

## قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين بالتطبيق على البنك التجارى الدولى ( مصر ) مع دليل ميدانى

د. رشا علي إبراهيم الفقي

أستاذ المحاسبة والمراجعة المساعد  
كلية التجارة \_ جامعة قناة السويس

د. رحاب كمال محمود محمد الزكي

أستاذ المحاسبة والمراجعة المساعد  
كلية التجارة \_ جامعة قناة السويس

### الملخص

يهدف هذا البحث إلى قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين، وذلك من خلال إستطلاع آراء عينة تتضمن كلاً من مديري البنوك وسماسرة الأوراق المالية بالبورصة المصرية، حيث تم إعداد قائمة إستقصاء تتضمن ثلاث محاور يمكن من خلالها التحقق من العلاقة بين مستوى الإفصاح وقرارات المستثمرين، كما يهدف البحث إلى قياس مستوى الإفصاح فى القوائم والتقارير المالية للبنك محل الدراسة من خلال الدليل الإرشادى الذى تم وضعه فى ضوء مذكرة المعلومات الصادرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية، ثم قياس أثر التغير فى مستوى الإفصاح على قرارات المستثمرين من خلال بناء نماذج لقياس الأثر على مضاعف الربحية، العائد على السهم، وحجم الأسهم المتداولة، وذلك لإختبار مدى صحة فروض الدراسة، وتوصلت نتائج الدراسة التطبيقية إلى أولاً: أيدت نتائج التحليل الإحصائى وجود علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وقرارات المستثمرين. حيث أن حجم تأثير مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء على قرارات المستثمرين هو ٦٨.٤% . ثانياً: أيدت نتائج التحليل الإحصائى وجود علاقة عكسية معنوية ذات دلالة إحصائية بين التغير فى مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء ومضاعف الربحية، بينما كانت العلاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين التغير فى مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء وكلاً من العائد على السهم وحجم الأسهم المتداولة. لذلك توصى الباحثان بعدة توصيات أهمها أنه يجب وضع معيار محاسبي للسندات الخضراء

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رباب جمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

---

لتعزيز الشفافية والقابلية للمقارنة في سوق السندات الخضراء، تحسين الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء من خلال تطوير إطار سندات خضراء مشترك، ووضع مزيد من الحوافز للجهات التي تتبنى مستوى عالي من الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء.

**الكلمات المفتاحية : الإفصاح المحاسبي - أدوات الدين الخضراء - قرارات المستثمرين- تقارير الإستدامة - المعايير المحاسبية .**

## **Measuring the level of accounting disclosure of information about green debt instruments and its impact on investors' decisions by applying to the Commercial International Bank (Egypt) with a field Study**

### **Abstract :**

This research aims to measure the level of accounting disclosure about the information of green debt instruments and its impact on investors' decisions, through a survey of the opinions of a sample that includes both bank managers and stockbrokers in the Egyptian Stock Exchange, where a survey list was prepared that includes three axes through which to verify the relationship between Level of disclosure and investor decisions, The research also aims to measure the level of disclosure in the financial statements and reports of the bank under study through the guiding guide that was developed in the light of the information note issued by the Financial Supervisory Authority, and then measure the impact of the change in the level of disclosure on investors' decisions by building models to measure the impact on the multiplier Profitability, earnings per share, and volume of traded shares, in order to test the validity of the study's

hypotheses, and the results of the applied study reached . First: The results of the statistical analysis supported the existence of a positive, significant, and statistically significant relationship between the level of accounting disclosure of information about green debt instruments and investors' decisions. Whereas, the impact of the level of accounting disclosure of green debt instruments information on investors' decisions is 68.4%. Second: The results of the statistical analysis supported the existence of a significant inverse relationship with a statistical significance between the change in the level of disclosure of green debt instruments information and the profitability multiplier, while the relationship was direct, significant, and statistically significant between the change in the level of disclosure of green debt instruments information and both the return on share and the size of the share. Traded stocks Therefore, the two researchers recommend several recommendations, the most important of which is that an accounting standard for green bonds should be developed to enhance transparency and comparability in the green bond market, improve the disclosure of information about green debt instruments through the development of a common green bond framework, and put more incentives for those who adopt a high level of disclosure of information. Green debt instruments information.

**Keywords**: accounting disclosure - green debt instruments - investor decisions - Sustainability Reports - accounting standards.

## أولاً- طبيعة المشكلة ودوافع البحث

يشير التمويل المستدام إلى الخدمات المالية التي تراعي العناصر البيئية والاجتماعية والحوكمة في القرارات الاستثمارية لتحقيق منفعة مستدامة لكل الأطراف المعنية في المجتمع، ويعزز التمويل المستدام الفرص الاستثمارية وضح عملة أجنبية عن طريق جذب شريحة جديدة من المستثمرين، مما ينعكس بشكل إيجابي على أداء الشركات وتقليل نسب المخاطر وإستقرار النظام المالي . ( www.cbe.org.eg,2021 ) وفي هذا الصدد جاءت مبادرة أسواق المال المستدامة التي أطلقها مؤتمر الأمم المتحدة والتنمية بمشاركة هيئات الرقابة والمستثمرين، حيث تعهدت أسواق المال بموجب هذه المبادرة وبشكل طوعي إلزامها بتشجيع الشركات المدرجة لتطبيق أفضل هذه السياسات المتعلقة بالبيئة والمسئولية الاجتماعية والحوكمة . ( إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية ، ٢٠١٧ )

وتعد صناديق التقاعد السويدية المبادر الأول لبحث الحلول التمويلية للمشاريع الخضراء، وقد شهد سوق التمويل الأخضر نمو متزايد في السنوات الأخيرة من عام ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٧ خاصة بعد إتفاقية باريس للمناخ والتي تهدف إلى الحفاظ على عدم زيادة درجة حرارة الأرض أكثر من ٢ درجة مئوية، وتعد سندات المناخ من ضمن أدوات التكيف مع المناخ والتخفيف من حدته، وقد أفادت مبادرة المناخ في التقرير الصادر عام ٢٠١٨ أن إصدارات السندات الخضراء تجاوزت ٥٢١ مليار دولار خلال هذه الفترة. ( www.albankaldawli.org,2019 )

وتمثل السندات الخضراء إحدى الأدوات المالية الحديثة نسبياً المتاحة للحكومات والشركات والتي تحظى باهتمام متزايد خلال السنوات الأخيرة كونها توجهه إلى مساندة مشروعات متصلة بالمناخ والبيئة، لذلك فإنه فضلاً عن قيام المستثمرين بتقييم الخصائص المالية المعيارية مثل أجل الإستحقاق، قيمة الأرباح، السعر والتصنيف الإئتماني لمصدر السندات يقوم أيضاً المستثمرون بتقييم الأهداف البيئية المحددة للمشروعات التي تهدف السندات إلى مسانبتها. ( إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، ٢٠١٧ )

وقد بلغت الإصدارات العالمية لهذه السندات رقم قياسي في عام ٢٠١٩ وما يليه بالرغم من أزمة كورونا، وكان التنوع الجغرافي واضحاً في عدة دول منها السعودية وكينيا واليونان وكلها أسواق ناشئة تتطلع للإستثمارات الخضراء، مع مشاركة ملفقة لأنواع جديدة من المستثمرين حيث تم الانتقال من سوق يسيطر عليه المصدرون الأوائل كالبنك الدولي إلى سوق تتدخل فيه الحكومات والشركات والمؤسسات المالية وتدل هذه المؤشرات على أن سوق السندات الخضراء قد أثبتت قدرتها على التوسع والإستمرار. (Daubanes,et.al,2021)

وبالرغم من ذلك فإن هناك عجز في التنسيق العالمي بخصوص المعايير المحددة للسندات الخضراء، الأساليب القياسية لإدارة العائدات، صعوبة التقرير عن الأثر، مخاطر الغسيل الأخضر، إرتفاع التكاليف، ونقص المعروض من السندات الخضراء للمستثمرين مما يمثل عوائق تمنع الإستفادة المثلى من السندات الخضراء كأداة رئيسية للتعامل مع تحديات المناخ، لذلك يعمل الإتحاد الأوروبي حالياً على تطوير معيار السندات الخضراء، وتصنيف التمويل المستدام، كما تنسق الصين مع مجموعة العشرين والإتحاد الأوروبي ومبادرة الأمم المتحدة بشأن التمويل الأخضر بحث سبل تطوير هذا السوق. (Pauline and Frederic de Mariz,2020)

وفي هذا السياق فقد إنضمت مصر إلى مؤشر جي بي مورجان للسندات الخضراء بعد إصدارها البالغ ٧٥٠ مليون دولار عام ٢٠٢٠ وتعد هذه الإضافة إنعكاس قوي لثقة المستثمرين الدوليين في مصر، كما عادت مصر رسمياً إلى مؤشر جي بي مورجان للسندات الحكومية بالأسواق الناشئة في فبراير ٢٠٢٢ بعد خروجها من المؤشر في أعقاب الإضطرابات الإقتصادية عقب ثورة يناير في خطوة قد تجلب تدفقات أجنبية جديدة إلى سوق الدين المحلية، حيث أدرجت مصر ١٤ إصدار من السندات المصرية بقيمة إجمالية ٢٦ مليار دولار مما يمنحها وزن نسبي قدره ١.٨% على المؤشر. (www.Alarabia.net,2022)

وإن توافر القاعدة المعلوماتية الملائمة للمستثمرين والتي تمكنهم من إختيار الأدوات المالية والشركات الملائمة لتفضيلاتهم الإستثمارية يخفض المخاطر التي

يمكن أن يتعرضوا لها بما ينعكس إيجاباً على كفاءة السوق، وكذلك فإن جودة المعلومات المتوفرة في التقارير سوف تساهم في ترشيد القرارات أياً كان نوعها. (زهرة، ٢٠٢١)، (هباش و مناع، ٢٠١٨)

لذلك فإن هناك حاجة ماسة لتعزيز ثقة المستثمرين في سوق السندات الخضراء من خلال الحصول على أفضل فهم للخصائص المالية والتحديات المرتبطة بهذه الفئة من الأصول، ويتطلب ذلك تركيز جهود المحاسبين لتوفير معلومات بيئية منشورة في القوائم المالية للشركات للوصول إلى المحاسبة المالية المستدامة التي تعني الشمول والتكامل لعملية القياس والإفصاح المحاسبي والاقتصادي، وبالرغم من أن الإفصاح المحاسبي يعتبر الركيزة الأساسية الأولى التي يعتمد عليها المستثمرون لدعم قراراتهم وزيادة ملائمتها وفعاليتها إلا أنه لم يكن يلبي حاجات المستفيدين من المعلومات المتعلقة بسوق السندات الخضراء .

ومن هنا تبرز مشكلة البحث الحالي في أثر مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء على قرارات المستثمرين، وبناء على ما سبق يمكن بلورة مشكلة البحث في التساؤلات البحثية التالية :

- ما هي طبيعة ومحددات أدوات الدين الخضراء، وما هي التحديات التي تواجه نمو هذا السوق ؟

- ما هي متطلبات الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء ؟  
- هل تساهم مذكرة المعلومات الصادرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية في تحسين

مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء ؟  
- هل لتبني أسس الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء في ضوء الإرشادات المرتبطة أثر على مخاطر الإستثمار وقرارات المستثمرين ؟

## ثانياً- أهداف البحث

في ضوء مشكلة البحث يتمثل الهدف العام في الوصول إلى دليل ميداني وتطبيقي بشأن إمكانية قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين، ويتفرع من هذا الهدف مجموعة من الأهداف الفرعية تتمثل في :

- 1- التعرف على مفهوم ومحددات أدوات الدين الخضراء، والتحديات التي تواجه نمو سوق أدوات الدين الخضراء، وبيان مدى أهمية جودة معلومات أدوات الدين الخضراء للمستثمرين .
- 2- توضيح أهم مشكلات الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء .
- 3- الوصول إلى دليل ميداني يمكن من خلاله توضيح العلاقة بين مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وقرارات المستثمرين .
- 4- بيان أثر مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء من خلال الدليل الإرشادي الذي تم وضعه في ضوء مذكرة المعلومات الصادرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية على قرارات المستثمرين .
- 5- بناء النماذج المحاسبية المقترحة لقياس العلاقة بين المتغيرات موضوع الدراسة .
- 6- دراسة مدى توافق وإختلاف النتائج العملية للدراسة مع نتائج الدراسات المحاسبية ذات الصلة في توضيح العلاقة بين متغيرات الدراسة .

## ثالثاً- أهمية البحث

- يكتسب هذا البحث أهميته العلمية والتطبيقية من حيوية وحدثة الموضوع بالإضافة إلى المبررات الأخرى التالية الداعمة لهذه الأهمية وهي :
- 1- ندرة الدراسات الأكاديمية التي تناولت بشكل مباشر، وتفصيلي العلاقة بين مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وقرارات المستثمرين .
  - 2- الإهتمام المتزايد من جميع الحكومات وأفراد المجتمع بمساندة مشروعات البيئة والمناخ ، والبحث عن الحلول التمويلية للمشاريع الخضراء .

- ٣- تمثل السندات الخضراء إحدى الأدوات المالية الحديثة نسبياً المتاحة للحكومات والشركات والتي تحظى باهتمام متزايد خلال السنوات الأخيرة كونها توجه إلى مساندة مشروعات متصلة بالمناخ والبيئة .
- ٤- أهمية وفعالية الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء في ضوء الإرشادات المرتبطة للمحاسبة المالية المستدامة من خلال توفير قاعدة بيانات تساهم في تعزيز قرارات المستثمرين، ورفع كفاءة أسواق رأس المال .
- ٥- تساهم هذه الدراسة في الأدب المحاسبي كونها تقدم نماذج محاسبية توضح العلاقة بين متغيرات البحث .
- ٦- تحاول هذه الدراسة تقديم أدلة من البيئة المصرية حول العلاقة بين الإرشادات المرتبطة وتحسين مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وإنعكاس ذلك على قرارات المستثمرين .

#### رابعاً- منهج البحث

إعتمدت الباحثتان على كلاً من المنهج الإستقرائي والإستنباطي للتوافق مع الإطار النظري والعملی للبحث، حيث تم إستخدام المنهج الإستقرائي في دراسة وتحليل وتقييم الأدبيات المحاسبية السابقة المرتبطة بمفهوم أدوات الدين الخضراء، الإفصاح المحاسبي المستدام وتعزيز قرارات المستثمرين في ضوء المعايير المالية والإرشادات المرتبطة بغرض الحصول على البيانات اللازمة لإعداد الإطار النظري للبحث ومعرفة ما توصلت إليه تلك الدراسات. وتم إستخدام المنهج الإستنباطي في صياغة الإطار التطبيقي للبحث الذي يهتم بوضع الفروض، وتحديد المنهجية الملائمة لإختبارها من خلال تحديد نوع البيانات المطلوبة، مجتمع البحث، وأساليب التحليل الإحصائي ثم تفسير النتائج للوصول إلى الحقائق وتعميم النتائج .

#### خامساً- حدود البحث

تم توجيه قائمة إستقصاء إلى مديري البنوك وسماسرة الأوراق المالية وذلك للتحقق من العلاقة بين مستوى الإفصاح وقرارات المستثمرين، كما إقتصر التطبيق على البنك التجاري الدولي ( مصر )، وتم الإعتماد على القوائم والتقارير المالية لعينة



الدراسة على مدار سلسلة زمنية تبدأ من الربع الأول لعام ٢٠٢١ وتنتهي في الربع الأول لعام ٢٠٢٢.

### سادساً- هيكل البحث

في ضوء أهمية البحث وتحقيقاً لأهدافه والإجابة على تساؤلاته البحثية، فقد تم تقسيم البحث على النحو التالي :

القسم الأول : الإطار العلمي لتفسير العلاقة بين المتغيرات البحثية

القسم الثاني : الدراسات السابقة وتحديد الفجوة البحثية وتطوير الفروض

القسم الثالث : تصميم الدراسة التطبيقية وإختبار فروض البحث وتحليل النتائج

القسم الرابع : النتائج والتوصيات والتوجهات البحثية المستقبلية

القسم الأول : الإطار العلمي لتفسير العلاقة بين المتغيرات البحثية

١/١ أدوات الدين الخضراء ( المفهوم والأهمية – المحددات )

تعمل مصر بجدية منذ عام ٢٠١٩ نحو تعزيز سياسات التمويل المستدام حيث سبق أن أصدرت مصر سندات خضراء سيادية من خلال وزارة المالية في عام ٢٠٢٠ بقيمة ٧٥٠ مليون دولار، كما أطلق البنك التجاري الدولي – مصر في عام ٢٠٢١ برنامج السندات الخضراء كأول إصدار للقطاع الخاص لتعزيز تمويل المشروعات التي تقدم حلول مستدامة لحل أزمة تغير المناخ والقضايا البيئية الأساسية مثل نفاذ الموارد الطبيعية، فقدان التنوع البيولوجي، وتلوث الماء والهواء والتربة مما يساهم في دعم الإقتصاد الأخضر في مصر، وبلغت قيمة الإكتتاب في أول إصدار ١٠٠ مليون دولار لأجل خمس سنوات ذات عائد ثابت وغير قابل للإسترداد، ويعتزم البنك إستخدام حصيلة الإصدار في تمويل محفظة من القروض الخضراء التي يقدمها لعملاؤه وللشركات الصغيرة والمتوسطة، وتوجيه مالا يزيد عن ٢٠% من إجمالي الإصدار لتمويل المصروفات الرأسمالية الخاصة بالمباني الخضراء التابعة للبنك، كذلك صدر قرار بشأن إنشاء سجل للمراقبين البيئيين المحليين لدعم إصدار السندات الخضراء وخلق سوق محلي قوي من المدققين البيئيين لتسهيل إصدار السندات

الخضراء في السوق المصري وعدم إقتصارها على الشركات الكبيرة فقط (www.Zawya.com/ar,2021) ، (www.hapijournal.com,2021)

وتعرف السندات الخضراء بأنها أداة دين مبتكرة وذات دخل ثابت مخصصة لتمويل المشروعات المتعلقة بالتنمية المستدامة والمناخ، وهي تمثل بذلك خيار تمويلي جديد منخفض التكلفة متاح أمام القطاع العام والخاص، كما تتميز هذه السندات بأنها ذات مستوى عالي من السيولة، لا تنطوي على مخاطر عالية، تقلل من تكاليف الإقتراض، تخفف من آثار المخاطر البيئية من خلال جذب المستثمرين المهتمين بالمعايير البيئية والاجتماعية، تعطي ميزة ضريبية تتمثل في خصم عائدات السندات من ضريبة الشركة المُصدرة لتشجيع تمويل الإستثمار في المشروعات الخضراء، لا تؤدي هذه السندات إلى فقدان المساهمين من إدارة الشركة لأن حملة هذه السندات ليس لديهم حق التصويت في الجمعية العمومية، كما تمنح هذه السندات صاحبها ميزة الأولوية في إقتسام الأصول في حال تصفية الشركة، ويمكن القول أن هذه السندات تتشابه مع السندات التقليدية في التصنيف، التسعير، وعملية التنفيذ وتختلف في إستخدام الأصل وعائداته (متطلبات تمويل أو إعادة تمويل المشروعات الخضراء)، ويطلق عليها أيضاً السندات البيئية أو سندات المناخ. (Glavas ,2019)، (بكدي و خبازي، ٢٠٢٠)، (Kuchin,et.al,2019)

وهناك أربعة فئات للسندات الخضراء تتمثل في: ( بكدي وخبازي، ٢٠٢٠ ) (Dragon and Yupu,2018)، (Aassouli,et.al,2018)

- الإستخدام الأخضر لعائدات السندات ( سند أخضر تقليدي ): ويتضمن الإلتزام بالديون مع اللجوء إلى المُصدر.
- الإستخدام الأخضر لإيرادات عائدات السندات ( سند العائد الأخضر): ويتضمن الإلتزام دون اللجوء إلى المُصدر، واللجوء إلى التدفقات المالية الناشئة عن المشروع الذي يتم إستثمار عائدات إصدار السند فيه .
- سندات المشاريع الخضراء: وتتضمن التعرض المباشر لخطر المشروع دون اللجوء إلى المُصدر، ويتم تخصيص العائدات إلى أكثر من مشروع .

- السندات الخضراء المضمونة ( الآمنة ): وهو سند مضمون من قبل واحد أو أكثر من المؤهلين من خلال تحديد المشاريع والأصول التي يتم فيها استثمار هذه العائدات . كما توسعت أنواع السندات الخضراء لتشمل مجموعة مختلفة من السندات مثل السندات الزرقاء لمساندة مشروعات مستدامة للأنشطة البحرية ومصائد الأسماك . وهناك العديد من التحديات التي تواجه السندات الخضراء تتمثل في : (Charlotta,2021),( Glavas,2019)
- نقص الوعي بمزايا السندات الخضراء والمبادئ التوجيهية والمعايير الدولية ذات العلاقة لدى صانعي السياسات، الجهات التنظيمية ، مصدري السندات، والمستثمرين .
- عدم وجود طلب كاف من قبل المستثمرين المهتمين بالسندات الخضراء في بعض الأسواق حيث يتم الشراء من قبل المستثمر المحلي إما بسبب ضوابط رأس المال أو الحواجز التعريفية.
- صعوبة دخول المستثمرين الدوليين إلى الأسواق المحلية بسبب اختلاف التعاريف الخاصة بالسندات الخضراء ومتطلبات الإفصاح وأدوات إدارة المخاطر .
- ارتفاع تكاليف إدارة متطلبات الإفصاح والتي تتضمن تكلفة الحصول على رأي ثاني أو ضمان طرف ثالث لمراقبة استخدام الجهة المُصدرة للعائدات .
- عدم توفر تصنيفات ومؤشرات وقوائم السندات الخضراء، حيث يساعد التصنيف الإنتمائي الذي يتضمن المعلومات البيئية على تقييم الإتساق بين السندات الخضراء والمبادئ التوجيهية والمعايير الدولية، كما يمكن للمؤشرات أن توجه المستثمرين للإستثمار في السندات الخضراء التي تلبى إحتياجاتهم مما ينعكس على فهم المخاطر وكيفية إدارتها .
- وقد بدأت مجموعة من البنوك وضع مبادئ للسندات الخضراء وهي مجموعة من الإصدارات التي تحدد إطار إصدار السندات الخضراء، حيث أصدرت رابطة أسواق رأس المال الدولية النسخة الأخيرة في مارس ٢٠١٥، وتعتبر هذه المبادئ توجيهية وإختيارية حيث تهدف إلي ضمان الشفافية وتعزيز الإفصاح مما يساهم في تطوير سوق السندات

الخضراء. (بن زيدان وآخرون، ٢٠٢٠)، وقد تم تطوير هذه المبادئ في عام ٢٠١٨ وتمت مراجعتها بإستشارة مركز البحوث المناخية والبيئية الدولية أكبر مقدمي المراجعة الخارجية لإصدار هذا النوع من السندات، أكبر البنوك ومديري الأصول في العالم، شركات الإستشارات البيئية، ومراجعي الحسابات الكبار. (بكدي وخبازي، ٢٠٢٠)

ويمثل الإعلان عن أول إصدار من السندات الخضراء للشركات في سوق رأس المال المصري محطة لجهود وشراكة مع مؤسسات التمويل الفنية أسهمت بتقديم دعم فني في مجال وضع الإطار التنظيمي للسندات الخضراء كأداة مالية جديدة وبما يتوافق مع مبادئ السندات الخضراء الصادرة عن الإتحاد الدولي لأسواق المال وإتفاقية باريس للمناخ، وتضمنت هذه الجهود وضع إطار عام لدليل السندات الخضراء على نحو يتوافق مع أحكام قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ٩٢ ولائحته التنفيذية لجذب العديد من الجهات الدولية والمؤسسات المالية العالمية المهتمة برصد إستثمارات مالية كبيرة لتوجيهها إلى المشروعات الخضراء، كما أن هناك مبادرة هيئة الرقابة المالية لمنح حوافز للسندات الخضراء وتعزيز الترويج لإصدارها بإعفاء مُصدري السندات الخضراء من ٥٠% من إجمالي مقابل الخدمات والفحص بالهيئة وتشجيع الشركات بالقطاع الخاص على إستخدام السندات الخضراء كأدوات مالية يمكنها تحقيق التوازن بين العوائد المالية وتعزيز الأثر البيئي والإستفادة المثلى من الموارد الطبيعية، وقد وافقت الحكومة المصرية على ٦٩١ مشروع صديق للبيئة في قطاعات مختلفة مثل الطاقة المتجددة والمياه والنقل، كما تم تمويل العديد من المشروعات الحيوية التي تعزز توجه الدولة نحو الإقتصاد الأخضر.

(www.hapijournal.com,2021)، (www.hewaaya.com,2022)

ويتضمن إطار عمل السندات (تحديد لمعايير إستخدام حصيلة الإصدار، شروط الحصول على التمويل، معايير إختيار المشروعات التي سيتم تمويلها من خلال القروض الممنوحة للعملاء، إدارة حصيلة الإصدار وإعداد التقارير، وتقييم الآثار الناتجة عن هذه التمويلات). (إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية، ٢٠١٧).

بالإضافة إلى ذلك تمثل مذكرة المعلومات الصادرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية دعوة للمستثمرين للإكتتاب في السندات الخضراء وتتضمن كافة المعلومات المتعلقة بالإصدار وهي معلومات تمت مراجعتها من قبل الجهة المُصدرة والمستشار القانوني ومراقبي الحسابات، ويتوافق ما ورد بالمذكرة مع أحكام قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية والمعايير الدولية للسندات الخضراء الصادرة عن الإتحاد الدولي لأسواق رأس المال، وأشارت المذكرة إلى ما يجب أن تفصح عنه الشركة المُصدرة للسندات ويتمثل في نوع السندات، التصنيف الائتماني، قرار الجمعية العامة أو غير العادية على الإصدار ويتضمن نص القرار ونسبة التصويت أو قرار مجلس الإدارة في حالة التفويض، الغرض من الإصدار، نوع الإصدار، قيمة الإصدار، مدة الإصدار، عملة الإصدار، عدد السندات المطروحة، القيمة الاسمية للسند، سعر الإصدار، مصاريف الإصدار، نوع وسعر العائد، فترة وأسلوب احتساب العائد، مكان سداد الكوبونات، تواريخ إستهلاك السندات، ويتم الإفصاح عن تفاصيل وشروط السداد المعجل والتعويضات الممنوحة لحملة السندات والمخاطر وكيفية التغلب عليها . (www.icmagroup.org,2021)

كما أكدت المذكرة على أنه يجب الإلتزام بمبادئ السندات الخضراء الأربعة طوال عمر الإصدار، حيث تحدد هذه المبادئ أفضل الممارسات عند إصدار السندات مما يعزز الشفافية والإفصاح مع إمكانية خضوع هذه المبادئ للتحديث لتعكس تطور ونمو سوق السندات الخضراء وتتمثل هذه المبادئ في :

(www.icmagroup.org,2021)

- إستخدام حصيلة السندات الخضراء لتمويل وإعادة تمويل المشروعات الصديقة للبيئة، ويتم الإفصاح عن الإجراءات الداخلية التي يقوم بها المُصدر من أجل إستخدام حصيلة السندات في المشروعات الخضراء، ويتم إستخدام حساب فرعي ومحفظة مخصصة للإستثمار في المشروعات الخضراء .

- إجراءات تقييم وإختيار المشاريع الممولة من حصيلة السندات الخضراء وتتضمن وصف موجز للمشاريع الخضراء الممولة بما في ذلك النسبة المئوية للعائدات التي سيتم تخصيصها لتمويل أو إعادة تمويل كل مشروع على حدى .

- إدارة الحصيلة وتتضمن الإجراءات التي سوف تتخذها الجهة المصدرة من إستخدام للحصيلة بطريقة تفصيلية بدء من غلق باب الإكتتاب وحتى نهاية إصدار السندات، وتقوم الشركة المصدرة للسندات بإيداع كامل الحصيلة في حساب خاص فرعي يخصص لتمويل وإعادة تمويل المشروعات الخضراء.

- التقارير الدورية وتتضمن الإلتزام بإعداد تقرير دوري حول إجراءات إستخدام التمويل وتخصيصها للمشروعات الخضراء، والإلتزام بإصدار تقرير سنوي من مصدر السندات إلى الهيئة وجماعة حملة السندات للتأكيد على إستخدام خطوات وإجراءات تمويل المشروعات الصادر بشأنها السندات الخضراء مرفق بها تقرير مراقب الحسابات على أن يتضمن التقرير ما تم إستخدامه لتمويل أو إعادة تمويل للمشروعات الخضراء، مقدار التخصيص من حساب الحصيلة لكل مشروع على حدى، المبلغ المتبقي غير المخصص، وكذلك تقديم تقرير سنوي لحملة السندات والهيئة عن التأثيرات البيئية للمشروعات الخضراء المؤهلة ومدى توافرها مع معايير الإلتزام البيئي وتتسم الشفافية بأهمية خاصة عند الحديث عن الأثر البيئي المتوقع للمشاريع حيث توصي مبادئ السندات الخضراء بإستخدام مؤشرات الأداء النوعية ومقاييس الأداء الكمية والإفصاح عن المنهجية المستخدمة.

وتؤكد الباحثان مما سبق على أنه بالرغم من أهمية السندات الخضراء إلا أن مبادئها تعتبر طوعية، لذلك فإن هناك حاجة ضرورية لتعزيز الثقة في هذا السوق والوصول إلي أفضل فهم ممكن للخصائص المالية لهذه الفئة من الأصول .

#### ٢/١ الإفصاح المحاسبي المستدام ( المفهوم والأهمية – قرارات المستثمرين )

تركز النظرة التقليدية للإفصاح المالي على حماية المستثمر الذي له دراية محدودة بإستخدام المعلومات المالية وهو ما يطلق عليه الإفصاح الوقائي، بينما تعكس النظرة المعاصرة للإفصاح المالي عن المعلومات المالية إتجاه نحو ما يسمى

بالإفصاح التثقيفي والذي يهدف إلى تقديم معلومات تفيد في إتخاذ القرارات الإستثمارية. (ناصرى، ٢٠٢١)

ويعد الإفصاح المحاسبي ركيزة أساسية للفئات ذات العلاقة بالمنشأة عموماً وفئة المستثمرين خصوصاً وأن الهدف الأساسي من الإفصاح والشفافية هو التأكد من توافر المعلومات المالية وغير المالية لكافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد وبالشكل الذي يساهم في إتخاذ قرارات الإستثمار ، ويتم ذلك من خلال إعداد التقارير المالية وفقاً للقواعد والمعايير المنظمة لذلك بغرض توصيل المعلومات التي يبحث عنها المستخدمين. (عقبة، ٢٠٢١)

وتتفق الباحثان مع (الزعي والمطارنة، ٢٠٢١)، (أحمد ، ٢٠٢٠)، (سعيدى و أوكيل ، ٢٠٢١)، (الأمين ومحمد، ٢٠٢١) في أن الإفصاح المحاسبي يعتبر من المفاهيم والمبادئ التي تلعب دور هام في إثراء قيمة ومنفعة المعلومات المحاسبية التي تظهر في القوائم المالية لأغراض إتخاذ قرارات الإستثمار والتمويل من خلال تحويل المعلومات الداخلية المحكرة من قبل إدارة المنشأة إلى معلومات خارجية بحيث يضيف الإفصاح تغيير في قرار المستخدم، كما يعتبر الإفصاح المحاسبي من أهم الممارسات المحاسبية تأثراً بالمتغيرات البيئية الجديدة حيث يتم تعديل سياسة الإفصاح في العديد من المنشآت لتأخذ في اعتبارها متطلبات معايير المحاسبة الدولية .

ويتمثل دور الإفصاح المحاسبي في إتخاذ القرارات في أنه يزيد من إمكانية الحصول على المعلومات المالية، يسهل الحصول على المعلومات الملائمة والمطلوبة لإتخاذ القرارات، يزيد من دقة المعلومات ، يجعل القوائم المالية أكثر فهماً للمستخدمين، ويعمل على تحقيق الشفافية والحد من عدم التماثل، وتعني شفافية الإفصاح إتسام مخرجات المحاسبة من خلال التقارير المالية بأعلى مستوى جودة للمعلومات وإكتمال خصائصها النوعية ، وعدم ترك أي غموض أو ريبية لدى مستخدميها وتمكينهم من إتخاذ القرارات، وتعتبر معلومات القوائم المالية المنشورة التي تتصف بجودتها العالية التي تعتمد على زيادة مستوى الفهم والإدراك لدى متخذ القرار، والأرباح والعوائد المتوقع الحصول عليها من

العوامل المحفزة للإستثمار في سوق الأوراق المالية. (موسى، ٢٠٢١)، ( سعدي وأوكيل، ٢٠٢١)، ( الجبوري وفرج، ٢٠٢١)

وقد ظهر مفهوم الإفصاح المستدام كنشاط إختياري غير إجباري حيث تقوم الشركة بالإفصاح عن المعلومات المالية وغير المالية في التقارير للمستخدمين الداخليين والخارجيين والتي توضح الصورة الكاملة عن موقف الشركة وأنشطتها الإجتماعية والإقتصادية والبيئية والحوكمة ومدى إلتزامها بممارسات الإفصاح الجيد في تحقيق التنمية المستدامة. (الجبلي، ٢٠٢٠)

وهناك العديد من الأسباب التي تدفع المنشآت للإفصاح عن التنمية المستدامة وتتمثل في تعزيز سمعة المنشأة، جذب إستثمارات جديدة، إنخفاض تكلفة حصولها على الأموال، الإسهام في زيادة مستوى الشفافية للأطراف ذات العلاقة، تحسين الأنظمة الإدارية والتشجيع على الإبتكارات، والرغبة في أداء أفضل في ظل وجود المخاطر. (الزعيبي والمطارنة، ٢٠٢١)، (إبراهيم، ٢٠٢٠)، (الجبلي، ٢٠٢٠)

كذلك يجب الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأهم المخاطر التي تقترن بالأوراق المالية الخاصة بها، مع ضرورة تحديث الإفصاح والتقرير عن عوامل الخطر وتأثيرها الجوهري على نشاط الشركة في السوق. (شحاته، ٢٠٢١)

وبالرغم من ذلك فإن الإفصاح عن معلومات المخاطر يمكن المستثمرين من إدراك أن الشركة قد تواجه مخاطر، لذلك يطالبون بمزيد من التعويضات لتجنب تلك المخاطر غير المؤكدة أو إلغاء ملكية الأسهم الخاصة بهم وهذا قد يؤثر على كفاءة الإستثمار، (إبراهيم، ٢٠٢١)

وتتضمن محاور الإفصاح البيئي في التقارير المالية الإفصاح عن الإجراءات والأنشطة البيئية ويتضمن البرامج والسياسات والتحسينات والإجراءات التي وضعتها المنظمة للحد من آثار التلوث ومدى الإلتزام بمعايير حماية البيئة، الإفصاح عن الإجراءات المحاسبية الخاصة بشئون البيئة وتتضمن الآثار المالية لإجراءات حماية البيئة في الإنفاق الرأسمالي والأرباح للفترة الحالية، الإفصاح عن الأصول والإلتزامات والتكاليف البيئية وما يرتبط بها من مخصصات وإحتياطات وكذلك



الإفصاح عن المتطلبات الطارئة وإمكانية تحقق الحدث والخسارة المحتملة.  
( سيد وآخرون، ٢٠٢١ )

وتشير الباحثان إلى الدور الهام للإفصاح المحاسبي المستدام في تخفيض الآثار السلبية لعدم تماثل المعلومات والذي ينعكس بدوره على زيادة حجم التداول في أسواق رأس المال، القدرة على تقدير مخاطر الأوراق المالية، تكوين محافظ الأوراق المالية للحصول على أعلى معدل عائد مع درجة معينة من المخاطرة، السيولة، تكلفة التمويل، استمرار تواجد صغار المستثمرين، وسلوك الإدارة .

وتحتاج قرارات الإستثمار الرشيدة إلي معلومات ذات موثوقية عالية، فالأسواق تعمل بشكل أفضل عندما تتمكن من الوصول إلي معلومات ذات جودة عالية تساعد على التحقق من درجة إستجابة الشركات لإحتياجات المساهمين وتكشف جودة التدفقات النقدية المستقبلية، كما يمكن الإعتماد على هذه المعلومات لقياس حجم المخاطر بأنواعها المختلفة مثل مخاطر معدل الفائدة ، مخاطر السوق، مخاطر السيولة، مخاطر سعر الصرف، مخاطر الإدارة، ومخاطر الأعمال والتنبؤ بها، وأيضاً فإن أثر المعلومات على سوق الأوراق المالية له شقان الأول هو الدور التسعيري بهدف دعم وترشيد القرار، والثاني هو إدارة محفظة الأوراق المالية بشكل يحقق للمستثمرين الربحية المستهدفة ويحفظ لسوق الأوراق المالية التوازن بقدر الإمكان . ( بن صوثة، ٢٠١٩ )، ( Garcia-Sanchez,et. al,2020 )

وتتأثر أهمية المعلومات المحاسبية في أسواق رأس المال بعدة عوامل تتمثل في توقعات سوق المال عن محتوى القوائم المالية، توقيتها، حجم المعلومات عن توزيع عوائد الأوراق المالية ، ودرجة مصداقية تلك المعلومات، حيث يعتبر وجود نظام فعال للمعلومات من أهم الأركان التي تركز عليها كفاءة السوق المالي بما يضمن تدفق هذه المعلومات في كل الأوقات وبأقل تكلفة ممكنة ، كما تتحدد المعلومات اللازمة لإتخاذ قرار الإستثمار في الأوراق المالية في ضوء العوامل المحددة للقيمة السوقية للأوراق المالية حيث يتحدد السعر السوقي في ضوء متغيرين أساسيين هما التدفقات النقدية المتوقعة ومعدل الخصم الذي تتعامل معه القيمة السوقية للسهم، كذلك

تتحقق كفاءة السوق من خلال كفاءة التسعير ( كفاءة خارجية) وكفاءة التشغيل ( كفاءة داخلية) مما يتطلب بذل جهد للحصول على المعلومات وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية. ( شعراوي وآخرون، ٢٠٢١)

بالإضافة إلى ما سبق فإنه في سياق تأكيد نظرية التمويل السلوكي فإن هناك تأثير لحالات الطوارئ في غضون تداعيات جائحة كورونا على سلوكيات وقرارات المستثمرين والتي بدورها تؤثر بشكل واضح على القيمة السوقية للأسهم، حيث أن تفاعل المستثمرين يقلل من تقلبات الأرباح في حين أن النظرة التشاؤمية ستزيد من هذه التقلبات، كما أن الأسواق تتحرك صعوداً وهبوطاً كاستجابة سريعة لما يتم الإفصاح عنه من معلومات مالية وغير مالية تقترب بتداعيات إنتشار الجائحة والإجراءات الإحترازية التي تتخذها الحكومات والمؤسسات . (Badar,2020)، ( Bogdan,et.al,2021 )

وتتفق الباحثان مع ( أحمد، ٢٠٢١)، (الجندي، ٢٠٢٠)، ( أبو الذهب و سرور، ٢٠٢١) في أن القرار الإستثماري يعد من أهم القرارات التي تتخذها المنشآت والذي يتضمن قدر عالي من المخاطر، وأن المعلومات المالية لها تأثير مباشر أو غير مباشر على قرارات المستثمرين، وكذلك على تنشيط البورصة وزيادة حركة التداول ويعتبر ترشيد قرار الإستثمار من القرارات الأكثر أهمية وتأثير على الربحية، حيث يعتمد على تخصيص الموارد النادرة لأوجه الإستثمار المختلفة التي يتوقع أن تحقق عائد مجزي خلال الفترات المستقبلية، وبالتالي يتوقف نجاح المشروع الإستثماري على سلامة القرار الإستثماري، وجدير بالذكر أنه من العوامل المؤثرة في تعزيز ثقة المستثمرين كفاءة الأسواق المالية والتي تتمثل في العلاقة بين المعلومات المتوفرة والقيمة السوقية للورقة المالية، ومشكلة الوكالة والتي تؤثر سلباً على مصالح المستثمرين ومن ثم قيمة الشركة وإستمراريتها .

ويرى ( بن رحمون، ٢٠١٩) أن تبني النظام المحاسبي المالي لأهم المعايير الدولية للمحاسبة له أهمية بالغة في تحسين مستوى الشفافية والثقة لدى مختلف

الأطراف ويعزز من جودة المعلومات المحاسبية، حيث يعمل المعيار المحاسبي (IAS 01) على تطوير وتحسين إعداد وتقديم القوائم المالية مما يسمح بسهولة تفسيرها وفهمها من قبل المستثمرين، ويسمح المعيار (IAS 07) بتعريف المستثمرين بصافي موجودات الشركة وهيكلها التمويلي بما في ذلك السيولة والملاءة المالية، كما يعمل المعيار (IAS , 34) على ترشيد القرارات الإستثمارية بجعل المستثمرين على إطلاع دائم بالوضع المالي والمستجدات المتعلقة بالشركة، كذلك فإن الإفصاح المحاسبي وفق النظام المحاسبي المالي يضمن ثقة المستثمر في المعلومات المالية والمحاسبية التي تعرضها الشركات، حيث أنه يؤدي إلى تخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بقرارات الإستثمار وذلك بالإفصاح عن كل التفاصيل وتقديم مختلف التفسيرات والتوضيحات بخصوص الأرقام الواردة في القوائم المالية والسياسات المحاسبية المطبقة في الشركة. ويشير (أحمد، ٢٠٢٠) إلى أن العلاقة بين الإفصاح المحاسبي المستدام وكفاءة الإستثمار يمكن تفسيرها في ضوء نظرية أصحاب المصالح، حيث تفصح الشركة عن أبعاد التنمية المستدامة لضمان جذب رؤوس الأموال وتحقيق كفاءة الإستثمار بها لضمان إستمرارها وتنمية قيمتها في الأجل الطويل، وفي ضوء نظرية الوكالة حيث يفيد الإفصاح المحاسبي المستدام في تخفيض حالة عدم التماثل بين طرفي الوكالة، ومن ثم يؤدي إلى زيادة الثقة لدى أصحاب المصالح بالشركة مما يدعم عملية إتخاذ القرارات الإستثمارية الملائمة ويعمل ذلك على تعزيز كفاءة الإستثمار، وأخيراً في ضوء نظرية الملكية حيث يفيد الإفصاح المحاسبي المستدام في تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وباقي الفئات من أصحاب المصالح ، مما يسهم في تحقيق كفاءة الإستثمار.

ومما سبق ترى الباحثتان إن الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضر هو العملية المرتبطة بتوفير المعلومات وجعل القرارات المتخذة معروفة من خلال نشرها في التوقيت المناسب، وتظهر العلاقة بين الشفافية والإفصاح من خلال المساءلة المحاسبية وذلك بتبرير التصرفات والسياسات وقبول المسؤولية المتعلقة بالقرارات والنتائج المترتبة عليها مما يمكن المستثمرين من تقرير المخاطر والمزايا التي تتضمنها إستثماراتهم، وفي

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رحاب جمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

هذا الصدد أيضاً فإن إعداد القوائم والتقارير المالية ذات الشفافية يتعدى مجرد تطبيق مجموعة من معايير المحاسبة التي تهدف إلى توفير التناسق والقبالية للمقارنة إلى الإفصاح العادل الذي يساهم بشكل فعال في التأثير في قيمة الشركة، لذلك فإن هناك حاجة إلى المزيد من التطوير للمعايير والإرشادات المحاسبية الخاصة بالإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء لتعزيز ثقة المستثمرين .

٣/١ العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وقرارات المستثمرين في ضوء المعايير المرتبطة: (Maragopoulos, 2022) ،  
( Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2019 ) ،  
( Institut Der Wirtschaftsprüfer, 2021 ) ،  
( Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020 )

بالرغم من إلزام الكثير من الحكومات بالإقتصاد الأخضر والمجتمع الأكثر استدامة، ووجود زيادة كبيرة بخطى مستقرة ليس فقط في الطلب على التمويل الأخضر ولكن أيضاً في عدد مُصدري السندات الخضراء، إلا أنه حتى اليوم لم يتم توجيه الإهتمام الكافي بالمعالجة المحاسبية للتمويل الأخضر، كما لا توجد لوائح تنظيمية في معايير التقارير المالية الدولية ولا في التشريعات المحاسبية تتناول تحديداً التقارير المالية لهذا النوع من الأدوات المالية .

وبملاحظة متطلبات الإفصاح المحددة للأدوات المالية في ظل IFRS 7 ومتطلبات الإفصاح التي قد تنتج من المبادئ العامة لعرض القوائم المالية في ظل IAS 1 ، نجد أنه وفقاً لمعيار IFRS 7 لا توجد متطلبات محددة بصورة أساسية بالنسبة للأدوات المالية الخضراء، ويجب تطبيق كل المتطلبات الملائمة للأدوات المالية، ولكنه يجب ملاحظة أن معيار IFRS 7 يحدد عدداً من متطلبات الإفصاح بالنسبة للمجموعات المختلفة من الأدوات المالية، وهذا يتلاءم مع التمويل الأخضر خاصة فيما يتعلق بالإفصاح عن مخاطر الإلتزام، وبالتالي فإن الإفصاحات المطلوبة المنشورة حتى تاريخه يجب أن يتم عرضها بصورة منفصلة بالنسبة لهذه المجموعة من الأدوات المالية، ووفقاً لمعيار IAS 1 تكون كل الإفصاحات المذكورة حول الأحكام التقديرية وعدم التأكد من التقديرات ملائمة في هذا

الصدد، وفي حالة التمويل الأخضر ذو الدرجة المرتفعة من عدم التأكد سوف يكون من الضروري النظر بعين الاعتبار إلى متطلبات المعلومات فيما يتعلق بالإفصاحات والتقديرات المستخدمة.

ولتحديد ما يفصح عنه المصدر وبالإشارة إلى متطلبات معيار الإتحاد الأوروبي للسندات الخضراء (EUGBS,2019) يجب أن يتضمن الإفصاح :-

١- الأهداف البيئية للسندات الخضراء وكيف تتوافق إستراتيجية المصدر مع هذه الأهداف، فضلاً عن الأساس المنطقي لإصدارها .

٢- وصف للمشروعات الخضراء التي سيتم تمويلها أو إعادة تمويلها من قبل السندات الخضراء، وما إذا كانت المشروعات الخضراء تساهم بشكل مباشر في تحقيق الهدف البيئي .

٣- وصف نوع وقطاعات المشروعات الخضراء المحتملة، وذلك في الحالات التي لا يتم فيها تحديد المشروعات الخضراء في تاريخ الإصدار.

٤- التقرير عن استخدام عائدات السندات الخضراء، بالإضافة إلى الآثار البيئية المتوقعة على الأقل على أساس سنوي.

٥- التقرير عن التخصيص والآخر وذلك في تقارير التخصيص وتقارير الأثر.

● تقرير التخصيص: يجب على المصدرين تقديم تقرير سنوي على الأقل حتى يتم التخصيص الكامل لعائدات السندات إلى المشروعات الخضراء، وفي حالة حدوث أي تغيير جوهري في هذا التخصيص يتم التحقق فقط من أجل تقرير التخصيص النهائي، ويجب أن يتضمن تقرير التخصيص ما يلي:

- توزيع المبالغ المخصصة للمشروعات الخضراء على الأقل على مستوى القطاع ، ومع ذلك يتم تشجيع تقديم تقارير أكثر تفصيلاً.

- التوزيع الجغرافي للمشروعات الخضراء .

- تضمين معلومات حول ما إذا كانت المشروعات الخضراء تساهم بشكل مباشر في تحقيق الهدف البيئي.

- تقرير الأثر: يجب على المصدرين تقديم تقرير عن تأثير المشروعات الخضراء مرة واحدة على الأقل خلال مدة السندات بعد التخصيص الكامل لعائدات السندات إلى المشروعات الخضراء وأيضا في حالة حدوث تغييرات جوهرية في هذا التخصيص، ويجب أن يتضمن تقرير الأثر ما يلي:
  - وصف للمشروعات الخضراء.
  - الهدف البيئي الذي تسعى إليه المشروعات الخضراء.
  - تفصيل المشروعات الخضراء حسب طبيعة ما يتم تمويله (الأصول، النفقات الرأسمالية، النفقات التشغيلية، .....)، حصة التمويل (ويقصد بها مبلغ المشروعات الخضراء الممولة بعد إصدار السندات)، وإعادة التمويل (ويقصد بها مبلغ المشروعات الخضراء الممولة قبل إصدار السندات).
  - المعلومات، والمقاييس، حول التأثيرات البيئية للمشروعات.
  - معلومات عن المنهجية والإفصاحات المستخدمة لتقييم تأثيرات المشروعات الخضراء. ويمكن أن يكون تقرير التخصيص والتقرير عن الأثر إما على مستوى كل مشروع على حدى أو على مستوى الحافظة، حيث تقيد إتفاقيات السرية أو الإعتبارات التنافسية أو عدد كبير من المشروعات الأساسية مقدار التفاصيل التي يمكن إتاحتها. وقد يغطي تقرير التخصيص وتقرير التأثير العديد من إصدارات السندات بموجب نفس إطار السندات الخضراء، وقد يقرر المصدر أيضاً نشر تقارير التأثير المنفصلة لفئات المشروع المنفصلة، كما يمكن تقديم تقارير التخصيص والأثر في تقرير مجمع أو في تقارير منفصلة، وفي حالة تحديد التخصيص الكامل أو التأثير الكامل بالفعل عند إصدار السند أو كلاهما معاً، يجوز للمصدرين إختيار نشر تقرير واحد يشتمل على معلومات حول التخصيص والتأثير عند الإصدار، وفي حالة حدوث تغيير جوهري في التخصيص ستكون هناك حاجة إلى مزيد من التقارير.
- وترى الباحثتان مما سبق أنه نظراً لعدم وجود إطار موحد حالياً يتناول تحديداً هذا النوع من الأدوات المالية من ناحية المحاسبة والإفصاح، فمن غير الممكن ضمان وجود مدخل موحد لتصميم أو المحاسبة أو الإفصاح عنها من قبل المستثمرين والمصدرين، وذلك

لتحقيق ثقة لدى المستثمرين وتمكينهم من إتخاذ قرارات إستثمارية مدروسة من خلال تحديد المخاطر والفرص التي قد لا ترصدها التقارير المالية التقليدية، الأمر الذي يتماشى مع ما يشهده العالم من إهتمام متزايد بتطبيق مبادئ وأهداف التنمية المستدامة. وتمثل مبادرة هيئة الرقابة المالية المصرية بوضع إطار عام لدليل السندات الخضراء بما يتوافق مع أحكام قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، ولائحته التنفيذية، ومبادئ السندات الخضراء GBP الصادرة عن الإتحاد الدولي لأسواق المال ICMA خطوة هامة في إطار تعزيز قرارات المستثمرين في هذا القطاع .

### القسم الثاني : الدراسات السابقة وتحديد الفجوة البحثية وتطوير الفروض

#### ٢ / ١ تحليل الدراسات السابقة فى مجال البحث

نظراً لمحدودية الدراسات السابقة التى ترتبط بموضوع البحث وأهمية النتائج التى وصلت إليها، وفى إطار إستكمال جهود تلك الدراسات يمكن عرض هذه الدراسات بما يمكن من تطوير فروض الدراسة على النحو التالى :

- **بحثت دراسة Glavas,2019** رد فعل سعر سهم الشركة تجاه إعلان إصدار السندات الخضراء، وإستكشفت الدراسة تأثير المعلومات الناشئة عن سوق السندات على المستثمرين فى الأسهم، وإستخدمت الدراسة عينة من ٧٨٠ إعلان لإصدار سندات الشركات فى ٢٢ دولة فى الفترة ما بين يناير ٢٠١٣ وأغسطس ٢٠١٨. **وتوصلت الدراسة** إلى أن الإعلان عن إصدار السندات الخضراء يشكل معلومات تخلق قيمة إيجابية للمستثمرين، كما وجدت الدراسة وجود رد فعل إيجابي لسعر سهم الشركة تجاه إعلان إصدار السندات الخضراء، مما يشير إلى تغيير فى سلوك المستثمرين فى الأسهم، فمستثمري السندات يتفاعلون بشكل إيجابي مع إصدار السندات الخضراء، وتشير النتائج إلى أن المستثمرين فى الأسهم توقعوا نتائج إيجابية فيما يتعلق بخلق القيمة من إصدار هذه الأوراق المالية، ويمكن أن يكون لذلك آثار على المنتجات المالية الخضراء الجديدة الأخرى مثل القروض الخضراء.

- **سعت دراسة Kuchin, et.al, 2019** إلى تحقيق المعرفة المتعلقة بأداة معينة للتمويل الأخضر - السندات الخضراء، وحاولت الإجابة على بعض الأسئلة

والعمل من أجل تعزيز تنمية سوق السندات الخضراء، ودرست ما إذا كان إصدار السندات الخضراء يسبب رد فعل إيجابي في السوق. وأشارت إلى أن العوامل البيئية تؤثر على قرارات المستثمرين الذين أصبحت محافظهم الإستثمارية وإعلانات الإستثمار الخاصة بهم أكثر إنسجاماً مع الأجندة البيئية العالمية، فإصدار السندات الخضراء يوفر إشارة للمستثمرين بأن الشركة المُصدرة تشارك في التنمية المستدامة، وبالتالي يمكن إدراج أسهمها في المحفظة، وتكتشف الدراسة أهمية الملصق "الأخضر" لتفاعل سوق الأسهم، بالإضافة إلى ذلك درست بعض السمات الأخرى للسندات الخضراء، مما يعزز تطورها ويبرر تكاليفها على المُصدرين. وتوصلت الدراسة إلى تأكيد الفرضية الأولى القائلة بأن السندات الخضراء والسندات المتوافقة مع المناخ تتسبب في رد فعل إيجابي للسوق وتزيد من قيمة الشركة، وتساهم هذه النتائج في حقيقة أن الأوراق المالية تواجه مشكلة هيكل رأس المال الأمثل وتأثير الرافعة المالية على قيمة الشركة، كما توضح أن هذا التفاعل لا يعتمد على وجود ملصق أخضر في حالة عينة معينة، وتؤدي المتغيرات الأخرى على مستوى الشركة المُصدرة والسندات دوراً مهماً في تحديد العوائد التراكمية غير الطبيعية.

- قامت دراسة **Tang and Zhang, 2020** بتقديم مجموعة بيانات شاملة تغطي جميع إصدارات السندات الخضراء للشركات في جميع أنحاء العالم لتقديم أول تحليل تجريبي لرد فعل السوق على الأنشطة البيئية، الإجتماعية، والحوكمة للشركات (ESG)، وأوضحت الدراسة إلى أنه يمكن النظر إلى إصدار السندات الخضراء على أنها مؤشر للشركات للقيام بإستثمارات صديقة للبيئة، وتغيير تعريف (ESG) الخاصة بها. وتوصلت الدراسة إلى أنه ترتفع أسعار أسهم المُصدرين بشكل كبير مع إقتراب الإعلان عن إصدار السندات الخضراء، وهذا و تساعد السندات الخضراء في توسيع قاعدة المستثمرين لأن إصدار السندات الخضراء يمكن أن يجذب المزيد من وسائل الإعلام، كما يستخدمها المستثمرون



لتلبية متطلباتهم الإستثمارية، و تشير النتائج إلى أن المساهمين الحاليين يحصلون على فوائد من إصدار السندات الخضراء.

- **إستهدفت دراسة Lebelle, et.al, 2020** إلقاء الضوء على وجهتي نظر، وجهة النظر الأولى تشير إلى أن السوق يتفاعل بشكل إيجابي مع الإعلان عن إصدار السندات الخضراء، ووجهه النظر الثانية تقترح عكس ذلك، حيث يؤدي الإعلان عن إستخدام مثل هذه الأداة المالية غير المعروفة من وجهة نظر المستثمرين إلى ردود فعل سلبية في السوق، كما أوضحت الدراسة العواقب المحتملة لإصدار السندات الخضراء على الأداء المالي للمصدر. **وتوصلت الدراسة** إلى أن الإعلان عن إصدار جديد للسندات الخضراء، قد يفسره المستثمرون على أنه يوفر عدم التأكد، مما يؤدي إلى ردود فعل سلبية في السوق تشير إلى حقيقة أن السند الأخضر لا يزال أداة جديدة جدًا وغير معروفة، وأن كفاءته في المساعدة في معالجة تغير المناخ لا يزال خاضعًا للمناقشات، وأظهرت النتائج أن سوق الأوراق المالية يتفاعل في يوم إعلان السندات الخضراء واليوم التالي، وأن العائد التراكمي غير الطبيعي يتراوح بين - 0.5% و - 0.2%، ويمكن ملاحظة هذا التأثير بشكل أساسي في أول إصدار للسندات الخضراء (مقارنة بالإصدارات اللاحقة) وفي البلدان المتقدمة (مقارنة بالدول الناشئة)، وأشارت النتائج إلى أن المستثمرين يتفاعلون بنفس الطريقة مع السندات الخضراء مثل السندات التقليدية أو القابلة للتحويل.

- **قدمت دراسة Sangiorgi and Schopohl, 2021** رؤى حول أنشطة الإستثمار في السندات الخضراء والعوامل التي تؤثر على قرارات الإستثمار في السندات الخضراء، وركزت هذه الدراسة على منظور المستثمر وتستكشف الأنشطة الإستثمارية للمستثمرين في سوق السندات الخضراء والدوافع والعقبات التي تعترض إستثماراتهم في السندات الخضراء، وللتأكد من آراء المستثمرين ومواقفهم تجاه السندات الخضراء إستخدمت الدراسة قائمة إستقصاء لدراسة الدوافع والعقبات الأساسية للإستثمار. **وتوصلت الدراسة** إلى أن المستثمرين يستثمرون بنشاط في سوق السندات

الخضراء عبر مجموعة متنوعة من قنوات الإستثمار، ويفضل المستثمرون السندات الخضراء الصادرة من الشركات المصدرة والحكومات، ووجدت الدراسة أن هناك طلبًا قويًا من المستثمرين لم تتم تلبيةه على السندات الخضراء من هذه الأنواع من المصدرين، ولا سيما من الشركات غير المالية في قطاعات الصناعة والسيارات والمرافق. وتعد الأسعار التنافسية وبيانات الإعتماد الخضراء القوية قبل الإصدار وبعده من العوامل الأكثر شيوعًا التي تؤثر على قرار المستجيبين للإستثمار في السندات الخضراء، والتقرير غير الواضح والضعيف عن كيفية تخصيص عائدات السندات للمشاريع الخضراء يدفع غالبية المستثمرين إلى عدم الإستثمار في السندات الخضراء، أو بيع السندات إذا كانت مدرجة بالفعل في المحفظة.

- تناولت دراسة **Fatica and Panzica, 2021** إستكشاف دور المستثمرين المؤسسيين في أداء السندات الخضراء في أوقات الأزمات، بينما يتوسع نطاق أدوات الدين المستدام ويتنوع بسرعة، وأفادت الدراسة بأنه لا يوجد دليل عملي على كيفية أداء فئات الأصول الجديدة هذه في فترات ضغوط السوق، وعلى الدور الذي يلعبه المستثمرون المؤسسون . وإستخدمت الدراسة بيانات عن حيازة السندات من قبل المستثمرين المؤسسين بالتركيز على فترة الإضطراب المالي بسبب جائحة كورونا. وأخذت في الإعتبار فئة معينة من الأدوات المالية المستدامة - السندات الخضراء- التي ظهرت في السنوات الأخيرة، حيث أصبحت السندات الخضراء تحظى بشعبية كبيرة حيث تمول الشركات العمليات الأكثر صداقة للبيئة، وإمتدت فترة العينة من الربع الثالث من عام ٢٠١٨ إلى الربع الثاني من عام ٢٠٢٠، وتغطي فترة الضغوط الشديدة والمفاجئة التي تعاني منها الأسواق المالية مع تكشّف أحداث مرتبطة بفيروس كورونا، وتوصلت الدراسة إلى أنه لا توجد أدلة على وجود فروق كبيرة في صافي مبيعات السندات الخضراء فيما يتعلق بالسندات التقليدية في الأوقات العادية، أي حتى نهاية عام ٢٠١٩. ومع ذلك وأثناء تفشي فيروس كورونا في الربع الأول من ٢٠٢٠، شهدت الأوراق المالية الخضراء بإستمرار مبيعات أقل من السندات التقليدية المكافئة، وبذلك تشير النتائج إلى أن

الإستثمارات المستدامة يمكن أن يكون لها تأثير على إستقرار الأسواق المالية حتى أثناء فترات الإضطراب الشديد، وهذا له تأثير مهم على الإستقرار المالي الكلي مع نمو سوق الإستثمارات المستدامة.

- هدفت دراسة سعیدی و أوکیل ، ٢٠٢١ إلى معرفة الدور الذي يؤديه الإفصاح عن المعلومات في ترشيد قرارات الإستثمار في سوق الأوراق المالية. وتوصلت الدراسة إلى أنه يعمل توفر المعلومات المحاسبية على زيادة درجة الإعتماد عليها من قبل مستخدميها في إتخاذ القرار، من خلال الإعتماد على القوائم المالية باعتبارها مصدر للمعلومات المحاسبية والتي يتم إعدادها وفق المبادئ المحاسبية المقبولة، كما تعمل أنظمة المعلومات في دعم مراحل إتخاذ القرار في كافة مراحلها، وبالتالي تعد ذات أهمية كبيرة من خلال أثرها الفاعل في إيصال المعلومات وتسهيل الامام بمكونات الواقع، كما تعمل عملية إتخاذ القرارات على ربط وتقييم ومتابعة والتأكد من أن ما يتحقق فعلياً يسير وفقاً لما خطط له، لهذا فإن وجود نظام معلومات خاص برصد القرارات، ومتابعة تنفيذها يشكل ضرورة بالغة وأهمية لازمة للتعرف المتواصل على كيفية التعامل مع تلك القرارات وتقييم مستويات تنفيذها بصورة واضحة ودقيقة.

- قامت دراسة أحمد، ٢٠٢١ بالتعرف على مدى مساهمة جودة المعلومات المالية التي تتضمنها القوائم المالية في ترشيد قرارات المستثمرين على مستوى سوق الأوراق المالية، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة وتأثير معنوي إيجابي بين جودة المعلومات المالية وكفاءة القرارات الإستثمارية في سوق الأوراق المالية، حيث أن توفر الخصائص النوعية في المعلومات المالية تؤثر بشكل كبير في عملية تداول الأسهم داخل السوق وخارجة، من خلال تأثيرها في سلوك المستثمرين ومساعدتهم في تقويم الإتجاهات المستقبلية للمؤسسات، وذلك بالتنبؤ بربحية ومخاطر الإستثمار في الأسهم والمفاضلة بين الفرص الإستثمارية المختلفة .

- أشارت دراسة **Raheem, 2021** إلى الأهمية المتزايدة لأدوات الدين الخضراء وتصنيفها كأصل مالي قابل للتطبيق، وإلى أهمية التخفيف من مخاطر مثل هذا

الإستثمار للمستثمرين. وقامت بفحص إستراتيجيات التحوط للأصول المالية التقليدية على أدوات الدين الخضراء، وقسمت الدراسة مجموعة البيانات إلى قسمين: قبل كورونا وعصر كورونا. وتوصلت الدراسة إلى نتيجتان رئيسيتان هما: توفر السندات والأسهم التقليدية التحوط الأكثر إتساقاً للإستثمار في الأسواق الخضراء، وإنخفاض فعالية التحوط في فترة إنتشار الفيروس في سوق الأسهم الخضراء، كما يجب أن يفكر المستثمرون في إعادة تصميم تخصيص محافظتهم لتشمل هذه الأصول الجديدة، ويجب أيضاً التأكد من التخفيف من مخاطر هذه الأدوات الجديدة، كما لا يوجد تنافس بين أدوات السوق الخضراء ومن ثم يتمتع المستثمرون بحرية إختيار أي من الأصول .

– هدفت دراسة **Cioli , et.al, 2021** إلى دراسة رد فعل المستثمرين تجاه الإجراءات البيئية التي تتخذها الشركات مثل قضايا السندات الخضراء من خلال دراسة حدث الإعلان عن إصدارات السندات الخضراء لجميع الشركات المتداولة في العالم في الفترة ٢٠١٣-٢٠١٩، ودراسة سلوك أسعار الأسهم لإصدارات السندات الخضراء لـ ٤١٤ شركة مدرجة. وتوصلت الدراسة إلى وجود زيادات كبيرة في أسعار الأسهم حول تاريخ الإعلان عن إصدارات السندات الخضراء لأول مرة، حيث يتفاعل المستثمرون بشكل إيجابي مع الإعلان عن إصدار سندات خضراء، وبالنسبة للإصدارات الثانية يتناقص رد الفعل الإيجابي لأسعار الأسهم تجاه المبادرات الصديقة للبيئة، بينما يخفي تماماً بالنسبة للإصدارات اللاحقة لأنه بعد الإصدار الأول أصبح السوق على دراية بالفعل بالتزام الشركة بالمشاريع الخضراء.

– أوضحت دراسة **Han, et.al,2022** أن الإنتقال إلى إقتصاد منخفض الكربون أدى إلى زيادة إهتمام صانعي السياسات والمستثمرين بالأدوات المالية الصديقة للبيئة، وشهد سوق السندات الخضراء الصينية نمواً سريعاً في السنوات الأخيرة، ومن المتوقع أن يستمر النمو بسبب طلب قوي من المستثمرين والطلب المتزايد من الحكومات والشركات على رأس المال لتمويل المشاريع الخضراء، وبحثت الدراسة فيما إذا كانت السندات الخضراء تقدم صورة أفضل للمخاطر والعائد مقارنة

بالسندات التقليدية في الصين، وقارنت الدراسة فوائد التنوع للسندات الخضراء والسندات التقليدية باستخدام إستراتيجيات توزيع الأصول المختلفة. وتوصلت الدراسة إلى أن المحفظة التي تحتوي على سندات خضراء تؤدي إلى عوائد أعلى معدلة للمخاطر من المحفظة ذات السندات التقليدية، وتعتبر السندات الخضراء الصينية أكثر فائدة من السندات التقليدية للمستثمرين، ويرجع ذلك إلى زيادة العائدات بعد إدراج السندات الخضراء في المحفظة. وأشارت النتائج إلى وجوب إدراج السندات الخضراء الصينية في المحافظ المثلى، ويجب على المستثمرين توخي الحذر عند إضافة السندات الخضراء الصينية إلى محافظهم الإستثمارية وذلك بسبب انخفاض متطلبات الشفافية والإفصاح عن المعلومات، وإنخفاض حصة استخدام العائدات للمشاريع الخضراء، وتعد الشفافية والإفصاح من أهم الإعتبارات في إستثمارات السندات الخضراء، ومن الضروري لصناع السياسة الصينيين سد الفجوات بين الصين والمعايير الدولية بشأن إصدار السندات الخضراء من أجل تحسين جاذبية السندات الخضراء الصينية للمستثمرين.

- بحثت دراسة **Janda,et.al,2022** فيما إذا كانت السندات الخضراء تقدم للمستثمرين في الصين عائداً جذاباً مقارنة بالسندات التقليدية الأخرى المماثلة، من خلال مطابقة السندات الخضراء مع نظيراتها التقليدية، وتوصلت الدراسة إلى أن المستثمرين على إستعداد لقبول عوائد مالية أقل لإستثمارات السندات الخضراء مقارنة بالسندات التقليدية إلى جانب وجود التفضيلات المؤيدة للبيئة بين المستثمرين، وتشير النتائج إلى أن علاوة السندات الخضراء تختلف باختلاف قطاعات أعمال المصدرين، ونظراً لوجود عدم تماثل في المعلومات يكون المستثمرون على إستعداد لدفع سعر أعلى للسندات الخضراء ذات التصنيف الإئتماني AAA مقارنة بالسندات الخضراء ذات التصنيف الإئتماني المنخفض، وأظهرت النتائج أن مُصدري السندات الحاصلين على تصنيفات ESG يتمتعون بخصم عند إصدار السندات الخضراء مقارنةً بمُصدري السندات الذين لا يتمتعون بتصنيف الإستدامة وذلك مع الإتجاه العالمي لدمج إعتبارات ESG في سياسات

الشركة، كما قد يؤدي عدم وجود معايير متسقة للسندات الخضراء في الصين إلى تقييد رغبة المستثمرين في الإستثمار في السندات الخضراء الناجم عن عدم تماثل المعلومات .

-قامت **Nair, et.al , 2022** ببحث تأثير إصدار السندات الخضراء من قبل الشركات في الصين واليابان جنباً إلى جنب مع الإعتبارات البيئية والاجتماعية والحوكمة على مستوى الشركة على عوائد الأسهم، وأوضحت الدراسة أنه على الرغم من أن العوامل المالية تحكم عملية صنع القرار، إلا أن الإعتبارات المتعلقة بالبيئة أصبحت مجالاً متزايد الأهمية له أهمية لدى العديد من أصحاب المصلحة المختلفين. وتوصلت الدراسة إلى أن المستثمرين قلقون بشأن القضايا البيئية والاجتماعية وقضايا الحوكمة، والتي تنعكس على الأهمية التي يوليها المستثمرون للتمويل الصديق للبيئة ، فالمستثمرين في الصين يأخذون بعين الإعتبار النتائج البيئية عند إتخاذ قرارات الإستثمار أكثر من الحوكمة والقضايا الاجتماعية لأنها تؤدي إلى تحسين الواقع المعزز والسيطرة على الموقف، ويرون أن إصدار السندات الخضراء هو وسيلة لتحسين المخاوف البيئية التي تواجهها الصين، وتشير النتائج بأن عامل البيئة لسوق السندات الخضراء اليابانية ليس ذو دلالة إحصائية لكل من العوائد غير الطبيعية والعائدات التراكمية غير الطبيعية، علاوة على ذلك تبين أيضاً أن قضايا الحوكمة والقضايا الاجتماعية غير ذات أهمية إحصائية في سوق السندات الخضراء في اليابان.

## ٢/٢ الفجوة البحثية في مجال العلاقة بين المتغيرات البحثية

- أشارت بعض الدراسات إلى النتائج التي تفيد بوجود تغيير في سلوك المستثمرين في الأسهم، فمستثمري السندات يتفاعلون بشكل إيجابي مع إصدار السندات الخضراء، حيث أوضحت دراسة (Glavas.2019) إلى أن الإعلان عن إصدار السندات الخضراء يشكل معلومات تخلق قيمة إيجابية للمستثمرين، كما وجدت الدراسة وجود رد فعل إيجابي لسعر سهم الشركة تجاه إعلان إصدار السندات الخضراء، وأشارت دراسة ( Kuchin, et.al ,2019 ) إلى أن العوامل البيئية تؤثر على قرارات المستثمرين. لأن إصدار السندات الخضراء يوفر إشارة للمستثمرين بأن الشركة

المصدرة تشارك في التنمية المستدامة، فالسندات الخضراء والسندات المتوافقة مع المناخ تتسبب في رد فعل إيجابي للسوق وتزيد من قيمة الشركة، واتفقت مع ذلك دراسة (Tang and Zhang, 2020) التي أكدت على أنه يمكن النظر إلى إصدار السندات الخضراء على أنها مؤشر للشركات للقيام بإستثمارات صديقة للبيئة، وترتفع أسعار أسهم المصدرين بشكل كبير مع إقتراب الإعلان عن إصدار السندات الخضراء، وأيضاً تساعد السندات الخضراء في توسيع قاعدة المستثمرين، كما توصلت دراسة (Sangiorgi and Schopohl, 2021) في هذا الصدد إلى أن المستثمرين يستثمرون بنشاط في سوق السندات الخضراء عبر مجموعة متنوعة من قنوات الإستثمار، وأفادت دراسة (Janda, et.al, 2022) في هذا الصدد بأن المستثمرين على إستعداد لقبول عوائد مالية أقل لإستثمارات السندات الخضراء مقارنة بالسندات التقليدية. إلى جانب وجود التفضيلات المؤيدة للبيئة بين المستثمرين، ودراسة (Nair, et.al, 2022) التي أوضحت أن المستثمرين قلقون بشأن القضايا البيئية والاجتماعية وقضايا الحوكمة، والتي تنعكس على الأهمية التي يوليها المستثمرون للتمويل الصديق للبيئة، فالمستثمرين يأخذون بعين الإعتبار النتائج البيئية عند إتخاذ قرارات الإستثمار .

- وفي هذا الصدد أفادت دراسة (Raheem, 2021) بأنه يجب أن يفكر المستثمرون في إعادة تصميم تخصيص محافظتهم لتشمل هذه الأصول الجديدة. ويجب أيضاً التأكد من التخفيف من مخاطر هذه الأدوات الجديدة، كما أوضحت دراسة (Cioli, et.al, 2021) بأن المستثمرين يتفاعلون بشكل إيجابي مع الإعلان عن إصدار سندات خضراء لأول مرة، وبالنسبة للإصدارات الثانية يتناقص رد الفعل الإيجابي لأسعار الأسهم تجاه المبادرات الصديقة للبيئة بينما يختفي تماماً بالنسبة للإصدارات اللاحقة، لأنه بعد الإصدار الأول أصبح السوق على دراية بالفعل بالالتزام الشركة بالمشاريع الخضراء.

-أفادت دراسة (Han, et.al, 2022) على أنه يجب على المستثمرين توخي الحذر عند إضافة السندات الخضراء الصينية إلى محافظهم الإستثمارية وذلك بسبب

إنخفاض متطلبات الشفافية والإفصاح عن المعلومات، حيث تعد الشفافية والإفصاح من أهم الإعتبارات في إستثمارات السندات الخضراء، ومن الضروري لصناع السياسة الصينيين سد الفجوات بين الصين والمعايير الدولية بشأن إصدار السندات الخضراء من أجل تحسين جاذبية السندات الخضراء الصينية للمستثمرين، وإتفقت معها دراسة ( Janda,et.al,2022 ) حيث أفادت بأن عدم وجود معايير متنسقة للسندات الخضراء في الصين تؤدي إلى تقييد رغبة المستثمرين في الإستثمار في السندات الخضراء الناجم عن عدم تماثل المعلومات .

- وفي إتجاه آخر أفادت نتائج بعض الدراسات إلى ردود فعل سلبية في السوق تجاه إعلان إصدار السندات الخضراء مثل دراسة ( Lebelle, et.al, 2020 ) التي أوضحت أن الإعلان عن إصدار جديد للسندات الخضراء قد يفسره المستثمرون على أنه يوفر عدم التأكيد، مما يؤدي إلى ردود فعل سلبية في السوق ويشير ذلك إلى حقيقة أن السند الأخضر لا يزال أداة جديدة جدًا وغير معروفة ، وأكدت على ذلك دراسة ( Fatica and Panzica, 2021 ) التي أفادت بأنه لا توجد أدلة على وجود فروق كبيرة في صافي مبيعات السندات الخضراء فيما يتعلق بالسندات التقليدية في الأوقات العادية، كما شهدت الأوراق المالية الخضراء أثناء تفشي فيروس كورونا باستمرار مبيعات أقل من السندات التقليدية المكافئة.

- وبصدد تفسير الدور الذي يؤدي الإفصاح عن المعلومات في ترشيد قرارات الإستثمار في سوق الأوراق المالية، أفادت دراسة (سعيدى و أوكيل، ٢٠٢١) إلى أنه يعمل توفر المعلومات المحاسبية على زيادة درجة الإعتماد عليها من قبل مستخدميها في إتخاذ القرار، كما توصلت دراسة ( أحمد، ٢٠٢١) إلى أن هناك علاقة وتأثير معنوى إيجابى بين جودة المعلومات المالية وكفاءة القرارات الإستثمارية في سوق الأوراق المالية.

### ومما سبق تتبلور الفجوة البحثية فى النقاط التالية :

- تعد هذه الدراسة هى الأولى التى تدرس تأثير مستوى الإفصاح المحاسبى عن معلومات أدوات الدين الخضراء على القرارات الإستثمارية فى البيئة المصرية،



- حيث ركزت معظم الدراسات على جزئيات محددة للعلاقة بين متغيرات الدراسة ولم يتم التطرق إلى رؤية متكاملة تبحث في طبيعة التفاعل بين هذه المتغيرات.
- التباين الواضح بين ماتوصلت إليه الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين المتغيرات البحثية محل الدراسة، مما يؤكد على الحاجة إلى مزيد من الدراسة والتحليل.
  - قامت الدراسة بقياس أثر إختلاف مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء على قرارات المستثمرين في ضوء المذكرة الصادرة من الهيئة العامة الرقابة المالية، وذلك نظراً لأن الشفافية والإفصاح تعد من أهم الإعتبارات في إستثمارات السندات الخضراء .
  - إن البيئة المصرية لها طبيعة خاصة وليس بالضرورة يمكن أن تعمم النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة في الدول الأخرى على البيئة المصرية فيما يخص العلاقة بين مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء و القرارات الإستثمارية .
- ٣/٢ تطوير الفروض البحثية

في ضوء فكرة البحث وهدفه وأهميته يمكن إشتقاق فروض البحث كما يلي :

الفرض الرئيسي الأول : لا توجد إختلافات ذات دلالة إحصائية بين آراء عينة الدراسة حول أهمية أدوات الدين الخضراء والتحديات التي تواجه نمو هذا السوق.

الفرض الرئيسي الثاني : لا توجد إختلافات ذات دلالة إحصائية بين آراء عينة الدراسة حول العلاقة بين مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وقرارات المستثمرين.

الفرض الرئيسي الثالث : لا توجد إختلافات ذات دلالة إحصائية بين آراء عينة الدراسة حول الأدوات المحاسبية وآليات السوق الرئيسية المرتبطة بأدوات الدين الخضراء التي يمكن الإستفادة منها لدعم قرارات المستثمرين.

الفرض الرئيسي الرابع : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتغير في مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء على قرارات المستثمرين.

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رحاب جمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

### الفروض الفرعية

- الفرض الفرعي الأول : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتغير في مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء على مضاعف الربحية .
- الفرض الفرعي الثاني : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتغير في مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء على العائد على السهم.
- الفرض الفرعي الثالث : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتغير في مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء على حجم الأسهم المتداولة.

القسم الثالث : تصميم الدراسة التطبيقية واختبار فروض البحث وتحليل النتائج

### ١/٣ هدف الدراسة التطبيقية

تهدف هذه الدراسة إلى قياس أثر مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء على قرارات المستثمرين، ولتحقيق ذلك تناولت الباحثتان في هذا البحث أسلوبين الأسلوب الأول يعتمد على إستقصاء يتناول أهمية أدوات الدين الخضراء والتحديات التي تواجه نمو هذا السوق، وكذلك أسئلة تتعلق بالعلاقة بين مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وقرارات المستثمرين. هذا بالإضافة إلى الأدوات المحاسبية وآليات السوق الرئيسية التي يمكن تطويرها أو الإستفادة منها لدعم قرارات الإستثمار في السندات الخضراء ، أما الأسلوب الثاني يعتمد على دراسة قياسية تهدف إلى قياس مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على بعض المؤشرات المالية. ولتحقيق ذلك إستخدمت الباحثتان منهج دراسة الحالة الذي يقوم على دراسة حالة ( البنك التجارى الدولى- مصر ) البنك المبحوث ويهدف إلى جمع البيانات والمعلومات المفصلة عن الوضع القائم للبنك المبحوث وقياس مستويات إفصاحه، ودراسة مدى تطبيقه للدليل الإرشادى المصرى الحالى خلال الفترة الزمنية محل الدراسة.

### ٢/٣ تصميم ونتائج الدراسة الميدانية

١/٢/٣ العينة ووحدة المعاينة:

تم الاعتماد على أسلوب العينة الميسرة Convenience Sample في المجتمع محل الدراسة وهو أحد طرق العينات غير الإحصائية وذلك لعدم توافر إطار كامل يحتوي على جميع البيانات. وتم الاعتماد على عينة حجمها ٣٨٥ حيث أن المجتمع غير محدد حيث أن هذا النوع يقوم فيه الباحث بإستقصاء من يقابله من المجتمع محل الدراسة حتى يصل إلى العينة المطلوبة، ويستخدم هذا النوع من العينات غير إحصائية في حالة تماثل مفردات مجتمع البحث وعدم وجود إطار واضح لهم، والجدول التالي يوضح توزيع العينة ونسب الإستجابة:

#### جدول ( ١ )

#### نسبة الإستجابة بالعينة

البيان	الإستمارات الموزعة (حجم العينة)	الإستجابات الصحيحة	الإستجابات غير الصالحة	نسبة الإستجابة %
العدد	٣٨٥	٢٦٩	١١٦	٧٠%

المصدر: التحليل الإحصائي.

بعد الإنتهاء من جمع البيانات تم الاعتماد على برنامج Statistical package for social science SPSS 27 لتفريغ البيانات وجدولتها وإجراء التحليل الإحصائي المناسب لتحليل البيانات ولإختبار صحة فروض الدراسة الأول والثاني والثالث، وتطلب ذلك تطبيق بعض أساليب الإحصاء الوصفي والإحصاء التحليلي.

#### ٢/٢/٣ حساب معاملات الصدق والثبات :

تم حساب معاملات الصدق والثبات (Cronbach Alpha) لأسئلة الإستقصاء في كل فئة من فئات الدراسة، وذلك لبحث مدى ثبات أسئلة الإستقصاء ولبحث مدى إمكانية الاعتماد على هذه الأسئلة في التحليل، وكانت قيم معاملات الصدق والثبات التي تم حسابها بطريقة الجذر التربيعي لعينة الدراسة في الجداول التالية :

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رباب جمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

## جدول ( ٢ )

### معاملات الصديق والثبات لعينة الدراسة

اسم المتغير	معامل ألفاكرونباخ	معامل الصديق
١- أهمية أدوات الدين الخضراء والتحديات التي تواجه نمو هذا السوق .	٠.٧٠٧	٠.٨٤١
٢- مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وقرارات المستثمرين.	٠.٧٥٩	٠.٨٧١
٣- الأدوات المحاسبية وآليات السوق الرئيسية التي يمكن تطويرها أو الاستفادة منها لدعم قرارات الاستثمار في السندات الخضراء.	٠.٧٨٥	٠.٨٨٦

### المصدر: التحليل الإحصائي.

من الجدول السابق يتضح أن معاملات الصديق والثبات مقبولة لأسئلة الإستقصاء ككل لأن جميع قيم معاملات الصديق والثبات تجاوزت (٠.٦)، وبالتالي يمكن القول أنها معاملات ذات دلالة جيدة لأغراض البحث، ومن ثم يمكن الإعتماد عليها في التحليل مع عدم إستبعاد أي عنصر من عناصر المتغيرات محل الدراسة .

### ٣/٢/٣ الإحصاء الوصفي لأبعاد الإستقصاء:

لتحقيق أهداف الدراسة الميدانية تم معالجة مؤشرات الإحصاء الوصفي لأبعاد الدراسة، وقد تم حساب الإنحراف المعياري ومعامل الاختلاف لقياس درجة الإختلافات بين كل عنصر والآخر وذلك لإمكانية ترتيب العناصر ذات المتوسط الحسابي والأهمية النسبية المتساويين.

وفيما يلي عرض لنتائج الإحصاء الوصفي لعينة الدراسة على النحو التالي :

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رباب جمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

### جدول رقم ( ٣ )

الإحصاء الوصفي الخاص بأهمية أدوات الدين الخضراء والتحديات التي تواجه نمو هذا السوق

العبارة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	معامل الإختلاف %	الأهمية النسبية %
١ تمثل السندات الخضراء إحدى الأدوات المالية الحديثة التي تعمل على تعزيز تمويل المشروعات المستدامة والحد من تغير المناخ	٤.٥٤	٠.٥٢١	١١.٤٩ %	٩٠.٧٨ %
٢ نقص الوعي بمزايا السندات الخضراء والمبادئ التوجيهية والمعايير الدولية ذات العلاقة لدى صانعي السياسات والجهات التنظيمية ومصدري السندات والمستثمرين .	٤.٤١	٠.٥٧٠	١٢.٩٢ %	٨٨.١٨ %
٣ عدم وجود طلب كاف من قبل المستثمرين .	٤.٥٤	٠.٥٢١	١١.٤٩ %	٩٠.٧٨ %
٤ صعوبة دخول المستثمرين الدوليين إلى الأسواق المحلية .	٤.٦٤	٠.٥٣٤	١١.٥١ %	٩٢.٧١ %
٥ ارتفاع تكاليف إدارة متطلبات الإفصاح والتي تتضمن تكلفة الحصول على رأي ثاني أو ضمان طرف ثالث لمراقبة استخدام الجهة المصدرة للعائدات .	٤.٦٥	٠.٥٠١	١٠.٧٦ %	٩٣.٠١ %
٦ عدم توفر تصنيفات ومؤشرات وقوائم السندات الخضراء .	٤.٥٩	٠.٥٤٩	١١.٩٥ %	٩١.٩٠ %
٧ يؤثر إصدار السندات الخضراء على أدوات الدين الأخرى للجهة المصدرة .	٤.٥٣	٠.٥٥٠	١٢.١٤ %	٩٠.٥٦ %
٨ تقارير ما بعد الإصدار غير واضحة وضعيفة حول كيفية تخصيص عائدات السندات للمشاريع الخضراء .	٤.٥٤	٠.٥١٤	١١.٣٤ %	٩٠.٧١ %

المصدر : من نتائج التحليل الإحصائي

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رباب جمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم النقيب

فيما يتعلق بأهمية أدوات الدين الخضراء والتحديات التي تواجه نمو هذا السوق جاءت إستجابات عينة الدراسة على جميع العناصر جميعها إيجابية بأهمية نسبية تفوق ٧٠% . وهذا يعني إجماع عينة الدراسة على جميع تلك العناصر، مما يعزز أهمية أدوات الدين الخضراء المذكورة جميعها دون إستثناء والتحديات التي تواجه نمو هذا السوق.

#### جدول رقم ( ٤ )

الإحصاء الوصفي الخاص بالعلاقة بين مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء و قرارات المستثمرين

العبارات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف %	الأهمية النسبية %
١ تتضمن مذكرة المعلومات الصلرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية كافة المعلومات المتعلقة بإصدار السندات الخضراء .	٤.٦١	٠.٥١٢	١١.١١ %	٩٢.١٢ %
٢ عدم التزام الجهات المصدرة بمتطلبات الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء يحد من قدرة المستثمر على صنع قرار الإستثمار .	٤.٦٦	٠.٤٨٢	١٠.٣٤ %	٩٣.٢٣ %
٣ يؤدي الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء إلى تحقيق الشفافية والحد من عدم تماثل المعلومات .	٤.٥٤	٠.٥٤٩	١٢.١٠ %	٩٠.٧٨ %
٤ يساهم الإعتماد على الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء في تحقق الثقة لدى المستثمرين وتمكنهم من اتخاذ قرارات إستثمارية مدروسة من خلال تحديد المخاطر والفرص التي قد لا ترصدها التقارير المالية التقليدية .	٤.٧١	٠.٤٦٤	٩.٨٧ %	٩٤.١٣ %
٥ يوفر الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء مجموعة من الإجراءات الرقابية وكشف الأخطاء في حالة حدوثها .	٤.٦٢	٠.٤٨٥	١٠.٤٩ %	٩٢.٤٩ %
٦ التغير في مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء في القوائم والتقارير المالية يؤثر على قرارات المستثمرين .	٤.٦٠	٠.٥١٣	١١.١٤ %	٩٢.٠٤ %

فيما يتعلق بالعلاقة بين مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء و قرارات المستثمرين جاءت جميع قيم الأهمية النسبية أكبر من ٧٠% في العينة محل الدراسة. وهذا يعني الموافقة على جميع العناصر السالف ذكرها، ويوضح

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رباب جمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

ذلك إجماع عينة الدراسة على وجود علاقة بين مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وقرارات المستثمرين.

#### جدول رقم ( ٥ )

الإحصاء الوصفي الخاص بالأدوات المحاسبية وآليات السوق الرئيسية التي يمكن تطويرها أو الاستفادة منها لدعم قرارات الإستثمار في السندات الخضراء

الأهمية النسبية %	معامل الإختلاف %	الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	
٩٢.٠٤ %	١١.٤٥ %	٠.٥٢٧	٤.٦٠	١ الإفصاحات المالية الإلزامية المتعلقة بالمناخ .
٩٣.٠٩ %	١٠.٧٣ %	٠.٤٩٩	٤.٦٥	٢ المعايير المحاسبية والإتجاهات التنظيمية والتشريعية المحددة .
٩٠.٤٨ %	١٢.١٦ %	٠.٥٥٠	٤.٥٢	٣ التصنيفات الإئتمانية الدولية التي تدمج تحليل المخاطر البيئية .
٩٢.٦٤ %	١٠.٩٢ %	٠.٥٠٦	٤.٦٣	٤ الحوافز الضريبية ، والإعانات .
٩١.٧٥ %	١١.٣٩ %	٠.٥٢٣	٤.٥٩	٥ تنوع الأدوات المالية الخضراء .
٩٣.٠١ %	١٠.٧٦ %	٠.٥٠١	٤.٦٥	٦ قائمة السندات الخضراء والمنصات التي تدعمها البورصات .
٩١.٧٥ %	١١.٠٨ %	٠.٥٠٨	٤.٥٩	٧ معاملة تفضيلية لرأس المال للأصول منخفضة الكربون .
٩٠.٧١ %	١١.٨١ %	٠.٥٣٦	٤.٥٤	٨ التدريب على برامج إستدامة القطاعات لتعزيز النمو وبناء القدرات المالية لدعم التحول إلى الإقتصاد الأخضر .

فيما يتعلق بالأدوات المحاسبية وآليات السوق الرئيسية التي يمكن تطويرها أو الاستفادة منها لدعم قرارات الإستثمار في السندات الخضراء، جاءت إستجابات عينة الدراسة على جميع العناصر أنها ذات أهمية نسبية تفوق ٧٠% . وهذا يعني الإجماع الواضح من عينة الدراسة على جميع تلك العناصر الخاصة بالأدوات المحاسبية وآليات السوق الرئيسية التي يمكن تطويرها أو الاستفادة منها لدعم قرارات الإستثمار في السندات الخضراء.

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رحاب جمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

٤/٢/٣ اختبار مدي صحة فروض البحث الأول والثاني والثالث من خلال أسئلة الإستقصاء

**الفرض الرئيسي الأول :** لا توجد إختلافات ذات دلالة إحصائية بين آراء عينة الدراسة حول أهمية أدوات الدين الخضراء والتحديات التي تواجه نمو هذا السوق .

تم إختبار الفرض الرئيسي الأول بإستخدام إختبارات كا<sup>٢</sup> ، وذلك لإختبار الدلالة الإحصائية لفروق النسب ، وفيما يلي الجدول الخاص بمعاملات النموذج للفرض الرئيسي الأول :

**جدول ( ٦ )**

**جدول إختبار معاملات النموذج للفرض الرئيسي الأول**

القرار الإحصائي	مستوى الدلالة	قيمة كا <sup>٢</sup>	المتغير
معنوي	٠.٠	١٣٠.٧	تمثل السندات الخضراء إحدى الأدوات المالية الحديثة التي تعمل على تعزيز تمويل المشروعات المستدامة والحد من تغير المناخ .
معنوي	٠.٠	٣٩٢.٦٩	نقص الوعي بمزايا السندات الخضراء والمبادئ التوجيهية والمعايير الدولية ذات العلاقة لدى صانعي السياسات والجهات التنظيمية ومصدري السندات والمستثمرين .
معنوي	٠.٠	١٣٥.٣	عدم وجود طلب كاف من قبل المستثمرين .
معنوي	٠.٠	٣١٢.٢٧	صعوبة دخول المستثمرين الدوليين إلى الأسواق المحلية
معنوي	٠.٠	١٧٢.٧٥	ارتفاع تكاليف إدارة متطلبات الإفصاح والتي تتضمن تكلفة الحصول على رأي ثاني أو ضمان طرف ثالث لمراقبة إستخدام الجهة المصدرة للعائدات .
معنوي	٠.٠	٢٨٧.٥٩	عدم توفر تصنيفات ومؤشرات وقوائم السندات الخضراء .
معنوي	٠.٠	٢٥٧.٠٥	يؤثر إصدار السندات الخضراء على أدوات الدين الأخرى للجهة المصدرة .
معنوي	٠.٠	١٣٢.٠٥	تقارير ما بعد الإصدار غير واضحة وضعيفة حول كيفية تخصيص عائدات السندات للمشاريع الخضراء .

المصدر: التحليل الإحصائي



قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رحاب كمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

### من نتائج التحليل السابق يتضح مايلي:

كانت قيمة مستوى الدلالة الخاصة بكل العناصر المتعلقة بأهمية أدوات الدين الخضراء والتحديات التي تواجه نمو هذا السوق أقل من قيمة مستوى المعنوية. وهذا يعني موافقة عينة الدراسة على جميع العبارات الواردة في الجدول الخاص بأهمية أدوات الدين الخضراء والتحديات التي تواجه نمو هذا السوق، ومن ثم فإنه يوجد إقناق في آراء عينة الدراسة حول أهمية أدوات الدين الخضراء والتحديات التي تواجه نمو هذا السوق.

**الفرض الرئيسي الثاني:** لا توجد إختلافات ذات دلالة إحصائية بين آراء عينة الدراسة حول العلاقة بين مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وقرارات المستثمرين.

تم إختبار فرض الدراسة الرئيسي الثاني بإستخدام إختبار كآ، وذلك لإختبار الدلالة الإحصائية لفروق النسب، وفيما يلي الجدول الخاص بمعاملات النموذج للفرض الرئيسي الثاني:

### جدول ( ٧ )

#### جدول إختبار معاملات النموذج للفرض الرئيسي الثاني

القرار الإحصائي	مستوى الدلالة	قيمة كآ	المتغير
معنوي	٠.٠	١٤٩.٩٤	تتضمن مذكرة المعلومات الصادرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية كافة المعلومات المتعلقة بإصدار السندات الخضراء .
معنوي	٠.٠	١٦٧.٦٨	عدم التزام الجهات المصدرة بمتطلبات الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء يعد من قدرة المستثمر على صنع قرار الإستثمار .
معنوي	٠.٠	١٢٤.١٥	يؤدي الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء إلى تحقيق الشفافية والحد من عدم تماثل المعلومات .
معنوي	٠.٠	٢٠٣.٩٨	يساهم الإعتماد على الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء في تحقق الثقة لدى المستثمرين وتمكنهم من إتخاذ قرارات إستثمارية مدروسة، من خلال تحديد المخاطر والفرص التي قد لا ترصدها التقارير المالية التقليدية .
معنوي	٠.٠	١٦.٦٨	يوفر الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء مجموعة من الإجراءات الرقابية وكشف الأخطاء في حالة حدوثها.
معنوي	٠.٠	١٤٣.٤٩	التغير في مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء في القوائم والتقارير المالية يؤثر على قرارات المستثمرين .

المصدر: التحليل الإحصائي

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رحاب كمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفهري

### من نتائج التحليل السابق يتضح مايلي:

كانت قيمة مستوى الدلالة الخاصة بكل العناصر المتعلقة بالعلاقة بين مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء و قرارات المستثمرين أقل من قيمة مستوى المعنوية. وهذا يعني موافقة عينة الدراسة على كل العبارات الواردة في الجدول الخاص بالعلاقة بين مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء و قرارات المستثمرين، مما يعبر عن إجماع عينة الدراسة على وجود علاقة بين مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وقرارات المستثمرين .

وبالإضافة إلى ذلك لقياس ومعرفة حجم التأثير تم استخدام تحليل الانحدار الخطي البسيط **Simple linear regression Analysis** ، وذلك باستخدام تقديرات طريقة المربعات الصغرى **Ordinary Least Squares (OLS)** ، اختبار معامل ارتباط بيرسون ، الانحدار والحد الثابت (t) ، اختبار معنوية النموذج الإجمالي (f) ، وبعض الإختبارات اللازمة للتحقق من مقدرات المربعات الصغرى (OLS). وأوضحت نتائج التحليل الإحصائي للفرض ما يلي:

#### جدول ( ٨ )

إختبار معاملات الانحدار ونتائج الإرتباط للفرض الرئيسي الثاني

معاملات النموذج	معامل الانحدار	قيمة t	قيمة مستوى الدلالة	القرار عند $\alpha=0.05$	معامل إرتباط بيرسون r
الحد الثابت	١.٨٨١	١٥.٧٥	٠.٠	معنوي	٠.٨٢٧
معامل الانحدار	٠.٦١٩	٢٤.٠٧	٠.٠	معنوي	

المتغير التابع: قرارات المستثمرين.

#### جدول ( ٩ )

تحليل التباين للفرض الرئيسي الثاني

مصادر الإختلاف	قيمة F	مستوى الدلالة	القرار عند $\alpha=0.05$	معامل التحديد $r^2$	النسبة غير المفسرة %
الانحدار	٥٧٩.٢	٠.٠	دال إحصائياً	٦٨.٤%	٣١.٦%

المتغير المستقل: مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء

### من نتائج التحليل السابق للفرض إتضح ما يلي:

- ١- كانت قيمة مستوى الدلالة الخاص باختبار معنوية معامل إرتباط بيرسون وكذلك معامل الإنحدار في النموذج التقديري أقل من قيمة مستوى المعنوية  $\alpha=0.05$  . وهذا يعنى وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وقرارات المستثمرين .
  - ٢- كانت إشارة معامل إرتباط بيرسون في النموذج المقدر إشارة موجبة وأيضا إشارة معامل الإنحدار إشارة موجبة وهذا مؤشر على وجود علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وقرارات المستثمرين.
  - ٣- لإختبار معنوية النموذج بصورة كلية كانت قيمة مستوى الدلالة في جدول تحليل التباين ANOVA أقل من قيمة مستوى المعنوية  $\alpha=0.05$  . وهذا يعنى أنه يمكن الإعتماد على النموذج المقدر بصورة كلية، وكذلك يمكن تعميم نتائج العينة على المجتمع موضوع البحث.
  - ٤- كانت قيمة معامل التحديد  $r^2 = 68.4\%$  . وهذا يعنى أن التغيرات التي تحدث في مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء مسؤولة عن تفسير ما نسبته  $68.4\%$  من التغيرات التي تحدث في قرارات المستثمرين بصورة منفردة، والنسبة الباقية ترجع إلى عوامل أخرى، بالإضافة إلى حد الخطأ العشوائي random error أو بعبارة أخرى فإن حجم تأثير مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء على قرارات المستثمرين هو  $68.4\%$  .
- مما سبق يمكن رفض الفرض الرئيسي الثاني في صورته العدمية وقبول الفرض في الصورة البديلة التي نصت علي أنه " توجد علاقة بين مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وقرارات المستثمرين"
- الفرض الرئيسي الثالث :** لا توجد إختلافات ذات دلالة إحصائية بين آراء عينة الدراسة حول الأدوات المحاسبية وآليات السوق الرئيسية المرتبطة بأدوات الدين الخضراء التي يمكن الإستفادة منها لدعم قرارات المستثمرين.

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رباب جمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

تم إختبار فرض الدراسة الرئيسي الثالث بإستخدام إختبار كا<sup>٢</sup> ، وذلك لإختبار الدلالة الإحصائية لفروق النسب وفيما يلي الجدول الخاص بمعاملات النموذج للفرض الرئيسي الثالث :

### جدول ( ١٠ )

#### جدول إختبار معاملات النموذج للفرض الرئيسي الثالث

القرار الإحصائي	مستوى الدلالة	قيمة كا <sup>٢</sup>	المتغير
معنوي	٠.٠	١٤٧.٢٤	الإفصاحات المالية الإلزامية المتعلقة بالمناخ
معنوي	٠.٠	١٧٢.٨٤	المعايير المحاسبية والإتجاهات التنظيمية والتشريعية المحددة .
معنوي	٠.٠	١٢٠.٧٦	التصنيفات الائتمانية الدولية التي تدمج تحليل المخاطر البيئية
معنوي	٠.٠	١٦١.٣٣	الحوافز الضريبية ، والإعانات
معنوي	٠.٠	١٤٢.١٧	تنوع الأدوات المالية الخضراء
معنوي	٠.٠	١٧٠.٨	قائمة السندات الخضراء والمنصات التي تدعمها البورصات
معنوي	٠.٠	١٤٤.٢٣	معاملة تفضيلية لراس المال للأصول منخفضة الكربون
معنوي	٠.٠	١٢٦.٣٦	التدريب على برامج إستدامة القطاعات لتعزيز النمو وبناء القدرات المالية لدعم التحول إلى الإقتصاد الأخضر

المصدر: التحليل الإحصائي

من نتائج التحليل السابق يتضح مايلي:

كانت قيمة مستوى الدلالة الخاصة بكل العناصر المتعلقة بالأدوات المحاسبية وآليات السوق الرئيسية التي يمكن تطويرها أو الإستفادة منها لدعم قرارات الإستثمار في السندات الخضراء أقل من قيمة مستوى المعنوية، وهذا يعني موافقة عينة الدراسة على كل العبارات الواردة في الجدول الخاص بالأدوات المحاسبية وآليات السوق الرئيسية التي يمكن تطويرها أو الإستفادة منها لدعم قرارات الإستثمار في السندات الخضراء، مما يعبر عن إجماع عينة الدراسة على الأدوات المحاسبية وآليات السوق الرئيسية الواردة في التحليل السابق التي يمكن تطويرها أو الإستفادة منها لدعم قرارات الإستثمار في السندات الخضراء.

### ٣/٣ الدراسة القياسية

#### ١/٣/٣ عينة الدراسة

تم الإستعانة بالبنك التجارى الدولى كدراسة حالة حيث أن البنك وقع فى عام ٢٠٢٠ إتفاقية مع مؤسسة التمويل الدولية لجعل البنك التجارى الدولى أول مؤسسة قطاع خاص تصدر السندات الخضراء فى مصر، حيث تم إصدار سندات خضراء قابلة للتداول وغير قابلة للتحويل إلى أسهم وغير قابلة للسداد المعجل لمدة خمس سنوات، بقيمة مائة مليون دولار أمريكي بقيمة إسمية للسند الواحد تبلغ ألف دولار أمريكي، ستخصص عائدات السندات حصرياً لتمويل أو إعادة تمويل - كلياً أو جزئياً الأصول الخضراء المطابقة للمواصفات والتي ستشمل فقط منح القروض/ الإستثمارات التى يقدمها البنك لعملائه لتمويل المشروعات والنفقات التى تدعم المرحلة الإنتقالية لتحقيق إقتصاد منخفض الكربون وله تأثير إيجابى على البيئة ويتمشى مع المعايير الآهلة للسندات الخضراء الخاصة بالبنك التجارى الدولى.

#### ٢/٣/٣ الفترة الزمنية

يعد تحديد الفترة الزمنية التى تغطيها الدراسة القياسية من أهم العوامل التى يمكن عن طريقها الوصول إلى تحقيق أهداف الدراسة، وإقتصرت الدراسة فى الفترة الزمنية للتطبيق على كلاً من عام ٢٠٢١ / ٢٠٢٢ نظراً لتوافر البيانات المطلوبة عن الحالة محل الدراسة .

#### ٣/٣/٣ مصادر الحصول على البيانات :

حيث تقوم الباحثتان بعرض بيانات تفريغ محتوى القوائم والتقارير المالية للبنك المبحوث، وعناصر الدليل الإرشادى، وقد إعتمدت الباحثتان فى جمع البيانات الخاصة بالدراسة القياسية على القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة والإيضاحات المتممة للبنك مجال التطبيق المنشورة على الموقع الإلكتروني موقع (www.mubasher.info)، وموقع شركة مصر لنشر المعلومات (www.egidegypt.com) وذلك للحصول على البيانات المحاسبية والمالية للبنك .

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رحاب كمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

### ٤/٣/٣ بناء نماذج الدراسة التطبيقية

إستناداً إلى هدف وفروض الدراسة يمكن توصيف وقياس المتغيرات وتحديد نماذج الدراسة كما يلي :

١/ ٤/٣/٣ توصيف وقياس متغيرات الدراسة :

يمكن تحديد متغيرات الدراسة وتوصيفها وقياسها كما يلي :

١/ ٤/٣/٣ قياس المتغير التابع : قرارات المستثمرين

إعتمدت الباحثتان في قياس قرارات المستثمرين على كلاً من :

- مضاعف الربحية  $P/E_{it}$  يعبر عن سعر السهم في السوق مقارنة بربحيته ويحسب بالآتي :

( الفرارجى، ٢٠٢١ ) ، ( أبو النصر، ٢٠١٦ )

$$(P/E)_{it} = P_{it} / EPS_{it}$$

حيث أن :

$P_{it}$  : السعر السوقى للسهم

$EPS_{it}$  : ربحية السهم

- العائد على السهم  $EPS_{it}$  ويمثل نصيب السهم من الأرباح الموزعة في نهاية السنة المالية ( صافى الأرباح المحققة بعد الضرائب / عدد الأسهم العادية خلال الفترة ) ويحسب بالآتي : ( الفرارجى، ٢٠٢١ ) ، ( بامين، ٢٠١٨ ) ، ( أبو النصر، ٢٠١٦ )

$$EPS_{it} = E_{it} / Sn_{it}$$

حيث أن :

$E_{it}$  : صافى الأرباح المحققة بعد الضرائب

$Sn_{it}$  : عدد الأسهم العادية للشركة

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رحاب جمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

- حجم الأسهم المتداولة VOST وتحسب بحجم الإستثمار في أسهم البنك محل الدراسة في نهاية الفترة. (Nwaobia,et. al, 2016)

AD **٢/١/٤/٣/٣ المتغير المستقل:** الإفصاح المحاسبي عن أدوات الدين الخضراء AD  
تعتمد الدراسة لقياس مستوى الإفصاح المحاسبي بالقوائم والتقارير المالية على بناء دليل إرشادي محاسبي للإفصاح يتضمن تجميع البنود المدرجة في مذكرة المعلومات الصادرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية والخاصة بالطرح الخاص للمؤسسات المالية والجهات ذوى الخبرة والملاءة المالية للإكتتاب فى السندات الخضراء مكون من ٢٥ بند، حيث يشار برقم (١) إذا أفصح البنك عن العنصر الموجود بالمؤشر وبرقم ( صفر) إذا لم يفصح عنه، ويتم تجميع عدد العناصر التى تم الإفصاح عنها للبنك مقسومة على إجمالى عدد عناصر الدليل، ثم تحسب النسبة المئوية لمستوى الإفصاح للبنك، ويتم قياس مستوى الإفصاح فى القوائم والتقارير المالية للبنك من خلال المعادلة:

مستوى الإفصاح بالقوائم والتقارير المالية للبنك = عدد العناصر التى تم الإفصاح عنها

#### إجمالى عناصر الدليل

وكلما إقترب مستوى الإفصاح من واحد دل ذلك على أن معظم المعلومات تم الإفصاح عنها. وكلما إقترب مستوى الإفصاح من صفر دل ذلك على ضعف مستوى الإفصاح بالتقارير. ( بيومى، ٢٠٢٠ )

#### Control Variable **٣/١/٤/٣/٣** قياس المتغيرات الحاكمة

تشمل المتغيرات الحاكمة بعض العوامل المؤثرة على المتغير التابع ولكنها لاتدخل فى نطاق الدراسة محل البحث، وتم إضافتها من أجل ضبط العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، وقد اعتمدت الباحثان على نتائج بعض الدراسات فى تحديد بعض المتغيرات الحاكمة التى لها قدرة للتأثير فى العلاقة بين متغيرات الدراسة، ولذلك تم إدراجها فى نماذج القياس ويمكن تضمين بعض هذه المتغيرات كما يوضحها الجدول رقم ( ١١ ) وهى :

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رحاب جمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

### جدول رقم ( ١١ )

#### متغيرات الدراسة الحاكمة وطرق قياسها

المتغيرات	طريقة القياس
حجم الشركة Size	هو اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي قيمة الأصول في نهاية العام (بيومي، ٢٠٢٠)، (Nwaobia,et.al, 2016). (الصايغ وعبد المجيد، ٢٠١٥)
نسبة التداول CR	الأصول المتداولة / الإلتزامات المتداولة ( عبد العزيز، ٢٠١٩)
M/P	القيمة السوقية / القيمة الدفترية للسهم ( الفرارجي، ٢٠٢١)
الرافعة المالية lev	إجمالي الإلتزامات / إجمالي قيمة الأصول في نهاية العام ( عبد العزيز، ٢٠١٩)، (Oskuee and Samimi, 2016)، (بيومي، ٢٠٢٠)، (الصايغ وعبد المجيد، ٢٠١٥)
نسبة المديونية Db	مجموع الإلتزامات / حقوق الملكية ( أبو النصر، ٢٠١٦)، ( عبد العزيز، ٢٠١٩)

٣/٣/٤/٢ صياغة النماذج واختبار الفرض الرئيسي الرابع وتحليل النتائج

الفرض الرئيسي الرابع: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتغير في مستوى الإفصاح

عن معلومات أدوات الدين الخضراء على قرارات المستثمرين،

حتى يتم اختبار الفرض الرئيسي الرابع تم استخدام أسلوب تحليل السلاسل الزمنية للبيانات Time series analysis ، ويتفرع من هذا الفرض الفروض الفرعية التالية :

#### الفرض الفرعي الأول

" لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتغير في مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء على مضاعف الربحية " .

تم بناء النموذج الأول الخاص بالفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الرابع على النحو التالي:

#### النموذج الأول:

$$(P/E)_t = \beta_0 + \beta_1 AD_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 CR_t + \beta_4 M/P_t + \beta_5 lev_t + \beta_6 Db_t + \varepsilon_t$$



قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رحاب كمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفهري

حيث أن :

مضاعف الربحية	: ( P/E) t	نسبة التداول	: C R t
قيمة الثابت في معادلة الإنحدار	: $\beta 0$	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم	: M/P t
معاملات الإنحدار للمتغيرات الحاكمة	: $\beta 6$ إلى B2	الرافعة المالية	: lev t
مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء	: AD t	نسبة المديونية	: Db t
حجم الشركة	: Size t	الخطأ العشوائي	: $\epsilon t$

وفيما يلي أهم نتائج التقدير الخاصة بالنموذج الأول:

جدول ( ١٢ )

مقدرات النموذج الأول للفرض الرئيسي الرابع

القرار الإحصائي	مستوى الدلالة	قيمة -t	معامل الإنحدار التقديري	المتغير المستقل
معنوي	٠.٠٣٢٢	٢.٤٩-	٢٤.٣٩-	AD t
معنوي	٠.٠١٩	٤.٥٨	٣٣.١١	الحد الثابت

يتضح من الجدول ما يلي:

- ١- أن قيمة مستوى الدلالة الخاص بمستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء AD t أقل من قيمة مستوى المعنوية  $\alpha=0.05$  . وهذا يعني وجود تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء وذلك على مضاعف الربحية P/E t.
- ٢- تم إستبعاد المتغيرات غير ذات الدلالة الإحصائية خارج النموذج وتم الإبقاء على المتغيرات التي لها دلالة إحصائية فقط .
- ٣- كانت إشارة معامل الإنحدار الخاص بمستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء AD t إشارة سالبة . وهذا يعني وجود علاقة عكسية معنوية ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء AD t ومضاعف الربحية P/E t .

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رباب جمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

### جدول ( ١٣ )

#### إختبار جودة مقدرات النموذج الأول للفرض الرئيسي الرابع

المتغير التابع	قيمة F	الإحتمال المحسوب	القرار الإحصائي	قيمة ديرين واتسون DW	معامل التحديد $R^2$
مضاعف الربحية $P/E_t$	٦.٥٦	٠.٠٣٢٢	معنوي	٢.٠٣٧	%٤٢.٦

من الجدول يتضح أن:

- ١- كانت قيمة الإحتمال المحسوب الخاص بإختبار معنوية النموذج الإجمالي أقل من قيمة مستوى المعنوية  $\alpha=0.05$ . وهذا يعني إمكانية قبول النموذج بصورة إجمالية.
  - ٢- كانت قيمة معامل التحديد الإجمالي  $R^2 = ٤٢.٦\%$  ، وهذا يعني أن التغيرات التي تحدث في مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء  $AD_t$  مسؤولة عن تفسير ما نسبته %٤٢.٦ من التغيرات التي تحدث في مضاعف الربحية والنسبة الباقية ترجع إلى الخطأ العشوائي Random error.
  - ٣- للتعرف على مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء كانت قيمة إحصائية ديرين واتسون المحسوبة  $DW = ٢.٠٣٧$  وبالنظر إلى القيم الجدولية من جداول ديرين واتسون نجد أن تلك القيمة تقع بين القيمتين  $Du,4-Du$ . وهذا يعني عدم وجود تام لمشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء الخاصة بالنموذج الأول.
- مما سبق يمكن رفض الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الرابع وقبول الفرض في الصورة البديلة التي نصت على أنه: " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتغير في مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء على مضاعف الربحية".

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رباب جمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

### الفرض الفرعي الثاني

" لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتغير في مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء على العائد على السهم ".

تم بناء النموذج الثاني الخاص بالفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الرابع على النحو التالي:

### النموذج الثاني

$$EPS_t = \beta_0 + \beta_1 AD_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 CR_t + \beta_4 M/P_t + \beta_5 lev_t + \beta_6 Db_t + \varepsilon_t$$

حيث تشير  $EPS_t$  إلى العائد على السهم.

وفيما يلي أهم نتائج التقدير الخاصة بالنموذج الثاني:

جدول ( ١٤ )

مقدرات النموذج الثاني للفرض الرئيسي الرابع

القرار الإحصائي	مستوى الدلالة	قيمة t-	معامل الإنحدار التقديري	المتغير المستقل
معنوي	٠.٠٤٠٤	٢.٨٦	٠.٠٤٣٦	$AD_t$
غير معنوي	٠.٢٦٠	١.٣٨	٠.٠٠٢	الحد الثابت

يتضح من الجدول ما يلي:

١- أن قيمة مستوى الدلالة الخاص بمستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء  $AD_t$  أقل من قيمة مستوى المعنوية  $\alpha=0.05$ . وهذا يعني وجود تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء وذلك على العائد على السهم  $EPS_t$ .

- ٢- تم إستبعاد المتغيرات غير ذات الدلالة الإحصائية خارج النموذج الثاني وتم الإبقاء على المتغيرات التي لها دلالة إحصائية فقط.
- ٣- كانت إشارة معامل الإنحدار الخاص بمستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الأخضر  $AD_t$  إشارة موجبة، وهذا يعني وجود علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء  $AD_t$  و العائد على السهم  $EPS_t$ .

جدول ( ١٥ )

إختبار جودة مقدرات النموذج الثاني للفرض الرئيسي الرابع

المتغير التابع	قيمة F	الإحتمال المحسوب	القرار الإحصائي	قيمة ديرين واتسون DW	معامل التحديد $R^2$
العائد على السهم $EPS_t$	٨.١٧	٠.٠٤٠٤	معنوي	٢.١٧٣	٢٠%

من الجدول يتضح أن:

- ١- كانت قيمة الإحتمال المحسوب الخاص بإختبار معنوية النموذج الإجمالي أقل من قيمة مستوى المعنوية  $\alpha=0.05$  . وهذا يعني إمكانية قبول النموذج بصورة إجمالية.
- ٢- كانت قيمة معامل التحديد الإجمالي  $R^2 = ٢٠\%$  ، وهذا يعني أن التغيرات التي تحدث في مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء  $AD_t$  مسؤولة عن تفسير ما نسبته ٢٠% من التغيرات التي تحدث في العائد على السهم  $EPS_t$  والنسبة الباقية ترجع إلى الخطأ العشوائي Random error.
- ٣- للتعرف على مدى وجود لمشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء كانت قيمة إحصائية ديرين واتسون المحسوبة  $Dw = ٢.١٧٣$  ، وبالنظر إلى القيم الجدولية من جداول ديرين واتسون نجد أن تلك القيمة تقع بين القيمتين  $Du,4-Du$  ، وهذا يعني عدم وجود تام لمشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء الخاصة بالنموذج الثاني.

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رحاب كمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

مما سبق يمكن رفض الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الرابع وقبول الفرض في الصورة البديلة التي نصت على أنه: " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتغير في مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء على العائد على السهم ".

### الفرض الفرعي الثالث

" لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتغير في مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء على حجم الأسهم المتداولة".

تم بناء النموذج الثالث الخاص بالفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الرابع على النحو التالي:

### النموذج الثالث

$$VOST_t = \beta_0 + \beta_1 AD_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 CR_t + \beta_4 M/P_t + \beta_5 lev_t + \beta_6 Db_t + \varepsilon_t$$

حيث تشير  $VOST_t$  إلى حجم الأسهم المتداولة  
وفيما يلي أهم نتائج التقدير الخاصة بالنموذج الثالث:

جدول ( ١٦ )

مقدرات النموذج الثالث للفرض الرئيسي الرابع

القرار الإحصائي	مستوى الدلالة	قيمة t-	معامل الإنحدار التقديري	المتغير المستقل
معنوي	٠.٠١٣٣	٥.٢٧	١.١٤	$AD_t$
معنوي	٠.٠	٤٦.٤	٤.٤٣	الحد الثابت

يتضح من الجدول ما يلي:

١- أن قيمة مستوى الدلالة الخاص بمستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء  $AD_t$  أقل من قيمة مستوى المعنوية  $\alpha=0.05$ . وهذا يعني وجود تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء وذلك على حجم الأسهم المتداولة  $VOST_t$ .

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رباب جمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

٢- تم إستبعاد المتغيرات غير ذات الدلالة الإحصائية خارج النموذج الثالث وتم الإبقاء على المتغيرات التي لها دلالة إحصائية فقط .  
٣- كانت إشارة معامل الإنحدار الخاص بمستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء  $AD_t$  إشارة موجبة، وهذا يعني وجود علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء  $AD_t$  وحجم الأسهم المتداولة  $VOST_t$ .

جدول ( ١٧ )

إختبار جودة مقدرات النموذج الثالث للفرض الرئيسي الرابع

المتغير التابع	قيمة F	الإحتمال المحسوب	القرار الإحصائي	قيمة ديرين واتسون DW	معامل التحديد $R^2$
العائد على السهم $EPS_t$	٢٧.٧٩	٠.٠١٣٣	معنوي	٢.٣٣٩	٩٠.٢ %

من الجدول يتضح أن:

- ١- كانت قيمة الإحتمال المحسوب الخاص بإختبار معنوية النموذج الإجمالي أقل من قيمة مستوى المعنوية  $\alpha=0.05$  . وهذا يعني إمكانية قبول النموذج بصورة إجمالية.
  - ٢- كانت قيمة معامل التحديد الإجمالي  $R^2 = ٩٠.٢ %$  ، وهذا يعني أن التغيرات التي تحدث في مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء  $AD_t$  مسؤولة عن تفسير ما نسبته ٩٠.٢ % من التغيرات التي تحدث في حجم الأسهم المتداولة  $VOST_t$  والنسبة الباقية ترجع إلى الخطأ العشوائي Random error.
  - ٣- للتعرف على مدى وجود لمشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء كانت قيمة إحصائية ديرين واتسون المحسوبة  $Dw = ٢.٣٣٩$  وبالنظر إلى القيم الجدولية من جداول ديرين واتسون نجد أن تلك القيمة تقع بين القيمتين  $Du,4-Du$  ، وهذا يعني عدم وجود تام لمشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء الخاصة بالنموذج الثالث.
- مما سبق يمكن رفض الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الرابع وقبول الفرض في الصورة البديلة التي نصت على أنه: " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتغير في مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء على حجم الأسهم المتداولة " .

## القسم الرابع: النتائج والتوصيات والتوجهات البحثية المستقبلية

### ١/٤ النتائج على المستوى النظري

- تفتح أدوات الدين الخضراء قنوات تمويلية جديدة للمشروعات الخضراء .
- لا يزال حجم سوق السندات الخضراء صغيراً مقارنة بحجم التحديات المطلوبة التي يفترض أن تواجهها السوق الحقيقية .
- عدم الدراية الشاملة بهيكل الأرباح والخسائر في الإستثمارات الخضراء يعوق الإقبال على سوق السندات الخضراء .
- زيادة مستوى الإفصاح والشفافية في القوائم والتقارير المالية عن معلومات أدوات الدين الخضراء يتيح لجميع المستثمرين الحصول على معلومات ملائمة لإتخاذ القرارات الإستثمارية.
- تنوع منظومة الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء في القوائم والتقارير المالية وفق النظام المحاسبي المالي المستخدم يساهم في تقديم صورة وافية عن واقع المؤسسات .
- يعد التقرير عن إستخدام العائدات من أفضل الممارسات في سوق السندات الخضراء لأنه يمكّن أصحاب المصلحة من فهم المشاريع المدعومة ببرنامج السندات الخضراء للمُصدر.
- يعد التقرير عن الأثر هام لوضع مبادئ توجيهية طوعية تهدف إلى وجود إطار عمل منسق للتقرير عن التأثير بهدف تقليل عدم التأكد بالنسبة للمُصدرين، وضمان توافر المعلومات ذات الصلة في الوقت المناسب للمستثمرين وأصحاب المصلحة .

### ٢/٤ - النتائج على المستوى التطبيقي

- في ضوء ما توصلت إليه الباحثان من خلال ربط الإطار النظري بنتائج الدراسة التطبيقية يمكن عرض النتائج التالية :

#### ١/٢/٤ نتائج الدراسة الميدانية

- جاءت إستجابات عينة الدراسة على جميع العناصر التي تتعلق بأهمية أدوات الدين الخضراء والتحديات التي تواجه نمو هذا السوق جميعها إيجابية بأهمية نسبية تفوق ٧٠% ، وهذا يعني إجماع عينة الدراسة على جميع تلك العناصر، مما يعزز أهمية أدوات الدين الخضراء المذكورة جميعها دون إستثناء والتحديات التي تواجه نمو هذا السوق. كذلك كانت قيمة مستوى الدلالة الخاصة بجميع تلك العناصر أقل من قيمة مستوى المعنوية وهذا يعني موافقة عينة الدراسة على جميع تلك العبارات، ومن ثم فإنه يوجد إتفاق في آراء عينة الدراسة حول أهمية أدوات الدين الخضراء والتحديات التي تواجه نمو هذا السوق.
- جاءت جميع قيم الأهمية النسبية لجميع العناصر التي تتعلق بالعلاقة بين مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وقرارات المستثمرين أكبر من ٧٠% في العينة محل الدراسة، وهذا يعني الموافقة على جميع تلك العناصر، ويوضح ذلك وجود علاقة بين مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وقرارات المستثمرين. كذلك كانت قيمة مستوى الدلالة الخاصة بجميع تلك العناصر أقل من قيمة مستوى المعنوية وهذا يعني موافقة عينة الدراسة على كل العبارات الواردة، مما يعبر عن إجماع عينة الدراسة على وجود علاقة بين مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وقرارات المستثمرين.
- أيدت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وقرارات المستثمرين . حيث بلغت قيمة معامل التحديد  $r^2 = ٦٨.٤\%$  ، وهذا يعني أن حجم تأثير مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء على قرارات المستثمرين هو ٦٨.٤% .
- جاءت إستجابات عينة الدراسة على جميع العناصر فيما يتعلق بالأدوات المحاسبية وآليات السوق الرئيسية التي يمكن تطويرها أو الإستفادة منها لدعم



قرارات الإستثمار في السندات الخضراء جميعها ذات أهمية نسبية تفوق ٧٠% ، وهذا يعني الإجماع الواضح من عينة الدراسة على جميع تلك العناصر. كما كانت قيمة مستوى الدلالة الخاصة بجميع تلك العناصر أقل من قيمة مستوى المعنوية ، وهذا يعني موافقة عينة الدراسة على كل العبارات وبالتالي الأدوات المحاسبية وآليات السوق الرئيسية التي يمكن تطويرها أو الإستفادة منها لدعم قرارات الإستثمار في السندات الخضراء .

#### ٢/٢/٤ نتائج الدراسة القياسية

- أيدت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة عكسية معنوية ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء  $AD_t$  ومضاعف الربحية  $P/E_t$  حيث بلغت قيمة معامل التحديد الإجمالي  $R^2 = ٤٢.٦\%$  ، وهذا يعني أن التغيرات التي تحدث في مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء  $AD_t$  مسؤولة عن تفسير ما نسبته ٤٢.٦% من التغيرات التي تحدث في مضاعف الربحية، ويتفق ذلك مع دراسة (Lebelle, et.al,2020) ، ودراسة (Cioli, et.al,2021) التي أشارت إلى إختلاف ردود فعل المستثمرين عند الإعلان عن إصدار سندات خضراء جديدة .

- هناك علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء  $AD_t$  و العائد على السهم  $EPS_t$ ، كما كانت قيمة معامل التحديد الإجمالي  $R^2 = ٢٠\%$  ، وهذا يعني أن التغيرات التي تحدث في مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء  $AD_t$  مسؤولة عن تفسير ما نسبته ٢٠% من التغيرات التي تحدث في العائد على السهم  $EPS_t$  ، ويتفق ذلك مع دراسة (tang and zhang,2020) التي توصلت إلى أن إصدار السندات الخضراء يعد مؤشر على أن الشركات تقوم بإستثمارات صديقة للبيئة وترتفع أسعار أسهم المُصدرين بشكل كبير مع الإعلان عن إصدار السندات الخضراء كما أن المساهمين الحاليين يحصلون على فوائد من إصدار السندات الخضراء .

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رباب جمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

- توجد علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء  $AD_t$  و حجم الأسهم المتداولة  $VOST_t$ . كما كانت قيمة معامل التحديد الإجمالي  $R^2 = 90.2\%$ ، وهذا يعني أن التغيرات التي تحدث في مستوى الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء  $AD_t$  مسؤولة عن تفسير ما نسبته  $90.2\%$  من التغيرات التي تحدث في حجم الأسهم المتداولة  $VOST_t$ ، ويتفق ذلك مع نتائج دراسات (Glavas,2019)، (Cioli ,et.al,2021)، (Kuchin,et.al,2019) التي توصلت إلى أن العوامل البيئية لها تأثير على سلوك المستثمرين في الأسهم فالإعلان عن إصدار السندات الخضراء يشكل معلومات تخلق قيمة إيجابية للمستثمرين تجعل المستثمرين يتفاعلون بشكل إيجابي مع الإعلان عن إصدار السندات الخضراء، نتيجة توقع نتائج إيجابية فيما يتعلق بخلق القيمة من إصدار السندات الخضراء.

#### ٣/٤ التوصيات

- تنوع الأدوات المالية الخضراء ومن أهمها الإستثمارات الجماعية مثل ( صناديق إستثمار عقارية خضراء، تكنولوجيا مالية خضراء ، تمويل أخضر شامل، سندات سيادية خضراء،---)
- تحسين الإفصاح والشفافية عن معلومات أدوات الدين الخضراء من خلال تطوير إطار سندات خضراء مشترك .
- وضع مزيد من الحوافز للجهات التي تتبنى مستوى عالي من الإفصاح عن معلومات أدوات الدين الخضراء .
- تقديم الدعم لشريحة كبيرة من المؤسسات من خلال التدريب على برامج إستدامة القطاعات لتعزيز النمو وبناء القدرات المالية لدعم التحول إلى الإقتصاد الأخضر تمشياً مع توجهات الحكومة المصرية والبنك المركزي .
- النظر في الحوافز الضريبية وغيرها من الحوافز لتحفيز نمو الأسواق الخضراء مع ضرورة أن يكون لهذه الحوافز فترة إستخدام محددة لأنها قد ترسل إشارات خاطئة لمتابعة العمل المناخي.

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رباب كمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

---

- يجب وضع معيار محاسبي للسندات الخضراء لتعزيز الفعالية والشفافية والمصدقية وقابلية المقارنة في سوق السندات الخضراء يأخذ في الحسبان التجارب المختلفة للدول لتشجيع المشاركين في السوق على إصدار السندات الخضراء والإستثمار فيها.
- ٤/٤ التوجهات البحثية المستقبلية
- أثر الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء على دقة تنبؤات المحللين الماليين.
- إستخدام المعايير الدولية في تحسين الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثر ذلك على الأداء المالي .
- تأثير أليات حوكمة الشركات على حجم إصدار الشركات للسندات الخضراء .
- إطار مقترح لتطوير تقارير الإستدامة لتحسين الإفصاح المحاسبي في ضوء تغيرات المناخ .
- تأثير الإفصاح المحاسبي عن التنبؤ بالمخاطر المالية المتعلقة بالمناخ على قرارات المستثمرين.

## المراجع

### المراجع العربية

- إبراهيم، أسماء إبراهيم عبد الرحيم، ٢٠٢١، أثر الإفصاح عن المخاطر على كفاءة الإستثمار : دليل من مصر، **مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية**، كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية، المجلد ٥، العدد الأول ، ص ص ١-٣٩ .
- إبراهيم، نهلة محمد السيد ، ٢٠٢٠ ، أثر مستوى الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة على الأداء المالي المستقبلي للشركات في ضوء إستراتيجية ٢٠٣٠: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالبورصة السعودية ، **مجلة الفكر المحاسبي**، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد ٢٤، العدد الرابع، ص ص ١-٣٠ .
- أبو الذهب، دينا أحمد عبد الغفار، سرور، محمد إبراهيم ، ٢٠٢١ ، أثر أسلوب القياس المرجعي في ترشيد قرارات الإستثمار في البنوك التجارية دراسة ميدانية ، **مجلة الدراسات التجارية المعاصرة** ، كلية التجارة ، جامعة كفر الشيخ ، ص ص ٨٩٩-٩٣٧ .
- أبو النصر، صلاح ، ٢٠١٦ ، العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم في سوق المال السعودي: دراسة قياسية، **مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية**، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، المجلد ١٧، العدد ٣، ص ص ٧-٣٣ .
- إتحاد هيئات الأوراق المالية العربية ، ٢٠١٧، الإصدار ١٥ ، [www.uasa.ae](http://www.uasa.ae)
- أحمد، أحمد بخيت محمد ، ٢٠٢٠ ، الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة وكفاءة الإستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، **مجلة البحوث المالية والتجارية** ، كلية التجارة ، جامعة بورسعيد، المجلد ٢١، العدد الرابع ، ص ص ٥٤٣-٥٨٤ .
- أحمد، عثمان بن سيد ، ٢٠٢١ ، مساهمة جودة المعلومات المالية في ترشيد قرارات المستثمرين على مستوى سوق الأوراق المالية: دراسة ميدانية لأراء عينة من المهنيين الأكاديميين في الجزائر، **مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الإقتصاد العالمي**، المدرسة العليا للتجارة، مخبر الإصلاحات الاقتصادية، المجلد ١٥، العدد الأول ، ص ص ٤٥-٦٠ .
- الجبوري، بتول مطر عبادي، وفرج ، أحمد حسن عبد، ٢٠٢١ ، أثر بعض المعلومات المالية على أسعار الأسهم دراسة تطبيقية لعينه من الشركات الموجه في سوق العراق للأوراق المالية، مركز دراسات الكوفة ، جامعة الكوفة ، العدد ٦٢ ، ص ص ٣٣-٦٦ .
- الجبلي، وليد سمير عبد العظيم ، ٢٠٢٠ ، أثر إستخدام المعايير المالية لمحاسبة الإستدامة على تحسين الإفصاح المحاسبي وتعزيز ثقة المستثمرين: دراسة تطبيقية على البنوك التجارية، **مجلة الفكر المحاسبي**، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، المجلد ٢٤ ، العدد الثاني ، ص ص ١-٦٨ .

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رحاب جمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

- الجندي، عبد الناصر محمد محمد مصطفى ، ٢٠٢٠، دور المعلومات المالية المستقبلية في ترشيد قرارات الإستثمار في سوق الأوراق المالية ، **المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية** ، كلية التجارة ، جامعة قناة السويس ، المجلد ١١ ، العدد الرابع ، ص ص ٢٤٨-٢٧٤ .
- الزعيبي ، محمد إبراهيم علي ، والمطارنة ، غسان فلاح ، ٢٠٢١، أثر الإفصاح عن عناصر التنمية المستدامة في جودة الإفصاح في التقارير المالية للبنوك الإسلامية العامة في الأردن ، رسالة ماجستير ، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية ، جامعة آل البيت، الأردن ، ص ص ١-٨٦ .
- الصايغ، عماد سعد محمد، وعبد المجيد، حميدة محمد ، ٢٠١٥، قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الإستثمارية للشركات المصرية، **مجلة المحاسبة والمراجعة**، المجلد ٣، العدد الأول، كلية التجارة ، جامعة بنى سويف، ص ص ١-٤٩ .
- الفرارجي، محمد محمد ، ٢٠٢١، أثر تطبيق معيار التقارير المالية "IFRS 9" بالبنوك على اتخاذ قرارات المستثمرين بالبورصة ، **مجلة الدراسات التجارية المعاصرة** ، كلية التجارة، جامعة كفر الشيخ ، العدد ١١ ، ص ص ٤٠١-٤٤٦ .
- الأمين ، الشريف الحسين عوض ، ومحمد ، الحسن محمد الحسن ، ٢٠٢١، أثر الإفصاح المحاسبي على أساس القيمة العادلة في إتخاذ القرارات الإستثمارية : دراسة ميدانية على عينة من بعض البنوك العاملة في نيبالا، **المجلة العربية للعلوم الإنسانية والإجتماعية** ، شركة السنبلة للدراسات والتدريب والنشر ، العدد ٨ ، ص ص ٦٧-٩٧ .
- بامين ، إسماعيل يونس ، ٢٠١٨، أثر تطبيق نظام تخطيط موارد المؤسسة في الأداء المالي للبنوك : دراسة حالة البنك العربي والبنك الإسلامي الأردني ، **مجلة الزرقاء للبحوث والدراسات الإنسانية** ، جامعة الزرقاء ، المجلد ٢٨ ، العدد الأول ، ص ص ٣٤ - ٤٦ .
- بكدي ، فاطمة ، وخبازي ، فاطمة الزهراء ، ٢٠٢٠، السندات الخضراء كأداة تمويلية للإنخراط المبكر في تمويل المشاريع الإستثمارية النظيفة : دراسة حالة السندات الخضراء بالصين ، **مجلة الإبداع** ، جامعة البليدة ٢ ، المجلد ١٠ ، العدد الأول ، ص ص ٣٠٦-٣٢١ .
- بن رحمون ، سليم ، ٢٠١٩، أثر الإفصاح المحاسبي على جودة القرارات الإستثمارية دراسة حالة : مجموعة من المؤسسات الإقتصادية الجزائرية، رسالة دكتوراة ، كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة ، ص ص ١- ٢٨٠ .
- بن صوته ، ثامر ، ٢٠١٩، دور الإفصاح المحاسبي في ترشيد القرار الإستثماري ، مركز البصيرة للبحوث والإستشارات والخدمات التعليمية ، العدد ٣٠ ، ص ص ٩٩ - ١٢٢ .
- بن زيدان، فاطمة الزهراء، بوديه، فاطمة، وشليحي، الطاهر ، ٢٠٢٠، الصكوك الخضراء صناعة مالية مستدامة : نظرة عالمية، **مجلة الإصلاحات الإقتصادية والإندماج في الإقتصاد**

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رحاب جمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

**العالمي**، المدرسة العليا للتجارة ، مخبر الإصلاحات الاقتصادية ، المجلد ١٤ ، العدد الأول ، ص ص ٨٨-٩٩ .

بيومي ، ميهاب صلاح أحمد ، ٢٠٢٠ ، قياس أثر مستوى الإفصاح بالتقارير السردية على قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري، **المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية** ، كلية التجارة ، جامعة قناة السويس ، ص ص ١٦٥٠-١٦٧٣ .

زهرة ، شادي أحمد ، ٢٠٢١ ، تقييم مستوى الإفصاح والشفافية في التقارير السنوية للشركات المدرجة سوق دمشق للأوراق المالية ، **مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية** ، جامعة تشرين ، المجلد ٤٣ ، العدد الأول ، ص ص ٥٣-٧٥ .

سعيدى، نصيرة ، و أوكيل ، نسيم ، ٢٠٢١ ، دور الإفصاح عن المعلومات فى ترشيد قرارات الإستثمار فى سوق الأوراق المالية، **المجلة الدولية للأداء الإقتصادي**، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، المجلد ٤ ، العدد ١ ، ص ص ٤٦١ – ٤٨٣ .

سيد، سيد عبد الفتاح، الشافعي، ياسر زكريا سيد أحمد، وغلاب، سماهر ماهر ، ٢٠٢١ ، إطار مقترح لإجراءات مراجعة المعلومات المالية البيئية في التقارير المالية المنشورة : دراسة ميدانية ، **مجلة الدراسات التجارية المعاصرة** ، كلية التجارة ، جامعة كفر الشيخ ، العدد ١١ ، ص ص ٧١٩-٧٦٦ .

شحاته، محمد موسى علي ، ٢٠٢١ ، تأثير الإفصاح المحاسبي عن معلومات جائحة كورونا على القيمة السوقية للأسهم بالبورصة المصرية – منهجية دراسة الحدث، **مجلة الفكر المحاسبي** ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، المجلد ٢٥ ، العدد الثاني ، ص ص ١-٦٧ .

شعراوي ، هناء سيد ، عامر، أحمد حسن علي، وحسونة ، محمد أحمد لطفي ، ٢٠٢١ ، أثر المعلومات المنشورة على تقلبات أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية ، **المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة** ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، العدد الثاني ، ص ص ١٥٩-١٨٤ .

عبد العزيز، ياسنت جابر محمد ، ٢٠١٩ ، دراسة تحليلية لدور التعثر المالي في تخفيض تذبذب أسعار الأسهم لترشيد قرارات المستثمرين بالتطبيق على الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية، **مجلة التجارة والتمويل** ، كلية التجارة ، جامعة طنطا ، ص ص ٢٢٩-٢٨٠ .

عقبة، خضير ، ٢٠٢١ ، دور الإفصاح المحاسبي في تنشيط سوق الأوراق المالية: دراسة حالة سوق المال السعودي، **مجلة العلوم الإدارية والمالية** ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي، الجزائر، مجلد ٥ ، العدد الثاني، ص ص ١٠٧-١٢٣ .

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رحاب جمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

موسى، آمنة جبريل أبو نصيب، ٢٠٢١، دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات على تحقيق شفافية المعلومات المحاسبية : دراسة تطبيقية على الاتصالات السعودية STC ، مجلة رماح للبحوث والدراسات ، مركز البحث وتطوير الموارد البشرية ، رماح ، العدد ٥٤ ، ص ص ١١٥-٨١ .

ناصر، إيمان ، ٢٠٢١، الإفصاح المالي في إطار تبني المحاسبة الخضراء ، رسالة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ، جامعة جيلاني ليااس -سيدي بلعباس ، الجزائر، ص ص ١٦٨-١ .

هباش، فارس، ومناع، ريمه، ٢٠١٨، أثر المعلومات المالية في إتخاذ القرارات الإستثمارية في سوق عمان المالي ، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية ، جامعة عمان ، العدد التاسع ، ص ص ٦٤٦-٦٢٧ .

### المراجع الأجنبية

Aassouli, D. , Asutay, M. ,Mohieldin ,M. ,and Nwokike,T,C.,2018,Green Sukuk ,energy povetry and climate change :ARoad map for Sub-Saharan Africa .Conference on sharing Economy of Islam beyond Islamic finance at the universite claud Bernard ,p 8.

Badar ,N,A., 2020, Stock Markets” reaction to Covid 19 : Cases of Fatalities? School of Finance ,Jiangxi University Of Finance and Economics, Nanchang (330013),China ,

**Electronic Copy available at :<https://ssrn.com/abstract/3585789>,pp 1-18.**

Bogdan ,D., Stefana ,M, D. ,and Roxana,I., 2021,Remarks on the covid 19 pandemic. The case of Vix ,finance Research Letters, vol. 43,pp 1-9.

Charlotta , N., 2021, The impact of green bond issuance on the stock price , Hanken school of economic ,Helsinki ,pp 1-78.

Cioli , V ., Colonna, L ., Giannozzi , A., and Roggi, O., 2021, “Corporate Green Bond and Stock Price Reaction” , International Journal of Business and Management; Vol. 16, No. 4 , pp75 – 84.

Daubanes ,J., Mitali, S., and Rochet,J., 2021, Why do firms Issue green bonds, Research paper series, swiss finance Institute, pp1-60.

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوية الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رحاب كمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم النقي

---

Dragon, Y ,T., and Yupu, Z, 2018, Do shareholders benefit from green bonds , pp1-53 **available at : <https://ssrn.com/abstract/3259555>**.

European green bond standar (EUGBS), 2019 ,European Commission, **[https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/european-green-bond-standard\\_en](https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/european-green-bond-standard_en)**

Fatica, S, and Panzica, R., 2021, Sustainable investing in times of crisis: evidence from bond holdings and the COVID-19 pandemic., PP 1- 42. **Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3991007>**.

Garcia-Sanchez ,I, M., Hussain ,N., Khan, S ,A. ,and Martinez-Ferrero,J., 2020, Do Markets Punishor Reward Corporate Social Responsibility Decoupling ? Business& Society, university of Groningen, 60(6), pp 1431-1467

**Available at SSRN:<https://doi.org/10.1177/0007650319898839>**.

Glavas. D ., 2019 , How Do Stock Prices React to Green Bond Issuance Announcements ?,PP 1 -35.

**Available at SRN: <https://ssrn.com/abstract=3279069>** .

Han, Y., Li, P., and Wu, S.,2022, “Does Green Bond Improve Portfolio Diversification? Evidence From China”, PP1-26.

**Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4004407>**

Institut Der Wirtschaftsprufer,2021, Accounting for ‘green’ financing, pp 1-31.

**availableat:<https://www.idw.de/blob/132350/f206d2d4d7d745ce9dc6396be30405cf/down-bilanzierunggruenerfinanzen-englisch-data.pdf>**

Janda, K , Kortusova, A and Zhang, B., 2022, Estimation of green bond premiums in the Chinese secondary market ., PP1-28.

**Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4113580>** .

Kuchin, I., Baranovsky, G., Dranev, Y .,and Chulok,A.,2019 ,Does green bonds placement create value for firms, Basic Research program working papers, series: science, Technology and innovation, pp 1-24 ,

**available at: <http://ssrn.com/abstract/3477918>**.



- Lebelle, M., Jarjir, S., and Sassi, S., 2020, Corporate Green Bond Issuances: An International Evidence., Journal of Risk and Financial Management, PP1 – 21.
- Maragopoulos, N., 2022, Towards a European Green Bond: A Commission's proposal to promote sustainable finance, European Banking Institute Working Paper Series, no. 103, pp 1-39.  
**Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3933766>**
- Nair,B., Reddy ,K., Tan,y., and Wallace,D.,2022, “ The Effect of Green Bond Issuance and ESG Ratings on Energy Companies' Returns in China and Japan” , PP1-44. **Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4147055>**
- Nwaobia A. N., Kwarbai J. D., Jayeoba, O. O., and Ajibade A. T., 2016 , Financial Reporting Quality on Investors' Decisions, International Journal of Economics and Financial Research, Vol. 2, No. 7, pp:140-147.  
**Available at <http://arpgweb.com/?ic=journal& journal= 5&info=aims>**
- Oskuee, S and Samimi, S.,2016, The Effect of Corporate Governance Mechanisms on the Volume of Share Trading in Companies Listed in Tehran Stock Exchange, pp1 – 13.  
**Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2877635><http://dx.doi.org/10.3390/jr13030061>**
- Pauline, D., and Frederic de Mariz,2020,what future for the green bond Market ? How can Policy markers, companies and investors unlock the potential of the green bond market ? Journal of Risk financial manag. 13(3), 61, doi:10.3390/jr fm 13030061.
- Raheem, I, D .,2021 , Hedging Strategies among Financial Markets: The Case of Green and Brown Assets , PP 1 – 28.

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوية الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رحاب كمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم النقي

---

**Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3958749>**

Sangiorgi, I., Schopohl, L., 2021, Why Do Institutional Investors Buy Green Bonds: Evidence from a Survey of European Asset Managers., International Review of Financial Analysis, Forthcoming, pp1-49 .

**Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3814937>**

Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2019, Report on EU Green Bond Standard , pp 1 - 79 .**Available online:**

**[https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en.pdf)**

Technical Expert Group on Sustainable Finance , 2020, Usability Guide EU Green Bond Standard”, pp1-52. **Available online:**

**[https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business\\_economy\\_euro/banking\\_and\\_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-green-bond-standard-usability-guide_en.pdf)**, accessed 17th August 2021.

Tang,D, and Zhang,Y., 2020 , Do Shareholders Benefit from Green Bonds?, Journal of Corporate Finance, Elsevier, vol. 61(C) ,PP 1- 55 .

**Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3259555>**.

- www.hapijournal.com,2021
- www.zawya.com/ar ,2021
- www.hewaaya.com,3282,2022
- www. Al-Arabiya.net/ aswaq/ economy, 2022.
- www.cbe.org.eg,2021
- www.albankaldawli.org ,2019
- www.icmagroup.org,2021

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رحاب جمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

### الملحق

دليل إرشادي لقياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء في القوائم والتقارير المالية في ضوء مذكرة المعلومات الصادرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية بشأن الطرح الخاص للجهات للاكتتاب في السندات

### الخضراء

رقم البند	مجموعة البنود
١	المصدر للسندات من الشركات والجهات التي تعمل وفق اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .
٢	البيانات العامة للشركة (الجهة) : الإسم ، الشكل القانوني ، تاريخ التأسيس ، الغرض ، أسماء المساهمين المالكيين لأكثر من ٥% من أسهم الشركة ، الموقف الضريبي ،-----.
٣	رأس المال المرخص به المصدر والمدفوع .
٤	عدد الأسهم والقيمة الإسمية للسهم .
٥	صافي أصول الشركة .
٦	القروض والتسهيلات الإئتمانية الحاصل عليها المصدر .
٧	الإستثمارات في شركات تابعة .
٨	بيانات الأطراف الأخرى الخاصة بإصدار السندات الخضراء : الخبير ( المؤسسة الإستشارية ) ، مدير الإصدار ، المستشار القانوني ، مراقب الحسابات المدرج بسجل الهيئة .
٩	بيانات أحكام وشروط إصدار السندات الخضراء : نوع السندات الخضراء ، التصنيف الإئتماني ، نوع الإصدار وقيمه والعملة ، قرار الجمعية العامة أو مجلس الإدارة على الإصدار ، ---.
١٠	عدد السندات المطروحة للاكتتاب ، سعر ومصاريف الإصدار .
١١	سعر العائد ونوعه وأسلوب احتسابه .
١٢	جدول السداد ( إستهلاك السندات ) .
١٣	شروط الإستهلاك المعجل
١٤	أنواع المخاطر والإجراءات المتخذة للحد من تلك المخاطر .
١٥	بيانات الإكتتاب : نوع الإكتتاب ، تاريخ فتح وقفل الإكتتاب ، طريقة التخصيص ورد المستحقات ، -----.
١٦	إستخدام حصيلة السندات الخضراء في تمويل وإعادة تمويل المشروعات الخضراء في ضوء المشروعات والقطاعات المحددة من قبل الهيئة .
١٧	الإفصاح عن الإجراءات الداخلية التي يقوم بها المصدر من أجل إستخدام حصيلة السندات .

قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن معلومات أدوات الدين الخضراء وأثره على قرارات المستثمرين ...

د/ رباب جمال محمود محمد الزكي & د/ رشا علي إبراهيم الفقي

١٨	إستخدام حساب فرعي ومحفظة مخصصة للإستثمار في المشروعات الخضراء .
١٩	إصدار التقرير السنوي الموجه إلى الهيئة وجماعة حملة السندات للتأكيد على إجراءات التمويل ومقدار التخصيص من حساب الحصيلة لكل مشروع والمبلغ المتبقي غير المخصص ، والتأثيرات البيئية المتوقعة للمشروعات ومدى توافقها مع معايير الإلتزام البيئي .
٢٠	صدور التقرير السنوي للخبير موجه إلى الهيئة موضحاً مدى توافق المشروعات الممولة بحصيلة السندات الخضراء مع معايير البيئة النظيفة
٢١	صدور التقرير السنوي لمراقب الحسابات موجه إلى الهيئة وجماعة حملة السندات عن إستخدام الحصيلة
٢٢	صدور تقرير الخبير بشأن الإجراءات الواجب إتخاذها في حالات الإخلال
٢٣	توافر القوائم المالية الفعلية وأهم المؤشرات المالية عن ٣ سنوات سابقة للجهة المُصدرة مرفقاً بها تقرير مراقب الحسابات
٢٤	توافر القوائم المالية التقديرية والمعلومات المالية المستقبلية للجهة المُصدرة طوال عمر الإصدار مرفق بها تقرير مراقب الحسابات .
٢٥	إعتماد رئيس مجلس الإدارة ، مدير الإصدار، مراقب الحسابات ، والهيئة لمذكرة المعلومات .