك عند مستوى معنوية 1%، بما يشير إلى أن الإفصاح عن التقرير المتكامل يزيد من سيولة الأسهم. وتتفق هذه النتيجة مع فرض الدراسة، الذي ينص على أنه "يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم".

- تظهر النتائج أيضاً وجود تأثير سلبي ومعنوي لمتغير تقلب عائد الأسهم (Sigma) على سيولة الأسهم، وتأثير سلبي وغير معنوي لمتغيري نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MTB)، والرافعة المالية (LEV) على سيولة الأسهم. كما يوجد تأثير إيجابي ومعنوي لمتغيري حجم الشركة (Size)، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) على سيولة الأسهم.

- تظهر النتائج أن نموذج الانحدار ذو دلالة احصائية حيث بلغت قيمة معامل التحديد (R^2) (0.8958)، وقيمة P-value لنموذج الانحدار (0.0015) وذلك عند مستوى معنوية 1%. وهذا يعني أن النموذج يفسر 89% تقريبا من الأحداث التي تسبب سيولة الأسهم.

- تأثير الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم (مقياس مدى السعر النسبي)

توضح المعادلة الآتية (رقم 10) نموذج الانحدار، حيث يمثل الإفصاح عن التقرير المتكامل (IR) المتغير المستقل، ويمثل مقياس مدى السعر النسبي ($RBAS$) المتغير التابع.

$$RBAS_{iy} = \alpha_0 + \beta_1 IR + \beta_2 MTB + \beta_3 SIZE + \beta_4 ROE + \beta_5 LEV + \beta_6 SIGMA + \varepsilon_{jt}, \dots \dots \dots (10)$$

ويعرض الجدول الآتي (رقم 5) تقديرات معاملات الانحدار في المعادلة رقم (10)، باستخدام تحليل الانحدار.

جدول 5: تأثير الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم (مقياس مدى السعر النسبي)

المغيرات	β	P -Value
IR	-0.00108**	0.048
MTB	0.4029	0.314
SIZE	-0.0034	0.964
ROE	0.068087	0.13
LEV	-0.007	0.557
SIGMA	-0.114217*	0.0897
عدد المشاهدات	15	
F	3.09	
P -Value	0.0715	
R^2	0.6987	

يتضح من الجدول السابق (رقم 5) الآتي:

- تظهر نتائج تحليل الانحدار وجود تأثير إيجابي للإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم وفقا لمقياس مدى السعر النسبي (مقياس عكسي للسيولة). فقد بلغت قيمة (β) (-0.00108). كما أن هذا التأثير معنوي حيث بلغت قيمة P-value (0.048)، وذلك عند مستوى معنوية 5%، بما يشير إلى أن الإفصاح عن التقرير المتكامل يزيد من سيولة الأسهم. وتتفق هذه النتيجة مع فرض الدراسة، الذي ينص على أنه "يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم".
- تظهر النتائج أيضا وجود تأثير سلبي ومعنوي لمتغير تقلب عائد الأسهم (σ) على سيولة الأسهم، وتأثير سلبي وغير معنوي لمتغيري حجم الشركة ($Size$)، والرافعة المالية (LEV) على سيولة الأسهم. كما يوجد تأثير إيجابي وغير معنوي لمتغيري نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MTB)، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE) على سيولة الأسهم.
- تظهر النتائج أن نموذج الانحدار ذو دلالة احصائية حيث بلغت قيمة معامل التحديد (R^2) (0.698)، وقيمة P-value لنموذج الانحدار (0.0715) وذلك عند مستوى معنوية 10%. وهذا يعني أن النموذج يفسر 70% تقريبا من الأحداث التي تسبب سيولة الأسهم.
- تأثير الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم (مقياس معدل دوران الأسهم)

توضح المعادلة الآتية (رقم 11) نموذج الانحدار، حيث يمثل الإفصاح عن التقرير المتكامل (IR) المتغير المستقل، ويمثل مقياس معدل دوران الأسهم (ST) المتغير التابع.

$$ST_{it} = \alpha_0 + \beta_1 IR + \beta_2 MTB + \beta_3 SIZE + \beta_4 ROE + \beta_5 LEV + \beta_6 SIGMA + \varepsilon_{jt}, \dots \dots \dots (11)$$

ويعرض الجدول الآتي (رقم 6) تقديرات معاملات الانحدار في المعادلة رقم (11)، باستخدام تحليل الانحدار.

جدول 6: تأثير الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم (مقياس معدل دوران الأسهم)

المتغيرات	β	P -Value
IR	0.00065**	0.0354
MTB	0.010345*	0.081
SIZE	0.00136	0.216
ROE	-0.06256	0.294
LEV	-0.03891**	0.039
SIGMA	-0.93763**	0.0451
عدد المشاهدات	15	
F	2.05	
P -Value	0.01704	
R ²	0.6065	

يتضح من الجدول السابق (رقم 6) الآتي:

- تظهر نتائج تحليل الانحدار وجود تأثير إيجابي للإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم وفقا لمقياس معدل دوران الأسهم. فقد بلغت قيمة (β) (0.00065). كما أن هذا التأثير معنوي حيث بلغت قيمة P-value (0.0354)، وذلك عند مستوى معنوية 5%، بما يشير إلى أن الإفصاح عن التقرير المتكامل يزيد من سيولة الأسهم. وتتفق هذه النتيجة مع فرض الدراسة، الذي ينص على أنه "يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم".

- تظهر النتائج أيضا وجود تأثير سلبي ومعنوي لمتغيري الرافعة المالية (LEV)، وتقلب عائد الأسهم (Sigma) على سيولة الأسهم، وتأثير سلبي وغير معنوي لمتغير معدل العائد على حقوق الملكية (ROE) على سيولة الأسهم. كما يوجد تأثير إيجابي ومعنوي لمتغير نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MTB)، وتأثير إيجابي وغير معنوي لمتغير حجم الشركة (Size).

- تظهر النتائج أن نموذج الانحدار ذو دلالة احصائية حيث بلغت قيمة معامل التحديد (R²) (0.6065)، وقيمة P-value لنموذج الانحدار (0.01704) وذلك عند مستوى معنوية 5%. وهذا يعني أن النموذج يفسر 61% تقريبا من الأحداث التي تسبب سيولة الأسهم.

- تأثير الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم (مقياس العائد إلى نسبة دوران الأسهم)

توضح المعادلة الآتية (رقم 12) نموذج الانحدار، حيث يمثل الإفصاح عن التقرير المتكامل (IR) المتغير المستقل، ويمثل مقياس العائد إلى نسبة دوران الأسهم ($RtoTR$) المتغير التابع.

$$RtoTR_{iy} = \alpha_0 + \beta_1 IR + \beta_2 MTB + \beta_3 SIZE + \beta_4 ROE + \beta_5 LEV + \beta_6 SIGMA + \varepsilon_{jt}, \dots \dots \dots (12)$$

ويعرض الجدول الآتي (رقم 7) تقديرات معاملات الانحدار في المعادلة رقم (12)، باستخدام تحليل الانحدار.

جدول 7: تأثير الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم
(مقياس العائد إلى نسبة دوران الأسهم)

المتغيرات	β	P -Value
IR	0.027209*	0.08
MTB	-0.146776	0.205
SIZE	0.00660	0.76
ROE	-1.245218	0.308
LEV	-0.130676	0.697
SIGMA	-4.619452*	0.0854
عدد المشاهدات	15	
F	3.02	
P -Value	0.0753	
R ²	0.6941	

يتضح من الجدول السابق (رقم 7) الآتي:

- تظهر نتائج تحليل الانحدار وجود تأثير إيجابي للإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم وفقا لمقياس العائد إلى نسبة دوران الأسهم. فقد بلغت قيمة (β) (0.0272). كما أن هذا التأثير معنوي، حيث بلغت قيمة P-value (0.08)، وذلك عند مستوى معنوية 10%، بما

يشير إلى أن الإفصاح عن التقرير المتكامل يزيد من سيولة الأسهم. وتتفق هذه النتيجة مع فرض الدراسة، الذي ينص على أنه "يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم".

- تظهر النتائج أيضا وجود وتأثير سلبي ومعنوي لمتغير تقلب عائد الأسهم (σ) على سيولة الأسهم، وتأثير سلبي وغير معنوي للمتغيرات، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MTB)، ومعدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، والرافعة المالية (LEV)، على سيولة الأسهم. كما يوجد تأثير إيجابي وغير معنوي لمتغير حجم الشركة (Size).

- تظهر النتائج أن نموذج الانحدار ذو دلالة احصائية حيث بلغت قيمة معامل التحديد (R^2) (0.6941)، وقيمة P-value لنموذج الانحدار (0.0753) وذلك عند مستوى معنوية 10%. وهذا يعني أن النموذج يفسر 69% تقريبا من الأحداث التي تسبب سيولة الأسهم.

وعلى ضوء نتائج تحليل الانحدار يتضح أن الإفصاح عن التقرير المتكامل له تأثير إيجابي ومعنوي على سيولة الأسهم، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج الدراسات السابقة (حسين، 2020 - Barth et al., 2017; Zuniga et al., 2020). وبالتالي، يتم قبول فرض الدراسة والذي ينص على أنه "يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم".

5-6 خلاصة ونتائج الدراسة والبحوث المستقبلية المقترحة

1-5-6 خلاصة ونتائج الدراسة

استهدفت الدراسة الحالية فحص تأثير الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي. ولتحقيق هذا الهدف تم تقسيم الدراسة إلى أربعة أقسام على النحو الآتي:

- تناول القسم الأول الخلفية النظرية للتقرير المتكامل كمدخل حديث للإفصاح المحاسبي، وعرض الدراسات السابقة ذات الصلة. وقد كشفت الدراسة في هذا القسم عن مجموعة من النتائج لعل أهمها:
- منذ الأزمة المالية الأخيرة في 2009/2008، تعرضت التقارير التي تصدرها الشركات لانتقادات واسعة النطاق من قبل المساهمين ومجموعات أصحاب المصلحة الآخرين.
- حفزت الحاجة لتحسين تقارير الشركات، لتواكب تطور الواقع الاقتصادي وتلبي احتياجات قطاع واسع من أصحاب المصلحة، المجلس الدولي للتقرير المتكامل على دمج الإفصاحات الاجتماعية والبيئية مع الإفصاحات المالية في تقرير واحد يسمى "التقرير المتكامل".

- يعد التقرير المتكامل أحد أهم التطورات المؤثرة في مجال الإفصاح المحاسبي في الفترة الأخيرة، والتي من المتوقع أن تحسن بيئة المعلومات بشكل كبير.
- وتناول القسم الثاني الخلفية النظرية لسيولة الأسهم، وعرض الدراسات السابقة ذات الصلة. وقد كشفت الدراسة في هذا القسم عن مجموعة من النتائج لعل أهمها:
- حازت سيولة الأسهم على اهتمام عالمي كبير بعد الأزمة المالية العالمية الأخيرة، ولا تزال تمثل مجالاً لكثير من الدراسات الأكاديمية.
- ترتبط كفاءة الأسواق المالية ارتباطاً وثيقاً بدرجة سيولة الأسهم.
- يعد عدم تماثل المعلومات السبب الرئيس لضعف سيولة الأسهم في سوق الوراق المالية.
- كما تناول القسم الثالث بالتحليل التأثير المحتمل للإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة السهم، واشتقاق فرض الدراسة. وقد كشفت الدراسة في هذا القسم عن أن التقرير المتكامل يسهم في تحسين جودة الإفصاح المحاسبي، وزيادة مستوى شفافية الشركات، مما يؤدي بدوره إلى زيادة أحجام التداول وسيؤدي في النهاية إلى زيادة سيولة سوق الأوراق المالية.
- وأخيراً، تناول القسم الرابع الدراسة التطبيقية، حيث تمثلت عينة هذه الدراسة في (5) شركات من الشركات غير المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي في الفترة من 2017م-2019م بإجمالي عدد مشاهدات (15) مشاهدة (شركة-سنة). وقد استخدمت الدراسة أسلوب تحليل المحتوى في جمع البيانات اللازمة للتحليل. وقد تم تحليل البيانات باستخدام بعض الاحصاءات الوصفية، وتحليل الارتباط، وتحليل الانحدار. وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج لعل أهمها:
- وجود علاقة ارتباط إيجابية ومعنوية بين الإفصاح عن التقرير المتكامل وسيولة الأسهم. وهو ما يشير إلى أن الشركات التي تتبنى هذه الآلية للإفصاح المحاسبي تزيد فيها سيولة الأسهم.
- تشير نتائج تحليل الانحدار إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي للإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم وفقاً لمقياس نسبة ضعف السيولة (معكوس السيولة) (ILLIQ). إذ بلغت قيمة معامل الانحدار (β) (-0.0054) وقيمة (P-value) (0.000)، وذلك في ظل مستوى معنوية 1%، بما يشير إلى أن الإفصاح عن التقرير المتكامل يعزز من سيولة الأسهم. وتتفق هذه النتيجة مع الفرض الرئيس للدراسة، والذي ينص على أنه "يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم".
- وجود تأثير إيجابي ومعنوي للإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم وفقاً لمقياس مقياس مدى السعر النسبي (RBAS) كمقياس عكسي للسيولة. إذ بلغت قيمة (β) (-0.00108)

- وقيمة (P-value) (0.048) عند مستوى معنوية 5%. بما يشير إلى أن الإفصاح عن التقرير المتكامل يعزز من سيولة الأسهم. وتتفق هذه النتيجة مع فرض الدراسة.
- وجود تأثير إيجابي ومعنوي للإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم وفقا لمقياس مقياس معدل دوران الأسهم (ST). إذ بلغت قيمة (β) (0.00065) وقيمة (P-value) (0.0354) عند مستوى معنوية 5%. بما يشير إلى أن الإفصاح عن التقرير المتكامل يعزز من سيولة الأسهم. وتتفق هذه النتيجة مع فرض الدراسة.
- وجود تأثير إيجابي ومعنوي للإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم وفقا لمقياس مقياس العائد إلى نسبة دوران الأسهم (RtoTR). إذ بلغت قيمة (β) (0.027209) وقيمة (P-value) (0.08) عند مستوى معنوية 10%. بما يشير إلى أن الإفصاح عن التقرير المتكامل يعزز من سيولة الأسهم. وتتفق هذه النتيجة مع فرض الدراسة.
- على الرغم من أن الإفصاح عن التقرير المتكامل يعزز من سيولة الأسهم في الشركات السعودية، فإن نسبة الشركات التي تطبق هذه الآلية المستحدثة للإفصاح المحاسبي في المملكة العربية السعودية محدودة للغاية، وقد يستغرق الأمر بعض الوقت حتى تدرك الشركات أهميتها.

6-5-2 البحوث المستقبلية المقترحة

- تقترح الدراسة الحالية بعض مجالات البحث المستقبلية وهي:
- أثر استخدام تكنولوجيا سلسلة الكتل (Blockchain) على سيولة الأسهم.
- أثر استخدام لغة (XBRL) على سيولة السهم.
- يمكن البحث في المجالات التي خرجت عن نطاق الدراسة الحالية، وعلى وجه الخصوص في الأسواق الناشئة، من خلال النظر في تأثير الإفصاح عن التقرير المتكامل في الشركات المالية على سيولة الأسهم. كما يمكن إجراء مقارنة لهذه العلاقة في الأسواق التي تقوم فيها الشركات اختياريًا بالإفصاح عن التقرير المتكامل والأسواق التي تفصح فيها الشركات عن التقرير إجباريًا.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- البيسوني، هيثم محمد عبدالفتاح، (2018)، "دراسة وتحليل العلاقة بين تقارير الأعمال المتكاملة وتعظيم قيمة الشركات بغرض تحسين دقة تنبؤات المحللين الماليين: دراسة إختبارية"، مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد 2: 217-264.
- تداول السعودية، (2021)، الدليل الإرشادي للإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات.
- تهامي، خالد صبيح الهادي، (2020)، "العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية"، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، كلية التجارة بالاسماعيلية، جامعة قناة السويس، المجلد 11، العدد 3: 7 - 63.
- حسين، علاء علي أحمد، (2020)، "العواقب الاقتصادية لمستوي جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة: أدلة وقرائن عملية مبكرة من بيئة سوق الأسهم المصري"، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد 24، العدد 1: 1-66.
- زغبي، زينة نبيل، (2018)، "تأثير سياسة توزيع الأرباح على سيولة السهم"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد 3: 261 - 284.
- عبدالعال، محمود موسى، (2017)، "محددات الإفصاح بتقارير الأعمال المتكاملة وأثر ذلك على نشاط سوق الأوراق المالية: دراسة تجريبية على الشركات المدرجة بالمؤشر المصري مسئولية الشركات"، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد 21، العدد 4: 1110 - 1148.
- علي، عبدالوهاب نصر، (2012)، "مراجعة تقارير الاعمال المتكاملة"، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد 12: 323-365 .
- فودة، السيد أحمد محمود، (2017)، "العلاقة بين سيولة الأسهم و إدارة الأرباح: دراسة اختبارية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد 2: 262 - 339.
- مسعود، سناء ماهر محمدي، (2020)، "محددات الإفصاح عن تقارير الأعمال المتكاملة وأثره على تكلفة راس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد 1 : 574 - 622.

نصير، عبدالناصر عبداللطيف محمد، (2017)، "دور التقرير المتكامل في دعم جودة حوكمة الشركات - دراسة نظرية وميدانية"، *مجلة البحوث التجارية المعاصرة*، كلية التجارة، جامعة سوهاج، المجلد 31، العدد 3: 129 - 189.

ثانيا: المراجع باللغة الإنجليزية

- AbdelAziz, Ahmed S., (2021), **The Impact of Stock Liquidity and Country Wide Factors on Depositary Receipts Return and Volatility: Implications from the UK**, PhD Thesis, School of Management Cardiff, Metropolitan University.
- Adra, S. and Barbopoulos, Leonidas G., (2019), "Liquidity and Information Asymmetry Considerations in Corporate Takeovers", **The European Journal of Finance**, 25 (7): 724-743.
- Agarwal, N., (2021), "Integrated Reporting and the Informativeness of Annual Reports: Does Textual Coherence Matter?", **China Accounting and Finance Review**, 22(1): 92-116.
- Agustia, D.; Sriani, D.; Wicaksono, H. and Gani, L., (2020), "Integrated Reporting Quality Assessment", **Journal of Security And Sustainability Issues**, ISSN 2029-7017 print/ISSN 2029-7025 online: 47-59.
- Ahmed, A. and Ali, S., (2017), "Boardroom Gender Diversity and Stock Liquidity: Evidence from Australia", **Journal of Contemporary Accounting and Economics**, 13 (2):148-165.
- Ajina, A.; Sougne, D. and Lakhal, F., (2015), "Corporate Disclosures, Information Asymmetry and Stock-Market Liquidity in France", **The Journal of Applied Business Research**, 31(4): 1223-1227.
- Ali, S.; Liu, B. and Su, Jen J., (2016), "What Determines Stock Liquidity in Australia?", **Applied Economics**, 48, (35): 3329-3344.

- Aliyev, A., (2018), **Integrated Reporting and Stock Liquidity**, Master's Thesis, Universiteit Gent.
- Al-Jaifi, Hamdan A., (2017), "Ownership Concentration, Earnings Management and Stock Market Liquidity: Evidence from Malaysia", **Corporate Governance**, 17(3): 490-510.
- Alnaif , Khaled L., (2014), "Stock Liquidity Determination Evidence from Amman Stock Exchange", **Asian Economic and Financial Review**, 4(12): 2-10.
- Alp, Ozge S.; Canbaloglu, B. and Gurgun, G., (2022), "Stock Liquidity, Stock Price Crash Risk, and Foreign Ownership", **Borsa Istanbul Review**, 22(3): 477-486.
- Amihud, Y., (2002), "Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-Series Effects", **Journal of Financial Markets**, 5(1):31-56.
- Amihud, Y.; Mendelson, H., and Pedersen, Lasse H., (2005), "Liquidity and asset prices", **Foundation and Trends in Finance**, 1(4): 269-364.
- Amirrudin, Mira S.; Abdullah, M. and Saleh, Z., (2021), "Voluntary and Compulsory Integrated Reporting: Evidence on Reporting Quality", **Journal of Emerging Economies & Islamic Research**, 9(3): 67 – 83.
- Apergis, N.; Artikis, Panagiotis G., and Kyriazis, D., (2015), "Does Stock Market Liquidity Explain Real Economic Activity? New Evidence from Two Large European Stock Markets", **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money**, 38: 42-64.
- Bagaskoro, Brizan S.; Farras, A. and Widagdo, Ari K., (2019), "The Effect of Stock Split on Liquidity Stock in Companies Which Listed on BEI 2007-2015", **International Journal of Economics, Business and Management Research**, 3(11): 160-169.

- Bakker, R.; Georgakopoulos, G.; Sotiropoulou, V-A. and Tountas, Kanellos S., (2020), "The Impact of Integrated Reporting on Analysts' Forecasts", **International Journal of Economics and Finance**, 12(1): 76-89.
- Balasingam, S.; Arumugam, D., and Hui, Kong A., (2019), "The Challenges in Adopting and Implementing Integrated Reporting in Public Listed Companies in Malaysia", **International Journal of Recent Technology and Engineering**, 7(58),127-133.
- Bansal, M.; Ali, A. and Choudhary, B.; (2021), "Real Earnings Management and Stock Returns: Moderating Role of Cross-Sectional Effects", **Asian Journal of Accounting Research**, 6 (3): 266-280.
- Barth, Mary E.; Cahan, Steven F.; Chen, L., and Venter, Elmar R. (2017), "The Economic Consequences Associated with Integrated Report Quality: Capital Market and Real Effects", **Accounting, Organizations and Society**, 62: 43-64.
- Bataineh, Mohamad A. and Alrabadi, Dima W., (2017), "The Effect of Liquidity Risk on Stock Returns: The Case of Amman Stock Exchange during (2004-2013)", **Arab Journal of Administration**, 37(1): 247-265.
- Batten, J. and Vo, Xuan V.,(2019), "Liquidity and Firm Value in an Emerging Market", **The Singapore Economic Review**, 64(2): 365-376.
- Bedowska-Sojka, B., (2021), "Is liquidity wasted? The zero>Returns on the Warsaw Stock Exchange", **Annals of Operations Research**, 297:37-51.
- Benic, V. and Franic, I., (2008), "Stock Market Liquidity: Comparative Analysis of Croatian and Regional Markets", **Financial Theory and Practice**, 32 (4): 477-498.

- Bernardi, C., and Stark, Andrew W., (2018), "Environmental, Social And Governance Disclosure, Integrated Reporting, and the Accuracy of Analyst Forecasts", **The British Accounting Review**, 50(1): 16– 31.
- Bischof, J., and Daske, H. (2013), "Mandatory Disclosure, Voluntary Disclosure, and Stock Market Liquidity: Evidence from the EU Bank Stress Tests", **Journal of Accounting Research**, 51(5): 997–1029.
- Brennan, Michael J.; Chordia , T.; Subrahmanyam, A. and Tong, Q., (2012), "Sell-Order Liquidity and The Cross-Section of Expected Stock Returns", **Journal of Financial Economics**, 105 (3): 523–541.
- Brogaard, J.; Li, D. and Xia, Y., (2017), "Stock Liquidity and Default Risk", **Journal of Financial Economics**, 124(3): 486–502.
- Chiucchi, Maria S.; Montemari, M. and Gatti, M., (2018), "The Influence of Integrated Reporting on Management Control Systems: A Case Study", **International Journal of Business and Management**, 13(7): 19–32.
- Chung, Kee H. and Chuwonganant, C., (2018), "Market Volatility and Stock Returns: The Role of Liquidity Providers", **Journal of Financial Markets**, 37: 17–34.
- Cortesi, A. and Vena, L., (2019), "Disclosure Quality under Integrated Reporting: A Value Relevance Approach", **Journal of Cleaner Production**, 220(20): 745–755.
- Dalvi, Mohammad R. and Baghi, E., (2014), "Evaluate the Relationship between Company Performance and Stock Market Liquidity", **International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences**, 4(1): 136–144.

- Dang, Tung L.; Ho, Hai L.; Lam, Chi D.; Tran, Thanh T., and Vo, Xuan V., (2019), "Stock Liquidity and Capital Structure: International Evidence", **Cogent Economics & Finance**, 7(1): 1-20.
- De Carvalho, Gabriel A.; Ribeiro, Joao E. and Correia, Laise F., (2021), "The Effect Of The Introduction of Market Makers on Stock Liquidity Evidence from The Brazilian Stock Market", **Revista Ambiente Contabil**, 13(2):165 – 180.
- De Villiers, C.; Venter, E. and Hsiao, P., (2017), "Integrated Reporting: Background, Measurement Issues, Approaches and an Agenda for Future Research", **Accounting & Finance**, 57(4): 937-959.
- Ebimobowei, E. and Uche, Onowu J., (2021), "Integrated Reporting Disclosures and Firm Value of Listed Insurance Companies in Nigeria", **African Journal of Accounting and Financial Research**, 4(2): 55-76.
- Ernawati, E. and Herlambang, A., (2020), "The Effect of Illiquidity on Stock Return on the Indonesia Stock Exchange", **Advances in Economics, Business and Management Research**, 115: 239-243.
- Esch, M.; Schnellbacher, B. and Wald, A., (2019), "Does Integrated Reporting Information Influence Internal Decision Making? An Experimental Study of Investment Behavior", **Business Strategy and the Environment**, 28(4): 599-610.
- Falatifah, M. and Hermawan, Ancella A., (2021), "Board of Directors Effectiveness, Voluntary Integrated Reporting And Cost of Equity: Evidence from OECD Countries", **International Journal of Business and Society**, 22 (1): 443-460.

- Fang, Vivian W.; Noe, Thomas H. and Tice, S., (2008), "Stock Market Liquidity and Firm Performance: Wall Street Rule or Wall Street Rules?", **available at: <http://ssrn.com/abstract=1287646>: 1–55.**
- Feng, T.; Cummings, L. and Tweedie, D., (2017) "Exploring integrated Thinking in Integrated Reporting – An Exploratory Study in Australia", **Journal of Intellectual Capital**, 18(2): 330–353.
- Fijalkowska, J. and Sobczyk-Paterek, M., (2020), "Strategy Disclosure in the Integrated Report", **Scientific Papers of Silesian University of Technology**, 149: 143–153.
- Florackis, C.; Gregoriou, A. and Kostakis, A., (2011), "Trading Frequency and Asset Pricing on The London Stock Exchange: Evidence from A New Price Impact Ratio", **Journal of Banking and Finance**, 35(12): 3335–3350.
- Flores, E.; Fasan, M.; Mendes, da-Silva, W. and Sampaio, Joelson O., (2019), "Integrated Reporting and Capital Markets in an International Setting: The Role of Financial Analysts", **Business Strategy and the Environment**, 28(2):1465–1480.
- Garcia-Sanchez, I. M., and Noguera-Gamez, L., (2017), "Integrated Reporting and Stakeholder Engagement: The Effect on Information Asymmetry", **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 24(5): 395– 413.
- He, C., (2018), **Does Integrated Reporting Help Reduce the Information Asymmetry of Corporations? (Based on Listed Companies in Japan That Published Integrated Reports**, Master's Thesis, Faculty of Economics and Business, University of Amsterdam.

- Heflin, f.; Shaw, Kenneth W. and Wild, John J., (2005), "Disclosure Quality and Market Liquidity: Impact of Depth Quotes and Order Sizes", **Contemporary Accounting Research**, 22 (4): 829-865.
- Herbert, S. and Graham, M., (2021), "Application of Principles from the International IR Framework for including Sustainability Disclosures within South African Integrated Reports", **South African Journal of Accounting Research**, 35(1): 42-68.
- Hosoda, M., (2021), "Integrated Reporting And Changes in Management Control Systems in Large Japanese Companies", **Corporate Governance**, 21 (3): 397-409.
- Hu, Y.; Li, Y. and Zeng, J., (2019), "Stock Liquidity and Corporate Cash Holdings", **Finance Research Letters**, 28: 416-422.
- IIRC, (2013), (International Integrated Reporting Council), **International Framework**. Retrieved from, <http://integratedreporting.org/resource/international-ir-framework>.
- Kahraman, B. and Tookes, Heather E., (2017), "Trader Leverage and Liquidity", **The Journal Of Finance**, LXXII (4): 1567- 1609.
- Kang, W. and Zhang, H., (2014), "Measuring Liquidity in Emerging Markets", **Pacific-Basin Finance Journal**, 27: 49-71.
- Kannenber, L. and Schreck, P., (2019), "Integrated Reporting: Boon or Bane? A Review of Empirical Research on Its Determinants and Implications", **Journal of Business Economics**, 89: 515-567.
- Khatali, A., (2020), "Identifying Effects of Information Asymmetry on Firm Performance", **International Journal of Economics, Finance and Management Sciences**, 8(2): 75-83.

- Kumar, G. and Misra, Arun K., (2015), "Closer View at the Stock Market Liquidity: A Literature Review", **Asian Journal of Finance & Accounting**, 7(2): 35-57.
- Kuzucu, N., (2021), "Causality Relationship between Stock Liquidity and Corporate Cash Holdings", **International Journal of Management Economics and Business**, 17(1): 102-114.
- Lakhal, F., (2008), "Stock Market Liquidity and Information Asymmetry around Voluntary Earnings Disclosures: New Evidence from France", **International Journal of Managerial Finance**, 4 (1): 60-75.
- Le, H. and Gregoriou, A., (2020), "How Do You Capture Liquidity? A Review of the Literature on Low-Frequency Stock liquidity", **Journal of Economic Surveys**, 34(5): 1170-1186.
- Le, H. and Gregoriou, A., (2022), "Liquidity and Asset Pricing: Evidence from a New Free-Float-Adjusted Price Impact Ratio", **Journal of Economic**, 49(4): 751-771.
- Lee, J. and Chung, Kee H., (2018), "Foreign Ownership and Stock Market Liquidity", **International Review of Economics & Finance**, 54: 311-325.
- Lee, J. and Ryu, D., (2019), "How Does FX Liquidity affect the Relationship Between Foreign Ownership and Stock Liquidity?", **Emerging Markets Review**, 39: 101-119.
- Li, D. and Xia, Y., (2021), "Gauging the Effects of Stock Liquidity on Earnings Management: Evidence from the Sec Tick Size Pilot Test", **Journal of Corporate Finance**, 67: Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2825789> or
- Lok, Yee H. and Phua, Lian K., (2021), "Integrated Reporting and Firm Performance in Malaysia: Moderating Effects of Board Gender

- Diversity and Family Firms", **Estudios de Economia Aplicada**, 39(4): 1-7.
- Marks, Joseph M. and Shang, C., (2021), "Does Stock Liquidity affect Corporate Debt Maturity Structure?", **The Quarterly Journal of Finance**, 11(1): 1-53.
- Mawardani, Hayyin A. and Harymawan, I., (2021), "The Relationship between Corporate Governance and Integrated Reporting", **Journal of Accounting and Investment**, 22(1): 51-79.
- Mbanyele, W. and Wang, F., (2022), "Board Interlocks and Stock Liquidity: New Evidence from an Emerging Market", **Emerging Markets Finance and Trade**, 58(5): 1415-1429.
- McNally, M-A.; Cerbone, D. and Maroun, W., (2017), "Exploring the Challenges of Preparing an Integrated Report", **Meditari Accountancy Research**, 25 (4): 481-504.
- Musneh, R.; Abdul Karim, Mohd R. and Baburaw, A., (2021), "Liquidity Risk and Stock Returns: Empirical Evidence from Industrial Products and Services Sector in Bursa Malaysia", **Future Business Journal**, 7 (60): 1-10.
- Muttakin, Mohammad B.; Mihret, D.; Lemma, Tesfaye T. and Khan, A., (2020), "Integrated Reporting, Financial Reporting Quality and Cost of Debt", **International Journal of Accounting & Information Management**, 28(3): 517-534.
- Nadarajah, S.; Duong, Huu N.; Ali, S; Liu, B. and Huang, A.,(2021),"Stock Liquidity and Default Risk around The World", **Journal of Financial Markets**,51: 1-22.
- Naik, P. and Reddy, Y. V., (2021), "Stock Market Liquidity: A Literature Review", **SAGE Open**, January-March: 1-15.

- Naik, P.; Poornima, B.G. and Reddy, Y. V., (2020), "Measuring liquidity in Indian stock market: A Dimensional Perspective", **PLoS One**, 15(9):1-17.
- Ngcobo, Bhekisisa N., (2020), **The Impact Of Integrated Reporting on Cost of Capital and Analysts' Forecasts: A Study of Johannesburg Stock Exchange (JSE) Listed Mining Firms**, Master Thesis, University of KwaZulu-Natal.
- Ngcobo, Bhekisisa N. and Sibanda, M., (2021), "Effects of Integrated Reporting on the Cost of Capital and Analysts' Forecasts Errors: A Study Of Johannesburg Stock Exchange Listed Mining Firms", **Journal of Economic and Financial Sciences**, 14(1):1-11
- Nurkumalasari, Ika S.; Restuningdiah, N. and Sidharta, Eka A., (2019), "Integrated Reporting Disclosure and Its Impact on Firm Value: Evidence in Asia", **International Journal of Business, Economics and Law**, 18(5): 99-108.
- Obeng, Victoria A.; Ahmed, K. and Cahan, Steven F., (2021), "Integrated Reporting and Agency Costs: International Evidence from Voluntary Adopters", **European Accounting Review**, 30(4): 645-674.
- Obeng, Victoria A.; Ahmed, Kamran and Miglani, S., (2020), "Integrated Reporting and Earnings Quality: The Moderating Effect of Agency Costs", **Pacific-Basin Finance Journal, Elsevier**, 60:1-21.
- Oza, K., (2019), "Challenges in implementation of Integrated Reporting", **JETIR**, 206 (4): 84-97.
- Panayides, Photis M.; Lambertides, N. and Cullinane, Kevin P., (2013), "Liquidity Risk Premium and Asset Pricing in US Water Transportation", **Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review**, 52: 3-15.

- Pistoni, A.; Songini, L. and Bavagnoli, F., (2018), "Integrated Reporting Quality: an Empirical Analysis", **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 25: 489–507.
- Prommin, P.; Jumreornvong, S. and Jiraporn, P., (2014), "The Effect of Corporate Governance on Stock Liquidity: The case of Thailand", **International Review of Economics and Finance**, 32: 132–142.
- Qian, G.; Sapingi, R. and Husin, Norhayati M., (2021), "Integrated Reporting: Exploring Disclosure Quality of Asian Listed Companies", **Global Business and Management Research: An International Journal**, 13(4): 1028– 1042.
- Raimo, N.; Vitolla, F.; Marrone, A. ; and Rubino, M., (2020), "The Role of Ownership Structure In Integrated Reporting Policies", **Business Strategy and the Environment**, 29(6): 2238–2250.
- Rashid, A. and Aib, A., (2021), "Liquidity Risk and Asset Pricing in Pakistan Stock Exchange", **JISR–MSSE**, 19(1):49–66.
- Salawu, Rafiu O. and Olayinka, Segun W., (2016), "Stock Market Liquidity and Investment Decisions of NonFinancial Quoted Companies in Nigeria", **Journal of Economics and Business Research**, 2: 205–226.
- Salvi, A.; Vitolla, F.; Giakoumelou, A.; Raimo, N. and Rubino, M., (2020), "Intellectual Capital Disclosure in Integrated Reports: The Effect on Firm Value", **Technological Forecasting & Social Change**, 160:1–8.
- Sarioglu, M.; Dalkılic, A., and Durak, M., (2019), "The Future of Corporate Reporting: Integrated Reporting", **International Journal of Contemporary Economics and Administrative Sciences**, 9(2): 327–347.

- Schwartz, Robert A.; Francioni, R.; Nuti, G. and Weber, P., (2020), "Market Liquidity: An Elusive Variable", *Journal of Portfolio Management*, **Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3598640>**:1–29.
- Shahzad, U.; Liu, J. and Luo, F., (2022), "Stock Liquidity and Corporate Trade Credit Strategies: Evidence from China", *Journal of Business Economics and Management*, 23 (1): 40–59.
- Shanti, Tjahjadi, B. and Narsa, I., (2018), "The Effect of Integrating Reporting on Earnings Quality: A Study of Family Firms in Indonesia", *Journal of Finance and Banking Review*, 3 (3): 34–40.
- Shirabe, Y. and Nakano, M., (2019), Integrated Reporting and Earnings Management, **Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3427705>**
- Shuraki, Mojtaba G., (2021), "Investigating the Relationship between Corporate Risk-Taking and stock Liquidity with Firm Value", *Journal of Asset Management and Financing*, 9(1): 23–40.
- Sikarwar, Tarika S.; Gupta, M. and Sharma, A., (2015), "Stock Market Liquidity and Firm Performance", *Accounting*, 1(1): 29–36
- Smimou, K., (2014), "Consumer Attitudes, Stock Market Liquidity, and the Macro Economy: A Canadian Perspective", *International Review of Financial Analysis*, 33: 186–209.
- Sriani, D. and Agustia, D., (2020), "Does Voluntary Integrated Reporting Reduce Information Asymmetry? Evidence from Europe and Asia", *Heliyon*, 6(12): 1–11.
- Sterenczak, S., (2021), "Conditional Stock Liquidity Premium: Is Warsaw Stock Exchange Different?", *Studies in Economics and Finance*, 38 (1): 67–85.

- Sun, Y.; Qiao, X.; An, Y.; Fang, Q. and Wu, N., (2022), "Does Multiple Capitals Disclosure Affect the Capital Market? An Empirical Analysis in an Integrated Reporting Perspective", **Frontiers in Psychology**, 13:1-11.
- Suttipun, M., (2017), "The Effect of Integrated Reporting on Corporate Financial Performance: Evidence from Thailand", **Corporate Ownership and Control**, 15(1):133-142.
- Tiron-Tudor, A.; Hurghis, R.; Lacurezeanu, R. and Podoaba, L., (2020), "The Level of European Companies' Integrated Reports Alignment to the Framework: The Role of Boards' Characteristics", **Sustainability**, 12:1-16.
- Tlili, M.; Ben Othman, H. and Hussainey, K., (2019), "Does Integrated Reporting Enhance the Value Relevance of Organizational Capital? Evidence from the South African Context", **Journal of Intellectual Capital**, 20 (5): 642-661.
- Tuffley, D., (2021), "The Need for Liquidity in Financial Markets", **ECODATE**, 35(1):1-6.
- Uhunmwangho, M. and Igbiosa, Sunday O., (2022), "Financial Liquidities and African Stock Markets", **Journal of Academic Research in Economics**, 14(1): 95-108.
- Utami, W.; Wahyuni, Putri D. and Nugroho, L., (2020), "Determinants of Stock Liquidity: Forward-Looking Information, Corporate Governance, and Asymmetric Information", **Journal of Asian Finance, Economics and Business**, 7 (12): 795-807.
- Van den Akker, M., (2017), **The Association between Integrated Reporting and Information Asymmetry**, Master's Thesis, Erasmus School of Economics, Erasmus University Rotterdam.

- Velte, P., (2021), "Archival Research on Integrated Reporting: A Systematic Review of Main Drivers and the Impact of Integrated Reporting on Firm Value", *Journal of Management and Governance*, May: 1–65.
- Veltri, S. and Silvestri, A., (2020), "The Value Relevance of Corporate Financial and Nonfinancial Information Provided By the Integrated Report: A Systematic Review", **Business Strategy and the Environment**, 29(8): 3038–3054.
- Vitolla, F.; Raimo, N.; Rubino, M. and Garzoni, A. (2020), "The Determinants of Integrated Reporting Quality in Financial Institutions", **Corporate Governance**, 20 (3): 429–444.
- Wahl, A.; Charifzadeh, M. and Diefenbach, F., (2020), "Voluntary Adopters of Integrated Reporting – Evidence on Forecast Accuracy and Firm Value", **Business Strategy Environment**, 29: 2542–2556.
- Wyss, Rico V., (2004), **Measuring and Predicting Liquidity in the Stock Market**, PhD Thesis, Die Universitat, Hochschule fur Wirtschafts.
- Ye, J.; Zhang, H.; Cao, C.; Wei, F. and Namunyak, M., (2021), "Boardroom Gender Diversity on Stock Liquidity: Empirical Evidence from Chinese A-share Market", **Emerging Markets Finance and Trade**, 57(11): 3236–3253.
- Zhang ,P.; Gao, J. and Li, X., (2021), "Stock Liquidity and Firm Value in the Time of COVID-19 Pandemic", **Emerging Markets Finance and Trade**, 57(6): 1578–1591.
- Zhang, Q.; Choudhry, T.; Kuo, J-M. and Liu, X., (2021), "Does Liquidity Drive Stock Market Returns? The Role of Investor Risk Aversion", **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 57:929–958.

-
- Zhou, S., (2014), **The Capital Market Benefits of Integrated Reporting (<IR>): Evidence from Adoption of <IR> in South Africa**, PhD Thesis, UNSW Australia.
- Zhou, S.; Simnett, R. and Green, W., (2017), "Does Integrated Reporting Matter to the Capital Market?", **ABACUS**, 53(1): 94-132.
- Zuniga, F.; Pincheira, R.; Walker, J. and Turner, M., (2020), "The Effect of Integrated Reporting Quality on Market Liquidity and Analyst Forecast Error", **Accounting Research Journal**, 33 (4/5): 635-650.