

تأثير الإفصاح المحاسبي عن الأداء المستدام على مخاطر انهيار أسعار الأسهم: الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د/ عمرو السيد زكي محمود

أستاذ المحاسبة والمراجعة المساعد

كلية الأعمال - جامعة الإسكندرية

amr.elsaid.zaki@alexu.edu.eg

ملخص البحث

يهدف البحث إلى تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن الأداء المستدام ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية، مع التركيز على اختبار الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات بالنسبة لهذه العلاقة. كما يسعى البحث إلى تقديم فهم أعمق لكيفية تأثير الإفصاح المحاسبي، خصوصاً فيما يتعلق بالجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة، على استقرار الأسواق المالية وثقة المستثمرين، وتحديد ما إذا كان الإفصاح عن هذه الممارسات يسهم في الحد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، وبالتالي التقليل من احتمالية الانهيارات المفاجئة في أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة (2020-2023).

وقد توصلت الدراسة الي وجود تأثير سلبي ومعنوي لمستوي الإفصاح عن الأداء المستدام على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ووجود دور وسيط لعدم تماثل المعلومات في علاقة الإفصاح عن الأداء المستدام ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. ولتقييم مدي قوة واتساق النتائج التي تم التوصل إليها من خلال التحليل الأساسي تم إجراء اختبارات المتانة، حيث تم الاعتماد على استخدام مقاييس بديلة لقياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، كما تم اعادة اختبار علاقة الوساطة محل الدراسة. وقد أكدت نتائج تحليل اختبارات المتانة قوة ومتانة نتائج التحليل الاساسي للدراسة، وقوة نماذجها، بما يشير الي مدي وقوة تأثير مستوى الإفصاح المحاسبي عن الأداء المستدام للشركات على مخاطر انهيار اسهم اسعار الأسهم، كما تؤكد على الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات في هذه العلاقة.

الكلمات المفتاحية: الإفصاح عن الأداء المستدام- مخاطر انهيار أسعار الأسهم - عدم تماثل المعلومات.

¹ تقديم البحث في 2025/6/22 وقبول نشره في 2025/7/10

The Impact of Accounting Disclosure of Sustainable Performance on Stock Price Crash Risk: The Mediating Role of Information Asymmetry

An Empirical Study on Companies Listed on the Egyptian Stock Exchange

Abstract

The research aims to analyze the relationship between accounting disclosure of sustainable performance and the Stock Price Crash Risk in the Egyptian business environment, with a focus on testing the mediating role of information asymmetry in this relationship. The study also seeks to provide a deeper understanding of how accounting disclosure- particularly regarding environmental, social, and governance (ESG) aspects- affects financial market stability and investor confidence. Moreover, it aims to determine whether disclosure of such practices contributes to reducing information asymmetry between management and investors, thereby lowering the likelihood of sudden stock price crashes. This analysis is applied to a sample of companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period 2020–2023.

The study found a significant negative impact of the level of sustainable performance disclosure on stock price crash risk, and a mediating role of information asymmetry in the relationship between sustainable performance disclosure and stock price crash risk. To assess the robustness and consistency of the results obtained through the primary analysis, robustness tests were conducted. These included the use of alternative measures for stock price crash risk in listed companies, and a re-examination of the mediation relationship under study. The results of the robustness tests confirmed the strength and reliability of the study's primary analysis and models, highlighting the significant influence of the level of accounting disclosure of sustainable performance on the stock price crash risk, and affirming the mediating role of information asymmetry in this relationship.

Keywords: Sustainable Performance Disclosure– Stock Price Crash Risk– Information Asymmetry.

مقدمة

تُعد التقارير والقوائم المالية للشركات أداةً أساسية يعتمد عليها المستثمرون وأصحاب المصلحة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، حيث تُقدم صورة عن الأداء المالي والتشغيلي للشركة. ومع ذلك، وفي ظل التغيرات المتسارعة في بيئة الأعمال والأسواق المالية، أصبح من الواضح أن هذه التقارير لا تعكس بشكل كافٍ الأبعاد المتعددة لقيمة الشركة، بما قد يؤدي إلى سوء تقدير للمخاطر الحقيقية التي تواجهها الشركات. ويُعد عدم كفاية الإفصاح عن المعلومات غير المالية، مثل قضايا الاستدامة وحوكمة الشركات وإدارة المخاطر، أحد العوامل التي تُضعف ثقة المستثمرين، بما يزيد من احتمالية تراجع أسعار الأسهم في حال حدوث صدمات أو أزمات مالية مفاجئة (Gaio et al., 2021).

وفي هذا السياق، شهدت السنوات الأخيرة تزايداً ملحوظاً في الاهتمام بالإفصاح المحاسبي عن الاداء المستدام وذلك في ظل تزايد وعى المستثمرين وأصحاب المصالح بأهمية القضايا البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) في تقييم أداء الشركات واستمراريتها. ويعد الإفصاح عن الاداء المستدام اداة رئيسية لتعزيز الشفافية وتخفيض حالة عدم التأكد المرتبطة باتخاذ القرارات المالية والاستثمارية في الأسواق المالية. ويهدف الاداء المستدام للشركات من خلال مجموعة متنوعة من الأنشطة والأبعاد إلى تحقيق متطلبات أصحاب المصالح من مساهمين، وعاملين، وعملاء، وموردين، والمجتمع بصفة عامة (Dumitrescu and Zakriya, 2021). كما تؤثر أنشطة وأبعاد الاداء المستدام على تقييم الشركات متمثلة في أسعار أسهمها في السوق، وذلك من خلال تأثيرها على التدفقات النقدية المستقبلية وتوقيتها (Kim et al., 2014).

وتتنوع الدوافع التي تدفع الشركات إلى إصدار تقارير الاستدامة، حيث تلعب العوامل الداخلية مثل حجم الشركة، ونوع الصناعة، والأداء المالي، ومدى تداول أسهمها في البورصة دوراً كبيراً. كما تؤثر نسبة المديونية على استقرارها المالي وقدرتها على الالتزام بالإفصاح الشفاف. بالإضافة إلى ذلك، تؤثر العوامل الخارجية مثل التغيرات الاجتماعية والسياسية، والدورات الاقتصادية، والكوارث البيئية، وضغوط وسائل الإعلام، ونفوذ أصحاب المصلحة، في توجه الشركات نحو الإفصاح عن الاستدامة. كما تسهم العوامل الثقافية للشركة، مثل التوجهات الاستراتيجية لمجلس الإدارة، ووجود لجنة للمسؤولية الاجتماعية، وهيكل الحوكمة، في تحديد مدى التزامها بالإفصاح الشفاف، بما ينعكس إيجاباً على ثقة المستثمرين واستقرار سعر السهم (Christensen et al., 2019; Eng et al., 2022).

وعلى الجانب الآخر، يواجه المستثمرون في سوق رأس المال مخاطر انهيار أسعار الأسهم Stock price crash risk. ويعرف (Dumitrescu and Zakriya (2021 مخاطر انهيار أسعار الأسهم بأنها

المخاطر الناتجة عن الانخفاض الحاد والمفاجئ في أسعار الأسهم، بما يؤثر على رفاهية المستثمرين. كما تعد مخاطر الانهيار إحدى المخاطر المهمة المؤثرة على عوائد الأسهم، ولها متضمنات مهمة في نظريات محفظة الأوراق المالية ونماذج تسعير الأصول الرأسمالية (Kim and Zhang, 2014).

ويؤكد (Jin and Myers (2006 بأن عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية يساهم في زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم. إذ يسمح عدم تماثل المعلومات للمديرين بحجب وإخفاء الأخبار السيئة لفترة طويلة من أجل حماية وضعهم الوظيفي، وتقليل مخاطر التقاضي، إلا أنه عندما يتم الإفصاح عن الأخبار السيئة المتراكمة في السوق، تستمر أسعار الأسهم في الانخفاض بما يؤدي الي انهيار أسعار الأسهم.

ومن المرجح أن تزداد مخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات التي لديها مخاطر وكالة مرتفعة، حيث يميل المديرون الي استغلال عدم تماثل المعلومات من أجل زيادة الدخل قصير الأجل ليتوافق مع تحقيق مصالحهم الخاصة على حساب المساهمين والأطراف الخارجية، لذلك عادة ما يقومون بإخفاء أو تأخير الإفصاح عن الأخبار السيئة، إلا أن هذه الممارسة غير مستدامة على المدى الطويل وعندما تظهر هذه الأخبار تتفاعل معها أسعار الأسهم بقوة وبصورة سلبية، بما يؤدي الي انهيار أسعار الأسهم (Andreou et al., 2021).

وبالتالي، فإن الإفصاح عن أنشطة الأداء المستدام الاستدامة لم يعد مجرد قرار لإدارة الشركة، بل أصبح ضرورة لضمان استقرار الأسواق المالية وتعزيز الثقة بين المستثمرين. ومع تزايد وعي المستثمرين بأهمية العوامل غير المالية، أصبح الاعتماد على التقارير المالية التقليدية وحدها غير كافٍ، بما أدى إلى ارتفاع الطلب على مقاييس جديدة لتقييم أداء الشركات وتأثيرها على البيئة والمجتمع. وبدون هذا التطور، ستظل الأسواق المالية عرضة لتقلبات حادة، حيث يؤدي غياب المعلومات الشفافة إلى ردود فعل غير متوقعة من المستثمرين، بما يزيد من احتمالية انهيار أسعار الأسهم في حال حدوث اضطرابات اقتصادية أو مالية

وبناء على ما سبق، فإن الإفصاح عن أنشطة الأداء المستدام يدعم كلا من الشفافية وتخفيض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية، هذا بالإضافة إلى دوره في الحد من احتمالية حيازة وإخفاء الإدارة للأخبار السيئة، وهو ما يقلل من احتمالية الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم (Dumitrescu and Zakriya, 2021). وعلى النقيض من ذلك، قد تكون أنشطة وأبعاد الاداء المستدام للشركة هي مجرد آلية لتحسين السمعة بهدف إخفاء تصرفات انتهازية للإدارة مثل ممارسات إدارة الأرباح، بما يزيد من احتمالية سلوك المديرين لإخفاء الأخبار السيئة، ومن ثم زيادة احتمال حدوث الانهيارات

المستقبلية في أسعار الأسهم (Habib et al. 2018). وبالتالي، فإن هناك تأثيرات متناقضة للإفصاح عن أنشطة الاداء المستدام على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، فقد يكون الإفصاح عن الأداء المستدام داعماً للشفافية ويخفض عدم تماثل المعلومات مما يؤدي لتخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم، أو قد يكون هذا الإفصاح مجرد آلية لإخفاء التصرفات الانتهازية للإدارة مما قد يترتب عليه زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

1- مشكلة البحث

أدت الانهيارات التي شهدتها العديد من الشركات العالمية في السنوات الأخيرة إلى تصاعد الشكوك حول قدرة التقارير المالية التقليدية على تقديم صورة دقيقة وشاملة عن الأداء الحقيقي للمنشآت وكافة أنشطتها. ومع تزايد النمو الاقتصادي للدول على مدار العقود الماضية، تزايدت الصراعات الاجتماعية والبيئية للشركات بشكل مستمر بسبب مشاكل مثل تلوث الهواء، ونزاعات العمل ورأس المال، وزيادة انبعاثات الكربون، وزيادة مخاطر تغييرات المناخ، وأصبحت قضايا الاداء المستدام للشركات تشكل تحدياً رئيسياً للشركات وأصحاب المصالح والمجتمع بصفة عامة. وقد حاولت الشركات تحسين العلاقات مع أصحاب المصالح ومحاولة إيجاد حلول لكيفية عمل الشركات بطرق أكثر استدامة وشفافية وأخلاقية، حيث ظهرت مفاهيم الاداء المستدام، والتنمية المستدامة، والمواطنة المؤسسية، والمسؤولية الاجتماعية، وكذلك دعم دور الاداء المستدام في تحقيق المنافع الاقتصادية والاجتماعية والبيئية لجميع الاطراف أصحاب المصالح المعنية من خلال المساهمة في التنمية المستدامة والاداء المستدام، واعتبار الاداء المستدام استراتيجية أساسية للشركة، حيث يتم دمج مجموعة وأبعاد وأنشطة الاداء المستدام في استراتيجيتها التشغيلية الأساسية لتحسين الأداء طويل الأجل والعمل بشكل مستدام (Wu and Hu, 2019).

وفي ظل هذه التحديات، اتجه العديد من الشركات إلى تبني استراتيجيات الأعمال المستدامة (Sustainable Business Strategies)، حيث أصبح مفهوم الاداء المستدام عنصراً أساسياً في رؤية ورسالة وأهداف العديد من المؤسسات، باعتباره نهجاً يعزز الشفافية، ويضمن استمرارية الأعمال، ويحد من المخاطر التي قد تؤثر على استقرار الشركات وأسعار أسهمها في الأسواق المالية (Bednarova and Bonson, 2015؛ المليجي، 2015).

ومن ناحية أخرى، جذب موضوع التغيرات المفاجئة في أسعار الأسهم وما ترتب عليه من اضطراب في الأسواق العالمية اهتمام الأكاديميين والمهنيين لفهم هذه الظاهرة التي تتبع من ممارسات إدارة الشركات مثل حجب الأخبار السيئة وغموض التقارير المالية (Dai et al., 2019; Wu & Hu, 2019; Yang et al., 2024). إذ أصبحت الأسواق المالية تواجه ظاهرة متكررة تتمثل في انهيار أسعار الأسهم، والتي

قد تحدث نتيجة تدفقات معلومات وأخبار مفاجئة أو سلوكيات مضللة من قبل بعض الأطراف، بما يؤدي إلى خسائر فادحة تؤثر على الاستقرار الاقتصادي. ومن بين العوامل التي تقاوم هذه الظاهرة هو عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركات والمستثمرين، وهو الأمر الذي يزيد من مخاطر التقييم الخاطئ للأوراق المالية، حيث يواجه المستثمرون في سوق رأس المال مخاطر انهيار أسعار الأسهم *Stock price crash risk*. ويؤكد (Jin and Myers (2006) بأن عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية يساهم في زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم. إذ يسمح عدم تماثل المعلومات للمديرين بحجب وإخفاء الأخبار السيئة لفترة طويلة من أجل حماية وضعهم الوظيفي وتقليل مخاطر التقاضي، إلا أنه عندما يتم الإفصاح عن الأخبار السيئة المتراكمة بصورة مفاجئة في السوق، تستمر أسعار الأسهم في الانخفاض بما يؤدي إلى انهيار أسعار الأسهم.

وبناء على ما سبق، يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى الافتقار إلى الشفافية ومن ثم زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث يساعد إدارة الشركة على حجب أو إخفاء الأخبار السيئة الخاصة بأداء الشركة وتدفقاتها النقدية، والتوقعات حول وضعها المالي. وعندما تتراكم تلك الأخبار السيئة ويتم تأجيل الإفصاح عنها مع التعجيل بإصدار الأخبار الجيدة، يظهر ما يسمى "فقاعة أسعار الأسهم" أي المبالغة في تقدير الأسعار السوقية للأسهم، وعندما تصل المعلومات أو الأخبار السيئة أو السلبية المتراكمة إلى نقطة معينة يتم الإفصاح عنها فجأة إلى السوق مرة واحدة، بما يؤدي إلى انفجار فقاعة السعر وانهيار أسعار الأسهم (Zhu, 2016).

وتشير الدراسات السابقة (e.g., Bhattacharyya, 2014; Cao et al., 2022; Benlemlih et al., 2021; Chebbi, 2024) إلى أن الإفصاح المحاسبي عن الأداء المستدام لا يقتصر فقط على تعزيز صورة الشركة أمام المجتمع، بل يمتد أثره إلى تقليل مستوى عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، من خلال تقديم معلومات غير مالية تتعلق بالأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي. فعندما تلتزم الشركات بالإفصاح الشامل والموثوق عن هذه الجوانب، فإنها تقلل من فجوة المعلومات بين الأطراف المختلفة، بما يساهم في تقييمات أكثر دقة للأسهم ويحد من السلوكيات الانفعالية في السوق. وبهذا، يمكن أن يؤدي الإفصاح عن الأداء المستدام إلى خفض احتمالية انهيار أسعار الأسهم الناتج عن صدمات مفاجئة أو ردود فعل مبالغ فيها للمستثمرين، خاصة في الأسواق الناشئة مثل السوق المصري، حيث يُعد عدم تماثل المعلومات أحد التحديات الرئيسية التي تواجه كفاءة السوق واستقراره.

وعلى الرغم من تناول بعض الدراسات السابقة (e.g., Bae et al., 2021; Cao et al., 2023; Ge et al., 2023) محددات مخاطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أن هناك القليل من الدراسات التي

تناولت تأثير الإفصاح عن الاداء المستدام على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. فقد تناولت الدراسات السابقة الآليات المختلفة التي يمكن أن يستخدمها المديرون لإخفاء المعلومات السلبية سواء من خلال التلاعب بالأرباح، والتجنب الضريبي، والإفصاح الاختياري. كما تناول بعض الدراسات السابقة (e.g., Xu et al., 2022; Zhang and Ding, 2023; Chebbi, 2024) دور آليات الرقابة والحوكمة في الحد من السلوك الانتهازي للإدارة. إلا أن العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن الأداء المستدام ومخاطر انهيار أسعار الأسهم لم تلق الاهتمام الكافي. لذلك، فإنه لكي يتم سد هذه الفجوة في الدراسات المحاسبية الخاصة بالبيئة المصرية، تحاول الدراسة الحالية فهم طبيعة العلاقة بين الإفصاح عن الاداء المستدام ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات.

وتأسيسا على ما سبق، يمكن صياغة مشكلة البحث في التساؤلين التاليين على النحو التالي:

- هل يؤثر الإفصاح عن الاداء المستدام على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؟ وإلى أي مدى يدعم الدليل العملي للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري هذه العلاقة؟
- هل يتوسط عدم تماثل المعلومات العلاقة بين الإفصاح عن الاداء المستدام ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وإلى أي مدى يدعم الدليل التجريبي للشركات المقيدة بالبورصة المصرية هذا الدور الوسيط؟

2- هدف البحث

يهدف البحث إلى تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن الأداء المستدام ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية، مع التركيز على اختبار الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات بالنسبة لهذه العلاقة. كما يسعى البحث إلى تقديم فهم أعمق لكيفية تأثير جودة وشفافية الإفصاح المحاسبي، خصوصًا فيما يتعلق بالجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG)، على استقرار الأسواق المالية وثقة المستثمرين، وتقييم مدى التزام الشركات المدرجة بالبورصة المصرية بممارسات الإفصاح عن الاداء المستدام، وتحديد ما إذا كانت هذه الممارسات تسهم في الحد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، وبالتالي التقليل من احتمالية الانهيارات المفاجئة في أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة (2020-2023).

3- أهمية ودوافع البحث

تتبع أهمية البحث من تزايد الاهتمام العالمي والمحلي بمفاهيم الاستدامة والإفصاح عنها كأداة لتعزيز الشفافية والمساءلة في الأسواق المالية، خاصة في ظل تنامي المخاطر التي تهدد استقرار الأسواق، ومنها

مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وفي بيئة مثل السوق المصري، والتي تُعد من الأسواق الناشئة وتواجه تحديات تتعلق بضعف الإفصاح وارتفاع مستويات عدم تماثل المعلومات، حيث تزداد الحاجة إلى دراسة فعالية الإفصاح المحاسبي عن الأداء المستدام كوسيلة لتقليل هذه المخاطر.

ويستمد البحث أهميته الأكاديمية من تناوله قضية بحثية هامة، والتي تناولتها الدراسات السابقة في بيئات مختلفة، ولكنها تعاني من ندرة شديدة في البيئة المصرية (وفقاً لمعلومات الباحث)، وبالتالي تتمثل دوافع البحث في سد الفجوة في الأدبيات المحاسبية بشأن العلاقة بين الإفصاح عن الأداء المستدام ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، مع التركيز على الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات، وهو جانب لم ينل القدر الكافي من الدراسة، خصوصاً في السياق المصري. كما يُعد هذا البحث امتداداً لأدبيات الفكر المحاسبي التي تركز على تعزيز الدور التقييمي والقدرة التنبؤية للنموذج التقليدي للتقارير المالية. حيث سعى الباحث إلى قياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن أنشطة الأداء المستدام في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، بما يوفر مؤشرات هامة حول جودة ومصداقية التقارير المالية المنشورة، ومدى قدرتها على أن تعكس الأداء الحقيقي للشركات من الجوانب الاقتصادية والاجتماعية والبيئية.

كما يستمد البحث أهميته العملية من كونه يسعى إلى اختبار تلك العلاقة في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، الأمر الذي يؤدي إلى إثراء المردود التطبيقي للبحث في هذا المجال وإيجاد دليل عملي على مدى صحة العلاقات محل الدراسة في سوق رأس المال المصري. كما يستمد البحث أهميته من تناوله موضوعاً مهماً يتعلق برؤية مصر 2030 والتي تهدف إلى تحقيق تنمية شاملة ومستدامة، مع التركيز على تحسين الاقتصاد، وتعزيز العدالة الاجتماعية، وحماية البيئة. ويعتمد ذلك على تنفيذ مشروعات قومية ضخمة وتبني سياسات تعزز الابتكار والاستدامة في مختلف المجالات.

كما أن نتائج هذا البحث قد تساهم في توجيه صناع القرار، والهيئات الرقابية، والشركات نحو تبني سياسات إفصاح أكثر كفاءة والتي تدعم ثقة المستثمرين، وتحسن من كفاءة السوق، وتحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

ومن أهم دوافع البحث تسليط الضوء على متضمنات الإفصاح عن الأداء المستدام للشركات على سوق رأس المال بصفة عامة، وعلى مخاطر انهيار أسعار الأسهم بصفة خاصة، وتقديم دليل من الواقع العملي في بيئة سوق رأس المال المصري على طبيعة هذه العلاقة، ومن ثم المساهمة في تضيق فجوة البحث المحاسبي في هذه القضية الجديرة بالاهتمام.

4- منهجية البحث

تعتمد الدراسة في شقها النظري على المنهج الاستنباطي من خلال تحليل الدراسات السابقة ذات الصلة للوصول الي إطار نظري للإفصاح عن الأداء المستدام للشركات من ناحية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم من ناحية، ومن ثم اشتقاق فروض البحث التي يتم اختبارها. كما تعتمد الدراسة على المنهج الاستقرائي من خلال تحليل بيانات الشركات المدرجة في البورصة المصرية خلال فترة زمنية محددة (2020-2023).

5- حدود وخطة البحث

يقتصر البحث على دراسة واختبار تأثير الإفصاح عن الاداء المستدام على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، واختبار الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات على هذه العلاقة. ويخرج عن نطاق البحث دراسة العوامل الأخرى أو المحددات الأخرى والتي قد تؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم سواء المتعلقة بخصائص سوق رأس المال، أو الخصائص المرتبطة بالمديرين. كما سوف تقتصر الدراسة التطبيقية على عينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وبالتالي يخرج عن نطاق البحث الشركات غير المقيدة بالبورصة. وأخيرًا فإن قابلية تعميم النتائج مشروطة بحدود البحث وبضوابط اختيار مجتمع وعينة الدراسة.

وفي ضوء مشكلة البحث وأهدافه، فسوف يتم استكمال البحث على النحو التالي:

- الأداء المستدام: المفهوم، والابعاد، والنظريات، والمقاييس.

- الإطار النظري لمخاطر انهيار أسعار الأسهم.

- تحليل وتقييم الدراسات السابقة واشتقاق فرضي البحث.

- منهجية البحث.

- نتائج البحث والتوصيات وأهم مجالات البحث المقترحة.

6- الأداء المستدام: المفهوم والابعاد والنظريات والمقاييس

يعبر الأداء المستدام عن قدرة الشركات على تحقيق التوازن بين أهدافها الاقتصادية من جهة، وبين مسؤولياتها البيئية والاجتماعية من جهة أخرى، بما يضمن استمرارية أنشطتها وخلق قيمة طويلة الأجل لكافة الأطراف ذات العلاقة (Da Silva, 2022). ويشمل هذا المفهوم ثلاث ركائز أساسية تُعرف بثلاثية الاستدامة (Triple Bottom Line) والتي تشمل الأداء البيئي (Environmental Performance) ويتعلق بممارسات الشركة في إدارة الموارد الطبيعية، وتقليل التلوث، والانبعاثات، والنفايات. بينما يتضمن

البعد الثاني الأداء الاجتماعي (Social Performance) ويشمل مسؤولية الشركة تجاه العاملين، والمجتمع المحلي، وحقوق الإنسان. وأخيراً، الحوكمة (Governance) وتتضمن الشفافية، والمسؤولية، وفعالية نظم الرقابة والإدارة.

ويُعد الأداء المستدام مفهوماً حديثاً نسبياً في مجال المحاسبة، والذي يشير إلى قدرة الوحدة الاقتصادية على تحقيق أهدافها الاقتصادية مع مراعاة تأثيراتها البيئية والاجتماعية (Zhang and Ding, 2023). ويقوم هذا المفهوم على فكرة أن نجاح المؤسسة لا يُقاس فقط بالربحية أو النمو المالي، بل أيضاً بمدى مساهمتها في حماية البيئة وتحقيق العدالة الاجتماعية، وهو ما يجعل الأداء المستدام معياراً أكثر شمولاً لتقييم فعالية الشركة على المدى الطويل (Yang et al., 2024).

ويرتكز الأداء المستدام على ثلاثة محاور رئيسية تعرف باسم "الاستدامة الثلاثية": البُعد الاقتصادي، والذي يتضمن تحقيق أرباح مستقرة ونمو مالي مستدام؛ والبُعد البيئي، والذي يشمل الحد من التلوث، وإدارة الموارد الطبيعية بكفاءة، ومواجهة التغير المناخي؛ والبُعد الاجتماعي، والذي يركز على قضايا مثل حقوق الإنسان، ورفاهية العاملين، والمساهمة في تنمية المجتمعات. ويسعى الأداء المستدام إلى إيجاد توازن بين هذه الأبعاد بما يضمن استمرارية الشركة وتأثيرها الإيجابي على المجتمع والبيئة (Chebbi, 2024).

ويمثل تبني مفهوم الأداء المستدام تحولاً استراتيجياً في فلسفة الإدارة الحديثة، حيث لم تعد الشركات تُقَيَّم فقط من خلال مؤشرات مالية، بل أصبحت تُطالب بإثبات التزامها بمعايير الحوكمة البيئية والاجتماعية. ولذلك، أصبح الإفصاح عن الأداء المستدام جزءاً أساسياً من ممارسات الشفافية، والذي يُستخدم لتعزيز الثقة بين الشركة وأصحاب المصلحة، بما في ذلك المستثمرين والعملاء والمجتمع المدني (Zhang et al., 2024).

وعلى الرغم من التحديات المرتبطة بقياس الأداء المستدام، إلا أن الاهتمام العالمي المتزايد بقضايا التنمية المستدامة والتغير المناخي يدفع المزيد من الشركات إلى دمج معايير الاستدامة في خططها التشغيلية والاستراتيجية. فالشركات التي تنجح في تحقيق أداء مستدام تُعد أكثر قدرة على التكيف مع التغيرات، وتقليل المخاطر، والاستفادة من فرص السوق، بما يعزز من قدرتها التنافسية على المدى البعيد (Bari et al., 2022).

وقد حظي الإفصاح المحاسبي عن الأداء المستدام باهتمام واسع من قبل المنظمات المالية الدولية، حيث يعمل مجلس معايير المراجعة والتوكيد المهني الدولي (IAASB) حالياً على تعديل المعيار الدولي لخدمات التوكيد (ISAE 3000) لتوفير إطار عمل أكثر دقة وموثوقية لخدمات التأكيد على تقارير

الاستدامة (IAASB, 2013). كما أكد الاتحاد الدولي للمحاسبين (IFAC, 2009) أن تضمين معلومات التنمية المستدامة ضمن التقارير السنوية للشركات يساهم في تحسين أدائها وتعزيز صورتها أمام المستثمرين، بما يعزز ثقتهم في استقرار المنشأة على المدى الطويل. وفي السياق ذاته، أجرى مجلس تقرير الأداء التابع للمعهد الكندي للمحاسبين القانونيين دراسة حول أهمية الإفصاح عن معلومات الحوكمة والمسؤولية الاجتماعية والبيئية، حيث أظهرت النتائج أن الإفصاح المحاسبي عن ممارسات التنمية المستدامة يلعب دورًا حيويًا في تمكين المستثمرين من تقييم أداء الشركات بشكل أكثر دقة (CICA, 2010).

وعلى المستوى المهني، قدمت المبادرة العالمية لإعداد التقارير – (Global Reporting Initiatives) مجموعة من التوجيهات التي تساعد المستخدمين في فهم وتقييم قرارات المنشآت فيما يتعلق بمحتوى تقارير الاستدامة، مما يساهم في تعزيز شفافية الشركات وتقليل المخاطر المرتبطة بعدم الإفصاح عن الجوانب البيئية والاجتماعية التي قد تؤثر على استقرارها المالي وسعر أسهمها في الأسواق.

وأخيرًا تم إصدار معايير الاستدامة IFRS S1 و IFRS S2 رسميًا من قبل مجلس معايير الاستدامة الدولية (ISSB) التابع لمؤسسة IFRS في 26 يونيو 2023، وأصبحت سارية المفعول اعتبارًا من 1 يناير 2024 (IFRS, 2023a; IFRS, 2023b).

وبالنسبة للبيئة المصرية، فقد تزايدت أهمية الإفصاح عن الاداء المستدام في الشركات، وذلك لتعزيز الشفافية والمسؤولية الاجتماعية والبيئية. إذ أصدرت هيئة الرقابة المالية قرار رقم 107 وقرار رقم 108 لسنة 2021 والذي يلزم الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، بالإضافة إلى الشركات الخاضعة لرقابة الهيئة في الأنشطة المالية غير المصرفية، والتي يبلغ رأس مالها المدفوع أو صافي حقوق ملكيتها 100 مليون جنيه مصري فأكثر، بإعداد تقارير إفصاح وفقًا لمعايير الأبعاد البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG). بالإضافة إلى ذلك، فقد طالبت الشركات التي يبلغ رأسمالها المدفوع أو صافي حقوق ملكيتها 500 مليون جنيه مصري فأكثر بإعداد تقارير إفصاح عن التأثيرات المالية للتغير المناخي (TCFD)، وذلك بجانب إفصاحها عن الأبعاد البيئية والاجتماعية والحوكمة ESG، وذلك بهدف تعزيز شفافية الشركات فيما يتعلق بممارساتها البيئية والاجتماعية والحوكمة، وتمكين المستثمرين وأصحاب المصالح من تقييم أداء الشركات في مجالات الاستدامة. ويُظهر هذا التوجه التزام الجهات الرقابية في مصر بتعزيز الاداء المستدام والإفصاح عنها، بما يساهم في تحقيق تنمية اقتصادية مستدامة ويعزز ثقة المستثمرين في السوق المصري.

وقد أصبح مفهوم الأداء المستدام محورًا في الأدبيات المحاسبية الحديثة، باعتباره امتدادًا للمسؤولية الاجتماعية للشركات، ومتطلبًا ضمن توجهات الحوكمة والتمويل المستدام على مستوى العالم. وتتعدد دوافع

الشركات عند تبني الأداء المستدام، حيث تسعى الشركات إلى تبني ممارسات الأداء المستدام نتيجة لعدة دوافع. ويمكن تصنيف تلك الدوافع على النحو التالي:

أولاً، دوافع تنظيمية وتشريعية، وذلك نتيجة ضغوط من الجهات الرقابية وأسواق المال لتبني الإفصاح غير المالي بما يتماشى مع معايير الإفصاح العالمية مثل GRI. إذ تُعد الاستجابة للضغوط التنظيمية والتشريعية من أبرز هذه الدوافع. فمع تزايد اهتمام الحكومات والمنظمات الدولية بقضايا البيئة والمسؤولية الاجتماعية، وظهور قوانين ومعايير تُلزم الشركات بالإفصاح غير المالي، تجد الشركات نفسها ملزمة بتقديم تقارير حول تأثيراتها البيئية والاجتماعية، لضمان التوافق مع المتطلبات القانونية وتقادي العقوبات أو فقدان التراخيص (Ge et al., 2022).

ثانياً، دوافع اقتصادية واستثمارية، وتشير إلى أن الشركات ذات الأداء المستدام الجيد تتمتع بتكلفة تمويل أقل، ومعدلات عائد أفضل على المدى الطويل. إذ أصبحت فئات واسعة من المستثمرين، وخاصة المستثمرين المؤسسيين، تُفضّل التعامل مع شركات تُظهر التزاماً واضحاً بالاستدامة. ويُساعد الإفصاح عن الأداء المستدام في تقليل عدم تماثل المعلومات، وتقديم صورة أوضح عن المخاطر والفرص البيئية والاجتماعية، بما يُساهم في اتخاذ قرارات استثمارية أكثر وعياً، وبالتالي يساهم الإفصاح عن الاداء المستدام في تلبية توقعات المستثمرين والأسواق المالية (Atz et al., 2023). يضاف إلى هذا الدوافع الاقتصادية والتي تتضمن تحسين الكفاءة التشغيلية وإدارة المخاطر، فمن خلال الإفصاح عن الأداء المستدام، تلتزم الشركات بقياس وتتبع استهلاك الموارد، والانبعاثات، والمعايير الاجتماعية، بما يساعدها على تحديد مجالات الهدر وتحسين الكفاءة، فضلاً عن توقع التحديات البيئية أو المجتمعية مبكراً، بما ينعكس إيجابياً على الأداء المالي طويل الأجل، ويقلل من التكاليف والمخاطر المحتملة (Christensen et al., 2019).

ثالثاً، دوافع تتعلق بالسمعة والمسؤولية الاجتماعية، حيث يؤدي الالتزام بالاستدامة إلى تعزيز صورة الشركة وبناء ثقة أقوى مع أصحاب المصلحة، وخاصة المستثمرين والمستهلكين (Yan et al., 2022).

كما يُعد تعزيز السمعة المؤسسية والحصول على الشرعية من المجتمع دافعاً رئيسياً للإفصاح عن الأداء المستدام. فالإفصاح عن أنشطة الشركة المستدامة يُساهم في بناء صورة إيجابية أمام العملاء، والمستثمرين، ووسائل الإعلام، ويُظهر التزام الشركة بالقيم الأخلاقية والمسؤولية المجتمعية، بما يُعزز من ثقة أصحاب المصلحة، ويمنح المؤسسة شرعية واستقراراً في بيئتها التشغيلية، حيث إن الالتزام الطوعي بالقيم الأخلاقية والاستجابة للضغوط الداخلية مثل رغبة الإدارة في الابتكار، أو ثقافة الشركة المؤيدة للاستدامة، قد يكون دافعاً في حد ذاته للإفصاح. إذ تتبنى بعض الشركات الاستدامة كعنصر استراتيجي ضمن رؤيتها ورسالتها، وتسعى إلى الريادة في هذا المجال حتى دون ضغوط خارجية، معتبرة الإفصاح

وسيلة لتعزيز الشفافية والتميز في بيئة تتزايد فيها التحديات المرتبطة بالمسؤولية البيئية والاجتماعية (Yan et al., 2022).

وأخيرا، دوافع تتعلق بإدارة المخاطر، إذ يُسهم دمج البعد البيئي والاجتماعي في الاستراتيجية التشغيلية في تقليل المخاطر البيئية أو المجتمعية التي قد تهدد استمرارية الشركة (Ikram et al., 2020).

ومن ناحية أخرى، توجد نظريات عديدة تفسر سلوك الادارة بالنسبة لاستراتيجية الإفصاح عن الأداء المستدام، ومن ثم اختيار الادارة لبديل شفافية الإفصاح. وتقوم هذه النظريات على مجموعة من الافتراضات وتقدم محددات أو دوافع للإفصاح. وتشمل تلك النظريات:

(أ) نظرية الوكالة Agency Theory

تحدد نظرية الوكالة علاقة الوكالة كعقد بموجبه يقوم شخص أو أكثر (الأصيل) بإشراك شخص آخر (الوكيل) لأداء بعض الخدمات نيابة عنهم، بما يتضمن تفويض سلطة اتخاذ القرار للوكيل. وتفترض نظرية الوكالة الرشد الاقتصادي بالنسبة لكلا الطرفين. وفي ظل عدم توافر المعلومات الكاملة والمتماثلة بين الأصيل والوكيل تظهر مشاكل الوكالة، ويمكن تقليل هذه المشاكل عن طريق توفير مزيد من المعلومات. ويعد الإفصاح المحاسبي آلية مهمة للحد من عدم تماثل المعلومات بما يقلل من مشاكل الوكالة (Honggowati et al., 2019).

وتتطلب نظرية الوكالة من وجود فجوة بين مصالح المديرين (الوكلاء) والمساهمين (الأصيل)، مما يُنتج مخاطر تتعلق باستخدام الموارد بما لا يحقق أهداف المساهمين. وفي هذا السياق، يُعد الإفصاح عن الأداء المستدام إحدى أدوات الحوكمة والتي تقلل من السلوك الانتهازي للمديرين، من خلال زيادة الشفافية وإتاحة معلومات غير مالية يمكن استخدامها لتقييم كفاءة الإدارة. كما يُساهم الإفصاح عن الاداء المستدام في تعزيز ثقة المستثمرين، خاصة في الحالات التي يصعب فيها قياس الأداء المالي وحده، وبالتالي يُقلل من تكلفة رأس المال ويرفع من قيمة المنشأة (Wu et al., 2024).

(ب) نظرية أصحاب المصالح (Stakeholder Theory)

تُعد نظرية أصحاب المصلحة من أبرز الأطر النظرية التي تفسر توجه الشركات نحو الأداء المستدام. وتفترض هذه النظرية أن الشركة لا تُدار فقط لتحقيق مصالح المساهمين، بل تمتد مسؤوليتها لتشمل جميع الأطراف ذات العلاقة، مثل الموظفين، والعملاء، والمجتمع، وغيرهم من أصحاب المصالح. وبالتالي، فإن الإفصاح عن ممارسات الاستدامة البيئية والاجتماعية يُعد وسيلة لإظهار التزام الشركة تجاه هذه الفئات، وتعزيز الثقة والشرعية، إذ أنه كلما زادت استجابة الشركة لتوقعات أصحاب المصالح، كلما

زادت قدرتها على الاستمرار والتوسع في ظل بيئة تنافسية (Cao et al., 2023).

(ج) نظرية الإشارة Signaling Theory

تفترض هذه النظرية أن إدارة الشركات التي لديها أخبار جيدة تحاول أن تقصص عنها حتى تميز نفسها عن الشركات التي لديها أخبار غير مواتية. إلا أن إدارة الشركات التي لديها أخبار أو معلومات غير مواتية تحاول إخفاء وتراكم هذه الأخبار وعدم الإفصاح عنها بشكل انتهازي لإدارة الانطباع لدى المستثمرين (Lui et al., 2022). وتُفسر هذه النظرية سلوك الشركات في الإفصاح عن الأداء المستدام من منطلق اقتصادي، حيث يُعد الإفصاح بمثابة إشارة إيجابية للمستثمرين والأسواق حول جودة الإدارة واستدامة الأنشطة. فالشركات التي تتمتع بكفاءة أعلى وأداء بيئي واجتماعي متميز تميل إلى الإفصاح عن ذلك بغرض التمييز عن الشركات الأخرى، بينما تتجنب الشركات الضعيفة تقديم مثل هذه المعلومات. وبهذا، يصبح الإفصاح أداة لتقليل عدم تماثل المعلومات وتعزيز مصداقية الشركة في السوق المالي. مما يؤدي إلى تحسين تقييم الأسهم وخفض تقلبات أسعارها (Meng et al., 2023).

(د) نظرية التعاقدات المثالية Efficient contracts

تفترض هذه النظرية أن هناك حافزًا تعاقديًا لإدارة الشركات للإفصاح، وذلك من خلال صياغة عقود مثل عقود المكافآت وعقود المديونية بما يحد من استغلال الأطراف الداخلية، وتخفيض تكاليف الوكالة من خلال زيادة الإفصاح المحاسبي (Bushman & Smith, 2001). وتعد نظرية التعاقدات المثالية من النظريات التي تركز على تصميم العقود بين الأطراف بحيث يتم تقليل مشكلة عدم تماثل المعلومات وتحقيق الكفاءة الاقتصادية. وفي سياق الشركات، تفترض هذه النظرية أن الإفصاح الشفاف والدقيق عن الأداء، بما في ذلك الأداء المستدام، هو أداة مهمة لبناء الثقة بين الأطراف المتعاقدة مثل المستثمرين، والدائنين، والإدارة. فالإفصاح عن الأداء المستدام يساهم في تقليل فجوة المعلومات، ويعكس مدى التزام الشركة بالمسؤولية الاجتماعية والبيئية، بما يعزز من جودة التعاقدات ويحد من المخاطر الأخلاقية وسوء استخدام الموارد. وبالتالي، فإن الإفصاح عن الاداء المستدام يُنظر إليه كوسيلة لتعزيز فعالية التعاقدات المثالية من خلال تحسين الرقابة وتوجيه سلوك الأطراف نحو تحقيق الأهداف طويلة الأجل (Bae et al., 2021).

(هـ) نظرية التكاليف السياسية political cost theory

تفترض هذه النظرية أن المنظمين يتخذون القرارات بناء على المعلومات التي يتم الإفصاح عنها بواسطة الشركات، ولتخفيض التكاليف السياسية يكون هناك دافع لدى إدارة الشركات لإدارة محتوى معلومات التقارير المالية (Milne, 2002). وترتكز نظرية التكاليف السياسية على فكرة أن الشركات تسعى

إلى تقليل التعرض للضغوط والقيود التنظيمية أو السياسية التي قد تفرضها الحكومات أو الجهات الرقابية أو المجتمع، خصوصًا في حال تحقيقها لأرباح مرتفعة أو تأثير اقتصادي كبير. وفي هذا السياق، يُعد الإفصاح عن الأداء المستدام أداة استراتيجية تستخدمها الشركات لتقليل هذه التكاليف المحتملة، من خلال إظهار التزامها بالمسؤولية الاجتماعية والبيئية والتنمية. فكلما زاد اهتمام الشركة بالإفصاح الطوعي عن أنشطتها المستدامة، كلما قلَّ احتمال تعرضها لانتقادات أو مطالبات تنظيمية إضافية. وبذلك، فإن العلاقة بين نظرية التكاليف السياسية والإفصاح عن الأداء المستدام تقوم على أساس أن الإفصاح يُستخدم كألية دفاعية لتقليل المخاطر السياسية، وتحسين الصورة العامة للشركة، والحفاظ على استقرار بيئتها التشغيلية (Garcia et al., 2021).

كما تنطلق نظرية التكاليف السياسية من افتراض أن الشركات الكبرى أو ذات النفوذ الاقتصادي الواسع تكون أكثر عرضة للرقابة الحكومية والمطالبات المجتمعية، بما قد يؤدي إلى فرض ضرائب إضافية أو قوانين تنظيمية صارمة. وفي هذا الإطار، يُعد الإفصاح عن الأداء المستدام وسيلة فعالة تتبناها الشركات لتقليل من هذه التكاليف المحتملة، من خلال إظهار التزامها بالمعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG). فالإفصاح عن الاداء المستدام يساعد في بناء صورة إيجابية للشركة كمؤسسة مسؤولة تجاه المجتمع والبيئة، بما يقلل من احتمالية استهدافها بالإجراءات السياسية أو التنظيمية. وبالتالي، فإن العلاقة بين نظرية التكاليف السياسية والإفصاح عن الأداء المستدام تكمن في استخدام الشركات لهذا الإفصاح كأداة لتقليل الضغط السياسي والحفاظ على شرعيتها أمام أصحاب المصلحة (Lodhia and Sharma, 2019).

(و) نظرية السلوك الانتهازي Opportunistic behavior

تفترض هذه النظرية أن شكل وسياسة الإفصاح التي تتبعها إدارة الشركات تتأثر بالسلوك الانتهازي للمديرين، حيث يحاول المديرون تعظيم ثروتهم ومكافأتهم من خلال زيادة أرباح الفترة الحالية على حساب الفترات المستقبلية. ويحدث ذلك بصفة خاصة إذا كانت عقود الحوافز الادارية ترتبط بالأداء المالي للشركة (Honggowati et al., 2019).

وتعد نظرية السلوك الانتهازي من النظريات الجوهرية، حيث تفترض أن الأفراد أو الأطراف داخل المنظمة يتصرفون بما يخدم مصالحهم الشخصية، حتى ولو كان ذلك على حساب الأطراف الأخرى، خاصة في ظل وجود فجوة معلوماتية (Arikan, 2020).

وفي السياق المحاسبي، فإن هذا السلوك قد يظهر في صورة تقليل الشفافية أو انتقائية الإفصاح، بما يُعزز من مخاطر التضليل أو إخفاء المعلومات الجوهرية عن الأداء الحقيقي للشركة. وفي ضوء هذا المفهوم، يأتي الإفصاح عن الأداء المستدام كآلية لمواجهة السلوك الانتهازي، من خلال تعزيز الشفافية والحد من المعلومات غير المتوازنة بين الأطراف ذات العلاقة مثل المستثمرين، والدائنين، والمجتمع. فالإفصاح عن الاداء المستدام لا يقتصر فقط على الجوانب المالية، بل يشمل الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي، وهو ما يحد من قدرة الإدارة على إخفاء ممارسات ضارة أو اتخاذ قرارات تؤدي إلى تحقيق مكاسب شخصية قصيرة الأجل على حساب المصلحة العامة أو طويلة الأجل (Zimon et al., 2022).

علاوة على ذلك، فإن الإفصاح الطوعي والممنهج عن الأداء المستدام يُسهم في بناء الثقة بين الشركة وأصحاب المصلحة، ويقلل من الدوافع المتاحة للإدارة لممارسة السلوك الانتهازي. إذ تُعد تقارير الاستدامة أداة رقابية غير مباشرة، تفرض على الإدارة التزامًا أخلاقيًا ومهنيًا، كما تتيح للمستثمرين تقييم مدى التزام الشركة بالممارسات المسؤولة. ومن ثم، فإن الإفصاح عن الأداء المستدام يُمثل آلية حوكمة مهمة تساعد في الحد من السلوك الانتهازي وتحقيق توازن أكبر بين مصالح الإدارة وبقية الأطراف المعنية (Lee et al., 2024).

(ز) نظرية توفير المعلومات Information perspective

تفترض هذه النظرية أن إدارة الشركات تختار سياسة الإفصاح المحاسبي بطريقة تعكس القيمة الاقتصادية للشركة بما يساعد المستثمرين على تقدير التدفقات النقدية من استثماراتهم، وأنه يكون لدى إدارة الشركات دوافع لزيادة شفافية التقارير المالية لتمييز نفسها من خلال فعالية الادارة في تحقيق نتائج مرضية وتقديم اشارات للسوق (Verrecchia, 2001).

وتركز نظرية توفير المعلومات على أهمية المعلومات المحاسبية والمالية في تقليل فجوة المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصلحة الخارجيين، مثل المستثمرين والمقرضين والمجتمع. وتفترض هذه النظرية أن الإفصاح الشفاف والدقيق يسهم في تحسين اتخاذ القرارات من قبل مستخدمي القوائم المالية، كما يعزز من كفاءة الأسواق المالية من خلال تقليل حالات عدم اليقين والمخاطر المتعلقة بالاستثمار (Da Silva, 2022).

وفي هذا السياق، يُعد الإفصاح عن الأداء المستدام امتدادًا لتطبيقات نظرية توفير المعلومات، حيث يتم توفير بيانات نوعية وكمية تتعلق بالجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) للمستخدمين إلى جانب الأداء المالي التقليدي. وتساعد هذه المعلومات أصحاب المصلحة في تقييم مدى التزام الشركة بالالتزامية المستدامة، وتحليل تأثير أنشطتها على البيئة والمجتمع، بما يُحسن من جودة القرارات الاستثمارية

ونقل من المخاطر طويلة الأجل المرتبطة بالمسؤولية الاجتماعية للشركات (Chen et al., 2022).

علاوة على ذلك، فإن الإفصاح عن الاداء المستدام يعزز من مصداقية الشركة وشفافيتها لدى أصحاب المصلحة، بما يؤدي إلى زيادة الثقة والمساءلة. فكلما زاد توافر المعلومات المتعلقة بالأداء المستدام، كلما ارتفعت قدرة مستخدمي المعلومات على تقييم أداء الشركة بشكل شامل، بما في ذلك التحديات البيئية والفرص المستقبلية. وبذلك، فإن الإفصاح عن الأداء المستدام يُعد تطبيقًا عمليًا لنظرية توفير المعلومات، ويُسهم في تحسين العلاقة بين الشركة ومحيطها الاقتصادي والاجتماعي (Soeprajitno et al., 2023).

(ح) نظرية ملكية المعلومات الخاصة (Proprietary information Theory)

تفترض هذه النظرية أن الشركات تواجه تكاليف نتيجة عملية الإفصاح سواء تكاليف مباشرة أو تكاليف غير مباشرة ناتجة عن اعداد ونشر ومراجعة المعلومات التي يتم الإفصاح عنها. كما يمكن أن ترجع تكاليف الملكية لأسباب استراتيجية إذا كانت المعلومات التي يتم الإفصاح عنها غير مواتية أو إذا كانت المعلومات مواتية، ولكن سوف يستفيد منها المنافسون بطريقة تضر بأهداف الشركة طويلة الأجل أو يترتب على الإفصاح عنها اجراءات من قبل السلطات التنظيمية. لذلك يكون لدى الشركات دافعاً لحجب المعلومات لتجنب ردود الفعل السلبية (Md Zaini et al., 2018).

وتتظر هذه النظرية إلى الإفصاح عن الأداء المستدام من زاوية التوازن بين المنافع والتكاليف، حيث تفترض أن الشركات لا تُفصح عن كل ما لديها من معلومات، وإنما تنتقي ما تراه ذا قيمة للمستخدمين ودون أن يُسبب ضرراً استراتيجياً لها. ففي بعض الحالات، قد تخشى الشركات من أن يؤدي الإفصاح البيئي أو الاجتماعي إلى جذب انتباه المنافسين أو الجهات الرقابية بشكل سلبي. ومن ثم، فإن درجة الإفصاح عن الاستدامة تكون محكومة بإدراك الشركة لحجم المخاطر مقابل المنافع الاقتصادية المترتبة على هذا الإفصاح (Wang et al., 2023).

وتُشير هذه النظرية إلى أن تقديم المعلومات، سواء المالية أو غير المالية، لا يتم دون تكاليف، وتشمل هذه التكاليف جوانب مالية مباشرة كتكاليف الإعداد والمراجعة، وأخرى غير مباشرة مثل المخاطر التنافسية، أو التأثير على صورة الشركة حال الكشف عن معلومات سلبية. وتفترض النظرية أن الشركات توازن بين المنافع المتوقعة من الإفصاح وبين هذه التكاليف، ولا تقدم إلا ما تراه مجدياً من حيث العائد المتوقع مقارنة بالتكلفة (Christensen et al., 2019).

وفي ضوء هذه النظرية، يتضح أن الإفصاح عن الأداء المستدام قد يمثل عبئاً على بعض الشركات، نظراً لما يتطلبه من بيانات تفصيلية حول الأثر البيئي والاجتماعي والحوكمي، والتي تحتاج إلى جمع ومراجعة وتحليل مستمر. بالإضافة إلى ذلك، قد يتردد بعض الشركات في الإفصاح الكامل عن ممارساتها البيئية إذا كانت تتضمن جوانب سلبية، خوفاً من الإضرار بسمعتها أو إعطاء ميزة تنافسية للمنافسين. ومع ذلك، فإن كثيراً من الشركات باتت تدرك أن الإفصاح عن الأداء المستدام، رغم تكاليفه، يمكن أن يؤدي إلى منافع طويلة الأجل، مثل تحسين العلاقة مع المستثمرين، وجذب رؤوس الأموال المهمة بالاستثمار المسؤول، والامتثال للمتطلبات التنظيمية المتزايدة. وبذلك، فإن نظرية ملكية المعلومات الخاصة تفسر التباين في مستويات الإفصاح عن الاداء المستدام بين الشركات، وفقاً لقدرتها على تحمل التكاليف ورؤيتها حول المنافع المتوقعة من هذا الإفصاح (Dissanayake et al., 2019).

(ط) نظرية الشرعية (Legitimacy Theory)

تركز نظرية الشرعية على العلاقة بين الشركة والمجتمع الذي تعمل فيه، وتفترض أن بقاء الشركة يعتمد على مدى توافق أنشطتها مع القيم والأعراف المجتمعية السائدة. ومن ثم، يُعد الإفصاح عن الأداء المستدام وسيلة لإظهار التزام الشركة بهذه القيم، خاصة فيما يتعلق بالبيئة وحقوق الإنسان. وفي هذا السياق، تستخدم الشركات الإفصاح عن الاداء المستدام لتقليل حدة الانتقادات، وإعادة بناء الصورة الذهنية في حال تعرضها لأزمات بيئية أو اجتماعية. وبشكل هذا التوجه مبرراً محورياً لزيادة مستوى الإفصاح الطوعي في تقارير الاستدامة (Lodhia and Sharma, 2019).

وتُعد نظرية الشرعية من أهم النظريات المفسرة في مجال الإفصاح المحاسبي، حيث تقوم على افتراض أن الشركات تسعى باستمرار إلى الحصول على "شرعية اجتماعية" من خلال توافق أنشطتها مع القيم والمعتقدات والتوقعات السائدة في المجتمع. وتفترض النظرية أن الشركات تُفصح عن ممارساتها وسياساتها بهدف الحفاظ على ثقة المجتمع وضمان استمراريتها، خاصة في ظل ما تواجهه من ضغوط متزايدة من أصحاب المصالح (Yang et al., 2024).

وفي هذا الإطار، يُمثل الإفصاح عن الأداء المستدام أداة فعالة تستخدمها الشركات لتأكيد التزامها بالمسؤولية المجتمعية والبيئية، وبالتالي تعزيز شرعيتها. ومن خلال الإفصاح عن ممارساتها المستدامة، تُظهر الشركة أنها تتفاعل مع قضايا المجتمع مثل تغير المناخ، وحقوق الإنسان، والعدالة البيئية، بما يساعد في بناء صورة إيجابية أمام المجتمع، ويقلل من احتمالات فقدان الدعم أو التعرض لمقاطعة أو تدخل تنظيمي (Lee et al., 2024). وبالتالي، فإن العلاقة بين نظرية الشرعية والإفصاح عن الأداء المستدام علاقة وثيقة، حيث يُعد الإفصاح وسيلة للشركات لتأكيد تماشيها مع المعايير الاجتماعية المتغيرة

وكسب القبول العام في المجتمع. كما أن تجاهل الإفصاح عن الاداء المستدام قد يُنظر إليه كعلامة على الإهمال أو عدم الالتزام بالقيم المجتمعية، بما يعرض الشركة لفقدان شرعيتها. ولذلك، يعتمد العديد من الشركات على الإفصاح عن الاداء المستدام كاستراتيجية لإدارة صورتها وتعزيز مكانتها ضمن البيئة الاجتماعية والاقتصادية التي تعمل فيها (Ding et al., 2024).

(ي) نظرية الموارد والقيود (Resource-Based and Constraints Theory)

وفقاً لهذه النظرية، يُعتبر الأداء المستدام نتيجة لمقدرة الشركة على تخصيص مواردها النادرة بطريقة فعالة ومبتكرة. إذ يتطلب تبني ممارسات الاستدامة، خاصة على المستوى البيئي والاجتماعي، وجود موارد تنظيمية قوية، وثقافة مؤسسية داعمة، وقيادة استراتيجية واعية. وبالتالي، فإن الإفصاح عن هذه الممارسات يُظهر تفوق الشركة في إدارة مواردها بشكل رشيد، كما يميزها في نظر المستثمرين الباحثين عن فرص استثمار مستدام تحقق عوائد طويلة الأجل وتقلل من المخاطر (Cho et al., 2013).

وتركز نظرية الموارد والقيود على أن سلوك الشركات في مجال الإفصاح يتأثر بقدرتها الداخلية على توفير الموارد اللازمة، وكذلك بالقيود والمعوقات التي قد تحد من إمكانياتها. فالإفصاح، وخاصة الإفصاح عن الأداء المستدام، يتطلب موارد بشرية، ومالية، وتقنية، وهو ما قد لا يتوافر بالتساوي بين جميع الشركات، بما يؤدي إلى تفاوت في مستويات الإفصاح (Kim et al., 2014).

وفي هذا السياق، تُعتبر الشركات ذات الموارد القوية مثل الكفاءات المحاسبية المتخصصة، والأنظمة التكنولوجية المتقدمة، والدعم المالي الكافي، أكثر قدرة على إعداد تقارير استدامة شاملة ودقيقة. وفي المقابل، قد تجد الشركات الصغيرة أو ذات الموارد المحدودة صعوبة في الالتزام بمتطلبات الإفصاح عن الاداء المستدام، ليس بسبب غياب الدافع للإفصاح، وإنما بسبب القيود المفروضة عليها من حيث الوقت، أو الخبرة، أو التكاليف (Wu and Hu, 2019).

وبذلك، تفسر نظرية الموارد والمعوقات الفروق الكبيرة في الإفصاح عن الأداء المستدام بين الشركات المختلفة، حيث تقتض أن توفر الموارد أو غيابها هو عامل رئيسي في تحديد مدى التزام الشركة بالإفصاح. كما تؤكد هذه النظرية على أن دعم القدرات الداخلية، وبناء نظم معلومات قوية، وتخفيف المعوقات التنظيمية، يُمكن أن يُحسن من مستوى الإفصاح عن الاداء المستدام، ويعزز من مساهمة الشركات في تحقيق أهداف التنمية المستدامة (Dai et al., 2019).

(ك) نظرية عدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry Theory)

توضح هذه النظرية أن وجود فجوة في المعلومات بين الإدارة والمستثمرين يؤدي إلى نتائج سلبية في الأسواق المالية، منها ارتفاع تكلفة التمويل، وزيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وفي هذا السياق، يُعد الإفصاح عن الاداء المستدام أداة لتخفيض من عدم تماثل المعلومات من خلال تقديم معلومات نوعية عن المخاطر البيئية والاجتماعية وسبل إدارتها. وكلما زادت جودة الإفصاح وصدقه، كلما ساعد ذلك على تحسين ثقة المستثمرين واستقرار السوق (Roca and Seary, 2012).

وتُعدّ نظرية عدم تماثل المعلومات من النظريات الأساسية في الاقتصاد والمحاسبة، وتقوم على فكرة أن هناك فجوة معلوماتية بين الإدارة داخل الشركة وأصحاب المصالح الخارجيين، مثل المستثمرين والدائنين والمجتمع. إذ تملك الإدارة معلومات أكثر دقة وتفصيلاً حول الأداء الفعلي للشركة، بما قد يؤدي إلى مخاطر نتيجة استغلال هذه الميزة لمصالح خاصة دون علم الأطراف الأخرى، وهو ما يُعرف بمشكلة الوكالة (Chen et al., 2022).

وفي هذا السياق، يلعب الإفصاح عن الأداء المستدام دوراً مهماً في الحد من عدم تماثل المعلومات، حيث يوسع نطاق المعلومات المقدمة من الشركة لتشمل الأبعاد البيئية والاجتماعية والحوكومية (ESG)، وليس فقط الأداء المالي التقليدي. ويساعد هذا الإفصاح على تمكين أصحاب المصلحة من تقييم شامل لممارسات الشركة، ومدى التزامها بالمسؤولية المجتمعية، ويقلل من الشكوك بشأن نوايا الإدارة أو تأثير أنشطتها على المدى الطويل (Da Silva, 2022). وبالتالي، فإن الإفصاح عن الاداء المستدام يُعد أداة فعالة لتقليل عدم تماثل المعلومات، وتعزيز الشفافية والمساءلة داخل السوق. فكلما زاد الإفصاح الطوعي، كلما انخفضت درجة عدم التماثل بين الأطراف، بما يؤدي إلى تحسين كفاءة اتخاذ القرار، وتخفيض تكلفة رأس المال، وتعزيز ثقة المستثمرين. ولذلك، تعتبر نظرية عدم تماثل المعلومات من أهم النظريات التي تُبرر أهمية الإفصاح عن الأداء المستدام في بيئة الأعمال المعاصرة (Xu et al., 2022).

(ل) النظرية المؤسسية (Institutional Theory)

تفترض هذه النظرية أن الممارسات الإدارية للشركات لا تتحدد فقط بالعوامل الاقتصادية الداخلية، بل أيضًا بتأثير المؤسسات والبيئة التنظيمية الخارجية. إذ تتبنى الشركات ممارسات الإفصاح عن الاستدامة استجابة للضغوط من الهيئات الرقابية، والمستثمرين المؤسسيين، والمعايير الدولية. ويُفسر هذا الاتجاه تبني العديد من الشركات الإفصاح عن الأداء المستدام بغرض التوافق مع الممارسات المؤسسية المعتمدة في بيئتها أو لتحقيق اعتراف خارجي، حتى وإن لم يكن هناك تأثير مباشر وفوري على الربحية (Liu et al., 2022).

وتعد النظرية المؤسسية من النظريات التي تفسر أداء الشركات في ضوء الضغوط المؤسسية التي تواجهها، سواء أكانت تنظيمية أو مجتمعية أو مهنية. وتنص هذه النظرية على أن الشركات لا تتبنى سياسات وممارسات فقط لتحقيق الكفاءة الاقتصادية، بل أيضًا للحصول على القبول والشرعية داخل بيئتها المؤسسية من خلال الامتثال لتوقعات، ومعايير المجتمع، والجهات التنظيمية، والمهنية (Bednarova and Bonson, 2015).

وفي ضوء هذه النظرية، يُمكن تفسير الإفصاح عن الأداء المستدام كاستجابة من الشركات للضغوط المؤسسية المتزايدة التي تُطالبها بالشفافية وتحقيق المسؤولية الاجتماعية والبيئية. إذ تسعى الشركات إلى تقليد الممارسات الشائعة في مجال الاستدامة، خاصة في حال تبنيها من قبل منافسين أو شركات رائدة في القطاع، وذلك بهدف الحفاظ على صورتها المؤسسية وتفاذي الانتقادات أو العزلة التنظيمية (Wu and Hu, 2019). وبالتالي، فإن النظرية المؤسسية تُبرز أن الإفصاح عن الأداء المستدام لا يكون دائمًا بدافع المصلحة الاقتصادية المباشرة، بل كوسيلة للتوافق مع البيئة المؤسسية والحفاظ على الشرعية. كما توضح أن الضغوط التنظيمية (مثل القوانين والتشريعات)، والمعيارية (مثل توقعات المجتمع)، والتقليدية (مثل تقليد الممارسات الرائجة في السوق) تلعب جميعها دورًا في تشكيل سلوك الشركات تجاه الإفصاح عن الاداء المستدام، بما يُفسر التوسع التدريجي في التقارير غير المالية على مستوى العالم (Orazalin and Mahmood, 2020).

وبناء على ما سبق، يري الباحث أن النظريات المفسرة للإفصاح عن الاداء المستدام توضح تنوع الدوافع والتفسيرات لسلوك الشركات في الإفصاح عن الأداء المستدام، حيث تركز كل نظرية على جانب معين من هذا السلوك. فنظرية التكاليف السياسية ونظرية السلوك الانتهازي تُظهران كيف يمكن أن يستخدم الإفصاح كأداة لحماية مصالح الإدارة أو تقليل الضغوط التنظيمية. بينما تبرز نظرية توفير المعلومات ونظرية عدم تماثل المعلومات الدور الإيجابي للإفصاح في تحسين الشفافية وتقليل فجوة المعلومات بين الشركة وأصحاب المصالح. وتُفسر نظرية الشرعية والنظرية المؤسسية الإفصاح كوسيلة للحصول على القبول المجتمعي والامتثال للتوقعات المؤسسية، في حين تُظهر نظرية الموارد والمعوقات ونظرية ملكية المعلومات الخاصة أن قدرة الشركات على الإفصاح تتحدد وفقًا لمواردها المتاحة والتكاليف المرتبطة به.

ومن خلال هذا التكامل النظري، يتضح أن الإفصاح عن الأداء المستدام هو نتاج لتفاعل عوامل اقتصادية، وتنظيمية، واجتماعية واستراتيجية تؤثر على قرارات الشركات في سياقات متعددة. وعند جمع هذه الرؤى النظرية، يتضح أن الإفصاح عن الأداء المستدام ليس مجرد خيار طوعي أو امتثال شكلي، بل هو انعكاس لعلاقات معقدة بين البيئة الداخلية للشركة، والضغوط الخارجية، وتوقعات أصحاب المصالح.

فالشركات التي تمتلك موارد كافية وتواجه ضغوطاً مؤسسية قوية تكون أكثر ميلاً لتبني الإفصاح عن الاداء المستدام بشكل أوسع، ليس فقط لتعزيز صورتها وشرعيتها، ولكن أيضاً لتحقيق ميزة تنافسية مستدامة. كما أن تزايد الوعي المجتمعي والمعايير البيئية والاجتماعية الجديدة يدفع الشركات لإعادة النظر في دور الإفصاح كوسيلة استراتيجية لبناء الثقة وتحقيق الاستدامة طويلة الأجل. لذا، فإن فهم دوافع الإفصاح عن الاداء المستدام من منظور متعدد النظريات يُعد ضرورياً لتحليل سلوك الشركات وتحسين السياسات التنظيمية والتشريعية ذات الصلة.

وفيما يتعلق بأساليب قياس الأداء المستدام فإنها تتعدد وفقاً لطبيعة الإفصاح، ومن أبرز هذه الأساليب، بناء المؤشرات المعتمدة على الإفصاح (Disclosure-based indices) مثل مؤشرات الإفصاح عن الاستدامة وفقاً لإطار GRI، حيث يتم إعداد قائمة مرجعية (Checklist) تقيس مدى إفصاح الشركة عن كل بعد من أبعاد الاداء المستدام (البيئي، الاجتماعي، الحوكمة). هذا بالإضافة الي المؤشرات التركيبية (Composite Indices) والتي تجمع بين مؤشرات متعددة في مؤشر مركب واحد يعبر عن الأداء الكلي للأداء المستدام (Alsaid & Ambilichu, 2024).

كما يمكن قياس الأداء المستدام من خلال تصنيفات ESG مثل التصنيفات التي تقدمها الجهات التنظيمية مثل S&P/EGX ESG Index والتي تمنح الشركات درجات (Scores) بناءً على أدائها في الجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمية. وأخيراً، المحتوى النوعي للإفصاح، ففي بعض الدراسات يتم تحليل نوعية المعلومات التي تقدمها الشركات بشأن الاداء المستدام، وليس فقط كمّها، مع تقييم مدى صدقها وارتباطها بالواقع التشغيلي. ويتم اختيار أسلوب القياس المناسب بناءً على مدى توافر البيانات، والبيئة المحاسبية، وخصائص الشركات، بالإضافة إلى أهداف البحث ونموذج التحليلي (Zhanget al., 2022).

ومن ناحية أخرى، ميزت دراسة (Bednarova and Bonson (2015) بين عدة أساليب لقياس الأداء المستدام في الشركات لتعكس الأبعاد الثلاثة الأساسية للاستدامة وهي الاقتصادية، والبيئية، والاجتماعية. ويُعد النهج الأكثر شيوعاً هو "النقارير الثلاثية (Triple Bottom Line- TBL)"، والذي يهدف إلى قياس الأداء من خلال ثلاثة مؤشرات رئيسية: الربحية (Profit)، والأثر البيئي (Planet)، والمسؤولية الاجتماعية (People) ويُستخدم هذا الأسلوب لتقييم مدى موازنة الشركة بين تحقيق العوائد المالية والوفاء بالتزاماتها تجاه البيئة والمجتمع، مما يعكس صورة شاملة عن مدى التزامها بمفهوم التنمية المستدامة.

ومن بين الأدوات الأكثر استخداماً في هذا السياق، تُعد مؤشرات الاداء غير المالية من أبرز الأساليب لقياس الأثر البيئي والاجتماعي، مثل انبعاثات الكربون، واستهلاك الطاقة، ومعدلات إعادة التدوير، وتنوع

القوى العاملة، وساعات التدريب للعاملين. كما تعتمد بعض الشركات على معايير التقارير العالمية مثل مبادرة إعداد التقارير العالمية (GRI)، ومعايير مجلس معايير المحاسبة المستدامة (SASB)، والتي توفر إطارًا منظمًا ومقارنًا لقياس الإفصاح عن الأداء المستدام، وتساعد الشركات على الالتزام بالشفافية وتعزيز ثقة المستثمرين (Ge et al., 2023).

يضاف إلى ما سبق، بدأ بعض الشركات في دمج أدوات التحليل الكمي والنوعي، مثل بطاقات الأداء المتوازن المستدام (Sustainability Balanced Scorecard)، والتي تسمح بربط أهداف الاستدامة بالرؤية الاستراتيجية للشركة، وتقديم تقارير دورية عن مدى التقدم في تحقيق تلك الأهداف. ويسهم استخدام هذه الأساليب في تحسين عملية اتخاذ القرار، وتحديد نقاط القوة والضعف في الأداء المستدام، ووضع خطط تطوير مستندة إلى بيانات دقيقة ومؤشرات موضوعية (Dai et al., 2019).

يخلص الباحث مما سبق إلى أن الأداء المستدام يتضمن قدرة الشركات على تحقيق التوازن بين أهدافها الاقتصادية من جهة، وبين مسؤولياتها البيئية والاجتماعية من جهة أخرى، بما يضمن استمرارية أنشطتها وخلق قيمة طويلة الأجل لكافة الأطراف ذات العلاقة. ويشمل هذا المفهوم ثلاث ركائز أساسية هي الأداء البيئي ويتعلق بممارسات الشركة في إدارة الموارد الطبيعية، وتقليل التلوث، والانبعاثات، والنفائات. وكذلك الأداء الاجتماعي والذي يشمل مسؤولية الشركة تجاه العاملين، والمجتمع المحلي، وحقوق الإنسان. وأخيرا، الحوكمة وتتضمن الشفافية، والمسؤولية، وفعالية نظم الرقابة والإدارة. كما يخلص الباحث إلى أن مفهوم الأداء المستدام أصبح مفهوماً محورياً في الأدبيات المحاسبية الحديثة، باعتباره امتداداً للمسؤولية الاجتماعية للشركات، ومتطلباً ضمن توجهات الحوكمة والتمويل المستدام على مستوى العالم. كما تتعدد دوافع الشركات عند تبني الأداء المستدام، حيث تسعى الشركات إلى تبني ممارسات الأداء المستدام نتيجة لدوافع عديدة، منها الدوافع التنظيمية والتشريعية، والدوافع الاقتصادية والاستثمارية، ودوافع تتعلق بالسمعة والمسؤولية الاجتماعية، وأخيرا، دوافع تتعلق بإدارة المخاطر. كما تتعدد النظريات التي يمكن أن تفسر سلوك الإدارة بالنسبة لاستراتيجية الإفصاح عن الأداء المستدام، ومن ثم اختيار الإدارة لبديل شفافية الإفصاح. وتقوم هذه النظريات على مجموعة من الافتراضات، وتقدم محددات أو دوافع للإفصاح. وتشمل تلك النظريات، نظرية الوكالة، ونظرية أصحاب المصالح، ونظرية الإشارة، ونظرية التعاقدات المثالية، ونظرية التكاليف السياسية، ونظرية السلوك الانتهازي، ونظرية توفير المعلومات، ونظرية ملكية المعلومات الخاصة، ونظرية الشرعية، ونظرية الموارد والمعوقات، ونظرية عدم تماثل المعلومات، والنظرية المؤسسية. كما تتعدد أساليب قياس الأداء المستدام وفقاً لطبيعة الإفصاح المتاح، ومن أبرز هذه الأساليب، بناء المؤشرات المعتمدة على الإفصاح، وذلك من خلال تحليل المحتوى النوعي لإفصاح الشركات بشأن

ادائها المستدام. وأخيرا تعد مؤشرات الأداء غير المالية من أبرز الأساليب لقياس الأثر البيئي والاجتماعي، مثل انبعاثات الكربون، واستهلاك الطاقة.

7- الإطار النظري لمخاطر انهيار أسعار الاسهم

تعتبر مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات أحد المخاطر التي تواجه الشركات والمستثمرين على حد سواء، حيث تؤثر هذه المخاطر على قيمة الشركة ومن ثم ثروة المستثمرين. ولذلك تعد إدارة مخاطر هذا الانهيار من الاعتبارات الهامة لقرارات إدارة المخاطر على مستوى الشركة، وقرارات الاستثمار على مستوى المستثمرين (Jenon, 2019). كما تُعد مخاطر انهيار أسعار الأسهم من الظواهر المالية التي تحظى باهتمام متزايد في الأدبيات الأكاديمية والممارسات الاستثمارية، نظراً لتأثيرها العميق على استقرار الأسواق المالية وثقة المستثمرين. ويُقصد بهذه المخاطر احتمالية حدوث انخفاض حاد ومفاجئ في سعر سهم الشركة نتيجة لتراكم معلومات سلبية لم يتم الإفصاح عنها في الوقت المناسب. ففي ظل وجود فجوة معلوماتية بين الإدارة والمستثمرين، قد يميل بعض المديرين إلى تأجيل الإعلان عن الأخبار السيئة، بما يؤدي إلى تراكم المعلومات السلبية، وعند لحظة الكشف عنها، يتم الإفراج عن هذه المعلومات دفعة واحدة، بما يسبب تراجعاً حاداً في قيمة السهم. وتكمن خطورة هذه الظاهرة في أنها لا تقتصر على التأثير المباشر على أسعار الأسهم، بل تمتد لتشمل ارتفاع تكلفة رأس المال، وتراجع ثقة المستثمرين، وتدهور سمعة الشركات. ومن ثم، فإن دراسة العوامل التي يمكن أن تقلل من هذه المخاطر مثل جودة الإفصاح المحاسبين والأداء المستدام، يُعد من المجالات الحيوية التي تساهم في تعزيز كفاءة الأسواق وتقوية آليات الحوكمة (Dai et al., 2019).

ومن الناحية النظرية ترتبط مخاطر انهيار أسعار الأسهم بميل مديري الشركات الي حجب الأخبار السيئة لفترة طويلة، إلا أن هناك حدًا أقصى لكمية الأخبار السيئة التي يمكن للمديرين اخفائها. وعندما تصل الأخبار السيئة الي هذا الحد الأقصى تظهر مرة واحدة، بما يؤدي الي انخفاض كبير ومفاجئ في أسعار الأسهم، أي انهيار أسعار الأسهم (Jin and Myers, 2006). وتعرف مخاطر انهيار أسعار الأسهم بأنها المخاطر الناتجة عن الانخفاض الشديد والمفاجئ في أسعار الأسهم خلال فترة زمنية قصيرة (Zhu, 2016; Kim et al. 2014; Dai et al., 2019). كما تعرف مخاطر انهيار أسعار الأسهم وفقا لخصائص توزيع عوائد الأسهم بأنها مخاطر حدوث الانحراف السالب أو الالتواء السالب Negative Skewness في عوائد الاسهم خلال فترة زمنية قصيرة نسبيا وبصفة خاصة القيم السلبية الشاذة أو المتطرفة بما يزيد من احتمال حدوث انخفاض حاد في سعر أسهم الشركة (Chen et al., 2001; Hutton et al., 2009; Kim et al., 2011; Kim & Zhang, 2016).

وفيما يتعلق بالأسس النظرية لتفسير مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل اعتمدت الدراسات السابقة على فرضية اكتناز الأخبار السيئة في تفسير مخاطر انهيار أسعار الأسهم والتي قدمها Jin and Myers (2006)، وينشأ السلوك الانتهازي للمديرين لإخفاء واكتناز الأخبار السيئة غير المواتية من دوافع إدارية عديدة منها حماية وظائفهم حيث أنه عندما تنخفض التدفقات النقدية عما يتوقعه المستثمرون، يخفي المديرون الأخبار السيئة في محاولة لحماية وظائفهم.

ويؤكد (Bleck and Liu (2007) علي أن استخدام التكلفة التاريخية في اعداد التقارير المالية يساعد على اخفاء الأخبار السيئة الخاصة بالشركة، بما يمنع مجلس إدارة الشركة والمستثمرين من تمييز المشروعات ذات الاداء الضعيف، أي ذات صافي القيمة الحالية السالبة وذلك في مرحلة مبكرة من حياة هذه المشروعات، ومن ثم عدم القدرة على اتخاذ الاجراءات اللازمة في الوقت المناسب لتقييم اختيار الادارة سياسات استثمار دون المستوي الأمثل، ومع استمرار هذه المشروعات الاستثمارية الضعيفة ونتيجة لتراكم ادائها السيئ، يتجسد الأمر في النهاية في صورة انهيار في أسعار الاسهم في المستقبل.

ويشير (Callen and Fang (2013) الي أن الشركات التي لديها مخاطر وكالة أكبر يزداد فيها السلوك الانتهازي للمديرين في محاولة لتعظيم الدخل قصير الأجل ليتوافق مع تحقيق مصالحهم الخاصة على حساب المساهمين، بما يجعلهم يؤخرون الإفصاح عن الأخبار السيئة. إلا أن هذه الممارسة ليست مستدامة على المدى الطويل، وفي النهاية عندما تظهر هذه الأخبار تتفاعل مع أسعار الاسهم بما يؤدي الي الانهيار. وقد أشار (Kim and Zhang (2011 إلى دافع إداري آخر يدفع المديرين إلى إخفاء الأخبار السلبية والمبالغة في رفع أسعار الأسهم على المدى القصير، والذي يتمثل في مدى ارتباط قيمة محفظة خياراتهم بسعر السهم، فقد أدى الاستخدام الواسع لآليات المكافآت الإدارية القائمة على الأسهم والخيارات إلى نشوء العديد من الأزمات الكبرى، والتي من أبرزها فقاعة الدوت كوم (Dot-com Bubble) في أواخر التسعينات، وفضائح الشركات الكبرى عام 2002. وتؤدي هذه الحوافز إلى دفع المديرين نحو تبني سلوك قصير الأجل يستهدف رفع أسعار الأسهم في الوقت الحاضر، حتي ولو على حساب القيمة الحقيقية للشركة على المدى الطويل، وهو الأمر الذي يؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وبالإضافة الي نموذج (Jin and Myers (2006 لتفسير مخاطر انهيار أسعار الأسهم، توجد بعض النماذج البديلة والأطر النظرية التي تحاول تفسير حدوث انهيار أسعار الأسهم. ويعتبر أحد هذه النماذج ما قدمه (Hong and Stein (2003 في نموذج "عدم تجانس معتقدات المستثمرين" Investor heterogeneity، حيث يعتبر هذا النموذج من النماذج البارزة في تفسير مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال مفهوم عدم تجانس معتقدات المستثمرين. ويفسر هذا النموذج كيف يمكن أن يؤدي

اختلاف وجهات نظر المستثمرين وسلوكهم إلى تضخم أسعار الأسهم ثم انهيارها فجأة. فمن المعروف أن التداول بين مستثمرين لديهم آراء ومعتقدات مختلفة يمكن أن يكشف عن بعض الاشارات الخاصة ويحرك أسعار الأسهم. ووفقا لهذا النموذج، يدفع الاتجاه التصاعدي لأسعار الاسهم المستثمرين ذوي المعلومات الي الانخراط في تداول نشط، وفي المقابل يتشكك المستثمرون ذوي المعلومات الأقل بطبيعة الاشارات ويؤخرون التداول حتي تنخفض الأسعار، بما يؤدي الي حدوث انحرافات سلبية في عوائد الاسهم نتيجة حجب المعلومات.

وبصورة مشابهة، فإن هناك تفسيرًا آخر لحدوث انهيار أسعار الأسهم، ألا وهو تأثير ردود الفعل للتقلبات في أسعار الاسهم Volatility Feedback effects، حيث تؤدي التحركات الكبيرة في أسعار الأسهم الي قيام المستثمرين بإعادة تقييم تقلبات السوق ومن ثم زيادة علاوة المخاطر التي يطلبها المستثمرون. وتؤدي زيادة علاوة المخاطر المطلوبة الي قيام ادارة الشركات باتخاذ قرارات لتعزيز أو تضخيم سعر سهم الشركة في الفترة القصيرة من خلال اخفاء الأخبار السيئة. إلا أن هذا الأمر غير مستدام، وعندما يتم الكشف عن القيم الحقيقية تنهار أسعار الأسهم (Hutton et al., 2009).

وقد قدم Zhu (2016) تفسيرًا آخر لانهيار أسعار الاسهم ألا وهو مخاطر التعسر Default risk (عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها)، حيث أنه من المرجح أن تصدر الشركات التي لديها مخاطر تعسر مرتفعة اما أخبارًا سيئة للغاية (تؤدي الي انهيار لأسعار الاسهم) أو اخبارًا جيدة للغاية (تؤدي الي قفزة في الأسعار) وهذه الأخبار لها نتائج متطرفة أما الفشل أو الاستمرارية كمنشأة مستمرة.

وبناء على ما سبق، يخلص الباحث الي أن مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات هي عبارة عن مخاطر تواجه كلا من الشركات والمستثمرين على حد سواء، وهي عبارة عن مخاطر ناتجة عن الانخفاض الشديد والمفاجئ في أسعار الأسهم خلال فترة زمنية قصيرة، وكذلك المخاطر الناتجة عن حدوث عوائد مستقبلية سلبية شديدة خاصة بأسهم الشركة، بما يؤثر على قيمة الشركة وثروة المستثمرين. وتعتمد النماذج النظرية لتفسير مخاطر الانهيار على فرضية أن الدوافع الادارية لاكتناز الأخبار السيئة هي مقدمة لانهيار أسعار أسهم الشركة. فمع تراكم الأخبار السيئة التي يتم اخفاؤها، فإنها تصل الي الحد الأقصى ثم يتم الإفصاح عنها مرة واحدة في سوق رأس المال بما يترتب عليه انخفاض كبير ومفاجئ في أسعار الأسهم.

وتتعدد محددات مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أن منها ما يرتبط بالتقارير المالية مثل غموض التقارير المالية، ومحددات ترتبط بخصائص الادارة مثل الثقة المفرطة للمديرين، ومحددات ترتبط بسوق رأس المال مثل حجم التداول وتوزيع عوائد الاسهم، ومحددات ترتبط باليات حوكمة الشركات مثل المراجعة الخارجية ولجنة المراجعة وخصائص مجلس الإدارة (Habib et al., 2018).

وفيما يتعلق بمردود أو متضمنات مخاطر انهيار أسعار الاسهم، فإن حدوث انهيار أسعار الأسهم له آثار خطيرة وجسيمة على ثروة المساهمين وقيمة الشركة، حيث يجب على الشركات التي حدث انهيار في أسعار أسهمها اتخاذ بعض الاستراتيجيات لتقليل دوافع انهيار الأسعار. فعلى سبيل المثال، يتم إعادة تقييم هيكل الرقابة والإشراف على عملية اعداد التقارير المالية من قبل لجان المراجعة خلال فترة ما بعد الانهيار، وكذلك إعادة تقييم مكافآت وحوافز الادارة وإعادة تصميم خطط المكافآت من قبل لجنة مستقلة مثل لجنة المكافآت، بالإضافة الي إعادة تقييم سياسة الاستثمار الخاصة بالشركة وتعديل سياساتها الاستثمارية نحو المستوي الأمثل بعد الانهيار (Dumitrescu and Zakriya, 2021).

وفيما يتعلق بقياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم، تستخدم الأدبيات الحالية أربعة مقاييس لمخاطر الانهيار الخاصة بالشركة. وتعتمد هذه المقاييس على العوائد الأسبوعية الخاصة بالشركة، والتي يتم تقديرها على أنها البواقي (الفرق بين القيم الفعلية والمتوقعة) من نموذج السوق (Chen et al., 2001; Dai et al., 2019)

ويمكن استعراض مقاييس مخاطر انهيار أسعار الأسهم الخاصة بالشركة على النحو التالي:

المقياس الأول: مقياس ثنائي لمخاطر انهيار أسعار الأسهم (Crash Dummy Variable)، ويُرمز له بواحد إذا كانت الشركة تشهد عائدًا أسبوعيًا خاصًا بها يقل بمقدار 3.09 انحرافات معيارية عن متوسط قيمته في سنة معينة، وصفر في الحالات الأخرى. وقد تم تصميم هذا المتغير للإشارة إلى حالات الانخفاض الكبير في أسعار الأسهم في أسبوع واحد (Chen et al., 2001)

المقياس الثاني: مقياس الانحراف السلبي لعائد الأسهم، وهو مقياس اقترحه (Chen et al., 2001)، والذي يعتمد على معامل الالتواء (NSKEW). ويقاس هذا المقياس عدم تماثل توزيع العوائد. وتشير قيم الالتواء السالبة (الموجبة) إلى بيانات منحرفة إلى اليسار (اليمين). ويتم حساب NSKEW بأخذ القيمة السالبة للعزم الثالث للعوائد الأسبوعية الخاصة بالشركة لكل سنة وتوحيدها بقسمتها على الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية الخاصة بالشركة مرفوعًا للقوة الثالثة. فعلى وجه التحديد، لكل شركة i في الفترة t ، يتم حساب NSKEW على النحو التالي:

$$NSKEW = - \left[n(n-1)^{3/2} \sum w_{j,t}^3 \right] / \left[(n-1)(n-2) \left(\sum w_{j,t}^2 \right)^{3/2} \right].$$

ويتم ضرب هذا المقياس في (-1) بحيث تشير القيمة الأعلى الي مخاطر انهيار أكبر.

المقياس الثالث: مقياس تقلبات عائد الأسهم، وهو مقياس التقلب من الأعلى إلى الأسفل (DUVOL) لاحتمالية الانهيار لكل شركة i خلال فترة سنة مالية t ، حيث يتم فصل العوائد الأسبوعية الخاصة بالشركة إلى مجموعتين، أسابيع "هبوط" عندما تكون العوائد أقل من المتوسط السنوي، وأسابيع "صعود" عندما تكون العوائد أعلى من المتوسط السنوي. ويتم حساب الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية الخاصة بالشركة بشكل منفصل لكل من هاتين المجموعتين وهو اللوغاريتم الطبيعي لنسبة الانحراف المعياري في أسابيع "الهبوط" إلى الانحراف المعياري في أسابيع "الصعود" علي النحو التالي:

$$DUVOL_{j,\tau} = \log\{(n_u - 1) \sum_{Down} w^2_{j,\tau} / (n_d - 1) \sum_{Up} w^2_{j,\tau}\}.$$

وتشير القيمة الأعلى لهذا المقياس إلى مخاطر انهيار أكبر. كما اقترح (Chen et al. (2001، فإن DUVOL لا يتضمن العزوم الثالثة (مقاييس الالتواء)، وبالتالي فهو أقل عرضة للتأثر بشكل مفرط بالعوائد الأسبوعية المتطرفة.

المقياس الرابع: مقياس التقلب الضمني (IV_SKEW)، والذي تم تقديمه في الدراسات السابقة الخاصة بمخاطر انهيار أسعار الأسهم من قبل (Kim and Zhang (2014، واللذان قاما بالتحقق من صحة هذا المقياس من خلال توثيق ارتباطه الإيجابي بجودة التقارير المالية. إذ يشير التقلب الضمني لعقد الخيار إلى التقلب الذي يتم استنتاجه من سعر السوق للخيار بناءً على نموذج تسعير الخيارات - على سبيل المثال، نموذج Black-Scholes وهو التقلب الذي يجعل معادلة Black-Scholes مساوية لسعر السوق للخيار.

وقد عرّف (Kim and Zhang (2014 التقلب (IV-SKEW) على أنه الفرق بين التقلب لخيارات البيع خارج نطاق السعر (OTM puts - IVOTMP) والتقلب لخيارات الشراء عند نطاق السعر (ATM calls - IVATMC):

$$IV - SKEW = IV^{OTMP} - IV^{ATMC}.$$

حيث:

• **IVOTM** التقلب الضمني لخيارات البيع خارج نطاق السعر (Out-of-the-Money Puts)

• **IVATMC** التقلب الضمني لخيارات الشراء عند نطاق السعر (At-the-Money Calls)

إذ يتم تعريف خيارات البيع خارج نطاق السعر (OTM puts) على أنها خيارات بيع بقيمة دلتا (Delta) تتراوح بين 0.375، و0.125، بينما يتم تعريف خيارات الشراء عند نطاق السعر (ATM calls) على أنها خيارات شراء بقيمة دلتا تتراوح بين 0.375، و0.625 للحصول على مقياس سنوي للقلب الضمني (IV-SKEW). ويتم حساب متوسط IV-SKEW اليومي على مدى فترة 12 شهرًا تنتهي بعد 3 أشهر من نهاية السنة المالية. وتشير القيم الأعلى لمقياس IV-SKEW إلى توقعات السوق باحتمالية أكبر لحدوث انهيار في سعر السهم، بما يعكس مخاطر انهيار أعلى.

ولم تقدم الأبحاث الحالية أي تبرير لأي من هذه المقاييس الأربعة هو الأفضل أو يجب استخدامه في الأبحاث التجريبية. إذ تستخدم غالبية الدراسات التجريبية NSKEW و DUVOL معًا مع الإشارة إلى أن التشابه في الإشارة والأهمية الإحصائية للمعاملات عبر هذين المقياسين يبرر تضمينهما.

وبناء على ما سبق يخلص الباحث إلى أن قياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم تعتمد على أربعة مقاييس لمخاطر الانهيار الخاصة بالشركة. وتعتمد هذه المقاييس على العوائد الأسبوعية الخاصة بالشركة، والتي يتم تقديرها على أنها البواقي (الفرق بين القيم الفعلية والمتوقعة) من نموذج السوق. ويضمن هذا أن مقاييس مخاطر الانهيار تعكس عوامل خاصة بالشركة وليست حركات السوق، كما أن نقطة البداية لهذه المقاييس هي نموذج الانحدار الموسع للسوق.

8- تحليل وتقييم الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث

تناول العديد من الدراسات السابقة العلاقة بين الإفصاح عن الأداء المستدام ومخاطر أسعار الأسهم، حيث ميزت الدراسات السابقة بين وجهتي نظر متعارضتين لهذه العلاقة. إذ تتبنى الأولى وجهة نظر سلبية بمعنى أن الشركات التي تتمتع بأداء مستدام أفضل، تفصح عن مزيد من المعلومات في تقاريرها، بما يقلل من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال الدور الوسيط لانخفاض عدم تماثل المعلومات. وعلى العكس من ذلك، فقد تكون هناك دوافع انتهازية وغير أخلاقية لمديري الشركات، وذلك من خلال إخفاء المعلومات الحقيقية وإدارة أنشطة الأداء المستدام لتحقيق هذه الدوافع الانتهازية، بما يترتب عليه زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بسبب الاستثمار المفرط في أنشطة الأداء المستدام بما يؤدي إلى زيادة مشاكل الوكالة. ومن ثم تتوقف العلاقة بين أنشطة الأداء المستدام ومخاطر انهيار أسعار الأسهم على طبيعة الهدف من أنشطة الأداء المستدام، حيث يمكن التمييز بين أهداف المديرين من وراء هذه الأنشطة، فإذا كان الهدف هو المزيد من الشفافية وتحقيق التوافق بين أهداف أصحاب المصالح والمساهمين، عندئذ يقل احتمال احتفاظ الإدارة بالأخبار السيئة، ومن ثم تقل مخاطر انهيار أسعار الأسهم. أما إذا كان الهدف من أنشطة الأداء المستدام هو تحقيق أهداف شخصية للمديرين وأهداف انتهازية للإدارة

نتيجة تكاليف الوكالة وشفافية أقل مما يترتب عليه احتمال أكبر لاحتفاظ الإدارة بالأخبار السيئة، ومن ثم زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

فقد تناولت دراسة (Cho et al. (2013 العلاقة بين أداء المسؤولية الاجتماعية، وعدم تماثل المعلومات، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال تحليل بيانات عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من 2003 إلى 2009. وقد أظهرت النتائج أن كلا من الأداء الإيجابي والسلبي للمسؤولية الاجتماعية يسهمان في تقليل عدم تماثل المعلومات، مع ملاحظة أن التأثير السلبي كان أقوى بكثير من الإيجابي في هذا الجانب. كما كشفت الدراسة أن المستثمرين يعتمدون على مصادر عامة وخاصة للمعلومات من أجل الحصول على بيانات موثوقة حول أداء المسؤولية الاجتماعية للشركات، ويستخدمون هذه المعلومات بفعالية في قراراتهم الاستثمارية. كما اتضح من نتائج الدراسة أن عدم تماثل المعلومات يظهر بوضوح بين المستثمرين المطلعين (Informed Investors)، الذين يمتلكون موارد وقدرات أكبر لجمع ومعالجة المعلومات مقارنة بالمستثمرين العاديين، وهذا التفاوت في المعلومات يمكن المستثمرين المطلعين من المشاركة بنشاط أكبر في السوق، بما يعزز من سيولة السوق ويسهم في تقليل فجوة المعلومات، ويخلق بذلك كفاءة معلوماتية أفضل في السوق. ومع ذلك، قد يؤدي وجود المستثمرين المطلعين إلى ظهور ظاهرة الاختيار المعاكس، حيث يستغل هؤلاء المستثمرون المعلومات الخاصة لصالحهم عبر تنفيذ صفقات صغيرة ومتكررة تهدف إلى تحقيق أرباح من خلال التداول ضد المستثمرين غير المطلعين، وتستمر هذه الاستراتيجية حتى يتم الإفصاح الكامل عن المعلومات الخاصة لجميع المشاركين في السوق.

بالإضافة إلى ذلك، يتمتع المستثمرون المطلعون بقدرة أكبر على تعديل محافظهم الاستثمارية بسرعة وفعالية استجابة للمعلومات الخاصة المتاحة لديهم، بخلاف المستثمرين الأقل اطلاعاً الذين يعانون من نقص هذه المعلومات ولا يستطيعون تعديل محافظهم بكفاءة. ونتيجة لذلك، فإن تداولات المستثمرين المطلعين قد تزيد من عدم تماثل المعلومات عبر زيادة المخاطر التي يتحملها المستثمرون الأقل اطلاعاً في السوق.

وفي سياق مشابه، قامت دراسة (Kim et al. (2014 بفحص تأثير ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، مستندة إلى تحليل بيانات عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من 1995 إلى 2010. وقد أظهرت النتائج أن الشركات التي تتبنى ممارسات مسؤولة اجتماعية تتميز بالشفافية العالية وتلتزم بالإفصاح الكامل عن المعلومات، بما في ذلك الأخبار السلبية، وتواجه مخاطر أقل لانهيار أسعار أسهمها. إذ تعزز هذه الشفافية الثقة بين المستثمرين وأصحاب المصلحة، بما يقلل من حالة عدم اليقين ويحد من التقلبات الحادة في السوق. وعلى الجانب الآخر، كشفت الدراسة أن

هناك حالة معاكسة، إذ إن بعض المديرين قد ينخرطون في ممارسات المسؤولية الاجتماعية لأغراض انتهازية، تستخدم كغطاء لإخفاء الأخبار السيئة أو التلاعب بتوقعات المستثمرين وتحويل انتباههم عن المشاكل الجوهرية التي تواجه الشركة. في مثل هذه الحالات، تصبح ممارسات المسؤولية الاجتماعية مرتبطة بزيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم، لأن المستثمرين قد يكتشفون لاحقاً التناقض بين ما يتم الإعلان عنه من نشاطات ومسؤوليات اجتماعية وما يحدث فعلياً داخل الشركة.

وقد ميزت الدراسة بين دوافع المديرين عند تبنيهم لممارسات المسؤولية الاجتماعية، حيث أشارت النتائج إلى أن بعض المديرين يستخدمون هذه الممارسات بشكل انتهازى لتعزيز مسيرتهم المهنية والشخصية، ومحاولة حماية صورتهم أمام المساهمين والسوق، حتى وإن كان ذلك على حساب شفافية المعلومات وموثوقيتها. وفي المقابل، هناك مديرون يلتزمون بمبادئ أخلاقية واضحة ويهدفون من خلال المسؤولية الاجتماعية إلى زيادة الإفصاح والشفافية وتحقيق التنمية المستدامة، بما ينعكس إيجابياً على استقرار الأسعار ويقلل من مخاطر الانهيار. إضافة إلى ذلك، تؤكد الدراسة أن الدور الحقيقي للمسؤولية الاجتماعية للشركات يتجلى عندما تُستخدم كأداة استراتيجية لبناء علاقات متينة مع المستثمرين وأصحاب المصلحة، وتعزيز الحوكمة، وليس مجرد وسيلة للتجميل أو التستر على الأداء السلبي. وبالتالي، فإن الشركات التي تدمج مبادئ الاستدامة والشفافية بعمق في ثقافتها التنظيمية تكون أكثر قدرة على التكيف مع الأزمات وتحقيق استقرار طويل الأمد في سوق الأسهم، بما يجعل الأداء المستدام أحد المحركات الأساسية للثقة والاستقرار المالي.

بينما استهدفت دراسة Dai et al. (2019) اختبار العلاقة بين مستوى الإفصاح عن معلومات المسؤولية الاجتماعية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، باستخدام عينة من شركات صينية مدرجة خلال الفترة من عام 2010 حتى 2015. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة غير خطية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث تزداد المخاطر في المراحل الأولى مع ارتفاع مستوى الإفصاح، ثم تبدأ هذه المخاطر في الانخفاض مع زيادة الإفصاح بشكل أكبر. وترجع هذه الظاهرة إلى أن الشركات التي تشارك بنشاط في مجالات الأداء الاجتماعي وحماية البيئة تميل إلى تقديم معلومات كافية وموضوعية حول جهودها في مجال المسؤولية الاجتماعية، بما يعزز ثقة المستثمرين ويقلل من مخاطر تقلبات أسعار الأسهم على المدى الطويل. لكن في المقابل، إذا استغلت الإدارة تقارير المسؤولية الاجتماعية كأداة لتحقيق مصالحها الذاتية بصورة انتهازية، وذلك من خلال تقديم معلومات مبهمه أو وصفية بشكل مبالغ فيه، فإن ذلك قد يؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم. فعلى سبيل المثال، قد تستخدم الإدارة هذه التقارير لإخفاء الأخبار السلبية المتعلقة بأداء الشركة أو

مشكلاتها الداخلية بهدف تحسين صورة الشركة أمام المستثمرين والجمهور ، وهو ما يزيد من تكاليف الوكالة ويؤدي إلى تدهور ثقة المستثمرين. ونتيجة لذلك، تتفاقم مخاطر تقلبات وانهيار أسعار الأسهم بشكل ملحوظ. وبالتالي، تؤكد الدراسة على أهمية الإفصاح الشفاف والدقيق عن المسؤولية الاجتماعية، بعيداً عن الاستغلال الانتفاعي والممارسات الانتهازية، لضمان تحقيق التوازن بين مصالح الشركة والمستثمرين والمجتمع، والحفاظ على استقرار السوق المالية.

وبالمثل استهدفت دراسة (Wu and Hu (2019) تحليل تأثير المسؤولية الاجتماعية للشركات، مع التركيز بشكل خاص على ممارسات الحوكمة والأنشطة البيئية، في تقليل مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وقد استخدمت الدراسة عينة من مائة شركة صينية تعمل في قطاع صناعات الطاقة خلال الفترة من 2014 إلى 2016. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن المسؤولية الاجتماعية للشركات لها تأثير كبير وإيجابي على تقليل مخاطر انهيار أسعار الأسهم، لا سيما فيما يتعلق بالأنشطة المرتبطة بالعاملين، وحماية البيئة، وجودة المنتجات، بالإضافة إلى حماية حقوق المستهلكين وتعزيز الشراكة الفعالة مع سلسلة التوريد. وتعتبر هذه الأنشطة بمثابة مؤشرات إيجابية للمستثمرين، حيث تساهم في تقليل فجوة المعلومات وعدم تماثلها بين الإدارة والمستثمرين، بما يعزز من شفافية الأداء ويحد من المخاطر المرتبطة بتقلبات أسعار الأسهم.

علاوة على ذلك، تربط الدراسة بين ممارسات المسؤولية الاجتماعية والأداء المستدام للشركات، حيث تؤكد أن الاهتمام الجاد بالجوانب البيئية والاجتماعية يعزز استمرارية الأعمال على المدى الطويل، من خلال تحسين الكفاءة التشغيلية وتقليل المخاطر التنظيمية والبيئية. ويُنظر إلى الأداء المستدام كأحد العوامل الأساسية التي تعزز ثقة المستثمرين والأسواق المالية، لما له من أثر مباشر في تعزيز استقرار أسعار الأسهم وتقليل احتمالات الانهيار المفاجئ. وبذلك، فإن الشركات التي تدمج مبادئ الاستدامة ضمن استراتيجياتها التشغيلية تكون أكثر قدرة على مواجهة التحديات الاقتصادية والبيئية وتحقيق نمو مستدام يعود بالنفع على جميع الأطراف ذات العلاقة. وبالتالي، تؤكد الدراسة على أهمية تبني الشركات لممارسات المسؤولية الاجتماعية المتكاملة والمتوازنة مع أهداف الأداء المستدام، كآلية فعالة لتعزيز الثقة في السوق المالية، وحماية مصالح المستثمرين، والحد من مخاطر الانهيار المفاجئ في أسعار الأسهم.

بالإضافة لذلك فقد أكدت الدراسة على تأثير عدم تماثل المعلومات في سوق رأس المال، حيث أنه عندما يتلقى المستثمرون أخباراً سيئة عن شركة، عندئذ يقومون ببيع الأسهم بشكل مفرط، بما يؤدي الى انخفاض سعر سهم الشركة بسرعة، وبالتالي زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وبالعكس عندما يتلقى المستثمرون أخباراً جيدة يتم إصدارها في السوق، عندئذ يقوم المستثمرون بشراء أسهم الشركة وزيادة سعر السهم. ولذلك فمن أجل تقليل عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين في سوق رأس المال، يجب

على الشركة إرسال سلسلة من الاشارات حول عملياتها الى المستثمرين. ويمكن ان تتمثل الإشارة الأساسية في التقارير المالية مثل الاداء المحاسبي، هذا بالإضافة الى المعلومات غير المالية الأخرى عن الشركة مثل المسؤولية الاجتماعية، بما يؤثر على ردود فعل المستثمرين في سوق رأس المال، وبالتالي تكون المسؤولية الاجتماعية للشركات اشارة جيدة في السوق. كما توصلت الدراسة الى وجود علاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات والمخاطر، حيث تزيد المعلومات الغامضة من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وبالتالي فإن الشركات التي تؤدي بشكل أفضل في المسؤولية الاجتماعية توفر مزيدا من الافصاح عن المعلومات في تقاريرها، ومن ثم يمكن أن تقلل المسؤولية الاجتماعية للشركات من مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركة، اذ تعتبر اشارة جيدة في السوق ربما يعزز الثقة في اداء الشركة، وتخفيض المخاطر التي يدركها المستثمرون، وتقليل اخفاء الأخبار السيئة من جانب مديري الشركات.

وفي السياق ذاته، قامت دراسة (Dumitrescu and Zakriya (2021 بتحليل العلاقة بين الإفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، بالإضافة إلى دور هذا الإفصاح في خلق قيمة للمساهمين وأصحاب المصالح. وقد اعتمدت الدراسة على عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من 1991 إلى 2015، مستهدفة فهم الكيفية التي تؤثر بها أبعاد المسؤولية الاجتماعية المختلفة على أداء الشركات واستقرارها المالي. وقد خلصت الدراسة إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تمثل مفهومًا معقدًا ومتعدد الأبعاد، حيث أن لكل بعد من أبعادها تأثيرات متميزة على قيمة الشركة السوقية وكذلك على احتمالية تعرضها لانهيارات حادة في أسعار أسهمها. وقد قامت الدراسة بتصنيف هذه الأبعاد إلى فئتين رئيسيتين، أولهما الأبعاد المجتمعية، والتي تشمل المسؤوليات المرتبطة بالمجتمع، والتنوع، وحقوق الإنسان، وتعبّر عن التوجه العام للشركة تجاه البيئة المجتمعية الأوسع. بينما تتضمن الفئة الثانية، الأبعاد المؤسسية والتنظيمية، والتي تتضمن حوكمة الشركات، وعلاقات الموظفين، وجودة المنتجات والخدمات، وهي تمثل الاهتمام بالمصالح المباشرة لأصحاب المصلحة مثل المساهمين والموظفين والعملاء.

وقد أظهرت نتائج الدراسة أن الأبعاد المرتبطة بالمجتمع وحقوق الإنسان والتنوع ترتبط بشكل كبير بمخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث يُنظر إليها على أنها مؤشرات لاتجاه الشركة نحو الشفافية المجتمعية. وفي المقابل، فإن بعد الحوكمة لم يكن له تأثير جوهري على مخاطر الانهيار نظرًا لأن المستثمرين غالبًا ما يكونوا على دراية بخصائص الحوكمة وأثرها المتوقع. أما البعد البيئي، فقد تبين أنه لا يحمل تأثيرًا ذا دلالة إحصائية على مخاطر انهيار الأسهم، وهو ما يعكس ربما ضعف إدراك السوق لقيمة الأنشطة البيئية في هذا السياق أو محدودية الإفصاح عنها. ومن جهة أخرى، أظهرت الدراسة أن العلاقات القوية مع

الموظفين وتحقيق أداء مرتفع في المنتجات يرتبطان بانخفاض ملموس في احتمالية تعرض الشركة لانهايار في أسعار أسهمها، بما يعزز فرضية أن الاهتمام الداخلي بالموارد البشري، وجودة الإنتاج يساهم في تعزيز الثقة بالسوق. ولكن على النقيض، أشارت الدراسة إلى أن الإفصاح المتعلق بحقوق الإنسان يمكن أحياناً أن يقترن بزيادة مخاطر انهيار الأسهم مستقبلاً، بما قد يُفسر باستخدام بعض الشركات لهذه الأبعاد كأداة لتجميل الصورة العامة، وإخفاء الأداء المالي الضعيف أو الأخبار السلبية عن الشركة. كما بينت الدراسة أن تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يختلف باختلاف التقييم السوقي للشركات؛ فالشركات التي تُقيم بأقل من قيمتها العادلة تُظهر أثراً إيجابياً أقوى من حيث تقليل مخاطر الانهيار، إذ يكون الدافع لدى المديرين أقل لإخفاء الأخبار السلبية، مما يمكنهم من تخصيص الموارد بشكل حقيقي وشفاف لمبادرات المسؤولية الاجتماعية. وعلى العكس، فإن الشركات المبالغ في تقييمها تكون أكثر عرضة لسلوكيات إدارة الأرباح والتلاعب بالمعلومات، وقد تُستخدم أنشطة المسؤولية الاجتماعية كأداة لإخفاء هذه الممارسات.

ومن ناحية أخرى، فقد تناولت دراسة (Bae et al. (2021 العلاقة بين أنشطة المسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، مع التركيز على تأثير القيود المالية على هذه العلاقة. وقد أُجريت الدراسة على عينة من الشركات الكورية المدرجة في البورصة خلال الفترة من 2012 إلى 2018، بهدف تحليل كيف يمكن لأنشطة المسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة أن تساهم في تعزيز الاستقرار المالي وتقليل المخاطر في ظل ظروف مالية متقلبة. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن الممارسات الإيجابية في مجال المسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة تلعب دوراً جوهرياً في تعزيز كفاءة الأسواق المالية، وذلك من خلال عدة آليات، لعل من أبرزها، تحسين الأداء التشغيلي للشركات، حيث تساهم هذه الأنشطة في رفع كفاءة العمليات وتقوية البنية التنظيمية، وتعزيز السمعة المؤسسية، وهو ما ينعكس في صورة إيجابية أمام المستثمرين والجمهور، ورفع مستوى الشفافية والإفصاح، مما يساعد على تقليل فجوة المعلومات بين الأطراف الداخلية (مثل الإدارة) والخارجية (مثل المستثمرين والمحللين)، وبالتالي خلق بيئة معلوماتية أكثر وضوحاً. وقد أشارت الدراسة إلى أن هذه العوامل مجتمعة تساهم في تحسين القدرة على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، وتقلل من درجة عدم اليقين المرتبطة بالأداء المالي للشركات، بما يؤدي بدوره إلى خفض احتمالية التعرض لانهايار مفاجئ في أسعار الأسهم.

كما توصلت الدراسة إلى أن الانخراط الجاد والمستمر في أنشطة المسؤولية الاجتماعية يساهم في بناء صورة أخلاقية ومؤسسية قوية للشركة، تعزز من مكانتها في السوق وتقلل من حساسية أسعار الأسهم تجاه الأخبار السلبية. فالشركات ذات الالتزامات العالية بالمسؤولية الاجتماعية غالباً ما تكون أكثر التزاماً بالسلوك الأخلاقي والثقافي، وأقل ميلاً للانخراط في ممارسات إدارة الأرباح، وأكثر قدرة على كسب ثقة

المستثمرين وأصحاب المصالح. وقد أبرزت الدراسة أهمية السمعة المؤسسية كأداة فعالة في امتصاص الصدمات الناجمة عن الأحداث السلبية المفاجئة، إذ تساعد في الحفاظ على مصداقية الشركة في أعين المتعاملين معها. إضافة إلى ذلك، توصلت الدراسة إلى أن أنشطة المسؤولية الاجتماعية تمثل استراتيجية طويلة الأجل تسعى من خلالها الشركات إلى ترسيخ علاقاتها مع أصحاب المصالح مثل المستثمرين والعملاء والموردين، وليس مجرد مبادرات قصيرة الأجل لغرض التسويق أو تحسين الصورة. ويعكس هذا الالتزام طويل المدى توجهًا نحو الإفصاح الصادق وتقليل الدوافع لإخفاء المعلومات السلبية.

وفي سياق تحليل العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) وتقلبات أسعار الأسهم، قدمت دراسة (Chen et al. (2022) إسهامًا مهمًا من خلال استكشاف أثر هذا الإفصاح على استقرار السوق المالية، وذلك من خلال التطبيق على عينة من الشركات الصينية المدرجة خلال الفترة من 2011 إلى 2019. وقد كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتقلبات أسعار الأسهم، حيث تبين أن الشركات التي تقدم إفصاحًا أعلى وأكثر شمولًا حول ممارساتها في مجال المسؤولية الاجتماعية تتمتع باستقرار أكبر في أسعار أسهمها، وهو ما يعكس ثقة السوق في هذه الشركات ويقلل من تأثر أسعارها بالأحداث السلبية أو غير المتوقعة. وأوضحت الدراسة أن هذه العلاقة السلبية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وتقلبات الأسهم تكون أكثر وضوحًا لدى الشركات التي تعاني من مستويات مرتفعة من عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية، وكذلك لدى الشركات التي تحقق أداءً مرتفعًا في مجال المسؤولية الاجتماعية، بما يؤكد الدور الحيوي للإفصاح في تقليص فجوة المعلومات وتحقيق الشفافية.

كما أشارت النتائج إلى أن الإفصاح عن ممارسات المسؤولية الاجتماعية يعزز من فعالية التواصل بين الشركات والمساهمين، ويساهم في تحسين الأداء المالي على المدى الطويل من خلال تعزيز ثقة المستثمرين، وتخفيض تكلفة رأس المال من خلال تقليل درجة المخاطرة، وتعزيز مصداقية الشركة في الأسواق المالية، بما يساعد في تحديد قيمة عادلة للسهم تعكس الوضع الفعلي للشركة.

وأبرزت الدراسة كذلك أن الإفصاح عن معلومات المسؤولية الاجتماعية يساهم في تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، من خلال رفع درجة الشفافية وتوفير بيانات نوعية وكمية تعكس مدى التزام الشركة بالأبعاد البيئية والاجتماعية والحوكومية. ونتيجة لذلك، يصبح بمقدور المستثمرين اتخاذ قرارات استثمارية أكثر رشداً، مع القدرة على دمج المعلومات المستقبلية المحتملة في التقييمات الحالية لأسعار الأسهم. وتؤكد نتائج الدراسة على أن الإفصاح الجيد عن المسؤولية الاجتماعية لا يعزز فقط الصورة الذهنية الإيجابية للشركة، بل يشكل كذلك أداة استراتيجية فعالة لتقليل تقلبات السوق، وتحقيق التوازن بين

الأداء المالي والمسئولية الاجتماعية، في ظل بيئة تتزايد فيها أهمية المعلومات غير المالية كعنصر مؤثر في قرارات المستثمرين.

ومن جهة أخرى، سعت دراسة (Zhang et al. (2022 إلى استكشاف أثر الإفصاح عن المعلومات البيئية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال تحليل بيانات عينة من الشركات المدرجة في السوق الصينية خلال الفترة من 2013 إلى 2019 . وقد تناولت الدراسة هذا الموضوع في ضوء تزايد الاهتمام العالمي بالشفافية البيئية والممارسات المستدامة كعوامل حيوية في تقييم المخاطر الاستثمارية.

وقد خلصت نتائج الدراسة إلى أن الإفصاح البيئي يسهم بدور فعال في الحد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين وأصحاب المصالح، حيث يتيح هذا الإفصاح شفافية أكبر حول التزامات الشركات البيئية، مما يعزز من ثقة الأطراف الخارجية ويقلل من الغموض المرتبط بالتوجهات المستقبلية للشركة. وبذلك، يسهم الإفصاح البيئي في تحسين الصورة الذهنية والسمعة المؤسسية، وهو ما يُعد أحد العوامل الجوهرية في تعزيز الميزة التنافسية وتحقيق قيمة مضافة مستدامة على المدى الطويل.

وعلى نحو أكثر تحديداً، توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح البيئي يسهم في تقليل مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال ثلاث قنوات رئيسية، حيث تتمثل الأولى في الحد من مشاكل الوكالة. إذ يعمل الإفصاح البيئي كآلية رقابية تسهم في تقليص الفجوة بين المساهمين والإدارة، بما يؤدي إلى تحسين سلوكيات الإدارة وتوجيهها نحو تحقيق أهداف المساهمين، وهو ما ينعكس إيجابياً على استقرار أسعار الأسهم وتقليل فرص حدوث انهيارات مفاجئة. وتتمثل القناة الثانية في إرسال إشارات إيجابية إلى أصحاب المصالح، حيث يُعد الإفصاح البيئي بمثابة إشارة واضحة على التزام الشركة بالمعايير الأخلاقية والتممية، بما يعزز من ثقة المستثمرين والعملاء والمجتمع في الشركة، ويقلل من حدة ردود الفعل السلبية تجاه الأخبار أو الأحداث الطارئة. بينما تتمثل القناة الثالثة في تعزيز مصداقية المعلومات وتقليل التقييمات المبالغ فيها، حيث يُسهم الإفصاح البيئي في تقديم صورة أكثر واقعية عن أداء الشركة، بما يحد من الزيادة غير المبررة في تقييم أسهم الشركة، ويقلل من فرص تراكم المعلومات السلبية غير المُفصح عنها، وبالتالي يحد من مخاطر الانخفاض المفاجئ في أسعار الأسهم نتيجة لانكشاف تلك المعلومات لاحقاً.

وبالتالي تؤكد الدراسة على أن الإفصاح البيئي لا يُعد فقط عنصراً داعماً للشفافية المؤسسية، بل يُمثل أيضاً أداة استراتيجية لإدارة المخاطر المالية المرتبطة بتقلبات السوق والانهيارات المفاجئة، بما يُعزز من قدرة الشركات على تحقيق نمو مستدام وجذب رؤوس الأموال طويلة الأجل.

وفي إطار ظاهرة التضليل الأخضر (Greenwashing) وتأثيرها المحتمل على استقرار الأسواق المالية، استهدفت دراسة (Liu et al. (2022) تحليل العلاقة بين التزام الشركات بالمسؤولية البيئية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، باستخدام عينة من الشركات الصينية المدرجة في البورصة خلال الفترة من 2010 إلى 2018. وقد كشفت نتائج الدراسة أن بعض المديرين قد يعمدون إلى استغلال الممارسات البيئية كوسيلة لإخفاء المعلومات السلبية، أو لتوجيه أنظار المستثمرين بعيداً عن المشكلات الحقيقية التي تعاني منها الشركة، مما يعد شكلاً من أشكال التضليل الأخضر الذي يهدف لتحقيق مكاسب شخصية على حساب الشفافية والمصادقية. وقد بينت الدراسة أن هذا السلوك قد يؤدي إلى ضعف ثقة المستثمرين، وبالتالي زيادة احتمالية انهيار أسعار الأسهم مع مرور الوقت نتيجة تراكم المعلومات غير المعلنة وتضليل الأسواق. وعلى النقيض من ذلك، فإن التزام الشركات الحقيقي بالتوجه البيئي يُعد إشارة إيجابية يُرسلها السوق إلى المستثمرين، والتي تعزز من مصداقية الشركة وتدعم مكانتها التنافسية، بما ينعكس إيجاباً على الأداء المالي ويُسهم في تقليل تقلبات أسعار الأسهم والحد من مخاطر انهيارها.

كما خلصت الدراسة إلى أن التزام الشركات القوي بالممارسات البيئية المستدامة لا يقتصر فقط على الجوانب الأخلاقية أو الاجتماعية، بل يشكل عاملاً حاسماً في تعزيز الاستقرار المالي طويل الأجل. فالمبادرات البيئية الفعالة تُسهم في جذب المزيد من المستثمرين الذين يفضلون الاستثمار في شركات تتبنى مبادئ الاستدامة، مما يؤدي إلى دعم القيمة السوقية للشركة وزيادة قدرتها على مواجهة الأزمات المالية وتقلبات السوق. وبالتالي، يصبح الالتزام البيئي إحدى أدوات تقليل المخاطر المالية وتحقيق استدامة النمو الاقتصادي للشركات على المدى البعيد.

ومن جانب آخر، سعت دراسة (Da Silva (2022 إلى فحص تأثير الإفصاح عن المعلومات البيئية والاجتماعية والحوكمة في الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال تحليل بيانات عينة من 44 شركة مدرجة في كل من الأسواق المتقدمة والأسواق الناشئة خلال الفترة الممتدة من 2007 إلى 2019. وأظهرت نتائج الدراسة أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم تُعد من القضايا الجوهرية التي تشغل اهتمام المستثمرين، نظراً لما تسببه من خسائر جسيمة في المحافظ الاستثمارية، والتي غالباً ما يصعب التحوط منها حتى عبر تنويع الأصول الاستثمارية. وقد فسّرت الدراسة تلك المخاطر في ضوء "نظرية تراكم الأخبار السيئة" والتي تقترض أن مديري الشركات، بدافع الحفاظ على سمعتهم المهنية والحصول على مكافآت مرتبطة بالأداء، غالباً ما يلجأون إلى تأجيل الإعلان عن الأخبار السلبية، بما يؤدي إلى تراكم هذه المعلومات داخل الشركة. ومع تعذر استمرار الإخفاء، يتم الإفصاح فجأة عن كم كبير من الأخبار السيئة دفعة واحدة، بما يحدث صدمة في السوق ويتسبب في انهيار حاد في أسعار الأسهم.

كما أشارت الدراسة إلى أن خصائص السوق نفسها قد تسهم في تقاوم تلك المخاطر، حيث أن المستثمرين الأكثر اطلاعًا يميلون إلى اتخاذ قرارات استثمارية نشطة خلال فترات ارتفاع الأسعار، بينما يتردد المستثمرون الأقل خبرة في البيع حتى تبدأ الأسعار بالانخفاض فعليًا، بما يؤدي إلى تصحيح سعري حاد ومفاجئ. وبالمثل، فإن الشركات التي تحظى بتغطية إعلامية وتحليلية أكبر من قبل المحللين الماليين تكون أكثر عرضة لمخاطر الانهيار، حيث أظهرت النتائج أن بعض المحللين المتقائلين قد يتجاهلون الإشارات السلبية لفترات طويلة، إلى أن تتراكم هذه الأخبار وتخرج دفعة واحدة إلى العلن، محدثة تقلبات عنيفة في السوق. وقد خلصت الدراسة إلى أن تعزيز الإفصاح المتكامل، لا سيما في الجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة، يمكن أن يساهم في تحسين مستوى الشفافية، وتخفيف تأثير الصدمات السلبية، وبالتالي تقليل احتمالية الانهيارات الحادة في أسعار الأسهم، بما يدعم استقرار الأسواق ويعزز ثقة المستثمرين على المدى الطويل.

وبصورة مماثلة، سعت دراسة Ge et al. (2023) إلى استكشاف العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات البيئية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال دراسة تحليلية لعينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم الصينية خلال الفترة من 2013 إلى 2018. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح البيئي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، بما يشير إلى أن الإفصاح البيئي الفعال يلعب دورًا مهمًا في تعزيز استقرار السوق المالي. وقد أوضحت الدراسة أن انخفاض مستويات الإفصاح البيئي يؤدي إلى تراجع الشفافية، وهو الأمر الذي يُعد أحد العوامل الجوهرية المساهمة في زيادة احتمالية انهيار أسعار الأسهم، حيث يؤدي نقص الشفافية إلى اتساع فجوة المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، ويزيد من مخاطر اتخاذ قرارات استثمارية المبنيّة على معلومات غير مكتملة أو مضللة.

كما كشفت النتائج أن تغطية المحللين الماليين تُسهم في تعديل هذه العلاقة، حيث يمكن للدور الرقابي للمحللين أن يقلل من عدم تماثل المعلومات عبر فحص وتحليل البيانات البيئية، مما يرفع من تكلفة إخفاء الأخبار السلبية من قبل المديرين، ويجعل احتمالية تكرار هذا السلوك أقل، وبالتالي يخفض من فرص حدوث انهيار مفاجئ في أسعار الأسهم.

وتبرز الدراسة كذلك أهمية توفير معلومات بيئية دقيقة وشفافة كمصدر للمعلومات بما يُمكن المستثمرين من تقييم المخاطر الحقيقية المرتبطة بالشركة، ويُسهم في اتخاذ قرارات استثمارية أكثر وعيًا، مما يقلل من احتمالات تكوين فقاعات سعرية ناجمة عن التقديرات المبالغ فيها لقيمة الأسهم، وهي الفقاعات التي تنتهي غالبًا بانهيارات حادة. بالإضافة إلى ذلك، فقد تناولت الدراسة تأثير التصورات العامة وإدارة السمعة على سلوك المستثمرين، حيث يُنظر إلى الإفصاح البيئي كدليل ملموس على التزام الشركات

بمسئولياتها الاجتماعية والبيئية، مما يُعزز من ثقة الأطراف ذات العلاقة، ويُخفف من الأثر السلبي المحتمل عند الإعلان عن أخبار غير مواتية.

واستناداً إلى ما سبق، خلصت الدراسة إلى أن الإفصاح البيئي لا يُعد فقط أداة للامتثال التنظيمي أو تحسين الصورة العامة للشركة، بل يُشكل أيضاً عنصراً استراتيجياً لإدارة المخاطر وتعزيز استقرار أسعار الأسهم، عبر بناء ثقة طويلة الأجل بين الشركة والمستثمرين، والحد من احتمالية المفاجآت السلبية التي تهز الأسواق المالية.

ومن جانب آخر، سعت دراسة (Meng et al. (2023 إلى تحليل تأثير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي (ESG) على أداء سوق رأس المال، وذلك من خلال دراسة العلاقة بين الإفصاح عن هذه الجوانب وسيولة الأسهم، لعينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم الصينية خلال الفترة من 2011 إلى 2020. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن الإفصاح عن مؤشرات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي يسهم بشكل فعال في تقليص فجوة المعلومات بين مختلف المشاركين في السوق، ويُقلل من درجة عدم التماثل في المعلومات، بما يخفف من حالة عدم اليقين لدى المستثمرين. وقد توصلت الدراسة إلى أن تخفيض عدم تماثل المعلومات يُفضي بدوره إلى تحسين كفاءة السوق وزيادة سيولة الأسهم، حيث يُتيح للمستثمرين الوصول إلى معلومات شاملة بشأن أداء الشركات في المجالات غير المالية، ما يُساعد في اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة. كما بينت الدراسة أن السمعة الجيدة للشركات في مجالات البيئة والاجتماعية والحوكمة تعمل كإشارات إيجابية تعكس التزام الشركة بالمسؤولية المجتمعية والحوكمة، وهو ما يؤدي إلى تعزيز ثقة المستثمرين وتوقعاتهم الإيجابية بشأن القيمة السوقية المستقبلية للشركة وأدائها المالي، وهو الأمر الذي يُسهم في رفع معدلات التداول وزيادة السيولة.

علاوة على ذلك، أشارت الدراسة إلى أن الإفصاح المتكامل عن المعلومات البيئية والاجتماعية والحوكمة لا يقتصر فقط على تحسين صورة الشركة أو الامتثال للمتطلبات التنظيمية، بل يُعتبر أيضاً أداة استراتيجية تسهم في تعزيز قبول السوق للشركة، وتُقلل من إدراك المستثمرين لمخاطر الأعمال، بما يُحسن من شروط التمويل، ويُعزز السيولة السوقية لأسهم الشركة. وقد شددت الدراسة على أن تبني استراتيجيات إفصاح شفافة ومستدامة يُمكن أن يُسهم في دعم التحول نحو اقتصاد مسئول مجتمعيًا، وفي الوقت ذاته يُحقق مزايا مالية ملموسة تعزز من قدرة الشركات على جذب الاستثمارات. وبالتالي، خلصت الدراسة إلى أن الإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي يُعد أحد المكونات الأساسية في العلاقة بين حوكمة الشركات وأداء سوق رأس المال، لما له من أثر مباشر في تحسين سيولة الأسهم وتقليل المخاطر الاستثمارية، بما

يعكس أهمية دمج الاعتبارات البيئية والاجتماعية والحوكمة في سياسات الإفصاح والشفافية لدى الشركات المدرجة.

من ناحية أخرى، تناولت دراسة Soeprajitno et al. (2023) العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال تحليل بيانات عينة من الشركات المدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة من 2016 إلى 2019. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية بين مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما يُعد نتيجة غير تقليدية مقارنة بالأدبيات التي غالبًا ما تربط بين الإفصاح الاجتماعي وتقليل المخاطر. ففي حين يُفترض أن يؤدي الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية إلى تعزيز فهم أصحاب المصالح لقيمة الشركة، وتحسين سمعتها، ومنحها ميزات تنافسية مثل الحوافز الضريبية، والأداء المالي المحسن، إلا أن الدراسة كشفت أن هذا الإفصاح قد يُستخدم بصورة انتهازية من قبل الإدارة لأغراض ذاتية، كأداة لصرف الانتباه عن ممارسات الإدارة غير الرشيدة، أو لإخفاء أخبار سلبية متراكمة عن أداء الشركة. وقد أوضحت الدراسة أن الإفصاح عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية، في بعض الحالات، لا يُعبر عن التزام حقيقي بقضايا المجتمع والاستدامة، بل يُوظف من قبل المديرين كغطاء للتلاعب بالمعلومات وإخفاء ضعف الأداء أو سوء الإدارة، مما يؤدي إلى تضليل أصحاب المصالح ويزيد من احتمالية التعرض لانهيارات مفاجئة في أسعار الأسهم عند كشف هذه المعلومات السلبية دفعة واحدة. وبالتالي، فإن الإفصاح الاجتماعي في مثل هذه الحالات يُسهم في زيادة مخاطر انهيار الأسهم بدلاً من الحد منها.

وأوضحت نتائج الدراسة التناقض بين وجهتي نظر نظريتين رئيسيتين تحكمان تقييم دور المسؤولية الاجتماعية للشركات وهما، نظرية أصحاب المصالح (Stakeholder Theory)، والتي ترى أن المديرين يتحملون مسؤولية أخلاقية لتلبية توقعات جميع أصحاب المصالح، وأن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يُعزز من الشفافية ويحقق توازنًا بين مصالح مختلف الأطراف مثل المساهمين، والموظفين، والعملاء، والمجتمع. ونظرية الوكالة أو الانتهازية الادارية (Managerial Opportunism or Agency Theory) والتي تفترض أن المديرين قد يستخدمون الإفصاح الاجتماعي كوسيلة لتحقيق أهدافهم الشخصية، وليس بالضرورة لتحقيق أهداف الأطراف المعنية كافة، بما يؤدي إلى اختلال التوازن في توزيع المنافع وزيادة المخاطر المرتبطة بالإفصاح غير الصادق أو المضلل.

وفي ضوء ذلك، تؤكد الدراسة على أهمية تحليل دوافع الإدارة عند تفسير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، حيث لا يمكن افتراض أن جميع الشركات تتبنى المسؤولية الاجتماعية لأسباب أخلاقية أو تنموية، بل قد تستغلها بعض الإدارات كوسيلة للغطية على ممارسات غير سليمة. ومن ثم، توصي

الدراسة بضرورة تطوير أدوات رقابية وتحليلية تمكن من التمييز بين الإفصاح الحقيقي والإفصاح المدفوع بدوافع انتهازية، لضمان مصداقية الإفصاح وتعزيز ثقة المستثمرين في السوق.

وبصورة مماثلة، تناولت دراسة Cao et al. (2023) تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، مع التركيز على الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات، وذلك من خلال تحليل بيانات عينة من الشركات الفيتنامية المدرجة خلال الفترة من 2014 إلى 2019.

وقد كشفت نتائج الدراسة عن علاقة سلبية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث تبين أن تعزيز الشفافية وتقليل فجوة المعلومات بين الإدارة والمستثمرين يؤدي إلى الحد من هذه المخاطر. ويستند التحليل النظري للدراسة إلى نظرية التأثير الاجتماعي (Social Influence Theory)، والتي ترى أن قيام الشركات بالإفصاح عن أنشطتها الاجتماعية يعكس محاولة لتحقيق توازن بين مصالح المساهمين ومصالح الأطراف الأخرى ذات العلاقة، بما يُحسن من البيئة المعلوماتية المحيطة بالشركة. وقد أشارت الدراسة إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية لا يُسهم فقط في تحسين صورة الشركة وتعزيز سمعتها، بل يُعد عنصرًا فعالاً في تقليل عدم تماثل المعلومات، وهو ما يُقلل بدوره من احتمالات التلاعب بالمعلومات أو إخفاء الأخبار السلبية، وبالتالي يُخفف من فرص حدوث انهيارات مفاجئة في أسعار الأسهم.

كما أوضحت الدراسة أن تعزيز شفافية الإفصاح غير المالي، بما في ذلك تقارير المسؤولية الاجتماعية، يمكن أن يُسهل من وصول الشركات إلى مصادر التمويل، ويُعزز من ثقة المستثمرين، ويرفع من تقييم السوق لقيمة الشركة. وبالتالي، فإن نتائج الدراسة تؤكد على أهمية دمج العوامل غير المالية، خاصة تلك المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية، في نماذج تقييم المخاطر وتحليل الاستقرار المالي للشركات. وتؤكد هذه الدراسة على أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية لا يُمثل فقط واجباً أخلاقياً أو قانونياً، بل هو أداة استراتيجية لتقليل المخاطر السوقية طويلة الأجل، عبر تعزيز البيئة المعلوماتية وتقليل فجوة المعلومات بين الإدارة والمستثمرين.

وفي سياق اهتمام الدراسات المعاصرة بعلاقة الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمي بأداء الأسواق المالية، استهدفت دراسة Wang et al. (2023) تحليل العلاقة بين أداء الشركات في المجال البيئي والاجتماعي والحوكمي وسيولة الأسهم، وذلك من خلال دراسة تطبيقية لعينة من الشركات الصينية المدرجة في البورصة خلال الفترة من عام 2010 إلى عام 2020.

وقد كشفت نتائج الدراسة عن علاقة إيجابية ومعنوية بين الأداء في المجال البيئي والاجتماعي والحوكمي وسيولة الأسهم، حيث تبين أن التزام الشركات بتحسين ممارساتها البيئية والاجتماعية والحوكمية يسهم بشكل فعال في خفض مستوى المخاطر المؤسسية، بما يعزز من ثقة ودعم مختلف أصحاب المصالح، مثل المستثمرين والممولين والعملاء. كما أظهرت النتائج أن هذا التأثير الإيجابي لا يقتصر على بُعد معين من أبعاد المسؤولية البيئية والاجتماعية، بل إن جميع الأبعاد الثلاثة - البيئي والاجتماعي والحوكمي - تلعب دوراً فاعلاً في تحسين سيولة الأسهم. ويُعزى ذلك إلى دور هذه الممارسات في تحسين الشفافية، وتقليل عدم تماثل المعلومات، وتعزيز جودة التقارير غير المالية، وهو ما يسهم في زيادة ثقة المتعاملين في السوق، ويقلل من حالة الغموض المرتبطة بالقيمة العادلة للأسهم.

وقد خلصت الدراسة إلى أن تحسين أداء الشركات في المجال البيئي والاجتماعي والحوكمي لا يؤدي فقط إلى رفع مستويات سيولة الأسهم في السوق، بل يسهم أيضاً في تحقيق استدامة اجتماعية واقتصادية شاملة، وذلك من خلال تعزيز التكامل بين الأهداف الاقتصادية للمؤسسات وبين المسؤوليات الاجتماعية والبيئية المنوطة بها، وهو ما يترتب عليه تعظيم الرفاهية الاجتماعية تزامناً مع تحقيق المنافع الاقتصادية.

وتُعد هذه الدراسة من الدراسات الحديثة التي تُسلط الضوء على الأثر المتبادل بين سياسات الاستدامة المؤسسية ومؤشرات الأداء المالي في الأسواق الناشئة، بما يدعم دمج أبعاد المسؤولية البيئية والاجتماعية والحوكمية ضمن استراتيجيات الإدارة المالية والاستثمار.

وفي السياق العربي، تناولت دراسة (Chebbi (2024 تحليل العلاقة بين الإفصاح عن ممارسات البيئة والمجتمع والحوكمة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، مع التركيز على الدور المعدل لآليات حوكمة الشركات في سياق الشركات السعودية المدرجة، وذلك خلال الفترة من عام 2013 وحتى عام 2021. وقد أسفرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة سلبية ومعنوية بين مستويات الإفصاح عن أبعاد المسؤولية البيئية والاجتماعية وبين مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما يشير إلى أن تحسين شفافية الشركات في تلك الجوانب يسهم في تقليل احتمالية الانخفاض الحاد والمفاجئ في أسعار أسهمها.

وقد أوضحت الدراسة كذلك أن آليات حوكمة الشركات تلعب دوراً حيوياً في تعزيز أثر الإفصاح عن المسؤولية البيئية والاجتماعية على تقليل تلك المخاطر، حيث تعمل كأداة رقابية تقلل من السلوكيات الانتهازية للمديرين، وتحد من إخفاء المعلومات الجوهرية والتي قد تُسبب تقلبات عنيفة في السوق عند الإعلان عنها لاحقاً.

كما توصلت الدراسة إلى أن تحسين ممارسات الاستدامة المؤسسية يُعد عاملاً محورياً في تعزيز استقرار سوق رأس المال من خلال الحد من تقلبات أسعار الأسهم، وهو ما يعكس العلاقة التكاملية بين ممارسات الاستدامة وأهداف الاستقرار المالي. وتُعزز هذه النتائج من أهمية تضمين أبعاد الإفصاح غير المالي ضمن استراتيجيات إدارة المخاطر المؤسسية، لا سيما في الأسواق الناشئة مثل السوق السعودي، والذي يشهد تطوراً ملحوظاً في تطبيق معايير الحوكمة والاستدامة.

وفي ذات السياق، تناولت دراسة (Yang et al. (2024 تحليل العلاقة بين ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، لعينة من الشركات المدرجة في السوق الصينية خلال الفترة من عام 2010 حتى عام 2020. وقد ركزت الدراسة بشكل خاص على تأثير الأداء البيئي بوصفه أحد مكونات المسؤولية الاجتماعية للشركات. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة سلبية ومعنوية بين الأداء البيئي للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أن تحسن الأداء البيئي يقلل من احتمال حدوث انخفاضات حادة ومفاجئة في أسعار أسهم الشركات. وقد تبين أن هذا التأثير يكون أكثر وضوحاً في بعض الشركات، مثال ذلك، الشركات العاملة في الصناعات شديدة التلوث، والشركات غير المملوكة للدولة، والشركات التي تحظى بتغطية إعلامية أكبر، والشركات ذات الوضع التنافسي القوي في السوق.

وقد فسرت الدراسة هذه النتائج من خلال نظرية الإشارة (Signaling Theory)، حيث يُعد الأداء البيئي الجيد بمثابة إشارة إيجابية إلى السوق حول التزام الشركة بالاستدامة والشفافية، وهو ما يُعزز من ثقة المستثمرين ويُقلل من حالة عدم تماثل المعلومات. كما أشارت الدراسة أيضاً إلى أن جميع أبعاد المسؤولية الاجتماعية لا تؤثر بنفس الدرجة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث كان البعد البيئي هو الأكثر تأثيراً. إذ يُسهم الأداء البيئي الجيد في تقليل عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح، وتحسين صورة الشركة وسمعتها في السوق، وتقليل احتمالية البيع المفاجئ للأسهم، وتعزيز وضوح الرؤية حول الأداء المستقبلي للشركة. وبالتالي، خلصت الدراسة إلى أن تحسين الأداء البيئي يمثل أداة فعالة في تقليل مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وفيما يتعلق بالعلاقة بين التضليل الأخضر (Greenwashing) ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، تناولت دراسة (Zhang et al. (2024 هذا الموضوع من خلال تحليل العلاقة بين ممارسات التضليل الأخضر للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الصينية خلال الفترة من 2008 إلى 2023. وقد عرفت الدراسة التضليل الأخضر على أنه استخدام مصطلحات والفاظ تعبر عن الأداء البيئي بدلاً من الاستثمارات الحقيقية في المجالات البيئية، مع المبالغة في حجم الجهود البيئية من أجل تجنب الإفصاح المحدود والضعيف عن أدائها البيئي. بالإضافة إلى ذلك، قد يستخدم

المديرون مبادرات تعزيز رفاهية أصحاب المصالح مثل الجهود البيئية كوسيلة لإخفاء أوجه القصور الإدارية، أو لتعزيز مواقفهم داخل الشركة، بما يجعل التضليل الأخضر أداة انتهازية لإدارة الانطباعات، وبالتالي يؤدي إلى تفاقم مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية بين مستويات التضليل الأخضر ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث تميل الشركات التي تلجأ إلى ممارسات التضليل الأخضر إلى إخفاء المعلومات السلبية المتعلقة بأدائها في مجال الاستدامة، فضلاً عن انعدام النزاهة في إدارة الشركة، بما يؤدي إلى زيادة مخاطر حدوث انخفاض حاد في أسعار الأسهم. وقد اوضحت الدراسة أن تأثير التضليل الأخضر يزداد حدة في الشركات التي تتمتع بدوافع أقوى لممارسة التضليل الأخضر، ومستويات شفافية أقل، وضعف آليات حوكمة الشركات.

وفي السياق ذاته، تناولت دراسة (Liu et al. (2024 اختبار تأثير التضليل الأخضر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك لعينة من الشركات الصينية خلال الفترة من 2014 إلى 2021. وقد عرفت الدراسة التضليل الأخضر بأنه الإفصاح الانتقائي والتلاعب التصريحي في القضايا البيئية، والذي يهدف إلى تحسين صورة الشركة عبر إظهار بعض الجوانب الإيجابية في تقارير المسؤولية الاجتماعية وإخفاء الأداء الضعيف في جوانب أخرى. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن التضليل الأخضر في تقارير الاستدامة يزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، كما أن هذه العلاقة تزداد قوة في الشركات التي تمارس إدارة الأرباح، حيث يتكامل التضليل الأخضر مع ممارسات إدارة الأرباح لتحقيق أهداف الإدارة.

وأشارت الدراسة إلى أن تحسين آليات الحوكمة الداخلية والخارجية للشركات يمكن أن يحد من تأثير التضليل الأخضر في تقارير المسؤولية الاجتماعية. كما أوضحت أن التضليل الأخضر يعزز من مشكلة عدم تماثل المعلومات، مما يؤدي بدوره إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وقد تم تفسير العلاقة بين الإفصاح عن معلومات المسؤولية الاجتماعية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال منظورين، المنظور الأول هو منظور عدم تماثل المعلومات، حيث يُنظر إلى الإفصاح عن معلومات المسؤولية الاجتماعية على أنه يحمل تأثيراً إعلامياً يقلل من مخاطر انهيار أسعار الأسهم عبر تحسين بيئة المعلومات. ويتمثل المنظور الثاني في منظور نظرية الوكالة، حيث يُعتبر الإفصاح أداة تمويلية تستخدمها الإدارة لإخفاء المعلومات السلبية وتحقيق مصالح شخصية، بما يؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

كما اوضحت الدراسة أن سلوك التضليل الأخضر قد يكون ناتجاً عن دوافع انتهازية لدى الإدارة لتحقيق مكافآت شخصية أو تعزيز مكانتها المهنية، وقد يكون أحياناً غير انتهازي يهدف إلى تعزيز شرعية الشركة في السوق. وبذلك يُعتبر التضليل الأخضر آلية جديدة لإخفاء الأخبار السيئة، وينتج عنه انهيار

أسعار الأسهم عند الكشف عنه. ومن ناحية أخرى، قد تستخدم الإدارة التضليل الأخضر لجذب المستثمرين المهتمين بالحفاظ على البيئة والحفاظ على شرعية الشركة.

وأخيراً، توصلت الدراسة إلى أن أساليب التضليل الأخضر تتضمن استخدام ممارسات إدارة الأرباح عبر المستحقات، والتحفيز المحاسبي، وقابلية القوائم المالية للمقارنة بهدف إخفاء الأخبار السيئة. وفي ظل عدم تماثل المعلومات، تلجأ الإدارة إلى هذه الأساليب التي تزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وقد تستفيد الإدارة من الإفصاح الاختياري عن معلومات المسؤولية الاجتماعية إما لإخفاء الأخبار السيئة (بما يزيد المخاطر) أو لإرسال إشارات تقلل عدم تماثل المعلومات (بما يقلل المخاطر).

وبناءً عليه، فإن الإفصاح الاختياري عن معلومات المسؤولية الاجتماعية له تأثير إعلامي يقلل من عدم تماثل المعلومات ويحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، في حين قد يكون له "تأثير مضلل وفقاً لمنظور الوكالة، بما يجعل الإدارة تستخدم تقارير المسؤولية الاجتماعية كأداة انتهازية لإخفاء المعلومات السيئة من معلومات غامضة، بما يزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وفي سياق التسعير الخاطئ للأسهم ودور محتوى معلومات تقارير المسؤولية الاجتماعية في تصحيح أسعار الأسهم، استهدفت دراسة (Wu et al. (2024 اختبار تأثير محتوى معلومات تقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات على ظاهرة التسعير غير الصحيح للأسهم، وذلك من خلال تطبيقها على عينة من الشركات الصينية خلال الفترة من 2007 إلى 2020. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن مدى التسعير الخاطئ للأسهم يقل مع زيادة محتوى معلومات تقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات، وذلك عبر تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين، وتقليل السلوك غير الرشيد للمستثمرين في سوق رأس المال، كما ترتب على زيادة محتوى المعلومات المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية زيادة قيمة الشركة.

وقد أشارت الدراسة إلى أن ظاهرة التسعير الخاطئ للأسهم تحدث عندما تنحرف أسعار الأسهم عن قيمتها الحقيقية، مما ينعكس سلباً على كفاءة تخصيص الموارد في سوق رأس المال. ويرجع ذلك إلى عدة أسباب لعل أهمها عوامل داخلية للشركة، وعوامل متعلقة بسلوك المستثمرين، بالإضافة إلى عوامل اقتصادية وسياسية تتسم بعدم اليقين. كما توصلت الدراسة إلى أن التشابه في المعلومات الواردة في تقارير المسؤولية الاجتماعية بين الشركات ضمن نفس الصناعة أو السوق قد يؤدي إلى تقديم معلومات زائدة عن الحاجة، بما قد يُفاقم من مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين.

وأخيراً، بينت الدراسة أن الشركات التي تعاني من مستويات أعلى من عدم تماثل المعلومات يحظى محتوى تقارير المسؤولية الاجتماعية فيها بتقدير أكبر من قبل المستثمرين، بما يجعل تأثير محتوى هذه

التقارير أكثر وضوحاً وأهمية في تصحيح التسعير الخاطئ مقارنة بالشركات التي تتمتع بعدم تماثل معلومات أقل.

وعلي نحو مشابه، استهدفت دراسة (Ding et al. (2024 اختبار الآثار الاقتصادية لأداء المسؤولية البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) من منظور التسعير الخاطئ للأسهم، وذلك لعينة من الشركات الصينية المقيدة بالبورصة خلال الفترة من 2009 إلى 2021. وقد أوضحت الدراسة ان سوء تسعير الأسهم يُعد من المشكلات الجوهرية الناتجة عن عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركات والمستثمرين، حيث يمتلك المديرون غالباً معلومات داخلية لا تتوفر للمستثمرين، بما يخلق فجوة معلوماتية تؤدي إلى انحراف الأسعار عن قيمتها الحقيقية. وتتمثل آليات هذا الانحراف في كل من المخاطر الأخلاقية، حيث قد يستغل المديرون موقعهم لتحقيق مكاسب شخصية ك تداول لمعلومات داخلية، والاختيار المعاكس، حيث يعتمد المستثمرون على تقييمات غير دقيقة نتيجة نقص المعلومات، بما يؤدي إلى تسعير خاطئ للأسهم. وتزداد حدة هذه المشكلة عند اعتماد المستثمرين على القنوات غير الرسمية، كالتحليلات غير الموثوقة أو الشائعات، بما يعزز سلوكيات العدوى والتبعية ويؤدي إلى مزيد من التشوه في تسعير السوق.

وقد توصلت الدراسة إلى أن أداء المسؤولية البيئية والاجتماعية والحوكمة، والذي يركز على الإدارة ويخدم مصالحها بدلاً من مصالح المساهمين يترتب عليه زيادة تكاليف التشغيل وزيادة المخاطر، ويضعف الميزة التنافسية للشركة، وذلك من خلال قيام إدارة الشركات بتضخيم أداء المسؤولية البيئية والاجتماعية والحوكمة، ليصبح أداة لتجميل الأداء أو لإدارة القيمة لتحقيق المصالح الشخصية للمديرين، بما يزيد من التسعير الخاطئ للأسهم. وعلى العكس من ذلك، أوضحت نتائج الدراسة أن سلوك الشركات في مجال المسؤولية الاجتماعية يمكن أن يحسن الاداء المالي والتشغيلي، وبالتالي يكون له تأثير إيجابي، ويقلل من عدم تماثل المعلومات بين الشركات وأصحاب المصالح، مما يعزز التفاعل والثقة ويساعد الشركات في الحصول على الموارد اللازمة لبقائها ونموها. كما يحقق الميزة التنافسية، ويخفف القيود التمويلية، ويحسن الاداء المالي، ويزيد من سيولة الاسهم، ويعزز قيمة الشركة، بما يقلل بشكل كبير من المخاطر المستقبلية ويعزز قيمة الشركة في الأجل الطويل.

ومن ناحية أخرى، استهدفت دراسة (Lee et al. (2024 تناول العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن المعلومات البيئية وبصورة خاصة الإفصاح عن معلومات انبعاثات الكربون ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الكورية خلال الفترة (2009 - 2021). وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين الإفصاح عن المعلومات البيئية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال دور الإفصاح عن المعلومات البيئية في تخفيف مشاكل الوكالة، ومن خلال تعزيز والإفصاح عن

المعلومات الداخلية، وتحسين الشفافية، والحد من قيام المديرين بالتصرفات الانتهازية لتحقيق مصالحهم الشخصية. كما يلعب الإفصاح البيئي الاختياري للشركات دوراً مهماً في تحسين سمعتها الاجتماعية، حيث يساعد هذا الإفصاح في زيادة ثقة ومصادقية أصحاب المصالح، بما يؤدي إلى تخفيض عدم التأكد بشأن مخاطر الشركة، مما يمثل إشارة إيجابية للمستثمرين وأصحاب المصالح بما يعزز الصورة الإيجابية للشركة. وأخيراً أوضحت الدراسة أن الإفصاح المحاسبي الخاص بانبعاثات الكربون يساهم في تخفيض عدم تماثل المعلومات وزيادة قيمة الشركة.

يتضح مما سبق أن غالبية الدراسات السابقة أوضحت أن التزام الشركات بالإفصاح عن الأداء المستدام والممارسات التنموية المستدامة يمكن أن يحدث تأثيراً إيجابياً على أدائها المالي والتشغيلي. وتستند هذه الرؤية إلى نظريات متعددة مثل نظرية أصحاب المصلحة، والتي تقيد بأن التفاعل الفعال مع الأطراف ذات العلاقة يعزز الثقة ويُسهّل الحصول على الموارد، بما يقلل القيود التمويلية ويزيد من القيمة السوقية للشركة. كما ترى نظرية الإشارة أن الإفصاح عن أنشطة التنمية المستدامة يعزز شفافية الشركة وشرعيتها، في حين تؤكد نظرية التنمية المستدامة أن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي الجيد يعكس قدرة الشركة على النمو طويل الأمد وتقليل المخاطر المستقبلية. وبوجه عام، يُعد الإفصاح عن الأداء المستدام أداة فعالة لتحسين جودة الإفصاح والحوكمة المؤسسية.

في المقابل، تشير دراسات أخرى إلى أن التزام الشركات بممارسات التنمية المستدامة قد يؤدي إلى نتائج سلبية على الأداء المالي والتشغيلي. فقد تستخدم الإدارة الاستثمارات في المجالات البيئية والاجتماعية لتحقيق مصالحها الخاصة، بينما يتحمل المساهمون التكاليف والمخاطر. كما أن الإفراط في توجيه الموارد نحو مجالات التنمية المستدامة قد يضعف القدرة التنافسية للشركة، حيث أنه المحتمل أن تبالغ الإدارة في الاستثمار في الأنشطة البيئية والاجتماعية، بما يزيد من تكاليف الشركات ويستهلك مواردها، مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض القدرة التنافسية الأساسية للشركات (Gjergjiet al., 2021). وتشير بعض الدراسات إلى أن هذا الإفصاح يؤدي إلى تكاليف مالية إضافية، كما أن الإفراط في نشر المعلومات قد يزيد من إدراك المستثمرين للمخاطر، بما يرفع تكلفة رأس المال، ويضر بمصالح المساهمين، ولا يعزز قيمة الشركة. وبذلك، قد يتحول أداء ESG إلى أداة لتعزيز المصالح الذاتية على حساب الشفافية والكفاءة المؤسسية (Garcia and Orsato, 2020; Gjergji et al., 2021).

وبالرغم من وجهتي النظر المتعارضتين إلا أنه وبناء على استعراض الدراسات السابقة، يتضح اتفاق الدراسات السابقة على هدف الأداء المستدام للشركات وهو تحقيق متطلبات أصحاب المصالح في الشركة من المساهمين، والعلماء والموظفين، والموردين، والمجتمع بصفة عامة. كما يعد الاداء المستدام للشركات

مفهوماً معقداً ومتعدد الأبعاد، وقد يكون تأثيره على قيمة الشركة غير متماثل لكافة الأبعاد الخاصة به. ويتضمن الأداء المستدام مجموعة من الأنشطة الخاصة بالأبعاد الاجتماعية والبيئية والحوكمة وغيرها، والتي تؤثر على تقييم الشركات، وأسعار أسهمها، وذلك من خلال تأثيرها على التدفقات النقدية وبقاء واستمرار الشركة وتكلفة رأس المال. كما يختلف تأثير أبعاد وأنشطة الإداء المستدام على مخاطر انهيار أسعار الأسهم على عدة عوامل منها، طبيعة النشاط المستدام، وما إذا كان النشاط المستدام يركز على تحسين العلاقات مع أصحاب المصالح أم يهدف إلى تعزيز صورة الشركة وسمعتها. ويتمثل العامل الثاني في مدى تأثير وقوة أصحاب المصالح في اتخاذ القرارات داخل الشركة، بينما يتمثل العامل الثالث في مدى تركيز المديرين على أنشطة الإداء المستدام كإستراتيجية طويلة الأجل أم أن الهدف هو تحقيق أهداف شخصية، وأخيراً مدى حساسية سوق المال أي كيفية استجابة المستثمرين والمجتمع لأنشطة الأداء المستدام.

ومن ناحية أخرى، يتضح من تحليل الدراسات السابقة أن العلاقة بين الأداء المستدام وعدم تماثل المعلومات تعد من العلاقات المحورية التي تتناولتها هذه الدراسات، حيث يُنظر إلى الإفصاح عن الأداء المستدام كأداة فعالة لتخفيض عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة والمستثمرين أو أصحاب المصلحة. فكلما زادت شفافية الشركة في الإفصاح عن ممارساتها البيئية والاجتماعية والحوكومية، كلما انخفض مستوى عدم تماثل المعلومات، والذي يمثل أحد أهم مصادر عدم كفاءة الأسواق وارتفاع تكلفة رأس المال. إذ أن الإفصاح عن الاداء المستدام لا يقتصر على المعلومات المالية التقليدية، بل يوفر تصوراً أوسع عن المخاطر والفرص المستقبلية المرتبطة بالاستدامة، بما يمنح المستثمرين صورة أكثر شمولاً عن أداء الشركة الحقيقي. ويشير العديد من الدراسات إلى أن الإفصاح عن الاداء المستدام الجيد يعزز من مستوى الثقة والوضوح في السوق، ويسهم في تقليل التباين بين المعلومات المتاحة للإدارة وتلك المتوفرة للمستثمرين، مما يؤدي إلى تحسين القرارات الاستثمارية، وخفض معدلات التداول القائم على المعلومات الداخلية في سوق المال، وتقليل تقلبات السوق. ومن ثم، فإن دمج ممارسات الإفصاح عن الاداء المستدام في التقارير غير المالية يُعد إحدى الآليات الفعالة لمعالجة مشكلة عدم تماثل المعلومات، لا سيما في الأسواق الناشئة التي تعاني من ضعف في البنية التحتية للإفصاح والرقابة.

وفي سياق العلاقة بين عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، يُعد عدم تماثل المعلومات من العوامل الأساسية التي تسهم في زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث يؤدي إلى بيئة استثمارية غير شفافة تُحتجب فيها المعلومات السلبية أو تُؤجّل، بما يفتح المجال أمام السلوك الانتهازي للإدارة. فعندما تحتفظ الإدارة بمعلومات جوهرية عن تدهور الأداء أو المخاطر المستقبلية ولا تقوم

بالإفصاح عنها في الوقت المناسب، فإن هذه المعلومات تتراكم بمرور الوقت، ومع وقوع حدث مفاجئ أو إفصاح كبير، يتم الكشف عن تلك المعلومات دفعة واحدة، بما يؤدي إلى رد فعل حاد ومفاجئ في السوق يتمثل في انهيار أسعار الأسهم. وتشير نتائج الدراسات السابقة، إلى أن ارتفاع مستويات عدم تماثل المعلومات يرتبط بزيادة احتمالية حدوث مثل هذه الانهيارات، نتيجة لتضخم الفجوة المعلوماتية بين ما تملكه الإدارة من معلومات وما يمكن للمستثمرين إدراكه من واقع المعلومات المتاحة. وفي ظل غياب الشفافية، تزداد تقلبات السوق وتضعف قدرة المستثمرين على تقييم المخاطر الحقيقية، بما يؤدي إلى استجابات مبالغ فيها عند الكشف المفاجئ عن المعلومات. وبالتالي، فإن تقليل عدم تماثل المعلومات من خلال تحسين الإفصاح وجودته يُعد من الأدوات الوقائية المهمة للحد من مخاطر الانهيارات السعريّة المفاجئة في الأسواق المالية.

ومن ناحية أخرى، تتسم العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن الأداء المستدام ومخاطر انهيار أسعار الأسهم بطبيعة غير مباشرة ومعقدة، حيث يلعب عدم تماثل المعلومات دورًا وسيطًا ومفسرًا لهذا التأثير. فمن جهة، يساهم الإفصاح عن الأداء المستدام، خاصة في أبعاده البيئية والاجتماعية والحوكمية، في تحسين شفافية الشركة وتقوية العلاقة مع أصحاب المصالح من خلال تقديم صورة متكاملة عن أداء الشركة ومخاطرها طويلة الأجل. ويحد هذا الإفصاح المنتظم والشامل من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، بما يُمكن المستثمرين من اتخاذ قرارات مبنية على معلومات دقيقة وموثوقة. ومن جهة أخرى، فإن انخفاض عدم تماثل المعلومات يؤدي إلى تقليل فرص تراكم الأخبار السيئة داخل الشركة دون الإعلان عنها، وهو ما يُعد من أبرز أسباب الانهيارات المفاجئة في أسعار الأسهم عند الكشف عنها دفعة واحدة. وبالتالي، فإن تعزيز الإفصاح عن الأداء المستدام لا يسهم فقط في تحقيق التزامات المسؤولية الاجتماعية، بل يعمل أيضًا كآلية رقابية تحد من السلوك الإداري الانتهازي، بما يساهم في خفض مخاطر انهيار الأسعار وتحقيق استقرار أكبر في الأسواق، لا سيما في البيئات الناشئة مثل السوق المصري، حيث تمثل الفجوة المعلوماتية تحديًا هيكليًا مستمرًا. ومن ثم تتفق معظم الدراسات السابقة على أن الإفصاح عن الأداء المستدام للشركة يحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم وأهمية الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات في هذه العلاقة. وبناء على ما سبق يمكن اشتقاق فرضي الدراسة في صورتها البديلة على النحو التالي:

الفرض الأول: "يؤثر مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام سلبًا وبصورة معنوية على مخاطر انهيار الأسهم للشركات المقيدة في البورصة المصرية".

الفرض الثاني: "يؤثر مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام سلبًا وبصورة معنوية على مخاطر انهيار الأسهم من خلال الدور الوسيط لمستوى عدم تماثل المعلومات".

9- منهجية البحث

تعتمد منهجية البحث على القيام بدراسة تطبيقية تستهدف اختبار تأثير الإفصاح عن الاداء المستدام ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك في ظل الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة (2020-2023). ولتحقيق هدف الدراسة التطبيقية سوف يتم تناول كلا من مجتمع وعينة الدراسة، ومتغيرات الدراسة وكيفية قياسها، ونموذج الدراسة وذلك لاختبار فرضي البحث، وأخيرًا نتائج الدراسة التطبيقية. وسيتم ذلك على النحو التالي:

9-1 مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات التي يتم تداول أسهمها بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2020 حتى عام 2023. وقد بلغ عدد هذه الشركات حتي نهاية عام 2023 ما يعادل 226 شركة موزعة علي ثمانية عشر قطاعا. وقد اختار الباحث عينة تحكمية من هذه الشركات روعي في اختيارها عدة اعتبارات، تتمثل في أن تتوفر التقارير المالية والايضاحات المتممة للشركة كاملة، وألا تكون قد تعرضت للشطب أو الاندماج أو التوقف خلال فترة الدراسة، وأن تكون الشركة قد مضى علي قيدها بالبورصة أكثر من ثلاث سنوات استنادًا الي (Chen et al., 2022; Ding et al., 2024). وأن تتوفر أسعار أسهم الشركة في تواريخ محددة، وأن تقوم الشركة بنشر قوائمها المالية بالجنه المصري، كما يجب أن يكون سعر السهم في نهاية السنة المالية لا يقل عن واحد جنيه استنادًا الي (Kim et al., 2011a)، وأن يكون لكل شركة 26 عائدًا أسبوعيًا على الأقل لمدة 12 شهرًا تنتهي بعد ثلاثة أشهر من نهاية السنة المالية استنادًا الي (Wu & Hu, 2019; Cheng et al., 2020; Bae et al., 2021; Soeprajitno et al., 2023).

ولتحديد حجم عينة الدراسة سوف يعتمد الباحث علي نموذج (Thompson, 1987)، والذي يتطلب تحديد حجم مجتمع الدراسة وهو عدد الشركات المقيدة بالبورصة، ونظرًا لأن عدد الشركات المقيدة بالبورصة المصرية يختلف سنويًا، فقد بلغ عدد الشركات المقيدة بالبورصة المصرية 222 شركة خلال عامي 2020، 2021، ثم انخفض عدد الشركات المقيدة بالبورصة خلال عام 2022 ليصل الي 220 شركة، وأخيرًا ارتفع عدد الشركات ليصبح 226 شركة خلال عام 2023. وبالتالي سوف يتم استخدام المتوسط الحسابي لتحديد حجم المجتمع خلال فترة الدراسة وذلك على النحو التالي:

$$N = \frac{222+222+220+226}{4}$$

4

=222 شركة

50

وبالتالي يُقارب حجم المجتمع يُقارب 222 شركة. ويستخدم نموذج Thompson المعادلة التالية لحساب حجم العينة، وذلك على النحو التالي (Thompson, 1987) :

$$n = \frac{N \times P(1-P)}{[(N-1)(d^2/z^2)] + P(1-P)}$$

حيث:

n = حجم العينة المطلوب.

N = حجم المجتمع.

P = تمثل احتمال وجود الظاهرة محل الاختبار (وهي تساوي 0.5 إذا لم تكن معروفة).

d = تمثل نسبة الخطأ المقبول في العينة وهي تساوي 0.05 إذا كان مستوى الثقة 95%.

z = تمثل الدرجة المعيارية المقابلة وهي تساوي 1.96 إذا كان مستوى ثقة 95%.

وفقاً للمعادلة السابقة، فإن حجم العينة المناسب هو حوالي 140 شركة من الشركات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة 2020-2023، مع هامش خطأ 5% ومستوى ثقة 95%.

وبناء على ما سبق، وبعد تطبيق معايير اختيار عينة البحث، وكذلك تطبيق نموذج Thompson تم اختيار 140 شركة لتمثل عينة الدراسة، بعدد عدد مشاهدات خلال فترة الدراسة (346 شركة/سنة) موزعة على القطاعات الاقتصادية المختلفة بعد استبعاد السنوات التي كان من الصعب الحصول على بياناتها لبعض الشركات، واستبعاد القيم الشاذة والمتطرفة. كما بلغ عدد المشاهدات المستخدمة لقياس المتغير التابع والمتمثل في مخاطر انهيار أسعار الأسهم 11085 مشاهدة، حيث يستند قياس هذا المتغير على العوائد الأسبوعية لأسهم الشركات. ويظهر جدول رقم (1) مجتمع وعينة الدراسة وفقاً لتصنيف رأس المال السوقي الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية.

جدول 1: مجتمع وعينة الدراسة وفقاً لتصنيف رأس المال السوقي الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية

اسم القطاع	عدد الشركات	عدد المشاهدات	المشاهدات المستبعدة	عينة الدراسة	نسبة تمثيل القطاع
البنوك	8	32	12	20	5.3%
الموارد الأساسية	12	48	21	27	7.2%
رعاية صحية وادوية	15	60	16	34	9.1%
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	4	20	6	14	3.7%
عقارات	21	84	48	36	9.6%
سياحة وترفيه	1	4	0	4	1.4%
المرافق	0	0	0	0	0%
اتصالات واعلام وتكنولوجيا معلومات	4	16	5	11	4.1%
أغذية ومشروبات وتبغ	23	92	27	65	23.1%
طاقة وخدمات مساندة	0	0	0	0	0%
تجار وموزعون	2	8	0	8	2.6%
خدمات النقل والشحن	6	24	19	5	1.4%
خدمات تعليمية	2	10	2	8	2.2%
خدمات مالية غير مصرفية	20	80	45	35	9.4%
مقاولات وإنشاءات هندسية	10	40	2	38	9.5%
منسوجات وسلع معمرة	4	20	6	14	3.7%
مواد بناء	6	24	5	19	5%
ورق ومواد تعبئة وتغليف	2	8	0	8	2.6%
الإجمالي	140	560	214	346	100%

وقد اعتمد الباحث في جمع البيانات الفعلية للدراسة التطبيقية، فضلاً عن بعض البيانات المالية الأخرى التي تم جمعها لأغراض قياس بعض المتغيرات على التقارير والقوائم المالية السنوية، وتقارير الحوكمة، وتقارير مجالس الإدارات، وتقارير الاستدامة، والإيضاحات المتممة لها المنشورة على بعض قواعد البيانات بالمواقع الالكترونية الرسمية للشركات الممثلة لعينة الدراسة، والنشرات الدورية الصادرة عن مركز معلومات البورصة المصرية، وكذلك بعض المواقع الالكترونية على شبكة الأنترنت ذات الصلة مثل موقع معلومات مباشر www.mubasher.info، وموقع www.investing.com، بالإضافة الي الموقع الرسمي للبورصة المصرية <https://www.egx.com.eg>

9-2 توصيف وقياس متغيرات الدراسة

لأغراض اختبار العلاقة محل الدراسة، وكذلك اختبار الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات، سيتم تناول توصيف وقياس المتغيرات محل الدراسة وذلك على النحو التالي:

9-2-1 المتغير التابع: مخاطر انهيار اسعار أسهم الشركة

تم استخدام العوائد الأسبوعية لأسهم الشركات لحساب مقاييس مخاطر انهيار أسعار الاسهم الخاصة بالشركات، وذلك استنادا الي (Hutton et al., 2009; Kim et al., 2016; Dai et al., 2019; Bae et al., 2021; Soeprajitno et al., 2023; Lee et al., 2024). وقد تم تقدير العوائد الأسبوعية الخاصة بكل شركة في كل سنة والمشار إليها بالرمز (W) على أنه اللوغاريتم الطبيعي لواحد مضاف اليه العائد المتبقي من نموذج انحدار السوق الموسع the expanded market model ، وذلك اتساقا مع الدراسات السابقة (Kim et al., 2011a; kim and Zhang, 2016; Wu and Hu, 2019; Bae et al., 2021; Ge et al., 2023; Cao et al., 2023; Chebbi , 2024).

$$W_{it} = L_n (1 + \varepsilon_{it}) \quad (1)$$

حيث:

W_{it} : العوائد الأسبوعية المقدرة لسهم الشركة (i) خلال الاسبوع (t).

ε_{it} : بواقي العوائد الخاصة بأسهم الشركة (i) خلال الاسبوع (t)، والناجم من معادلة نموذج السوق الموسع.

وتأخذ معادلة نموذج السوق الموسع الشكل التالي:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1i} r_{m,t-2} + \beta_{2i} r_{m,t-1} + \beta_{3i} r_{m,t} + \beta_{4i} r_{m,t+1} + \beta_{5i} r_{m,t+2} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

حيث:

$r_{i,t}$: العائد الفعلي لسهم الشركة (i) خلال الاسبوع (t).

$r_{m,t}$: العائد الفعلي لمؤشر سوق المال المصري EGX 100 خلال الاسبوع (t).

$\beta_{1i} \dots \beta_{5i}$: معاملات الانحدار المقدرة للشركة (i).

ε_{it} : خطأ التقدير العشوائي (البواقي).

وتستخدم الدراسة مقياس انحراف العوائد المتبقية لسهم الشركة والذي يرمز له بالرمز (NCSKEW)

لقياس مخاطر انهيار أسعار الاسهم، وذلك اتساقا مع الدراسات السابقة (Hutton et al., 2009; Haghighat et al., 2015; Firth et al., 2019; Dai et al., 2019; Cao et al., 2023; Ge et al., 2023; Liu et al., 2024).

ويتم حساب (NCSKEW) وفقا للمعادلة التالية:

$$NCSKEW_{it} = - [n(n-1)^{3/2} \sum W_{it}^3] / [(n-1)(n-2)(\sum W_{it}^2)^{3/2}] \quad (3)$$

حيث:

n : عدد الأسابيع خلال السنة.

W_{it} : العوائد الأسبوعية المقدرة لسهم الشركة (i) خلال الأسبوع (t).

ويلاحظ انه كلما زاد معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية لسهم الشركة كلما زاد احتمال تعرض أسهم تلك الشركة لمخاطر الانهيار.

2-2-9 المتغير المستقل: مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام

يعتبر الإفصاح عن الأداء المستدام هو المتغير المستقل، وقد تم استخدام مؤشراً لقياس مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام للشركات، حيث تم بناء هذا المؤشر باستخدام تحليل المحتوى للتقارير والقوائم المالية السنوية، وتقارير الحوكمة، وتقارير مجالس الإدارات، وتقارير الاستدامة، والإيضاحات المتممة لها والمنشورة على بعض قواعد البيانات بالمواقع الالكترونية الرسمية للشركات الممثلة لعينة الدراسة، والنشرات الدورية الصادرة عن مركز معلومات البورصة المصرية، وذلك استنادا الي العديد من الإصدارات المهنية الدولية وفقاً لمبادرة التقارير العالمية (GRI) ومعايير الاستدامة IFRS S1 و IFRS S2 الصادرة من قبل مجلس معايير الاستدامة الدولية (ISSB) التابع لمؤسسة IFRS، وكذلك تم بناء المؤشر استنادا الي مجموعة مع الدراسات السابقة (Kim et al., 2014; Cui et al., 2018; Wu and Hu, 2019; Da Silva et al., 2022; Chen et al., 2022; Yang et al., 2024)

ولحساب درجة المؤشر لكل شركة، يتم إعطاء الشركة الدرجة واحد إذا أفصحت عن العنصر الموجود بالمؤشر، وصفر بخلاف ذلك. وقد تم استخدام مؤشراً إجمالياً غير مرجح لكل شركة فيما يتعلق بإجمالي مقدار المعلومات المفصّح عنها من خلال تجميع النتيجة النهائية لكل عنصر ولكل فئة فرعية للشركة في كل عام.

وأخيرًا يتم الحصول على درجة المؤشر الإجمالي لكل شركة كنسبة بين درجة الإفصاح الإجمالي وأقصى درجة افصاح ممكنة (32 بندًا)، حيث تم حساب مؤشر الإفصاح عن مستوى الأداء المستدام باستخدام المعادلة التالية:

$$SDI = \frac{\text{Total Score of individual Company}}{\text{Maximum Possible Score obtainable}}$$

مؤشر الإفصاح عن الأداء المستدام = مجموع العناصر المفصح عنها للشركة
الحد الأقصى لعناصر الإفصاح

وتظهر عناصر مؤشر الإفصاح عن الأداء المستدام للشركات بالجدول رقم (2):

جدول 2: مؤشر الإفصاح عن مستوى الأداء المستدام SDI

الفئة	المعلومات المفصح عنها (مالية – كمية – وصفية)
1- البعد البيئي	1.نسبة الطاقة المتجددة المستخدمة: الإفصاح عن نسبة الطاقة المستمدة من مصادر متجددة (شمسية، رياح، إلخ). 2.انبعاثات الكربون: الإفصاح عن كمية انبعاثات غازات الدفيئة (بالأطنان من ثاني أكسيد الكربون المكافئ). 3.إدارة النفايات: الإفصاح عن نسبة النفايات المعاد تدويرها أو إعادة استخدامها. 4.استهلاك المياه: الإفصاح عن كمية المياه المستهلكة وجهود ترشيد الاستهلاك. 5.التلوث البيئي: الإفصاح عن مدى التزام الشركة بالقوانين واللوائح البيئية المحلية والدولية. 6.الالتزام بالتشريعات البيئية: الإفصاح عن مدى التزام الشركة بتقليل التلوث (الهواء، الماء، التربة). 7.الابتكارات البيئية: الإفصاح عن عدد المشاريع أو الابتكارات التي تهدف إلى تحسين الأداء البيئي. 8.الإفصاح عن الخطط المستقبلية للحد من المخلفات الضارة الناتجة عن أنشطة الشركة.
2- البعد الاجتماعي	9. تدريب وتطوير الموظفين: الإفصاح عن عدد ساعات التدريب المقدمة للموظفين سنويًا. 10.نسبة الإناث في المناصب القيادية: الإفصاح عن نسبة النساء في مناصب إدارية عليا. 11.المساهمة في تنمية المجتمع المحلي: الإفصاح عن قيمة الاستثمارات في مشاريع تنمية المجتمع (تعليم، صحة، بنية تحتية). 12.رضا العملاء: الإفصاح عن معدل رضا العملاء (باستخدام استبيانات أو تقييمات). 13.الإفصاح عن آليات التعامل مع شكاوى ومقترحات العملاء. 14.الإفصاح عن كيفية إدارة المخاطر المرتبطة بمنتجات الشركة. 15.حقوق العمال: الإفصاح عن مدى التزام الشركة بحقوق العمال (أجور عادلة، ساعات عمل، ظروف عمل آمنة).

الفئة	المعلومات المفصّل عنها (مالية - كمية - وصفية)
4- بعد الحوكمة	16. الصحة والسلامة المهنية: الإفصاح عن عدد الحوادث المهنية ومدى تطبيق معايير السلامة.
	17. التنوع والشمول: الإفصاح عن سياسات تعزيز التنوع والشمول في مكان العمل.
	18. المساهمة في التعليم: الإفصاح عن عدد البرامج التعليمية التي تدعّمها الشركة (منح، تدريب، تبرعات).
	19. استقلالية مجلس الإدارة: الإفصاح عن نسبة الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة.
	20. سياسات مكافحة الفساد: وجود سياسات واضحة لمكافحة الفساد والرشوة.
	21. حقوق المساهمين: الإفصاح عن مدى حماية حقوق المساهمين (التصويت، توزيع الأرباح).
	22. أخلاقيات الأعمال: وجود مدونة قواعد سلوك واضحة وتطبيقها.
	23. مكافآت الإدارة التنفيذية: الإفصاح عن ربط مكافآت الإدارة التنفيذية بأداء الاستدامة.
	24. حماية البيانات والخصوصية: الإفصاح عن مدى التزام الشركة بحماية بيانات العملاء والموظفين.
	25. وجود لجنة مجلس إدارة مسؤولة عن الاستدامة
5- إدارة المخاطر	26. الإفصاح عن خبرات المجلس في قضايا الاستدامة
	27. الإفصاح عن دمج الاستدامة في سياسات الحوكمة
	28. الإفصاح عن المخاطر والفرص المتعلقة بالاستدامة
	29. دمج مخاطر الاستدامة في إدارة المخاطر المؤسسية
	30. وصف وتحليل السيناريوهات المحتملة للمخاطر البيئية وتغير المناخ
	31. تقييم المخاطر البيئية في سلسلة التوريد
	32. الإفصاح عن السياسات المعتمدة لإدارة المخاطر المالية المتعلقة بالاستدامة

9-2-3 المتغير الوسيط: مستوى عدم تماثل المعلومات (IA) Information Asymmetry

يتمثل المتغير الوسيط للدراسة في عدم تماثل المعلومات، والذي يتوسط العلاقة بين كل من مستوي الإفصاح عن الأداء المستدام (المتغير المستقل) من جهة وبين مخاطر انهيار أسعار الأسهم (المتغير التابع) من جهة أخرى. وقد استخدمت الدراسات السابقة عدة مقاييس بديلة لقياس مستوى عدم تماثل المعلومات منها مدى السعر، وحجم التداول، وتقلب أسعار الأسهم. (Cho et al., 2013; Gajewski and Li, 2015; Zhang et al., 2022; Cao et al., 2023; Zhang & Ding, 2023).

وبالنسبة للمقياس الأول وهو مدي السعر bid-ask spread، فإنه يشير إلى الفرق في السعر والذي يقدمه المشترون والسعر الذي يقدمه البائعون مقابل السهم المعين. وفي حالة تماثل المعلومات في سوق رأس المال، أي أن جميع المشاركين في السوق لديهم نفس المعلومات عندئذ يساوي مدي السعر صفراً، ولكن مع زيادة مستوى عدم تماثل المعلومات يزداد مدى السعر، وبالتالي توجد علاقة إيجابية بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومدى السعر (Cho et al., 2013; Gajewski and Li, 2015). بينما يشير

المقياس الثاني وهو حجم التداول إلى كمية الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال خلال فترة معينة. وكلما انخفض مستوى عدم تماثل المعلومات كلما ازدادت عمليات البيع والشراء بما يؤدي إلى زيادة حجم التداول (Cao et al, 2023). ويشير مقياس تقلب أسعار الأسهم إلى التباين أو الانحراف المعياري للعائد على الورقة المالية المعنية خلال فترة زمنية محددة. ويشير التقلب بشكل عام إلى زيادة عدم التأكد أو درجة المخاطر المرتفعة في سوق رأس المال. وكلما زاد مستوى عدم تماثل المعلومات كلما زادت درجة تقلب أسعار الأسهم نظراً لوجود مشكلة الاختيار المعاكس بين المتعاملين في السوق (Cho et al., 2013; Zhang & Ding, 2023).

ونظراً لأن مقاييس حجم التداول وتقلب أسعار الأسهم ترتبط بالعديد من العوامل الأخرى بخلاف مستوى عدم تماثل المعلومات، فإن مقياس مدى السعر هو الأكثر شيوعاً مقارنة بالمقياسين الآخرين. لذلك سوف تعتمد الدراسة الحالية على استخدام مدى السعر النسبي لقياس عدم تماثل المعلومات وذلك اتساقاً مع (Cho et al., 2013; Gajewski and Li, 2015; Zhang et al., 2022; Cao et al., 2023).

وقد أوضحت الدراسات السابقة (e.g., Cho et al, 2013; Cao et al., 2023; Zhang & Ding, 2023). أن المتخصص أو صانع السوق والذي يحاول مقابلة البائعين والمشتريين في سوق الأوراق المالية يواجه مجموعتين من المتعاملين في السوق وهما المستثمرون ذوي المعلومات والذين لديهم معلومات خاصة عن شركة معينة والمتعاملون في السيولة Liquidity traders الذين لديهم معلومات أقل ويحتاجون إلى عنصر السيولة. وعند تعامل المتخصص أو صانع السوق مع المستثمرين ذوي المعلومات فسوف يخسر في المتوسط لأنهم لن يتعاملوا مع المتخصص إلا إذا عرفوا أن السعر الذي يعرضه يعتبر ملائماً بالنسبة للمعلومات التي لديهم. لذلك فإن المتخصص يجب أن يعوض هذه الخسارة عن طريق الحصول على مكاسب من الاتجار مع متعاملي السيولة والذين يدفعون تكلفة الحصول على سيولة جاهزة في الحال. ويتحقق هذا التوازن بين الخسارة والمكاسب بواسطة وضع مدى مناسب للسعر. وبالتالي فإن هذا الأسلوب يخدم كوسيلة دفاعية ضد الخسارة المتوقعة للمتخصص أو المتعامل مع المستثمرين ذوي المعلومات. ومن ثم، فإنه مع زيادة مستوى عدم تماثل المعلومات بالنسبة لأسهم معين يقوم المتخصص (صانع السوق) بوضع مدى واسع لتخفيض التعامل علي هذا السهم، والذي يتضمن وضع سعر شراء منخفض جداً وسعر بيع مرتفع جداً للحد من التعامل في هذا السهم والذي يتصف بعدم تماثل المعلومات (Ballesteros et al., 2016).

وسوف تعتمد الدراسة الحالية لقياس مستوي عدم تماثل المعلومات على مدى السعر النسبي وذلك اتساقاً مع (e.g., Cho et al., 2013; Zhang et al., 2022; Cao et al., 2023; Zhang & Ding, 2023)

ويتم حساب عدم تماثل المعلومات مقاساً بمدى السعر النسبي The relative Spread على النحو التالي:

$$IA = \frac{Askprice - Bidprice}{(Bidprice + Askprice)/2} \quad (4)$$

حيث:

IA : مستوي عدم تماثل المعلومات مقاساً بمدى السعر النسبي.

Askprice : السعر المعروض من قبل البائعين.

Bidprice : السعر المعروض من قبل المشترين.

وقد اعتمدت الدراسة الحالية على المتوسط الأسبوعي لأسعار الأسهم عند حساب مدى السعر النسبي، وذلك نظراً لأن استخدام البيانات السنوية لا يوفر مقياساً فورياً لاستجابة السوق. كذلك فإن استخدام البيانات اليومية يتسبب في حدوث ضوضاء محتملة تعكس الاحتكاكات قصيرة المدى في السوق. لذلك تم استخدام المشاهدات الأسبوعية لمتغيرات السوق للحصول على مقياس فوري، وذلك قياساً على (Cho et al., 2013; Gajewski and Li, 2015; Cao et al., 2023; Zhang & Ding, 2023).

4-2-9 المتغيرات الرقابية

تمشيا مع الدراسات السابقة (Dumitrescu & Zakriya, 2021; Bae et al., 2021; Chen et al., 2022; Liu et al., 2022; Ding et al., 2024) قد تؤثر بعض المتغيرات الأخرى على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات، لذلك تضمن نموذج الدراسة عدة متغيرات رقابية والتي تتمثل في:

1. الأداء المالي للشركة (ROA): وقد تم قياس هذا المتغير من خلال معدل العائد على الأصول ROA وهو عبارة عن صافي الربح مقسوماً على اجمالي الأصول وذلك قياساً على (Kim et al., 2014; Bae et al., 2021; Chen et al., 2022; Ding et al., 2024).

2. حجم الشركة SIZE، وتم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لأجمالي أصول الشركة في نهاية الفترة استناداً إلى الدراسات السابقة (e.g., Cui et al., 2018; Liu et al., 2022; Chen et al., 2022; Ding et al., 2024).

3. الرفع المالي LEV، وتم قياسه من خلال نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي أصول الشركة في نهاية الفترة، وذلك استناداً للدراسات السابقة (Kim et al., 2014; Bae et al., 2021; Ding et al., 2024).

9-3 نماذج الدراسة

لاختبار تأثير مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، واختبار الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات بين مستوى الإفصاح على الأداء المستدام ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، تم الاعتماد على نماذج الانحدار التالية لاختبار فرضي الدراسة وذلك قياساً على الدراسات السابقة (Kim et al., 2014; Wu & Hu, 2019; Dai et al., 2019; Bae et al., 2021; Zhang et al., 2022; Chebbi, 2024 وذلك على النحو التالي:

النموذج الأول لاختبار فرض الدراسة الأول:

لاختبار مدى وجود علاقة معنوية بين المتغير المستقل مستوى الإفصاح على الأداء المستدام (SDI_{it}) والمتغير التابع مخاطر انهيار أسعار الأسهم $NCSKEW_{it}$ تم صياغة النموذج الأول للدراسة كالتالي:

$$NCSKEW_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SDI_{it-1} + \sum_{q=3}^m \alpha_{qth} (Control Variables_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

حيث:

$NCSKEW_{it}$: مقياس لمخاطر انهيار اسعار الشركة (i) خلال الفترة (t) ، وهو عبارة عن الانحراف السلبي للعوائد الأسبوعية الخاصة بالشركة (i) خلال الفترة (t) .

SDI_{it-1} : مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام للشركة (i) خلال الفترة t.

α_0 : الحد الثابت للنموذج.

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_q$: معاملات الانحدار.

ε_{it} : حد الخطأ العشوائي.

نماذج اختبار فرض الدراسة الثاني:

اعتمدت الدراسة الحالية لاختبار فرض البحث الثاني والدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات علي نموذج (Baron and Kenny (1986، وذلك اتساقاً مع الدراسات السابقة (Kule et al., 2022; Alawadi & Rashid, 2023; Kateb, 2024; James et al., 2024).

ويتطلب تطبيق نموذج Baron and Kenny توافر ثلاثة شروط مجتمعة لتحقيق الدور الوسيط والتي تتمثل في النماذج الثلاثة التالية:

النموذج الثاني

اختبار تأثير المتغير المستقل (SDI) علي المتغير الوسيط (IA) تم صياغة النموذج التالي:

$$IA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SDI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

حيث:

IA_{it} : مستوى عدم تماثل المعلومات للشركة (i) خلال الفترة (t) .

SDI_{it} : مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام للشركة (i) خلال الفترة t.

النموذج الثالث

وهو نفسه النموذج السابق والمستخدم في اختبار تأثير المتغير المستقل (SDI_{it}) علي المتغير التابع $NCSKEW_{it}$ مع استبعاد المتغيرات الرقابية. وقد تم صياغة النموذج علي النحو التالي:

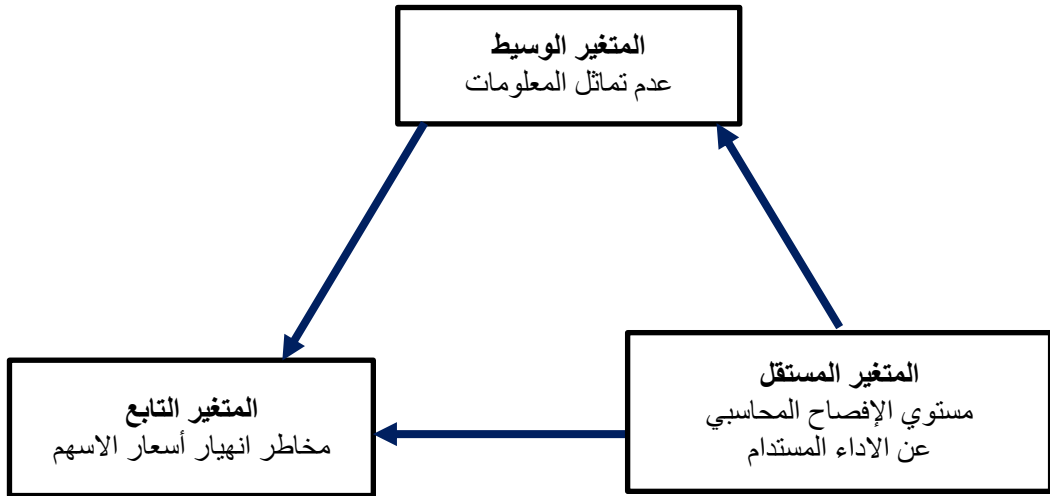
$$NCSKEW_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SDI_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

النموذج الرابع

لاختبار مدى وجود علاقة معنوية بين المتغير الوسيط (IA) والمتغير التابع ($NCSKEW_{it}$) في ظل وجود المتغير المستقل (SDI_{it}) تم صياغة النموذج التالي:

$$NCSKEW_{it} = \beta_0 + \beta_1 IA_{it} + \beta_2 SDI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

وقد تم اختبار الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات بين مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام للشركة (المتغير المستقل) ومخاطر انهيار أسعار الاسهم (المتغير التابع) وفقا للشكل رقم (1) على النحو التالي:



شكل 1: الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات بين مستوى الإفصاح عن الاداء المستدام ومخاطر انهيار أسعار الاسهم

4-9 نتائج اختبار فرضي البحث

خضعت بيانات الدراسة لتحليل إحصائي يستهدف التحقق من مدي قبول فرضيها. وقد تم تحليل البيانات إحصائياً باستخدام البرنامج الإحصائي IBM SPSS الإصدار رقم (26)، والذي يوفر العديد من المؤشرات الإحصائية والاختبارات الإحصائية. ويعتمد رفض أو عدم رفض فرض العدم على قيمة مستوى المعنوية المشاهد (P-value). وقد تم تحليل البيانات باستخدام مستوى معنوية (0.05) بمعنى أن الحد الأقصى لقبول احتمال الوقوع في خطأ من النوع الأول (أي احتمال رفض فرض العدم وهو صحيح 5%) (Moore et al., 2013). وتظهر نتائج التحليل الإحصائي بملحق البحث. ويمكن تلخيص نتائج التحليل الإحصائي بالنسبة لفرضي الدراسة على النحو التالي:

1-4-9 الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

استخدم الباحث عددًا من مقاييس النزعة المركزية مثل الوسط الحسابي والوسيط. كما تم استخدام الانحراف المعياري كمقياس للتشتت ويظهر الجدول رقم (3) الاحصاءات الوصفية الخاصة بمتغيرات الدراسة على النحو التالي:

جدول 3: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

Variable	Mean	Std. Dev.	Min	Max
NCSKEW	-0.25	0.12	-0.89	0.34
DUVOL	-0.1012	0.08	-0.50	0.45
CRASH	0.12	0.33	0.00	1.00
IA	0.05	0.13	0.01	0.32
SDI	0.55	0.35	0.13	0.95
ROA	0.0185	0.24650	-1.17	0.29
LEV	0.4798	0.32891	0.00	1.75
SIZE	20.5471	2.59642	13.25	25.02

يُظهر الجدول رقم (3) الإحصاءات الوصفية لجميع متغيرات الدراسة الأساسية المستخدمة في تحليل الانحدار. وقد أوضح التحليل الإحصائي أن المتغير التابع وهو مخاطر انهيار أسعار الأسهم مقاساً بمتغير معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم خلال نطاق فترة الدراسة (NCSKEW) يتراوح بين (-0.89) و (0.34)، وبلغت قيمة الوسط الحسابي لهذا المتغير خلال نطاق فترة الدراسة (-0.25) بما يشير إلى أن الانحراف في العوائد كان سلبياً بمتوسط -0.25، وبانحراف معياري مقداره 0.12 بما يعكس تقلباً منخفضاً في العوائد. وقد تراوحت مخاطر انهيار أسعار الأسهم مقاسة بمتغير تقلب العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل الي اعلي (DUVOL) بين (-0.5) و (0.45)، وبلغت قيمة الوسط الحسابي لهذا المتغير خلال نطاق فترة الدراسة (-0.1012)، بما يشير إلى أن العوائد السلبية أكثر تقلباً من العوائد الإيجابية بنسبة 10% تقريباً، بانحراف معياري يبلغ 0.08 بما يعكس تقلباً منخفضاً في العوائد السلبية مقارنة بالإيجابية. وأخيراً، فقد تراوحت مخاطر انهيار لأسعار أسهم الشركة مقاسة بالمتغير (CRASH) بين (0) و (1)، وبلغ الوسط الحسابي لهذا المتغير (0.12)، وبذلك تشير قيمة الوسط الحسابي الي ان هناك احتمالية ان 12% من شركات عينة الدراسة قد تتعرض لمخاطر انهيار أسعار أسهمها في المستقبل.

وقد أوضحت الإحصاءات الوصفية بالنسبة للمتغير المستقل ان متوسط مستوي الإفصاح المحاسبي عن الاداء المستدام لشركات العينة قد بلغ 55% بحد أقصى 95%، وحد أدني 13% على التوالي، وبانحراف معياري 35%. وتشير هذه النتائج الي تباین محتوى الإفصاح المحاسبي عن الأداء المستدام بين شركات العينة، رغم أن متوسط مستوي الإفصاح المحاسبي عن الأداء المستدام تجاوز 50%، بما

يشير الي وعي الشركات بأهمية ودور الإفصاح المحاسبي عن الأداء المستدام. وأخيرا بالنسبة للمتغير الوسيط وهو مستوي عدم تماثل المعلومات (IA) فقد تراوح بين 0.01 و0.32 بمتوسط 0.05 وبانحراف معياري 0.13.

اما بالنسبة للمتغيرات الرقابية، فقد اتضح من النتائج انخفاض متوسط العائد علي الأصول لشركات العينة، ويرجع ذلك الي ان بعض الشركات قد حققت خسائر كبيرة حيث بلغ الحد الأدنى -1.17، كما بلغ الانحراف المعياري لهذا المتغير 24.65% بما يدل على تباين الأداء المالي بين شركات العينة. اما بالنسبة لمتغير الرفع المالي فقد بلغ متوسط الرفع المالي لشركات العينة 48% بما يشير الي أن الشركات في العينة تعتمد بشكل متوسط على القروض في تمويل أصولها. وأخيرا بالنسبة لمتغير الحجم فقد اتضح من النتائج ان العينة تتضمن مجموعة من الشركات المتوسطة والكبيرة الحجم، كما أن التباين بين احجام الشركات في العينة يعتبر جيد ولا يدل على وجود اختلاف كبير بين احجام الشركات في العينة.

9-4-2 اختبار صلاحية بيانات الدراسة التطبيقية للتحليل الاحصائي

اعتمد الباحث للتحقق من صلاحية بيانات الدراسة التطبيقية للتحليل الاحصائي، على اجراء الاختبارات الإحصائية التالية:

9-4-2-1 اختبار تبعية بيانات الدراسة للتوزيع الطبيعي

قام الباحث باستخدام اختبار Shapiro-Wilk، واختبار Kolmogorov-Smirnov لاختبار مدي اقتراب بيانات متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي، كما تم حساب معامل الالتواء (Skewness)، والتقلطح (Kurtosis) وذلك اتساقا مع الدراسات السابقة (مليجي، 2015؛ حسين، 2020). ويوضح الجدول رقم (4) نتيجة اختبار مدي تبعية بيانات الدراسة للتوزيع الطبيعي.

جدول 4: نتيجة اختبار مدي تبعية بيانات الدراسة للتوزيع الطبيعي

Variable	Skewness	Kurtosis	Shapiro-Wilk (p-value)	Kolmogorov-Smirnov (p-value)
NCSKEW	-0.45	3.78	<.001	<.001
DUVOL	0.32	2.95	<.001	<.001
CRASH	2.31	6.34	<.001	<.001
IA	1.10	4.50	0.009	0.002
SDI	-0.40	3.80	<.001	<.001

ويتضح من الجدول السابق ان قيمة P-Value لجميع المتغيرات في اختبار Shapiro-Wilk، واختبار Kolmogorov-Smirnov لجميع المتغيرات أقل من 5% بما يدل علي ان النمط الذي تتبعه بيانات متغيرات الدراسة لا يتبع التوزيع الطبيعي. ويؤكد ذلك ان معاملات الالتواء Skewness لا تقترب من الصفر، كما ان معاملات التقطح Kurtosis لا تتراوح بين (3، -3). ولذلك للتغلب علي مشكلة عدم تبعية بيانات متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي تم استخدام دالة اللوغاريتم الطبيعي لتلك البيانات بحيث تقترب من التوزيع الطبيعي. ومن الجدير بالذكر، أن هذه المشكلة يمكن التغاضي عنها، وذلك نظرا لكبر حجم مشاهدات عينة الدراسة المتاحة للتحليل الاحصائي، والتي بلغت للمقياس البديلة المعبرة عن المتغير التابع (11085) مشاهدة. وبالنسبة للمتغير المستقل (346) مشاهدة، ومن ثم لن تؤثر مشكلة عدم توزيع البيانات توزيعا طبيعيا علي صحة نماذج الدراسة وذلك اتساقا مع الدراسات السابقة (مليجي، 2015؛ حسين، 2020)

9-4-2 اختبار علاقة التداخل الخطي المتعدد بين متغيرات الدراسة

استخدم الباحث مصفوفة الارتباط للتعرف على درجه الارتباط ونوعيته بين متغيرات الدراسة، وكذا معرفة مدى وجود ارتباط ذاتي خطي بين المتغيرات multicollinearity من عدمه. وتظهر نتائج اختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات نماذج الدراسة بالجدول رقم (5) وذلك على النحو التالي:

جدول 5: معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة

	SDI	NCSKEW	IA
SDI	Pearson Correlation	1	-.559**
	Sig. (2-tailed)		.000
	N	346	346
NCSKEW	Pearson Correlation	-.559**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.000
	N	346	346
IA	Pearson Correlation	-.658**	.470**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000
	N	346	346

ويتضح من الجدول السابق عدم وجود مشكلة وجود ارتباط ذاتي خطي بين المتغيرات حيث لم يتجاوز قيمة معامل الارتباط بين اي متغيرين 70% (Hair et al., 2019). وقد بلغ أعلى معامل ارتباط (65.8%). كما تم قياس معامل التضخم "VIF" حيث وُجد أن جميع قيم معاملات التضخم "VIF" لمتغيرات نماذج الانحدار لم تتجاوز (10)؛ حيث بلغت أقصى قيمة لمعامل التضخم في النموذج المقدر (1.53) للمتغير المستقل مستوى الإفصاح المحاسبي عن الأداء المستدام وهو ما يعني عدم وجود هذه المشكلة من مشاكل القياس (Senaviratna and Cooray, 2019).

وتوضح نتائج التحليل الاحصائي وجود علاقة ارتباط سلبية ومعنوية بين المتغير المستقل (SDI) والمتغير الوسيط (IA) حيث بلغ معامل الارتباط (-0.659)، ويتسق هذا مع توقعات الدراسة بأن الشركات التي لديها مستويات عالية من الإفصاح المحاسبي عن الأداء المستدام لديها مستويات منخفضة من عدم تماثل المعلومات. كما توجد علاقة ارتباط سلبية ومعنوية بين كل بين المتغير المستقل (SDI) والمتغير التابع-مخاطر انهيار أسعار الاسهم (NCSKEW) حيث بلغ معامل الارتباط (-0.559)، ويتفق ذلك مع توقعات الدراسة بأن الشركات التي لديها مستويات عالية من الإفصاح المحاسبي عن الأداء المستدام يقل لديها مخاطر انهيار أسهم الأسهم.

وأخيراً، تظهر نتائج تحليل ارتباط بيرسون وجود علاقة ارتباط إيجابية ومعنوية بين المتغير الوسيط (IA) والمتغير التابع (NCSKEW)، حيث بلغ معامل الارتباط (0.47) بما يشير الي أنه كلما زاد مستوى عدم تماثل المعلومات لدي الشركة كلما ازدادت مخاطر انهيار أسعار الاسهم، وهو ما يدعم توقعات الدراسة بأهمية الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات في العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن الأداء المستدام ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

9-4-3 نتائج اختبار فرضي الدراسة

9-4-3-1 النموذج الأول: نتائج اختبار الفرض الأول H1

استهدف هذا الفرض اختبار تأثير مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام على مخاطر انهيار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، واختبار هذا الفرض تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد وفقاً للمعادلة التالية:

$$NCSKEW_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SDI_{it-1} + \sum_{q=3}^m \alpha_{qth} (Control Variables_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

وتظهر نتائج التحليل الاحصائي لنموذج الدراسة الأول في ملحق البحث. ويوضح الجدول رقم (6) نتائج اختبار فرض الدراسة الأول.

جدول 6: نتائج اختبار الفرض الأول

مخاطر انهيار أسعار الأسهم <i>NCSKEW</i>		المتغيرات المستقلة والرقابية
مستوي المعنوية	قيمة المعامل	
0.000	-0.183	Constant
0.018	-0.591	<i>SDI</i>
0.017.	-3.877	ROA
0.033	-1.9211	<i>SIZE</i>
0.434	2.879	LEV
57.5%		Adjusted R Square

وبتحليل معاملات الانحدار لنموذج الدراسة وفقا للجدول رقم (6) يتضح وجود تأثير سلبي ومعنوي لمستوي الإفصاح عن الأداء المستدام (*SDI*) على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار -0.591، بمستوي معنوية بلغ 0.018 بما يشير إلى أنه كلما زاد مستوي الإفصاح عن الأداء المستدام يقل احتمال انهيار أسعار أسهم الشركة في المستقبل. وبالتالي، فقد تم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل، والقائل بأنه

يؤثر مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام سلباً وبصورة معنوية على مخاطر انهيار الأسهم للشركات المقيدة في البورصة المصرية.

وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت اليه الدراسات السابقة (e.g., Kim et al., 2014; Wu & Hu, 2019; Bae et al., 2021; Zhang et al., 2022; Cao et al., 2023; Lee et al., 2024; Chebbi, 2024; Yang et al., 2024).

وبناء على ما سبق، يتضح من نتائج الدراسة ان الإفصاح عن الأداء المستدام يؤثر سلباً وبصورة معنوية على مخاطر انهيار أسعار الاسهم للشركات في البيئة المصرية، وذلك اتساقا مع افتراضات نظرية الوكالة ونظرية الانتهازية الإدارية، ونظرية الإشارة، ونظرية الشرعية. حيث يُعد الإفصاح عن الأداء المستدام إحدى أدوات الحوكمة والتي تقلل من السلوك الانتهازي للمديرين، من خلال زيادة الشفافية وإتاحة معلومات غير مالية يمكن استخدامها لتقييم كفاءة الإدارة. كما أن الإفصاح عن الاداء المستدام لا يقتصر فقط على الجوانب المالية، بل يشمل الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي، وهو ما يحد من قدرة الإدارة على إخفاء ممارسات ضارة أو اتخاذ قرارات تؤدي إلى تحقيق مكاسب شخصية قصيرة الأجل على حساب المصلحة العامة أو طويلة الأجل. كما يُعد الإفصاح بمثابة إشارة إيجابية للمستثمرين والأسواق حول جودة

الإدارة واستدامة الأنشطة. كما يُمثل الإفصاح عن الأداء المستدام أداة فعّالة تستخدمها الشركات لتأكيد التزامها بالمسؤولية المجتمعية والبيئية، وبالتالي تعزيز شرعيتها، وبالتالي يحد الإفصاح عن الأداء المستدام من مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات وهو ما يفسر التأثير السلبي لمستوي الإفصاح عن الأداء المستدام على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

أما بالنسبة للمتغيرات الرقابية، فقد اتضح أن الأداء المالي وتحسن الربحية يرتبط سلبيا وبصورة معنوية مع مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت اليه الدراسات السابقة (e.g., Kim et al., 2014; Bae et al., 2021; Cao et al., 2022). وترجع هذه النتيجة الي انه غالبا ما تقل مخاطر الانهيارات المفاجئة في أسعار الأسهم بالنسبة للشركات ذات الأداء المالي الجيد. أما بالنسبة لحجم الشركة فقد اتضح انه يرتبط سلبيا وبشكل معنوي مع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، فالشركات الأكبر حجما غالبا ما تتميز بالاستقرار المالي والإداري وقوة التغطية الإعلامية وشفافية الإفصاح بسبب ما يتوافر لديها من موارد بشرية ومادية وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت اليه الدراسات السابقة (Dumitrescu and Zakriya, 2021; Chen et al., 2022; Soeprajitno et al., 2024). وأخيرا بالنسبة لمتغير الرفع المالي ونسبة المديونية فقد اتضح من النتائج وجود علاقة إيجابية ولكن غير معنوية بين نسبة المديونية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، فكلما زادت نسبة المديونية زادت مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت اليه الدراسات السابقة (Bae et al., 2021; Chen et al., 2022; Ding et al., 2024)

9-4-3 نتائج اختبار الفرض الثاني H2

اعتمدت الدراسة الحالية لاختبار فرض الدراسة الثاني والدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات علي نموذج Baron and Kenny ، وذلك اتساقا مع الدراسات السابقة (e.g., Kule et al., 2022; Alawadi & Rashid, 2023; Kateb, 2024; James et al., 2024) نموذج المعادلات الهيكلية نظرا لقلة عدد متغيرات الدراسة، حيث تضمنت الدراسة ثلاثة متغيرات أساسية، وبالتالي انخفاض عدد المعاملات المطلوب تقديرها، كما أنه لا يمكن اختبار التأثيرات الوسيطة بشكل موثوق بسبب عدم التعقيد البنائي في النموذج. بالإضافة إلي أن نماذج المعادلات الهيكلية تكون أكثر فعالية عندما تتضمن تلك النماذج متغيرات خارجية متعددة مؤثرة علي العلاقات وهو ما لم يتم تضمينه في نموذج الدراسة الحالية (Xiong et al., 2015; Putra, 2022). لذلك يعتبر نموذج Baron and Kenny مناسباً للدراسة الحالية، والذي يتطلب تطبيقه توافر ثلاثة شروط مجتمعة لتحقيق الدور الوسيط والتي يتم التحقق منها اعتماداً على النماذج التالية:

نموذج الدراسة الثاني: (الشرط الأول دور الوساطة لعدم تماثل المعلومات):

اختبار تأثير المتغير المستقل (SDI) على المتغير الوسيط (IA)، وذلك من خلال النموذج التالي:

$$IA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SDI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

وقد تم الاعتماد على نموذج الانحدار وفقا للمعادلة (6) لاختبار تحقق الشرط الأول لنموذج Baron and Kenny. ويوضح الجدول رقم (7) نتائج اختبار العلاقة بين المتغير المستقل (SDI) والمتغير الوسيط (IA)، حيث تظهر معاملات النموذج بالجدول رقم (7).

جدول 7: نتائج اختبار الشرط الأول

عدم تماثل المعلومات IA		المتغير المستقل
مستوي المعنوية	قيمة المعامل	
0.000	0.250	Constant
0.000	-0.414	SDI

وتشير النتائج السابقة الي وجود علاقة سلبية ومعنوية بين المتغير المستقل وهو مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام والمتغير الوسيط وهو عدم تماثل المعلومات، حيث بلغت قيمة معامل النموذج -0.414 بمستوي معنوية يقل عن 0.05، بما يعني معنوية العلاقة وتحقق الشرط الأول لنموذج (Baron and Kenny, 1986)

نموذج الدراسة الثالث (الشرط الثاني لاختبار دور الوساطة لعدم تماثل المعلومات):

إذ تم اختبار تأثير للمتغير المستقل (SDI_{it}) علي المتغير التابع NCSKEW_{it} مع استبعاد المتغيرات الرقابية. وقد تم صياغة النموذج علي النحو التالي:

$$NCSKEW_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 SDI_{it-1} \varepsilon_{it} \quad (7)$$

وقد تم الاعتماد على نموذج الانحدار وفقا للمعادلة (7) لاختبار تحقق الشرط الثاني لنموذج Baron and Kenny. ويوضح الجدول رقم (8) نتائج اختبار العلاقة بين المتغير المستقل (SDI) والمتغير التابع مخاطر انهيار الأسهم للشركات (NCSKEW)، حيث تظهر معاملات النموذج بالجدول رقم (8).

جدول 8: نتائج اختبار الشرط الثاني

المتغير التابع مخاطر انهيار الأسهم للشركات (NCSKEW)		المتغير المستقل
مستوي المعنوية	قيمة المعامل	
0.000	3.45	Constant
0.019	-0.68	SDI

وتشير النتائج السابقة الي وجود علاقة سلبية ومعنوية بين المتغير المستقل (SDI) والمتغير التابع مخاطر انهيار الأسهم للشركات (NCSKEW)، حيث بلغت قيمة معامل النموذج -0.68 بمستوي معنوية يقل عن 0.05، بما يعني معنوية العلاقة وتحقق الشرط الثاني لنموذج Baron and Kenny.

نموذج الدراسة الرابع: (الشرط الثالث لاختبار دور الوساطة لعدم تماثل المعلومات):

يهدف هذا النموذج الي اختبار مدي وجود علاقة معنوية بين المتغير الوسيط (IA) والمتغير التابع مخاطر انهيار الأسهم للشركات (NCSKEW)، في ظل وجود المتغير المستقل (SDI). ولاختبار وجود هذه العلاقة المعنوية بين المتغير الوسيط (IA) والمتغير التابع (NCSKEW_{it}) في ظل وجود المتغير المستقل (SDI_{it}) تم صياغة النموذج التالي:

$$NCSKEW_{it} = \beta_0 + \beta_1 IA_{it} + \beta_2 SDI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

وقد تم الاعتماد على نموذج الانحدار وفقا للمعادلة (8) لاختبار تحقق الشرط الثالث لنموذج Baron and Kenny. ويوضح الجدول رقم (9) نتائج اختبار مدي وجود علاقة معنوية بين المتغير الوسيط (IA) والمتغير التابع (NCSKEW_{it}) في ظل وجود المتغير المستقل (SDI_{it})، حيث تظهر معاملات النموذج بالجدول رقم (9) على النحو التالي:

جدول 9: نتائج اختبار الشرط الثالث

المتغير التابع مخاطر انهيار الأسهم للشركات (NCSKEW)		المتغيرات المستقلة
مستوي المعنوية	قيمة المعامل	
0.001	-.302	Constant
0.000	-0.219	SDI
0.027	2.062	IA

وتشير النتائج السابقة الي وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين المتغير الوسيط (IA) والمتغير التابع ($NCSKEW_{it}$) في ظل وجود المتغير المستقل (SDI_{it}). وبالنسبة للمتغير المستقل وهو مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام تبلغ قيمة المعامل الخاص به (-0.219) وهو أقرب الي الصفر من معامل الانحدار لنفس المتغير في نموذج الانحدار الثالث في ظل عدم وجود متغير وسيط (-0.68)، بما يعني وجود دور لعدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط بين مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما أن العلاقة بين هذا المتغير مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام والمتغير التابع ما زالت معنوية حتى في ظل المتغير الوسيط ولكنها انخفضت، بما يشير إلى أن الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات جزئي في علاقة الإفصاح عن الأداء المستدام ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. ولكن هذا لا يمنع من وجود الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات في هذه العلاقة. وبناء عليه، يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل الثاني للدراسة والقائل بأنه

يؤثر مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام سلبا وبصورة معنوية على مخاطر انهيار الأسهم من خلال الدور الوسيط لمستوى عدم تماثل المعلومات

وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت اليه الدراسات السابقة (e.g., Wu & Hu, 2019; Chen et al., 2022; Zhang et al., 2022; Cao et al., 2023)

وبناء على ما سبق، يري الباحث أن العلاقة السلبية بين مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام ومخاطر انهيار أسعار الأسهم تتحقق من خلال ما يوفره هذا الإفصاح للشركات من خصائص متعددة ومرونة في طريقة عرض المعلومات، والإفصاح علي نطاق واسع للمعلومات المختلفة المالية وغير المالية، التاريخية والمستقبلية، وبالتالي تحسين جودة الإفصاح المحاسبي، بما يخفض من عدم تماثل المعلومات، والذي ينعكس علي تحسين مقدرة المستثمرين على الوصول للمعلومات واجراء تقييم أكثر دقة للشركات وتخفيض عدم التأكد ومخاطر المعلومات، وتخفيض تكلفة الحصول على المعلومات، وتدعيم خاصية تحليل ومعالجة البيانات، والتحليل المقارن بين الشركات، بما يخفض من عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين والذي يؤدي الي تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات.

5-9 اختبارات المتانة Robustness tests

تستهدف اختبارات المتانة تقييم مدي قوة واتساق النتائج التي تم التوصل اليها في التحليل الأساسي لإعادة اختبار فرض الدراسة الأول، وقد تم الاعتماد على استخدام مقاييس بديلة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم (المتغير التابع)، كما تم اعادة اختبار علاقة الوساطة محل الدراسة (فرض الدراسة الثاني) من خلال استخدام اختبار Sobel test .

9-5-1 استخدام مقاييس بديلة لقياس مخاطر انهيار أسعار الاسهم

تم الاعتماد علي مقاييس بديلة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم والتي تمثلت في كل من مقياس احتمال الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية لأسهم الشركة (CRASH)، ومقياس تقلبات العوائد الأسبوعية من أسفل الي أعلى (DUVOL). ولإجراء اختبار المتانة سوف يتم استخدام المقاييس البديلة لقياس المتغير التابع (CRASH, DUVOL) بدلا من مقياس (NCSKEW) والذي تم استخدامه في النموذج الأساسي للدراسة، وذلك اتساقا مع الدراسات السابقة (e.g., Wu & Hu, 2019; Dai et al., 2019, Zhang et al., 2022; Cao et al., 2023; Lee et al., 2024).

وتظهر نتائج الاختبار الاحصائي لاختبار المتانة بملحق البحث. ويمكن تحليل نتائج اختبار المتانة بالجدول رقم (10) على النحو التالي:

جدول 10: نتائج اختبارات المتانة

مخاطر انهيار الأسهم				المتغيرات المستقلة والرقابية
DUVOL		CRASH		
مستوي المعنوية	قيمة المعامل	مستوي المعنوية	قيمة المعامل	
0.004	.183	0.007	.547	constant
0.000	-0.756	0.012	-0.329	SDI
0.005	-0.895	0.041	-4.532	ROA
0.063	-.006	0.034	-0.771	SIZE
0.434	.029	0.88	.001	LEV
52.7%		32.6%		Adjusted R Square
0.000		0.000		P-Value

يتضح من تحليل نتائج اختبار المتانة الموضحة في الجدول السابق استمرار معنوية نموذج الدراسة، فمن خلال تحليل معاملات الانحدار لنموذج الدراسة الأول وفقا للجدول رقم (10) يتضح وجود تأثير سلبي ومعنوي لمستوي الإفصاح عن الأداء المستدام على مخاطر انهيار أسعار الأسهم مقاسة بمقياس

CRASH، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار -0.329، بمستوي معنوية بلغ 0.012. كما بلغت قيمة معامل الانحدار - 0.756، بمستوي معنوية بلغ 0.000. بما يعني وجود تأثير سلبي معنوي لمستوي الإفصاح عن الأداء المستدام على مخاطر انهيار أسعار الأسهم سواء تم قياسها باستخدام (CRASH)، (DUVOL)، وتتفق هذه النتائج مع نتائج التحليل الأساسي للدراسة. وبناء على ما سبق تؤكد نتائج تحليل اختبار المتانة قوة ومتانة نتائج النموذج الأساسي للدراسة، مما يشير الي مدي وقوة تأثير مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات في المستقبل.

9-5-2 إعادة اختبار الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات باستخدام اختبار Sobel test

تم اختبار علاقة الوساطة محل الدراسة (فرض الدراسة الثاني) من خلال استخدام اختبار Sobeltest ، وذلك اتساقا مع الدراسات السابقة التي استخدمت هذا المدخل لاختبار الدور الوسيط، (Bagonza et al., 2024; Njinyah et al., 2024; Susilawati et al., 2024).

ويعتمد اختبار Sobel test على صياغة نموذجين للانحدار، حيث يتضمن النموذج الأول العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير الوسيط، بينما يتضمن النموذج الثاني العلاقة بين المتغير الوسيط والمتغير التابع. وبناء على معاملات الانحدار في كل نموذج وقيم الخطأ المعياري في هذين النموذجين يتم حساب قيمة Z باستخدام المعادلة التالية (Sobel, 1982):

$$z = \frac{ab}{\sqrt{(b^2 SE_a^2) + (a^2 SE_b^2)}}$$

حيث:

a : تمثل معامل الانحدار بين المتغير المستقل والمتغير الوسيط.

b : تمثل معامل الانحدار بين المتغير الوسيط والمتغير التابع.

SEa : تمثل الخطأ المعياري للعلاقة بين المتغير المستقل والمتغير الوسيط

SEb : تمثل الخطأ المعياري للعلاقة بين المتغير الوسيط والمتغير التابع.

ويتم حساب مستوى المعنوية لقيمة Z والذي يتم استنادًا إليه اختبار علاقة الوساطة.

ويتم تطبيق اختبار Sobel test علي متغيرات الدراسة الحالية، وذلك من خلال صياغة النموذجين التاليين:

النموذج الأول: اختبار أثر الإفصاح على الأداء المستدام على عدم تماثل المعلومات (المتغير الوسيط):

وتظهر معاملات النموذج بالجدول رقم (11).

جدول 11: معاملات نموذج الانحدار للنموذج الاول

Model		Coefficients ^a			t	Sig.
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.250	.008		22.770	.000
	SDI	-.414	.115	-.550	-16.931	.000

a. Dependent Variable: IA

النموذج الثاني: اختبار أثر عدم تماثل المعلومات (المتغير الوسيط) على المتغير التابع مخاطر انهيار أسعار الاسهم

وتظهر معاملات النموذج بالجدول رقم (12) .

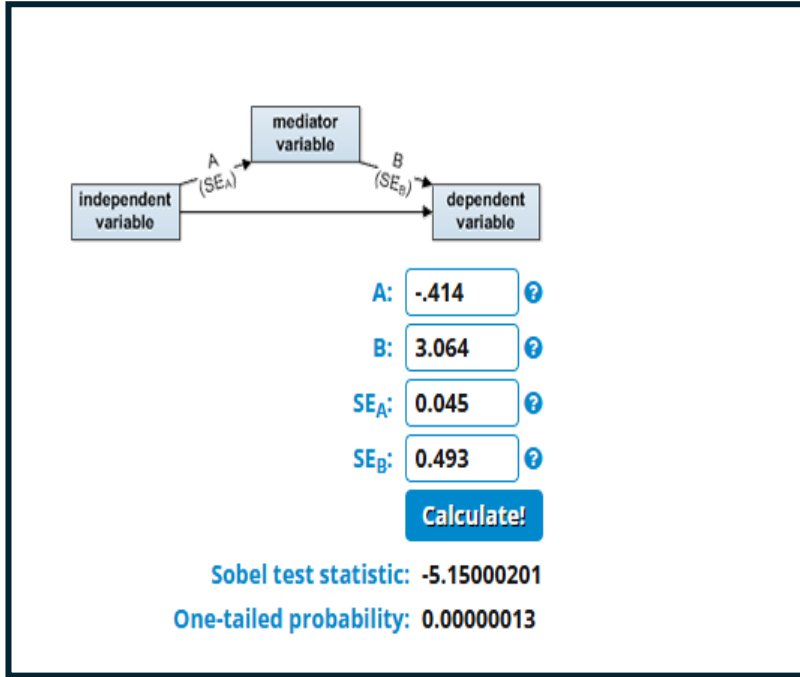
جدول 12: معاملات نموذج الانحدار للنموذج الثاني

Model		Coefficients ^a			t	Sig.
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.306	.024		-12.699	.001
	IA	3.064	.493	.437	5.685	.012

a. Dependent Variable: NCSKEW

وبناء على معاملات نموذجي الانحدار السابقين وقيم الخطأ المعياري يمكن حساب قيمة Z ومستوي المعنوية باستخدام البرنامج الإحصائي Sobel Test Calculator for the Significance of Mediation [Software] التي تتوافر على موقع <https://www.danielsoper.com/statcalc>

وبناء عليه تم حساب قيمة إحصائية اختبار Sobel ومستوي المعنوية كما تظهر بالشكل التالي:



شكل 2: نتائج اختبار Sobel

يتضح من الشكل السابق أن قيمة إحصائية اختبار Sobel تبلغ -5.15 بمستوي معنوية 0.000 بما يشير إلى معنوية الدور الوسيط لمتغير عدم تماثل المعلومات بين المتغير المستقل الأول وهو مستوي الإفصاح عن الأداء المستدام والمتغير التابع وهو مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وبناء على ما سبق تؤكد نتائج تحليل اختبار المتانة قوة ومتانة نتائج اختبار فرضي الدراسة، وقوة نماذجها، بما يشير الي مدي وقوة تأثير كل من مستوي الإفصاح المحاسبي عن الأداء المستدام للشركات على مخاطر انهيار أسهم اسعار الأسهم، كما تؤكد على أهمية الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات في هذه العلاقة.

10- نتائج البحث وتوصياته وأهم مجالات البحث المقترحة

استهدف البحث تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن الأداء المستدام ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة سوق المال المصري، مع التركيز على اختبار الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات بالنسبة لهذه العلاقة. كما سعى البحث إلى تقديم فهم أعمق لكيفية تأثير جودة وشفافية الإفصاح المحاسبي، خصوصاً فيما يتعلق بالجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG)، على استقرار الأسواق المالية وثقة المستثمرين. كما استهدف البحث تقييم مدى التزام الشركات المدرجة بالبورصة المصرية بممارسات الإفصاح عن الاداء المستدام، وتحديد ما إذا كانت هذه الممارسات تسهم في الحد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، وبالتالي تقليل احتمالية الانهيارات المفاجئة في أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة (2020-2023). ويمكن بلورة أهم نتائج البحث بشقيه النظري والتطبيقي على النحو التالي:

- يمثل تبني مفهوم الأداء المستدام تحولاً استراتيجياً في فلسفة الإدارة الحديثة، حيث لم تعد الشركات تُقيَّم فقط من خلال مؤشرات مالية، بل أصبحت مطالبة بإثبات التزامها بمعايير الحوكمة البيئية والاجتماعية. ولذلك، أصبح الإفصاح عن الأداء المستدام جزءاً أساسياً من ممارسات الشفافية، حيث يُستخدم لتعزيز الثقة بين الشركة وأصحاب المصلحة، بما في ذلك المستثمرين والمعلماء والمجتمع المدني.

- تتعدد الدوافع التي تحفز الشركات على تبني الاستراتيجيات التي تدعم الأداء المستدام، حيث تتضمن تلك الدوافع الضغوط التنظيمية والتشريعية، استجابةً لمتطلبات الجهات الرقابية والمعايير الدولية، وكذلك الدوافع الاقتصادية والاستثمارية، حيث يؤدي الإفصاح عن الاداء المستدام إلى خفض تكاليف التمويل، وتحسين الأداء المالي، وجذب المستثمرين. واخيراً دوافع السمعة والمسؤولية الاجتماعية، إذ يعزز الالتزام بالاستدامة من صورة الشركة وشرعيتها، ويساعد في إدارة المخاطر البيئية والاجتماعية التي قد تهدد استمراريته.

- هناك عدة نظريات تفسر سلوك الادارة بالنسبة لاستراتيجية الإفصاح عن الأداء المستدام، حيث توضح النظريات المفسرة للإفصاح عن الاداء المستدام تنوع الدوافع والتفسيرات لسلوك الشركات في الإفصاح عن الأداء المستدام، إذ تركز كل نظرية على جانب معين من هذا السلوك. فنظرية التكاليف السياسية ونظرية السلوك الانتهازي تُظهران كيف يمكن أن يستخدم الإفصاح كأداة لحماية مصالح الإدارة أو تقليل الضغوط التنظيمية. بينما تبرز نظرية توفير المعلومات ونظرية عدم تماثل المعلومات الدور الإيجابي للإفصاح في تحسين الشفافية وتقليل فجوة المعلومات بين الشركة

وأصحاب المصلحة. وتُفسر نظرية الشرعية والنظرية المؤسسية الإفصاح كوسيلة للحصول على القبول المجتمعي والامتثال للتوقعات المؤسسية، في حين تُظهر نظرية الموارد والمعوقات ونظرية ملكية المعلومات الخاصة أن قدرة الشركات على الإفصاح تتحدد وفقًا لمواردها المتاحة والتكاليف المرتبطة به. ومن خلال هذا التكامل النظري، يتضح أن الإفصاح عن الأداء المستدام هو نتاج لتفاعل عوامل اقتصادية، وتنظيمية، واجتماعية واستراتيجية تؤثر على قرارات الشركات في سياقات متعددة. وعند جمع هذه الرؤى النظرية، يتضح أن الإفصاح عن الأداء المستدام ليس مجرد خيار طوعي أو امتثال شكلي، بل هو انعكاس لعلاقات معقدة بين البيئة الداخلية للشركة، والضغط الخارجية، وتوقعات أصحاب المصلحة. فالشركات التي تمتلك موارد كافية وتواجه ضغوطاً مؤسسية قوية تكون أكثر ميلاً لتبني الإفصاح عن الاداء المستدام بشكل أوسع، ليس فقط لتعزيز صورتها وشرعيتها، ولكن أيضاً لتحقيق ميزة تنافسية مستدامة. كما أن تزايد الوعي المجتمعي والمعايير البيئية والاجتماعية الجديدة يدفع الشركات لإعادة النظر في دور الإفصاح كوسيلة استراتيجية لبناء الثقة وتحقيق الاستدامة طويلة الأجل. لذا، فإن فهم دوافع الإفصاح عن الاداء المستدام من منظور متعدد النظريات يُعد ضرورياً لتحليل سلوك الشركات وتحسين السياسات التنظيمية والتشريعية ذات الصلة.

- مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات هي عبارة عن مخاطر تواجه كلا من الشركات والمستثمرين على حد سواء، وهي عبارة عن مخاطر ناتجة عن الانخفاض الشديد والمفاجئ في أسعار الأسهم خلال فترة زمنية قصيرة، وكذلك المخاطر الناتجة عن حدوث عوائد مستقبلية سلبية شديدة خاصة بأسهم الشركة، بما يؤثر على قيمة الشركة وثروة المستثمرين. وتعتمد النماذج النظرية لتفسير مخاطر الانهيار على فرضية أن الدوافع الادارية لاكتناز الأخبار السيئة هي مقدمة لانهيار أسعار أسهم الشركة. فمع تراكم الأخبار السيئة التي يتم اخفاؤها فإنها تصل الي الحد الأقصى ويتم الإفصاح عنها مرة واحدة في سوق رأس المال مما يترتب عليه انخفاض كبير ومفاجئ في أسعار الأسهم.

- استناداً للإطار النظري للبحث، تم اشتقاق فرضي الدراسة، حيث تناول الفرض الأول أثر الإفصاح عن الأداء المستدام على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وقد تم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل، والقائل بأنه " يؤثر مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام سلباً وبصورة معنوية على مخاطر انهيار الأسهم للشركات المقيدة في البورصة المصرية". إذ اتضح وجود تأثير سلبي ومعنوي لمستوي الإفصاح عن الأداء المستدام على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بما يعني ان

زيادة مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام يحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية. وقد يرجع ذلك إلى أن الإفصاح عن الأداء المستدام يعتبر إحدى أدوات الحوكمة التي قد تحد من السلوك الانتهازي للمديرين، من خلال زيادة الشفافية وإتاحة معلومات غير مالية يمكن استخدامها لتقييم كفاءة الإدارة. كما أن الإفصاح عن الأداء المستدام لا يقتصر فقط على الجوانب المالية، بل يشمل الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي، وهو ما يحد من قدرة الإدارة على إخفاء ممارسات ضارة أو اتخاذ قرارات تؤدي إلى تحقيق مكاسب شخصية قصيرة الأجل على حساب المصلحة العامة أو طويلة الأجل. كما يُعد الإفصاح بمثابة إشارة إيجابية للمستثمرين والأسواق حول جودة الإدارة واستدامة الأنشطة. كما يُمثل الإفصاح عن الأداء المستدام أداة فعالة تستخدمها الشركات لتأكيد التزامها بالمسؤولية المجتمعية والبيئية، وبالتالي تعزيز شريعتها، ومن ثم يحد الإفصاح عن الأداء المستدام من مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات، وهو ما يفسر التأثير السلبي لمستوى الإفصاح عن الأداء المستدام على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة في البورصة المصرية

- اما فيما يتعلق باختبار الفرض الثاني والقائل بأنه "يؤثر مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام سلبا وبصورة معنوية على مخاطر انهيار الأسهم من خلال الدور الوسيط لمستوى عدم تماثل المعلومات". فقد أظهرت نتائج البحث رفض فرض عدم وقبول الفرض البديل، بما يعني أن وجود الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات جزئي في علاقة الإفصاح عن الأداء المستدام ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. إذ تتحقق العلاقة السلبية بين مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام ومخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال ما يوفره هذا الإفصاح للشركات من خصائص متعددة ومرونة في طريقة عرض المعلومات، والإفصاح على نطاق واسع للمعلومات المختلفة المالية وغير المالية، التاريخية والمستقبلية، وبالتالي تحسين جودة الإفصاح المحاسبي، بما يخفض من عدم تماثل المعلومات، ومن ثم ينعكس على تحسين مقدرة المستثمرين على الوصول للمعلومات وإجراء تقييم أكثر دقة للشركات وتخفيض عدم التأكد ومخاطر المعلومات، وتخفيض تكلفة الحصول على المعلومات، وتدعيم خاصية تحليل ومعالجة البيانات، والتحليل المقارن بين الشركات، بما يخفض من عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين ومن ثم يؤدي الي تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات.

- ولتقييم مدي قوة واتساق النتائج التي تم التوصل إليها من خلال التحليل الأساسي تم إجراء اختبارات المتانة، حيث تم الاعتماد على استخدام مقاييس بديلة لقياس مخاطر انهيار أسعار

الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، كما تم اعادة اختبار علاقة الوساطة محل الدراسة (فرض الدراسة الثاني) من خلال استخدام اختبار Sobel test. وقد اكدت نتائج تحليل اختبارات المتانة قوة ومتانة نتائج اختبار فرضي الدراسة، وقوة نماذجها، بما يشير الي مدي وقوة تأثير مستوي الإفصاح المحاسبي عن الأداء المستدام للشركات على مخاطر انهيار أسهم اسعار الأسهم، كما تؤكد على أهمية الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات في هذه العلاقة.

واستناداً إلى ما توصلت إليه هذه الدراسة من نتائج، يقدم الباحث التوصيات التالية:

بالنسبة للشركات (خاصة المقيدة بالبورصة المصرية)

- تعزيز مستوى الإفصاح عن الاداء المستدام من خلال تبني معايير دولية مثل GRI أو IFRS S1/S2، مع التركيز على الإفصاح المتكامل المالي وغير المالي.
- تصميم تقارير واضحة ومرنة تبرز الأثر البيئي والاجتماعي والحوكمي (ESG) باستخدام لغة مفهومة وبيانات قابلة للمقارنة زمنياً وقطاعياً.
- تطوير نظم داخلية لجمع ومعالجة بيانات الاستدامة بهدف رفع جودة الإفصاح وتقليل فجوة المعلومات بين الشركة والمستثمرين.
- الاستفادة من التكنولوجيا مثل أدوات ذكاء الأعمال (BI) لتسهيل عرض البيانات وتعزيز الشفافية.
- ينبغي على الشركات تعزيز جودة الإفصاح الإعلامي من خلال التركيز على تقديم تقارير دقيقة ومحددة تتعلق بالأداء المستدام الفعلي للشركة، بدلاً من الاكتفاء بالتقارير التقليدية التي تتضمن معلومات عامة عن الصناعة والسوق. فالإفراط في استخدام البيانات قد يسهم في زيادة مستوى الغموض وعدم اليقين لدى أصحاب المصالح، بما يضعف من قدرتهم على اتخاذ قرارات مستنيرة.

بالنسبة للبورصة المصرية والهيئات الرقابية

- فرض أو تشجيع الإفصاح عن الاداء المستدام كمتطلب إفصاح إلزامي تدريجي، لا سيما للقطاعات عالية التأثير البيئي.
- إنشاء مؤشرات أو تصنيفات لمدى التزام الشركات بالإفصاح عن الاداء المستدام لتمكين المستثمرين من اتخاذ قرارات مبنية على معايير شفافة.
- تطوير منصة رقمية موحدة للإفصاح غير المالي تتيح الإفصاح الفوري والمقارن بين الشركات.

- دعم آليات المراقبة والتدقيق المستقل لتقارير الاستدامة لضمان مصداقيتها ولحد من مخاطر الغسيل الأخضر.

بالنسبة للمحاسبين والمراجعين المهنيين

- تطوير مهاراتهم في مجال التقارير غير المالية ومعايير الاستدامة الدولية، لا سيما، IFRS Sustainability و GRI.
- القيام بدور فاعل في مراجعة والتوكيد علي الإفصاح عن الاداء المستدام، بما يُعزز الثقة في المعلومات المنشورة.
- تقديم استشارات للشركات لتحسين طرق جمع وتحليل وعرض البيانات عن الاستدامة.
- المشاركة في وضع إطار مهني موحد لتقارير الاستدامة بالتعاون مع الجهات الرقابية.

بالنسبة للمستثمرين والمحللين الماليين

- ضرورة الاعتماد على الإفصاح عن الأداء المستدام كأداة رئيسية في تقييم الشركات، مع التأكيد على أهمية تجنب التأثر بسلوك القطيع أو الانحياز للمؤثرات النفسية والمعلومات غير الموثوقة، وذلك لضمان اتخاذ قرارات استثمارية قائمة على تقييم موضوعي ودقيق للأداء المستدام الفعلي للشركة.

بالنسبة للأكاديميين والباحثين

- التركيز على دراسات تطبيقية في بيئات اقتصادية ناشئة مثل مصر لقياس أثر الإفصاح عن الاداء المستدام على سلوك السوق.
- تحليل العلاقة بين الإفصاح عن الاداء المستدام ومتغيرات أخرى مثل كفاءة السوق، أو تكلفة رأس المال، أو تقييم المستثمرين.
- إثراء المحتوى العلمي بتقنيات تحليل متقدمة مثل تحليل النصوص (Text mining) أو الشبكات العصبية لدراسة الإفصاح غير المالي.

وأخيراً تقترح الدراسة مجالات لبحوث مستقبلية، تتضمن ما يلي:

- دراسة أثر كفاءة أنظمة الرقابة الداخلية المحاسبية للشركة في دعم جودة الإفصاح عن الاداء المستدام والحد من انهيار أسعار الأسهم.
- دراسة تأثير التضليل الأخضر (Greenwashing) في تقارير الاستدامة المحاسبية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

- أثر مراجعة الإفصاح المحاسبي عن الاستدامة في الكشف عن التضليل الأخضر بتقارير الاستدامة وتقليل مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- أثر استخدام تقنيات البلوك تشين في تعزيز مصداقية الإفصاح المحاسبي عن الأداء المستدام.
- دراسة دور الذكاء الاصطناعي في أتمتة إعداد التقارير المحاسبية للاستدامة وتحسين توقيت الإفصاح.
- تأثير استخدام تقنيات تحليل البيانات الضخمة (Big Data) في تعزيز الإفصاح الاستراتيجي المحاسبي عن الأداء المستدام.
- دراسة تأثير المقدرة الإدارية والثقة المفرطة للمديرين على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن الأداء المستدام للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

الهيئة العامة للرقابة المالية (2021). قرار رقم 107 لسنة 2021 بشأن ضوابط إفصاح الشركات العاملة في مجال الأنشطة المالية غير المصرفية عن الممارسات البيئية والمجتمعية والحوكمة المتعلقة بالاستدامة والآثار المالية للتغيرات المناخية. القاهرة: الجريدة الرسمية، العدد رقم 160، الصادر في 5 يوليو 2021

الهيئة العامة للرقابة المالية (2021). قرار رقم 108 لسنة 2021 بشأن الإفصاح عن الممارسات البيئية والمجتمعية والحوكمة للشركات المقيدة بالبورصة المصرية والشركات الخاضعة لرقابة الهيئة . القاهرة: الجريدة الرسمية، العدد رقم 160 ، الصادر في 5 يوليو 2021.

حسين، علاء علي احمد (2020). تحليل العلاقة بين غموض التقارير المالية، وأداء المسؤولية الاجتماعية، وممارسات التجنب الضريبي، وبين خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة. *الفكر المحاسبي*، كلية التجارة جامعة عين شمس. 24(1). 1-67.

مليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم (2015). أثر الإفصاح المحاسبي عن ممارسات التنمية المستدامة على جودة الأرباح المحاسبية للشركات المسجلة في البورصة السعودية. *الفكر المحاسبي*، كلية التجارة جامعة عين شمس. 19(5). 1-60.

ثانياً: المراجع باللغة الاجنبية

Alawadi, H., & Rashid, N. (2023). Unveiling earnings management strategies through financial ratios: A comprehensive investigation of audit quality's mediating role in Jordan's financial landscape. *International Journal of Academic Research in Accounting Finance and Management Sciences*, 13(2), 286-299.

Alsaid, A. & Ambilichu, A. (2024). Performance measurement in urban development: unfolding a case of sustainability KPIs reporting. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 14(1), 48-74.

Andreou, K., Andreou, C. and Lambertides, N. (2021). Financial distress risk and stock price crashes. *Journal of Corporate Finance*, 67, 101870.

- Arikan, A. T. (2020). Opportunism is in the eye of the beholder: Antecedents of subjective opportunism judgments. *Journal of Business Ethics*, 161, 573-589.
- Atz, U., Van Holt, T., Liu, Z. Z., & Bruno, C. C. (2023). Does sustainability generate better financial performance? review, meta-analysis, and propositions. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 13(1), 802-825.
- Bae, J., Yang, X. and Kim, M. I. (2021). ESG and stock price crash risk: Role of financial constraints. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 50(5), 556-581.
- Bagonza, A., Chen, Y., & Rech, F. (2024). Mediating impact of integrated reporting on audit quality and market reactions in Africa: evidence from South Africa. *Accounting Research Journal*, 37(4), 401-417.
- Ballesteros, B., Sanchez, I., and J., Ferrero. 2016. How are corporate disclosures related to the cost of capital? The fundamental role of information asymmetry. *Management Decision* 54(7): 1669-1701.
- Bao, D., Kim, Y., Mian, G. M., & Su, L. (2019). Do managers disclose or withhold bad news? Evidence from short interest. *The Accounting Review*, 94(3), 1-26.
- Bari, N., Chimhundu, R., & Chan, K. C. (2022). Dynamic capabilities to achieve corporate sustainability: a roadmap to sustained competitive advantage. *Sustainability*, 14(3), 1531.
- Benlemlih, M., Ge, J., and Zhao, S. (2021). Undervaluation and non-financial information: Evidence from voluntary disclosure of CSR news. *Journal of Business Finance & Accounting*, 48(5-6), 785-814.
- Bhattacharyya, A. (2014). Factors Associated with the Social and Environmental Reporting of Australian Companies. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 8(1), 25- 50.
- Bleck, A., and X., Liu. 2007. Market Transparency and the Accounting Regime. [*Journal of Accounting Research*](#) 45(2): 229-256.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333.
- Callen, J. L., & Fang, X. (2013). Institutional investor stability and crash risk: monitoring versus short-termism?. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 3047-3063.

- Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA). (2010). Environmental, Social and Governance (ESG) Issues in the Reporting of Performance. Performance Reporting Board.
- Cao, T., Nguyen, H., Nguyen, K. and Nguyen, L. (2023). Information asymmetry on the link between corporate social responsibility and stock price crash risk. **Cogent Economics & Finance**, 11(2), 2230727.
- Cao, Q., Zhou, Y., Du, H., Ren, M., & Zhen, W. (2022). Carbon information disclosure quality, greenwashing behavior, and enterprise value. **Frontiers in Psychology**, 13, 892415.
- Chebbi, K. (2024). Examining the interplay of sustainable development, corporate governance, and stock Price crash risk: Insights from ESG practices. **Sustainable Development**, 32(1), 1291-1309.
- Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). *Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices*. **Journal of Financial Economics**, 61(3), 345–381.
- Chen, F., Huang, Z. X., Wang, F. and Xie, Z. (2022). Can corporate social responsibility disclosure alleviate asset price volatility? Evidence from China. **Economic Modelling**, 116, 105985.
- Cho, S., Lee, C. and Pfeiffer Jr., R. (2013) Corporate Social Responsibility Performance and Information Asymmetry. **Journal of Accounting and Public Policy**, 32, 71-83.
- Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2019). Adoption of CSR and sustainability reporting standards: **Economic analysis and review**, 623, 1-121. Cambridge, MA, USA: National Bureau of Economic Research.
- Cui, J., Jo, H. and Na, H. (2018). Does corporate social responsibility affect information asymmetry?. **Journal of Business Ethics**, 148, 549-572.
- Da Silva, P. (2022). Crash risk and ESG disclosure. **Borsa Istanbul Review**, 22(4), 794-811.
- Dai, J., Lu, C., & Qi, J. (2019). Corporate social responsibility disclosure and stock price crash risk: Evidence from China. **Sustainability**, 11(2), 448.
- Ding, Baiwen and Luo, Sumei and Zhou, Guangyou. (2024). Corporate ESG Performance and Stock Mispricing: Governance Weapon or Self-Serving Tool?. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4830065> .

- Dissanayake, D., Tilt, C., & Qian, W. (2019). Factors influencing sustainability reporting by Sri Lankan companies. **Pacific Accounting Review**, 31(1), 84-109.
- Dumitrescu, A. and Zakriya, M. (2021). Stakeholders and the stock price crash risk: What matters in corporate social performance?. **Journal of Corporate Finance**, 67, 101871.
- Eng, L. L., Fikru, M., & Vichitsarawong, T. (2022). Comparing the informativeness of sustainability disclosures versus ESG disclosure ratings. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, 13(2), 494-518.
- Firth, M., Wong, S. M. L., Si, Y., & Zhao, X. (2019). Corporate accessibility and stock price crash risk. *Available at SSRN 2706977*.
- Gaio, C., Gonçalves, T., & Pereira, A. (2021). Financial crisis and impairment recognition in non-financial assets. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 23, 370-387.
- Gajewski, F., and Li, L., (2015). Can internet-based disclosure reduce information asymmetry? **Advances in Accounting** 31(1): 115-124.
- Garcia, A. S., & Orsato, R. J. (2020). Testing the institutional difference hypothesis: A study about environmental, social, governance, and financial performance. **Business Strategy and the Environment**, 29(8), 3261-3272.
- Garcia, R., Carvalho, D., Boaventura, G., & Souza Filho, D. (2021). Determinants of corporate social performance disclosure: a literature review. **Social Responsibility Journal**, 17(4), 445-468.
- Ge, Y., Chen, Q., Qiu, S. and Kong, X. (2023). Environmental information disclosure and stock price crash risk: Evidence from China. **Frontiers in Environmental Science**, 11, 1108508.
- Gjergji, R., Vena, L., Sciascia, S., & Cortesi, A. (2021). The effects of environmental, social and governance disclosure on the cost of capital in small and medium enterprises: The role of family business status. **Business strategy and the environment**, 30(1), 683-693.
- Habib, A., Hasan, M. M. and Jiang, H. (2018). Stock price crash risk: review of the empirical literature. **Accounting & Finance**, 58, 211-251.
- Haghighat, A., Farhangzadeh, B., H., Mohammad .2015. The Impact of Institutional Ownership on Stock Price Synchronicity and Crash Risk. **International Journal of Business and Social Science** 6(4)(1): 181-189.

- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2019). *Multivariate Data Analysis*. **Pearson**. (8th ed.).
- Hong, H., and J., Stein .(2003). Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes. **Review of Financial Studies** 16, 487–525.
- Honggowati, S., Rahmawati, R., Aryani, Y. A., & Probohudono, A. N. (2019). Strategic Management Accounting disclosure, ownership structure, and firm characteristics in Indonesia manufacturing companies. **Jurnal Keuangan Dan Perbankan**, 23(3), 335-350.
- Hutton, A., Marcus, A., and, H., Tehranian. 2009. Opaque financial reports, R2, and crash risk. **Journal of Financial Economics** 94 (1): 67–86.
- IAASB. (2013). ISAE 3000 (Revised): Assurance engagements other than audits or reviews of historical financial information. International Federation of Accountants. <https://www.ifac.org>
- Ikram, M., Zhang, Q., Sroufe, R., & Ferasso, M. (2020). The social dimensions of corporate sustainability: an integrative framework including COVID-19 insights. *Sustainability*, 12(20), 8747.
- International Federation of Accountants (IFAC). (2009). *Sustainability Framework 2.0*. New York: IFAC.
- International Financial Reporting Standards Foundation (IFRS). (2023a). IFRS S1: General Requirements for Disclosure of Sustainability-related Financial Information. International Sustainability Standards Board (ISSB). <https://www.ifrs.org>.
- International Financial Reporting Standards Foundation (IFRS). (2023b). IFRS S2: Climate-related Disclosures. International Sustainability Standards Board (ISSB). <https://www.ifrs.org>.
- James, H. L., Wang, H., & Wang, Z. (2024). Covenant violation and operational efficiency. **Accounting & Finance**, 64(2), 1879-1920.
- Jin, L., S. Myers .(2006). R2 around the world: new theory and new tests. **Journal of Financial Economics** 79 (2): 257–292.
- Jeon, K. (2019). Corporate governance and stock price crash risk. **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, 23(4), 1-13.
- Kateb, I. (2024). The bridge to quality financial reporting: Audit committees' mediating role in IFRS implementation for emerging markets. **Journal of Corporate Accounting & Finance**, 35(1), 250-268.

- Kim, Y., Li, H. and Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. **Journal of Banking & Finance**, 43, 1-13.
- Kim, J. B., and Zhang, L. (2014). Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks. **Contemporary Accounting Research**, 31(3), 851-875.
- Kim, Y., Li, H., & Zhang, L. (2011). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. **Journal of Financial Economics**, 100(3), 639–662.
- Kim, J. B., & Zhang, L. (2016). Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence. **Contemporary Accounting Research**, 33(1), 412–441.
- Kim, C., Wang, K. and Zhang, L. (2019). Readability of 10-K reports and stock price crash risk. **Contemporary accounting research**, 36(2), 1184-1216.
- Kule, M., Kamukama, N., & Kijjambu, F. N. (2022). The Mediating Role of Financial Accountability in the Relationship between Internal Control Environment and Financial Performance of Savings and Credit Cooperatives in Mid-Western Uganda. **American Journal of Accounting**, 4(1), 39-49.
- Lee, G., Bae, M., Sohn, J., Han, C. and Cho, J. (2024). Does voluntary environmental information disclosure prevent stock price crash risk?—Comparative analysis of chaebol and non-chaebol in Korea. **Energy Economics**, 131, 107394.
- Liu, G., Qian, H., Shi, Y., Zhang, Y. and Wu, F. (2024). Does ESG report greenwashing increase stock price crash risk?. **China Journal of Accounting Studies**, 1-25.
- Liu, H., Wang, Y., Xue, R., Linnenluecke, M., & Cai, C. W. (2022). Green commitment and stock price crash risk. **Finance Research Letters**, 47, 102646.
- Lodhia, S. K. and Sharma, U. (2019). Sustainability accounting and reporting: recent perspectives and an agenda for further research. **Pacific Accounting Review**, 31(3), 309-312.
- Meng-tao, C., Da-peng, Y., Wei-qi, Z. and Qi-jun, W. (2023). How does ESG disclosure improve stock liquidity for enterprises—empirical evidence from China. **Environmental Impact Assessment Review**, 98, 106926.

- Md Zaini, S., Samkin, G., Sharma, U., & Davey, H. (2018). Voluntary disclosure in emerging countries: a literature review. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8(1), 29-65.
- Milne, M. J. (2002). Positive accounting theory, political costs and social disclosure analyses: A critical look. *Critical perspectives on accounting*, 13(3), 369-395.
- Njinyah, S. Z., Areneke, G., Ofori, I. K., & Lepawa, G. L. C. (2024). The mediation effect of innovation in the relationship between external knowledge and firm performance in Africa. *Africa Journal of Management*, 10(3), 259-281.
- Orazalin, N. and Mahmood, M. (2020). Determinants of GRI-based sustainability reporting: evidence from an emerging economy. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 10(1), 140-164.
- Putra, S. (2022). Problems, common beliefs and procedures on the use of partial least squares structural equation modeling in business research. *South Asian Journal of Social Studies and Economics*, 14(1), 1-20.
- Roca, L. C. and Searcy, C. (2012). An analysis of indicators disclosed in corporate sustainability reports. *Journal of Cleaner Production*, 20, 103–118.
- Senaviratna, R. and Cooray, A. (2019). Diagnosing multicollinearity of logistic regression model. *Asian Journal of Probability and Statistics*, 5(2), 1-9.
- Soeprajitno, N., Setiawan, Z. V. and Na'im, A. (2023). Does Corporate Social Responsibility Disclosure Increase the Stock Price Crash Risk? Evidence From Indonesia. *Indonesian Journal of Accounting and Finance*, 20(1), 5.
- Susilawati, S., Arifiyanti, D., Suryaningsih, M., & Kuraesin, A. D. (2024). Green Accounting, CSR Disclosure, Firm Value, and Profitability. *Economic Studies*, 33(1).
- Thompson, S. K. (1987). Sample size for estimating multinomial proportions. *The American Statistician*, 41(1), 42-46.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 97–180.
- Wang, K., Li, T., San, Z. and Gao, H. (2023). How does corporate ESG performance affect stock liquidity? Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 80, 102087.

- Wu, C. M., & Hu, J. L. (2019). Can CSR reduce stock price crash risk? Evidence from China's energy industry. **Energy Policy**, 128, 505-518
- Wu, D., Sun, Q., Zhang, W., Xu, G., Chan, K. C. and Qin, J. (2024). Does information content of a corporate social responsibility report matter for stock mispricing? Evidence from China. **International Review of Financial Analysis**, 95, 103507.
- Xiong, B., Skitmore, M., & Xia, B. (2015). A critical review of structural equation modeling applications in construction research. **Automation in construction**, 49, 59-70.
- Xu, N., Liu, J. and Dou, H. (2022). Environmental, social, and governance information disclosure and stock price crash risk: Evidence from Chinese listed companies. **Frontiers in Psychology**, 13, 977369.
- Yan, X., Espinosa-Cristia, J. F., Kumari, K., & Cioca, L. I. (2022). Relationship between corporate social responsibility, organizational trust, and corporate reputation for sustainable performance. **Sustainability**, 14(14), 8737.
- Yang, M., Chen, S., & Maresova, P. (2024). Environmental corporate social responsibility and stock price crash risk: The role of environmental performance and ISO 14001. **International Review of Economics & Finance**, 96, 103627.
- Zhang, Z. & Ding, Y. (2023). The impact of green financial development on stock price crash risk from the perspective of information asymmetry in Chinese listed companies. **Environmental Science and Pollution Research**, 30(37), 87199-87214.
- Zhang, X., Kong, L., & Hu, X. (2024). Shades of green: The impact of greenwashing on stock price crash risk. **Finance Research Letters**, 70, 106285.
- Zhang, Z., Su, Z., Wang, K., & Zhang, Y. (2022). Corporate environmental information disclosure and stock price crash risk: Evidence from Chinese listed heavily polluting companies. **Energy Economics**, 112, 106116.
- Zhu, W. (2016). Accruals and price crashes. **Review of Accounting Studies** 21: 349–399.
- Zimon, G., Arianpoor, A., & Salehi, M. (2022). Sustainability reporting and corporate reputation: the moderating effect of CEO opportunistic behavior. **Sustainability**, 14(3), 1257.

ملحق البحث

نتائج التحليل الاحصائي

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	Skewness	Kurtosis
SDI	346	.13	.95	.5501	.34990	-0.40	3.80
NCSKEW	346	-.89	.34	-.2496	.11945	-0.45	3.78
Duval	346	-.50	.45	-.1012	.08123	0.32	2.95
Crash	346	.00	1.00	.12	.32967	2.31	6.34
IA	346	.01	.32	.05	.13385	1.10	4.5
ROA	346	-1.17	.29	.0185	.24650	-3.704	14.341
LEV	346	.00	1.75	.4798	.32891	1.737	4.620
SIZE	346	13.25	25.02	20.5471	2.59642	-.929	.346
Valid (listwise)	N 346						

Tests of Normality

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
SDI	.333	347	<.001	.750	347	<.001
NCSKEW	.240	347	<.001	.408	347	<.001
Crash	.438	347	<.001	.582	347	<.001
Duval	.240	347	<.001	.408	347	<.001
IA	.064	347	.002	.989	347	.009

a. Lilliefors Significance Correction

نتائج اختبار الفرض الأول

Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SIZE, SDI, ROA, LEV ^b	.	Enter

a. Dependent Variable: NCSKEW

b. All requested variables entered.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.632 ^a	.602	.575	.4518

a. Predictors: (Constant), SIZE, SDI, ROA, LEV

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	12.440	2	1.702	10.326	.000 ^b
	Residual	10.208	344	.121		
	Total	22.648	346			

a. Dependent Variable: NCSKEW

b. Predictors: (Constant), SIZE, SDI, ROA, LEV

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Tolerance	VIF
		B	Std. Error	Beta				
1	(Constant)	-.183	.063		-2.903	.000		
	SDI	-.591	.026	-.315	-3.284	.018	0.801	1.53
	ROA	-3.877	.049	-.111	-1.950	.017	0.937	1.056
	LEV	2.879	.037	.066	.784	.434	0.931	1.048
	SIZE	-1.9211	.003	-.104	-1.562	.033	0.902	1.090

a. Dependent Variable: NCSKEW

نموذج الدراسة الثاني (الشرط الأول لاختبار دور الوساطة لعدم تماثل المعلومات):

نتائج اختبار الشرط الأول

اختبار تأثير المتغير المستقل (SDI) علي المتغير الوسيط (IA)

Coefficients ^a					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.250		22.770	.000
	SDI	-.414	-.550	-16.931	.000

a. Dependent Variable: IA

نتائج اختبار الشرط الثاني

وجود تأثير للمتغير المستقل (SDI_{it}) علي المتغير التابع $NCSKEW_{it}$

Coefficients ^a					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	3.45		-21.613	.000
	SDI	-.68	-.121	-3.381	.019

a. Dependent Variable: NCSKEW

نتائج اختبار الشرط الثالث

اختبار وجود علاقة معنوية بين المتغير الوسيط (IA) والمتغير التابع مخاطر انهيار الأسهم للشركات (NCSKEW)، في ظل وجود المتغير المستقل (SDI)

Model		Coefficients ^a						
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Tolerance	VIF
		B	Std. Error	Beta				
1	(Constant)	-.302	.027		-11.228	.001		
	SDI	-.219	.026	-.619	-13.347	.000	0.751	1.334
	IA	2.062	.094	.436	3.666	.027	0.820	1.219

a. Dependent Variable: NCSKEW

نتائج اختبارات المتانة

Regression			
Variables Entered/Removed ^a			
Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SIZE, SDI, ROA, LEV ^b	.	Enter

a. Dependent Variable: Crash

b. All requested variables entered.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.446 ^a	.398	.326	.46276

a. Predictors: (Constant), SIZE, SDI, ROA, LEV

ANOVA ^a						
Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	
1	Regression	1.147	4	1.287	11.340	.000 ^b
	Residual	73.239	342	.214		
	Total	74.386	346			

a. Dependent Variable: Crash

b. Predictors: (Constant), SIZE, SDI, ROA, LEV

Coefficients ^a						
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	.547	.201	2.726	.007	
	SDI	-.329	.183	-2.558	.012	
	ROA	-4.532	.355	-1.463	.041	
	SIZE	-.771	.119	-2.129	.034	
	LEV	.001	.010	.149	.881	

a. Dependent Variable: Crash

Regression

Variables Entered/Removed ^a			
Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	SIZE, SDI, ROA, LEV ^b	.	Enter

a. Dependent Variable: Duvol

b. All requested variables entered.

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.652 ^a	.573	.527	.14518

a. Predictors: (Constant), SIZE, SDI, ROA, LEV

ANOVA ^a					
Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.112	4	.028	14.326
	Residual	7.208	342	.021	.000 ^b
	Total	7.320	346		

a. Dependent Variable: Duvo1

b. Predictors: (Constant), SIZE, SDI, ROA, LEV

Coefficients ^a					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.183	.063	-2.903	.004
	SDI	-.756	.026	-3.284	.000
	ROA	-.895	.049	-1.950	.005
	LEV	.029	.037	.784	.434
	SIZE	-.006	.003	-1.862	.063

a. Dependent Variable: Duvo1