

دراسة تحليلية للعلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي: الدور الوسيط لمخاطر المنشأة¹

إعداد الباحث

رمضان رجب عبدالفتاح عبدالرازق

المدرس المساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة القاهرة

إشراف

أ. د. أحمد محمد أحمد أبوظالب

أستاذ المحاسبة المالية

كلية التجارة - جامعة القاهرة

المستخلص

يستهدف هذا البحث دراسة وتحليل العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركة، بالإضافة إلى دراسة الدور الوسيط لمخاطر المنشأة في التأثير على هذه العلاقة، ولتحقيق هذا الهدف، فقد اعتمد الباحث على منهج الدراسة النظرية لاستقراء وتحليل الأدبيات المحاسبية المرتبطة بمتغيرات البحث. ولقد توصل الباحث إلى أن العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي قد حظيت باهتمام متزايد في مجال البحث. ومع ذلك، فإن نتائج هذه الدراسات جاءت غير حاسمة وغير متسقة، مع ميل طفيف نحو تأثير إيجابي للإفصاح عن الاستدامة على الأداء المالي. حيث يساهم الإفصاح عن الاستدامة في تحسين بيئة المعلومات وتعزيز ثقة المستثمرين؛ وبالتالي يساهم في جذب رؤوس الأموال والاستثمار طويل الأجل، وتخفيض تكلفة رأس المال، وتحسين القيمة السوقية للشركة ودعم مركزها التنافسي؛ مما ينعكس على تحسين أدائها المالي. وعلى الجانب الآخر، فإن مخاطر الشركة يمكن أن تتوسط العلاقة غير المباشرة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي، حيث تمثل إدارة وتخفيض المخاطر أحد الجوانب الحاسمة لاستمرارية الشركة وبقائها بسبب الانعكاسات على القيمة الاقتصادية للشركة وأدائها المالي. وفي هذا الجانب، يساهم الإفصاح عن الاستدامة في تحسين شفافية ونزاهة الشركة، ويؤكد على الالتزام بالعقد الاجتماعي القائم بين الشركة والمجتمع الذي تعمل فيه، ويساهم في تحسين سمعة الشركة، والتي تولد

¹ هذا البحث مستخرج من مقترح رسالة دكتوراه بعنوان "محددات الإفصاح عن أداء الاستدامة وانعكاسه على مخاطر المنشأة وأدائها المالي: دراسة تطبيقية". إعداد الباحث: رمضان رجب عبدالفتاح عبدالرازق، إشراف: أ. د. أحمد محمد أحمد أبوظالب، كلية التجارة - جامعة القاهرة

رأسمال أخلاقي يوفر حماية شبيهة بالتأمين في حالة تعرض الشركة لأحداث سلبية؛ مما يُخفض المخاطر التي تتعرض لها الشركة ويُحسن أدائها المالي.

كلمات الفهرسة: الإفصاح عن الاستدامة Disclosure Sustainability؛ الأداء المالي Financial Performance؛ مخاطر المنشأة Firm Risk.

Abstract

An analytical study of the relationship between sustainability disclosure and financial performance: the mediating role of firm risk.

This paper aims to study and analyze the relationship between sustainability disclosure and financial performance. Likewise, studying the mediating role of firm risk in the indirect effect of sustainability disclosure on financial performance. to achieve this goal, the researcher relied on the theoretical study approach to reviewing and analyzing what was stated in the literature review about this relationships. The researcher concluded that, the relationship between sustainability disclosure and financial performance has received increasing attention in the field of research. However, the results of these studies were inconclusive and inconsistent, with a slight bias towards a positive impact of sustainability disclosure on financial performance. Where sustainability disclosure improves the information environment and enhances investor confidence. Thus, it contributes to attracting capital and long-term investment, reducing the cost of capital, improving the market value of the company and supporting its competitive position; Which reflects on improving its financial performance. On the other hand, firm risk can mediate the indirect relationship between sustainability disclosure and financial performance, as managing and reducing risk is one of the critical aspects of the firm's continuity and survival because of the repercussion on firm's economic value and it's financial performance. In this aspect, sustainability disclosure

contributes to improving the transparency and integrity of the company, confirms commitment to the existing social contract between the company and the society, and contributes to improving the company's reputation, which generates moral capital that provides insurance-like protection in the case of the company is exposed to negative events. hence, reduces firm's risk and improves its financial performance.

Keywords: Sustainability Disclosure; Firm Risk; Financial Performance; Analytical Study.

مقدمة

أصبحت الأسواق تنافسية بشكل متزايد، وتضع وتيرة التغيير الشركات تحت ضغط غير مسبوق ليس فقط لتحقيق النجاح، ولكن للحفاظ على هذا النجاح في المستقبل. وفي هذا الصدد، فقد اكتسبت استدامة الشركات الكثير من الاهتمام في السنوات الأخيرة، حيث تحول انتباه الشركات والمستثمرين والمستهلكون والمنظمون على حدٍ سواء نحو استدامة الشركات ذات الأهمية المتزايدة (Alshehhi et al., 2018). وعلى ذلك فمن المتوقع أن تتجاوز الشركات التركيز المالي الضيق والقصر المدى، وتمتد إلى الاستدامة الاقتصادية والبيئية والاجتماعية الشاملة (Haffar and Searcy, 2017). حيث أصبح الاهتمام بالجانب البيئي والاجتماعي والحوكمي ضرورة وليس اختيار لإدارة الشركات في الأسواق المستقبلية (Busse, 2016). لاسيما وأن الاستثمار المسئول اجتماعياً قد تزايد بشكل ملحوظ خلال السنوات العديدة الماضية.

هذا، وتتمحور استدامة الشركات حول توسيع نطاق اهتمام الشركات من مجرد التركيز على الأداء المالي إلى التركيز ثلاثي الأبعاد، والذي يتضمن الجوانب البيئية والاجتماعية بالإضافة إلى الأداء المالي للشركات (Albertini, 2013). وقد صاحب هذه الاهتمام ارتفاع في الطلب على الشركات لتقديم حساب عن مسؤوليتها المتعلقة بالأنشطة الاقتصادية والاجتماعية والبيئية بطريقة أكثر شمولاً وموضوعية. ونظراً لأن التقارير المالية التقليدية تشمل الأنشطة الاقتصادية بشكل أساسي وتغفل الأهمية المتزايدة للقضايا البيئية والاجتماعية؛ فإن الإفصاح عن الاستدامة والذي يوفر صورة شاملة عن الأداء البيئي والاجتماعية والاقتصادي للشركات قد أكتسب زخماً كبيراً في الآونة الأخيرة (Laskar and Maji, 2018). حيث يوفر الإفصاح عن الاستدامة (والذي يصدر في تقارير طوعية تسمى تقارير الاستدامة، أو التقارير ثلاثية الأبعاد TBL، أو التقرير البيئي والاجتماعي والحوكمي ESG) فرصة جيدة لإبراز سلوك ومساهمات الشركات فيما يتعلق بالتنمية الاقتصادية والاجتماعية والبيئية، كما يساهم في زيادة كفاءة أسواق رأس المال، ويقود التقدم نحو تحقيق أهداف التنمية المستدامة.

ويسمح الإفصاح عن الاستدامة للشركات بتخفيض عدم تماثل المعلومات وزيادة الشفافية حول أداء الاستدامة، وتمكين المستثمرين من إجراء تقييمات أكثر ملائمة، وتوجيه استثماراتهم بشكل أفضل نحو الشركات الأكثر التزاماً بالمساهمة في تحقيق أهداف الاستدامة (Girón et al.,)

(2020). وهذا يُترجم إلى وضعيات تنافسية أفضل، ومزايا أكبر للشركات في السوق، ويمكنها من الحصول على الشرعية و القبول المجتمعي اللازم لنجاح الشركات، وتحسين واستدامة أدائها المالي (Martínez et al., 2016).

ولقد أشارت نتائج المسح الذي تُجريه KPMG دورياً حول الإبلاغ عن الاستدامة، إلى تزايد أعداد الشركات التي تُصدر معلومات عن أداء استدامتها، حيث أشارت في تقريرها العاشر الصادر في عام 2017 إلى أن 78% من الشركات التي شملها الاستطلاع (4900 شركة كبيرة ومتوسط الحجم حول العالم) قد أصدرت تقارير الاستدامة.

وفي هذه الصدد، فقد أشارت دراسة (Bualley et al., 2020) إلى أن تزايد وتيرة نمو الإفصاح عن الاستدامة بشكل ملحوظ قد جاء بعدما أدركت الشركات وبدأت الأبحاث تُظهر أن الإفصاح عن الاستدامة يرتبط بتحسين أداء الشركات. حيث حققت العديد من الدراسات التجريبية في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركات. وعلى الرغم من ذلك، فقد جاءت نتائج هذه الدراسات متناقضة وغير حاسمة. فمن ناحية، توصل العديد من الباحثين إلى وجود علاقة إيجابية مهمة بين الإفصاح عن الاستدامة وأداء الشركة (Mohammad and Wasiuzzaman, 2021; Naseem et al., 2020; Aboud and Diab, 2019; Laskar and Maji, 2018; Platonova et al., 2018). من ناحية أخرى، توصل باحثون آخرون إلى وجود علاقة سلبية (Ruan and Liu, 2021; Buaily, 2019) أو علاقة مختلطة (Ahmed, 2017; Nor et al., 2016).

تشير هذه النتائج إلى عدم وجود دليل قاطع لدعم علاقة واضحة ومباشرة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركات. وبشكل عام، ترجع هذه التناقضات في النتائج إلى تعدد أبعاد الاستدامة واختلاف محتويات وطرق قياس مؤشرات الإفصاح عن الاستدامة التي تعتمد عليها الدراسات السابقة في هذا المجال (Mahmood et al., 2020)، بالإضافة إلى اختلاف السياقات التي تمت فيها هذه الدراسات سواء من حيث اختلاف الدولة أو اختلاف الصناعة (Buallay, 2019)، فضلاً عن تعدد مقاييس الأداء التي استخدمتها الدراسات السابقة ما بين مقاييس محاسبية ومقاييس سوقية (Alshehhi et al., 2018; Aifuwa, 2020).

وبالرغم من المبررات السابقة، فقد أشارت دراسات (Nasem et al., 2020; Brooks and Oikonomou, 2018) إلى أنه يمكن أن تكون هناك أسباب أخرى لهذه النتائج التجريبية غير المتسقة. ويؤكد على ذلك (Ali et al., 2020)، ويشير إلى أن حذف المتغيرات الوسيطة في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وأداء الشركات قد يكون أحد الأسباب الهامة لهذه النتائج غير الحاسمة. كما تقترح دراسة (Brooks and Oikonomou, 2018) أن إضافة المتغيرات الوسيطة قد تلعب دوراً حاسماً في فهم هذه العلاقة ومساعدة المديرين على اتخاذ القرارات المتعلقة بسياسات وممارسات الاستدامة والإفصاح المرتبط بها.

وفي هذا الصدد، اتجهت بعض الدراسات إلى بحث المتغيرات التي يمكن أن يؤثر من خلالها الإفصاح عن الاستدامة على أداء الشركة. حيث قامت دراسة (Hasan et al., 2018) باقتراح الإنتاجية كأحد القنوات التي قد تؤثر من خلالها ممارسات الاستدامة على أداء الشركة. كما قام (Ali et al., 2020) بتحليل الدور الوسيط لسمعة الشركة ورضاء العملاء في الارتباط بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي. ومن ناحية أخرى كشف (Nasem et al., 2020) أن إدارة المخاطر تتوسط العلاقة بين الاستدامة والأداء المالي للشركة.

وفي ضوء ما سبق، سيكون من المناسب استكشاف بعض المتغيرات أو القنوات التي تؤثر استدامة الشركات من خلالها على أداء الشركة. وفي هذا السياق، يرى الباحث أنه يمكن النظر إلى مخاطر الشركة على أنها أحد المتغيرات التي تتوسط تأثير الإفصاح عن الاستدامة على الأداء المالي للشركة، وهو ما أكدت عليه نتائج بعض الدراسات السابقة (Devie et al., 2018; Harjoto and Laksmana, 2018; Naseem et al., 2020).

تعتبر مخاطر الشركة وثيقة الصلة بنجاح الشركة على المدى الطويل وبقائها على قيد الحياة. واستناداً إلى نظرية الوكالة، فإن إدارة وتخفيض المخاطر يؤدي إلى تحسين الأداء العام للشركة وزيادة قيمة المساهمين، وذلك من خلال تخفيض تقلبات الأرباح، وتخفيض تكلفة رأس المال، وزيادة الاستقرار المالي (Saeidi et al., 2020). وفي هذا الإطار، يمكن أن يعمل الإفصاح عن الاستدامة كإستراتيجية جيدة لإدارة وتخفيض المخاطر. حيث يساهم الإفصاح عن الاستدامة في تحسين سمعة الشركة، وبناء علاقات جيدة مع أصحاب المصلحة، وبالتالي توليد رأسمال أخلاقي وإنشاء درع "شبيه بالتأمين" للحفاظ على الأداء وتأمين التدفقات النقدية المستقبلية؛

مما يُخفض المخاطر التي تتعرض لها الشركة ويُحسن مستوى الربحية تدريجيًا (Sassen et al., 2019; Lueg et al., 2016).

ووفقًا لذلك، فإن الباحث يقوم بإعادة تناول العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركة من خلال إدراج مخاطر الشركة كمتغير وسيط في هذه العلاقة، والذي قد يُساهم في توفير فهم أعمق، وتفسير أدق لطبيعة العلاقة بين المتغيرين.

بناءً على ما سبق، يمكن للباحث عرض مشكلة البحث في التساؤلين التاليين:

- ما هو تأثير الإفصاح عن الاستدامة على الأداء المالي للشركة؟
- هل تتوسط مخاطر الشركة العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركة؟

هدف البحث

يتمثل الهدف الرئيس للبحث في دراسة وتحليل العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركة. وينبثق من هذا الهدف الرئيس الهدفين الفرعيين التاليين:

- دراسة العلاقة المباشرة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركة.
- دراسة العلاقة غير المباشرة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركة من خلال الدور الوسيط لمخاطر الشركة.

خطة البحث

في ضوء مشكلة البحث، وتحقيقًا للهدف منه، تم تقسيم ما تبقي من البحث على النحو التالي:

1. الدراسات السابقة.
2. الإفصاح عن الاستدامة (مفهومه ودوافعه)
3. أثر الإفصاح عن الاستدامة على الأداء المالي للشركة.
4. الدور الوسيط لمخاطر الشركة في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي.
5. الخلاصة.
6. المراجع.

1. الدراسات السابقة

يمكن تناول أهم الدراسات السابقة في مجال العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركة على النحو التالي:

1/1 دراسة (Hussain 2015)

استهدفت الدراسة تحليل العلاقة بين الإفصاح عن أبعاد الاستدامة والأداء المالي للشركات. وقد قامت الدراسة بتحليل 152 تقرير استدامة صادر عن بعض الشركات ضمن Global Fortune N100 خلال الفترة من 2007 إلى 2011، بالإضافة إلى عينة مقارنة لباقي شركات Global Fortune N100 التي لم تصدر تقارير استدامة عن نفس الفترة؛ وذلك لاختبار العلاقة بين المتغيرات التالية: المتغير التابع: الأداء المالي، وقد تم قياسه باستخدام Tobin's Q، العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية. المتغير المستقل: الإفصاح عن الاستدامة، وقد تم قياسه من خلال تحليل المحتوى لتقارير الاستدامة التي أصدرتها شركات العينة، وذلك في ضوء الجيل الثالث من مؤشر الإفصاح عن الاستدامة الصادر عن المبادرة الدولية لإعداد التقارير GRI G3.

من خلال التحليل الإحصائي للبيانات والذي تم باستخدام تحليل الانحدار؛ فقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين الإفصاح عن معلومات البعد الاقتصادي وأي من مقاييس الأداء. كما توصلت الدراسة إلى أن الأبعاد البيئية والاجتماعية للاستدامة تؤثر على الأداء بمقاييسه السوقية والمحاسبية، حيث أن الشفافية في الإفصاح عن المعلومات الجيدة والمحايدة عن الأداء البيئي والاجتماعي للشركة يزيد من قيمتها السوقية والعائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية.

2/1 دراسة (Qiu et al., 2016)

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين الإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي للشركة وربحية الشركة. وقد تم التطبيق على عينة مكونة من 629 مشاهدة (سنة/ شركة) للشركات المدرجة بمؤشر FTSE 350 بالمملكة المتحدة خلال الفترة من 2005 إلى 2009؛ وذلك لاختبار وتحديد اتجاه العلاقة بين متغيرات الدراسة والمتمثلة في: ربحية الشركة: والتي تم قياسها باستخدام العائد

على المبيعات. الإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي: تم الاعتماد في قياسه على مستوى الإفصاح الذي تعده مؤسسة Bloomberg للشركات بالمملكة المتحدة.

من خلال التحليل الإحصائي للبيانات والذي تم باستخدام تحليل الانحدار؛ فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين الربحية الماضية والإفصاح الحالي لاسيما الإفصاح الاجتماعي، حيث أن الشركات التي تحقق الربحية لديها القدرة والرغبة في الاستثمار في ممارسات تساهم في تقوية العلاقة مع أصحاب المصالح. على الجانب الآخر لم تتوصل الدراسة إلى وجود تأثير للإفصاح البيئي والاجتماعي على ربحية الشركة.

3/1 دراسة (2017) Ahmed

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي (ESG) وكل من الأداء المالي وقيمة الشركة، وقد تم التطبيق على عينة مكونة من 208 شركة مسجلة في البورصة المصرية لعام 2014؛ وذلك لاختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة التالية: المتغيران التابعان: الأداء المالي وقيمة الشركة، وقد تم قياس الأداء المالي باستخدام العائد على الأصول، بينما تم قياس قيمة الشركة باستخدام Tobin's Q. المتغير المستقل: الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي ESG، وقد تم قياسه باستخدام متغير وهمي يأخذ القيمة 1 في حالة إدراج الشركة ضمن المؤشر المصري للمسئولية الاجتماعية وصفر خلاف ذلك.

من خلال التحليل الإحصائي للبيانات والذي تم باستخدام تحليل الانحدار؛ فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية غير معنوية بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي والعائد على الأصول؛ والذي تم تفسيره من قبل الدراسة بأن الشركات التي تستثمر في تحسين أدائها البيئي والاجتماعي والحوكمي تحتاج إلى مزيد من التكاليف مما يؤثر بشكل عكسي على أدائها المالي، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين أداء ESG ومقياس Tobin's Q.

4/1 دراسة (2018) Devie et al.

استهدفت الدراسة فحص العلاقة بين المسئولية الاجتماعية للشركات والأداء المالي للشركة والمخاطر، بالإضافة إلى فحص دور مخاطر الشركة كمتغير وسيط في التأثير غير المباشر للمسئولية الاجتماعية للشركات على الأداء المالي. وقد تم التطبيق على عينة مكونة من 40 شركة

(360 ملاحظة) اندونيسية، تعمل في قطاع الموارد الطبيعية خلال الفترة من 2008 إلى 2016؛ وذلك لاختبار العلاقة بين المتغيرات التالية: **المتغيران التابعان**: مخاطر الشركة والتي تم قياسها باستخدام إجمالي المخاطر مقاسه بتقلبات عوائد الأسهم، والأداء المالي للشركة والذي تم قياسه من خلال العائد على حقوق الملكية، عائد السهم، ومقياس Tobin's Q. **المتغير المستقل**: المسؤولية الاجتماعية والتي تم قياسها في ضوء مؤشر KLD للمسئولية الاجتماعية.

من خلال التحليل الإحصائي للبيانات والذي تم باستخدام تحليل الانحدار المتعدد، وتحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى؛ فقد توصلت الدراسة إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تؤثر بشكل إيجابي على الأداء المالي للشركة، بينما تؤثر بشكل سلبي على مخاطر الشركة. كما توصلت الدراسة إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تؤثر على الأداء المالي للشركة سواء بشكل مباشر، أو بشكل غير مباشر من خلال التأثير على مخاطر الشركة.

5/1 دراسة (2019) Johari and Komathy

استهدفت الدراسة فحص دور تقارير الاستدامة في تحسين الأداء المالي للشركات الماليزية، وقد تم التطبيق على عينة مكونة من أفضل 100 شركة ماليزية أصدرت تقارير استدامة لعام 2016، وذلك لاختبار العلاقة بين المتغيرات التالية: **المتغير التابع**: الأداء المالي؛ وقد تم قياسه بالاعتماد على كلٍ من العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، ربحية السهم. **المتغير المستقل**: الإفصاح عن الاستدامة؛ تم قياسه بالاعتماد على أسلوب تحليل المحتوى للتقارير المنشورة في ضوء مؤشر للإفصاح يعتمد على المبادئ التوجيهية للمبادرة العالمية لإعداد التقارير GRI.

من خلال التحليل الإحصائي للبيانات، والذي تم باستخدام تحليل الانحدار؛ فقد توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن الاستدامة يؤثر بشكل إيجابي على الأداء المالي للشركة مقاسًا بالعائد على الأصول، وربحية السهم، ومع ذلك فقد توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن الاستدامة يؤثر بشكل سلبي على العائد على حقوق الملكية.

6/1 دراسة (2020) Naseem et al.,

استهدفت الدراسة إلى فحص العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وأداء الشركة، بالإضافة إلى دراسة دور إدارة مخاطر المنشأة في التأثير على هذه العلاقة، وقد تم التطبيق على عينة مكونة من 1021 شركة، من 12 دولة في منطقة آسيا والمحيط الهادي خلال الفترة من 2006 إلى 2016؛ وذلك لاختبار العلاقة بين المتغيرات التالية: **المتغير التابع**: أداء الشركة، وقد تم قياسه بالاعتماد على كلٍ من العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية. **المتغير المستقل**: المسؤولية الاجتماعية للشركات، تم قياسها بمتوسط درجة الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكومي، في ضوء مؤشر المسؤولية الاجتماعية ASSET4 الصادر عن Thomson Reuters. **المتغير الوسيط**: إدارة مخاطر المنشأة.

من خلال التحليل الإحصائي للبيانات والذي تم باستخدام تحليل الانحدار وطريقة اختبار العامل الوسيط سوبل؛ فقد توصلت الدراسة إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تُعزز أداء الشركة. مما يُشير إلى أن مشاركة الشركة في الأنشطة المسؤولة اجتماعياً تمكن إدارتها من تعزيز الشرعية المتصورة للصورة الاجتماعية للشركة ووضع معايير أداء أعلى للإدارة العليا. كما توصلت الدراسة أيضاً إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تؤثر بشكل مباشر على أداء الشركة، كما أنها تؤثر بشكل غير مباشر من خلال إدارة مخاطر المنشأة، حيث أن ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات- والتي تعمل بمثابة آلية تحكم تضمن حماية مصالح جميع أصحاب المصلحة- تُعزز من إدارة مخاطر المنشأة، والتي تُحسن أداء الشركة، حيث تمكّن إدارة مخاطر المنشأة الشركة من فهم المخاطر الجماعية بشكل أفضل في جميع أنشطة الأعمال، وتوفير توزيعاً أفضل للموارد، وتزيد من كفاءة رأس المال والعائد على حقوق الملكية.

7/1 دراسة (2020) Rehman et al.,

استهدفت الدراسة تحليل تأثير المسؤولية الاجتماعية للشركات على أداء ومخاطر الشركة، بالإضافة إلى اختبار الدور الوسيط لسمعة الشركة على العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية ومخاطر الشركة وأدائها. وقد تم التطبيق على عينة مكونة من 1193 شركة موزعة على 30 دولة من أوروبا وآسيا خلال الفترة من 2014 إلى 2018؛ وذلك لاختبار العلاقة بين المتغيرات التالية: **المتغيران**

التابعان: أداء الشركة، وقد تم قياسه من خلال معدل العائد على الأصول. مخاطر الشركة، وقد تم قياسها باستخدام قيم بيتا، ويتم تقدير قيم بيتا باستخدام نموذج انحدار السوق الذي يأخذ في الاعتبار العوامل التي حددتها Fama-French. **المتغير المستقل:** المسؤولية الاجتماعية للشركات، وقد استخدمت الدراسة مؤشر المسؤولية الاجتماعية الصادر عن قاعدة بيانات MSCI البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG1)، والمعروفة سابقاً باسم KLD STATS، والتي تحتوي على لقطات سنوية لأداء الشركات البيئي والاجتماعي والحوكمي.

من خلال التحليل الإحصائي والذي تم باستخدام تحليل الانحدار اللوغاريتمي وتحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى؛ فقد توصلت الدراسة إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات لها تأثير إيجابي كبير على سمعة الشركة وأداء الشركة بينما تؤثر بشكل سلبي على مخاطر الشركة. كما تؤكد أيضاً أن سمعة الشركة تؤثر بشكل جزئي على العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات ومخاطر الشركة، وكذلك العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وأداء الشركة. وفي ضوء تلك النتائج، يتم تشجيع الشركات على الاستثمار بشكل أكبر في أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات، خاصة بالنسبة للشركات التي تتعرض لأحداث سلبية وتقلبات اقتصادية لأنها ستساعد في الاستجابة للأحداث والمخاطر غير المتوقعة.

8/1 دراسة (2021) Mohammad and Wasiuzzaman

استهدفت الدراسة التحقيق في تأثير الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمي (ESG) على أداء الشركة، وقد تم التطبيق على عينة مكونة من 661 شركة (3966 ملاحظة) ماليزية خلال الفترة من 2012 إلى 2017؛ وذلك لاختبار العلاقة بين المتغيرات التالية: **المتغير التابع:** الأداء المالي؛ وقد تم قياسه باستخدام مقياس Tobin's Q. **المتغير المستقل:** الإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي؛ وقد تم قياسه من خلال درجات الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمي الصادرة عن مؤشر FTSE4Good Bursa Malaysia.

من خلال التحليل الإحصائي للبيانات والذي تم باستخدام تحليل الانحدار؛ فقد توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمي يعمل على تحسين أداء الشركة وتعزيز الميزة التنافسية بسبب تحسين الوصول إلى التمويل. حيث أشارت النتائج إلى وجود تأثير إيجابي للإفصاح البيئي

والاجتماعي والحوكومي على مقياس Tobin's Q. كما توصلت الدراسة إلى أن الميزة التنافسية تؤثر بشكل إيجابي على الارتباط بين الإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي (ESG) وأداء الشركات.

9/1 دراسة (Ruan and Liu (2021)

استهدفت الدراسة فهم تأثير أنشطة وإفصاحات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي على أداء الشركات الصينية. وقد تم التطبيق على عينة مكونة من 1372 ملاحظة للشركات الصينية المدرجة خلال الفترة من 2015 إلى 2019؛ وذلك لاختبار العلاقة بين المتغيرات التالية: المتغير التابع: أداء الشركة؛ وقد تم قياسه باستخدام مقياس Tobin's Q، والعائد على الأصول ROA. المتغير المستقل: أنشطة وإفصاحات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي؛ وقد تم قياسها بالاعتماد على تصنيف مؤشر SynTao Green Finance ESG الصيني والذي يوفر إفصاح عن أداء الشركات الصينية فيما يتعلق بالأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي.

من خلال التحليل الإحصائي للبيانات والذي تم باستخدام تحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى؛ فقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات الصينية تُقدم مستوى متوسط من الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكومي، كما توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي يؤثر بشكل سلبي كبير على الأداء المالي للشركات الصينية سواء تم قياسه باستخدام العائد على الأصول، أو باستخدام مقياس Tobin's Q.

في ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة، يتضح للباحث ما يلي:

- تميل نتائج الدراسات السابقة نحو تأييد التأثير الإيجابي للإفصاح عن الاستدامة على الأداء المالي للشركة؛ حيث تساهم ممارسات الاستدامة في تحقيق التوازن بين أهداف أصحاب المصالح المختلفين الذين يتحكمون في الموارد الأساسية للضرورة للشركة، بما يضمن جذب رؤوس الأموال بتكلفة منخفضة، جذب والاحتفاظ بالعمالة الماهرة، الحصول على ولاء وتأييد العملاء؛ وبالتالي تخفيض التكاليف، وزيادة الإيرادات، وهو ما ينعكس على تحسين الأداء المالي للشركة. وبالرغم من ذلك فقد أشارت دراسة (Ruan and Liu, 2021) إلى وجود علاقة سلبية بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي، كما أشارت دراسات (Qiu et al.,)

(2016; Ahmed, 2017; Johari and Komathy, 2019) إلى عدم وجود علاقة أو وجود علاقة مختلطة.

- تعدد المقاييس المستخدمة لقياس الأداء المالي للشركة ما بين المقاييس المحاسبية (العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية)، والمقاييس السوقية (مقياس Tobin's Q)، وقد يكون ذلك الأمر بالإضافة إلى اختلاف بيئة التطبيق من الأمور التي تُبرر اختلاف النتائج بين الدراسات حول العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي.
- اتجاه الدراسات السابقة نحو دراسات العلاقة غير المباشرة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي من خلال مجموعة من المتغيرات الوسيطة مثل؛ الميزة التنافسية (Mohammad and Wasiuzzaman, 2021)، السمعة (Rehman et al., 2020)، إدارة وتخفيض المخاطر (Devie et al., 2018; Naseem et al., 2020)، والتي قد تساهم في تفسير طبيعة العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركة.

2. الإفصاح عن الاستدامة (مفهومه ودوافعه)

في السنوات الأخيرة، ومع تزايد الاهتمام المحلي والعالمي بالاستدامة وأبعادها المختلفة، أصبح الإفصاح عن الاستدامة ممارسة شائعة بشكل متزايد من قبل الشركات الكبرى، حيث أفاد معهد الحوكمة والمساءلة أنه في عام 2017 قامت 85% (425 شركة) من شركات مؤشر ستاندرد آند بورز S&P 500 بالإفصاح عن أداء استدامتها، مقارنة بـ 35% (175 شركة) فقط في عام 2012 (GAI, 2018). وتستجيب الشركات في هذا النوع من الإفصاح الاختياري للطلبات المقدمة من أصحاب المصالح؛ لتوفير رؤية واضحة عن مدى وفاء الشركات بمسئوليتها تجاه المجتمع والبيئة، بالإضافة إلى الاعتراف بأن القضايا المتعلقة بالاستدامة يمكن أن تؤثر بشكل جوهري على الأداء طويل الأجل للشركة (Shoaf, et al., 2018).

1/2 مفهوم الإفصاح عن الاستدامة

يُشير الإفصاح عن الاستدامة إلى قيام الشركة بتوصيل معلومات عن أدائها الاقتصادي والبيئي والاجتماعي إلى أصحاب المصالح المختلفين (Calabrese et al., 2016)، وتقدم الشركات هذا النوع من المعلومات في تقارير اختيارية تُعرف بتقارير الاستدامة، والتي تُقدم آليات لمسائلة الشركات عن آثار أنشطتها الاقتصادية على المجتمع والبيئة التي تعمل فيها.

هذا، وتُعد تقارير الاستدامة مصطلح واسع يستخدم لوصف قيام الشركة بالإفصاح عن أدائها البيئي والاجتماعي والاقتصادي والحوكومي، وقد أشارت دراسة الصاوي (2012) إلى عدم وجود تعريف واحد مقبول ومتفق عليه لتعريف تقارير الاستدامة.

وفي هذه الصدد، فقد أشارت (KPMG, 2017) إلى أنه بالرغم من عدم وجود تعريف واحد ومقبول عالمياً لتقرير الاستدامة، إلا أنه يمكن وصف تقارير الاستدامة بأنها مصطلح واسع يستخدم لتوصيل معلومات عن كيفية تحقيق الشركات للتكامل بين ممارساتها الاجتماعية والبيئية والحوكومية مع إستراتيجية الأعمال الرئيسية، ويتم ذلك من خلال التقرير عن معلومات كمية ونوعية تغطي الأداء الاجتماعي والبيئي والاقتصادي بشكل متوازن، وفي إطار علاقتها مع أصحاب المصلحة.

في حين عرفها (Rezaee, 2017) بأنها الإفصاح الطوعي عن المعلومات المالية وغيرها المالية بخلاف المعلومات المالية المطلوبة من قبل المنظمين وواضعي المعايير. بينما عرفت دراسة (Rossi and Harjoto, 2020) تقارير الاستدامة بأنها التقارير التي تكشف من خلالها الشركات عن الأداء غير المالي، وتحديداً الأداء البيئي والاجتماعي وأداء حوكمة الشركات (ESG)، وذلك في إطار جهود الشركات لزيادة شفافية وتحسين بيئة المعلومات.

وفي ضوء التعريفات السابقة، يرى الباحث أن الإفصاح عن الاستدامة يُشير إلى توفير المعلومات المالية وغير المالية عن الآثار الاقتصادية والاجتماعية والبيئية لأنشطة المنشأة، بينما يمثل تقرير الاستدامة المنصة أو القناة الرئيسية التي تعتمد عليها المنشأة في توصيل هذه المعلومات سواء كانت إيجابية أو سلبية لأصحاب المصالح المختلفين؛ بهدف الحفاظ على شرعية الشركة وتحسين سمعتها. كما يرى الباحث أن تزايد أعداد الشركات التي تقوم بالإفصاح عن الاستدامة، بالرغم من أن هذا الإفصاح يمثل نوع من أنواع الإفصاح الاختياري، إنما يؤكد على وجود العديد من الدوافع التي تُحفز الشركات على القيام بمثل هذه الممارسات الاختيارية.

2/2 دوافع الإفصاح عن الاستدامة.

تتعدد الدوافع التي توجه الشركات نحو الإفصاح عن أدائها البيئي والاجتماعي والحوكومي، ويمكن تقسيم تلك الدوافع في ثلاث مجموعات رئيسية كالتالي (Monti et al., 2019):

دوافع تشغيلية: وتشمل؛ تخفيض المخاطر التشغيلية، زيادة رضا العاملين، انتشار ممارسات الإفصاح عن الاستدامة في القطاع الذي تنتمي له الشركة.

دوافع مالية: وتشمل؛ زيادة قاعدة المساهمين نظراً لزيادة التوجه نحو الاستثمار المسئول اجتماعياً، تسهيل الحصول على التمويل المطلوب، تخفيض تكلفة رأس المال، تحسين الأداء المالي للشركة.

دوافع الوكالة/ دوافع تنظيمية: وتشمل؛ المصلحة الذاتية للمديرين، الالتزام بالمعايير التنظيمية وسلوك الشركات النظراء.

3. أثر الإفصاح عن الاستدامة على الأداء المالي للشركة

يحظي البحث النظري والتطبيقي حول العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركات بأهمية كبيرة بين أدبيات الاستدامة. فقد تؤثر العلاقة الإيجابية أو السلبية بين الإفصاح عن استدامة الشركات وأدائها المالي على سياسات الأعمال واستراتيجيات الاستثمار (Yilmaz, 2013). ومع ذلك، فقد جاءت نتائج الدراسات حول هذه العلاقة غير حاسمة و مختلطة مع ميل طفيف نحو تأثير إيجابي للإفصاح عن الاستدامة على الأداء المالي (Brooks and 2019). (Oikonomou, 2018; Grewatsch and Kleindienst, 2017; Lueg et al., 2019).

ففي التحليل الذي أجراه Friede et al. (2015) لأكثر من 2000 دراسة تطبيقية حول العلاقة بين تصنيفات الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي (ESG) والأداء المالي للشركات على مدى 40 عامًا عبر بلدان مختلفة؛ فقد أظهرت 90% من الدراسات وجود علاقة غير سلبية بين تصنيفات ESG والأداء المالي، كما أظهر أكثر من 62% وجود علاقة إيجابية بين المتغيرين، ووجدوا أن هذه العلاقة كانت مستقرة بمرور الوقت منذ منتصف التسعينات.

وباستخدام دراسة مرجعية لعدد 132 بحث تم نشرها حتى أكتوبر 2017، فقد توصل (Alshehhi et al. 2018) إلى أن 78% من إجمالي الـ 132 بحث قد أبلغت عن علاقة إيجابية بين ممارسات الاستدامة والأداء المالي للشركات. وقد أبلغ 7% عن عدم وجود علاقة، في حين أن الأبحاث التي أشارت إلى وجود علاقة إيجابية وسلبية كانت 6%، حيث نتج عن بعض أبعاد الاستدامة تأثير إيجابي، بينما نتج عن البعض الآخر تأثير سلبي، كما تم الإبلاغ عن تأثير

سلبى في 6% من الأبحاث، في حين أن المقالات التي أبلغت عن نتيجة مختلطة من العلاقة الإيجابية والسلبية والعلاقة غير المؤثرة كانت 2% من إجمالي الأبحاث.

وفي نفس الإطار، وباستخدام نفس المنهجية (دراسة مرجعية)، فقد توصل كل من (Aifuwa, 2020; Brooks and Oikonomou, 2018; Do Prado, 2020) إلى نتائج مشابهة لتلك التي توصلت لها دراسات (Friede et al., 2015; Alshehhi et al., 2018) ليؤكدوا على عدم وجود اتفاق بين الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركات.

في ضوء ما سبق، يمكن تصنيف نتائج الدراسات حول العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركات إلى أربعة مجموعات. حيث قد تكون هناك علاقة إيجابية، علاقة سلبية، عدم وجود علاقة، أو وجود علاقة مختلطة.

المجموعة الأولى: العلاقة الإيجابية، في الواقع، فإن غالبية الدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركات قد أشارت إلى وجود علاقة إيجابية بين المتغيرين (Úbeda-García et al., 2021; Aboud and Diab, 2019; Naseem et al., 2020; Laskar and Maji, 2018; Platonova et al., 2018; Velte, 2017; Cheng et al., 2016) ولعل ذلك يرجع إلى الفوائد العديدة المدركة لممارسات الاستدامة (أداءً وإفصاحاً) والتي تعود بالنفع على الأداء المالي للشركات.

توفر نظرية أصحاب المصلحة أساساً لتفسير العلاقة الإيجابية بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركات، حيث تُجادل بأن استدامة الشركات عامل مهم في تعزيز أداء الشركات بشكل عام، وأدائها المالي بشكل خاص (Freeman, 2010; Ali et al., 2020). ووفقاً لهذه النظرية، فإن الشركات المستدامة تستطيع تحقيق التوازن بين احتياجات أصحاب المصلحة المتعددين، والذين يتحكمون في الموارد الملموسة وغير الملموسة الضرورية لبقاء الشركات ونجاحها (Naseem et al., 2020). كما أن الشركات ذات الأداء الاجتماعي القوي تكون قادرة على التفاعل مع أصحاب المصلحة بشروط أفضل من الشركات ذات الأداء الاجتماعي الضعيف، مما يُترجم إلى ميزة تنافسية ويُحسن أداء الشركة (Saeidi et al., 2015)، ويؤثر بشكل إيجابي على

موقف أصحاب المصلحة تجاه الشركة على المدى القصير، ويُعزز من سلوكيات تأييدهم للشركة على المدى الطويل (Liu and Lu, 2019).

تحاول نظرية أخرى شرح العلاقة الإيجابية بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركات، حيث تُشير نظرية الاعتماد على الموارد، إلى أن الشركات تمتلك مجموعة من الموارد النادرة والمميزة، والتي إذا تم استغلالها استراتيجيًا وإدارتها وتشغيلها بشكل فعال، فإنها تحقق ميزة تنافسية مستدامة وتؤدي إلى أداء مالي أفضل (Haffar and Searcy, 2017; Alshehhi et al., 2018). كما يعتبر الإفصاح عن الاستدامة جزءًا من حوار العقد الاجتماعي كما تراه نظرية الشرعية. وعندما تقوم الشركة بتنفيذ العقد، يتم إضفاء الشرعية على الشركة، مما يؤدي إلى تعزيز سمعة الشركة والميزة التنافسية والأداء المالي (Usman and Amran, 2015).

واستنادًا إلى تلك النظريات، فإن ممارسات الاستدامة (أداءً وإفصاحًا) تساعد الشركات على جذب الموظفين المؤهلين والاحتفاظ بهم ودفعهم للعمل بكفاءة أكبر وتحقيق إنتاجية أعلى (Devie et al., 2018)، كما تحصل على الولاء والتأييد من قبل العملاء، الذين يشعرون بالفخر لشراء المنتجات من الشركات التي تحافظ على البيئة وتساهم في تنمية المجتمع؛ مما قد يدفعهم إلى تحمل الزيادة في أسعار منتجات تلك الشركات وبالتالي زيادة الإيرادات وتحسين الأداء المالي (Rehman et al., 2020)، وبالمثل فإن تزايد الاستثمار المسئول اجتماعيًا يدفع المستثمرون ليس فقط إلى الاستثمار في الشركات التي تحقق أرباحًا قصيرة الأجل، ولكن أيضًا إلى الاستثمار في الشركات ذات الأرباح طويلة الأجل والمستدامة؛ مما يُعزز قدرة الشركات ذات الأداء الاجتماعي على الأداء بشكل أفضل على المدى القصير والطويل (Chang et al., 2014).

علاوة على ذلك، يُساهم الإفصاح عن الاستدامة في تحسين سمعة الشركة وصورتها، وبناء الثقة وتحقيق الاتصال الفعال مع أصحاب المصلحة المختلفين، مما يُساعد الشركات في تطوير والحفاظ على الموارد والأصول المختلفة التي تُحقق لها ميزة تنافسية على منافسيها، وتنعكس بالإيجاب على ربحيتها وأدائها المالي (Mahmood et al., 2020).

وفي هذا الصدد، يُشير الباحث إلى أن أداء الشركة يتحدد بقدرتها على تأمين الموارد المميزة والنادرة وقدرة الشركة على تأمين هذه الموارد يعتمد على قدرتها على الوفاء بالعقود الصريحة

والضمنية مع أصحاب المصلحة (مثل المساهمين، الموظفين، الموردين، العملاء، المجتمع...)، ومن ثم تعمل استدامة الشركات كأداة تمكن الشركات من تأمين الموارد من أصحاب المصلحة المختلفين والحماية من فقدان هذه الموارد، من خلال بناء علاقات جيدة مع أصحاب المصلحة، والعمل بشكل أخلاقي ومسئول لصالح المجتمع ككل، والإفصاح عن مشاركتها الفعالة في أنشطة الاستدامة. مما يُشير إلى وجود تأثير إيجابي للإفصاح عن الاستدامة على الأداء المالي للشركات.

هذا، وقد قدمت العديد من الدراسات التطبيقية حول نتائج استدامة الشركات دليلاً على ارتباط الاستدامة أداءً وإفصاحًا بتحسين الأداء المالي للشركات. حيث توصلت دراسة (Khlif et al., 2015) إلى أن الإفصاح عن الاستدامة يبيّن ميزة تنافسية من خلال تعزيز كفاءات العاملين وخفض التكاليف، وأن هذه الميزة التنافسية تساهم في زيادة ثروة المساهمين ومبيعات الشركة، حيث أن العملاء مستعدون للشراء ودفع علاوة على منتجات الشركات المسئولة اجتماعيًا؛ مما ينعكس في النهاية على تحسين الأداء المالي للشركة.

كما توصلت دراسة (Ali et al. (2020) إلى أن الإفصاح عن استدامة الشركات يؤثر بشكل كبير على الأداء المالي للشركات من خلال تحسين صورة الشركة وزيادة رضا العملاء وخفض التكاليف الإجمالية. كما توصل (Nollet et al. (2016) إلى أن الإفصاح عن الاستدامة له علاقة على شكل حرف U مع عوائد الأسهم، مما يُشير إلى أن تأثيرات الإفصاح عن الاستدامة تكون إيجابية على المدى الطويل.

ومن خلال التطبيق على عينة من الشركات الاسترالية خلال الفترة من 2003 إلى 2005 توصلت دراسة (Bachoo et al. (2013) إلى أن تقارير الاستدامة عالية الجودة تقلل من عدم تماثل المعلومات بين الشركة وأصحاب المصلحة مما يُخفض من تكلفة رأس المال، كما أنها تقلل من عدم يقين المستثمرين فيما يتعلق بالتدفقات النقدية المستقبلية. كما توصلت دراسة (Dhaliwal et al., 2014) إلى أن الإفصاح عن الاستدامة يمكن أن يجذب المزيد من المحليين والمستثمرين لاسيما الاستثمار المؤسسي، ويزيد من دقة توقعات المحللين، ويحسن من بيئة المعلومات؛ مما يؤدي إلى خفض تكلفة رأس المال، وتحسين الأداء المالي.

وفي ضوء ما سبق، يرى الباحث أن ممارسات الاستدامة تؤثر على الأداء المالي للشركات من خلال، **أولاً:** يُخفف الإفصاح عن الاستدامة من عدم تماثل المعلومات بين المطلعين وأصحاب المصلحة المختلفين مما يُحسن من بيئة المعلومات ويُعزز من ثقة المستثمرين؛ وبالتالي يساهم في جذب رؤوس المال والاستثمار طويل الأجل، وتخفيض تكلفة رأس المال، وزيادة التعامل على أسهم الشركة ومن ثم زيادة أسعار أسهمها، ودعم مركزها التنافسي؛ مما ينعكس على تحسين أدائها المالي. **ثانياً:** تساهم ممارسات الاستدامة في إنشاء علاقات صحية مع أصحاب المصلحة، مما يترتب عليه العديد من المزايا مثل؛ انخفاض معدل دوران العاملين وتحسين إنتاجيتهم، زيادة رضاء العملاء وبالتالي زيادة مبيعات الشركة وتحسين سمعتها، مما ينعكس في النهاية على انخفاض تكاليف الشركة وتحسين أدائها المالي.

المجموعة الثانية: العلاقة السلبية، تُشير دراسات هذه المجموعة إلى أن الإفصاح عن الاستدامة يؤثر بشكل سلبي على الأداء المالي للشركات (Duque-Grisales and Aguilera- Caracuel, 2019; Landi and Sciarelli, 2019; Bually, 2019; Di Giuli and Kostovetsky, 2014).

يُعد الاقتصادي البارز Friedman أكثر المعارضين للمسئولية الاجتماعية للشركات، وأول من أسس لوجود علاقة سلبية بين المسئولية الاجتماعية للشركات والأداء المالي، حيث يرى أن المسئولية الرئيسية لأي كيان تجاري هي تعظيم ثروة المساهمين، وأن تطبيق المسئولية الاجتماعية للشركات يفرض المزيد من التكاليف، وأن هذه التكاليف تفوق أي فوائد ملموسة محتملة؛ ونتيجة لذلك فإن ممارسات الاستدامة تمثل سوء تخصيص واختلاس لموارد الشركة القيمة، وهو ما يؤثر بالسلب على ربحية الشركة وأدائها المالي (Friedman, 1970).

وقد تم دعم هذه الحجة من قبل Greenwood (2001) الذي أشار إلى أن الشركة مسئولة عن جني الأرباح للمساهمين الذين يقدمون الأموال ويقبلون المخاطر. وحيث أن المديرين وكلاء عن المساهمين؛ لذلك فإن مسئوليتهم هي إثراء المساهمين، ويجب أن يقبلوا فقط تلك المهام التي تدر أرباحاً للمساهمين، وأن استثمار موارد الشركة في ممارسات المسئولية الاجتماعية للشركات يتم التعامل معها كمصروفات لن تحقق إيرادات للمساهمين. ويؤكد على ذلك Mahmood et al. (2020) حيث أشاروا إلى أن الارتباط السلبي بين المسئولية الاجتماعية للشركات والأداء المالي،

يحدث إذا كانت النفقات – سواء المالية أو من حيث الوقت والتركيز الإداري – على أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات تدمر القيمة؛ لأن الموارد التي يتم إنفاقها على هذه الأنشطة لا يتم تليتها من خلال زيادة الإيرادات، وأن هذه الأنشطة تصرف انتباه المديرين عن تعزيز الهدف الأساسي للشركة وهو تعظيم الأرباح.

وفي هذا الصدد، ومن خلال التطبيق على مجموعتين من الشركات إحداهما مدرجة بمؤشر داو جونز للاستدامة (Dow Jones Sustainability Index (DJSI) والأخرى مدرجة بمؤشر (Dow Jones Global Index (DJGI)، خلال الفترة من 1998 حتى عام 2004، فقد توصلت دراسة (López et al., 2007) إلى وجود اختلافات في الأداء بين الشركات في المجموعتين، وأن هذه الاختلافات مرتبطة بالمسؤولية الاجتماعية للشركات، حيث تؤثر المسؤولية الاجتماعية بشكل سلبي على الأداء في الأجل القصير.

في الواقع، فإن الدراسات التي توصلت إلى علاقة سلبية بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركات عددها محدود، وأن الحجة التي تستند إليها معظم هذه الدراسات تتمثل في ارتفاع تكاليف ممارسات الاستدامة سواء من حيث تكاليف أنشطة أداء الاستدامة أو تكاليف الإفصاح عن الاستدامة، والتي يفترض في ضوء تلك الحجة أنها تتجاوز المنافع المتوقعة من وراء ممارسات الاستدامة. وفي هذا الصدد، يرى الباحث أن جانب كبير من المنافع المترتبة على ممارسات الاستدامة تتوقف على إعلام أصحاب المصلحة بتلك الممارسات، وأن ذلك يحتاج إلى مزيد من الوقت حتى تُترجم آثار السمعة الجيدة المتراكمة من خلال الإفصاح عن الاستدامة إلى تحسن في الأداء المالي للشركة.

المجموعة الثالثة: عدم وجود علاقة، تُشير دراسات هذه المجموعة إلى عدم وجود تأثير للإفصاح عن الاستدامة على الأداء المالي للشركات (Aggarwal, 2013; Qiu et al., 2016; Ching et al., 2017; Asuquo et al., 2018) وقد يرجع ذلك إلى أن ممارسات الاستدامة لا تؤثر على مقاييس الأداء المالي المستخدمة، أو لأن أحد أبعاد الاستدامة يؤثر بشكل إيجابي على الأداء المالي بينما تؤثر أبعاد أخرى بشكل سلبي؛ بحيث يحدث توازن بين تأثير أبعاد الاستدامة المختلفة، وتلغي بعض الأبعاد تأثير البعض الآخر؛ مما يؤدي إلى عدم وجود تأثير، أو وجود تأثير ضعيف للإفصاح عن الاستدامة على الأداء المالي للشركات.

ويؤكد على ذلك (Aggarwal, 2013) والذي قام باختبار تأثير تصنيفات الاستدامة على الأداء المالي للشركات الهندية، وتوصل إلى أن التصنيف العام للاستدامة ليس له تأثير على الأداء المالي، ويرجع ذلك إلى أن أبعاد الاستدامة لها تأثيرات كبيرة ولكنها متفاوتة على الأداء المالي، حيث أن بُعدي الحوكمة والمجتمع لهما تأثير إيجابي، في حين أن بُعدي البيئة والموظفين لهما تأثير سلبي على الأداء المالي. وقد برر الباحث هذه النتيجة بأن التأثيرات المتفاوتة للأبعاد المختلفة قد تلغي وتعوض بعضها البعض مما يؤدي إلى عدم وجود تأثير كبير على الأداء المالي.

كما قامت دراسة (Ching et al., 2017) بفحص تأثير جودة تقارير الاستدامة على الأداء المالي، من خلال التطبيق على الشركات المدرجة ببورصة اسطنبول للفترة من 2008 إلى 2014، ومن خلال الاعتماد على مجموعة من المقاييس المحاسبية (العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية)، والمقاييس السوقية (Tobin's Q) للأداء المالي؛ فقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير لجودة تقارير الاستدامة على الأداء المالي للشركات بمقاييسه المحاسبية والسوقية. ومن خلال التطبيق على عينة من الشركات النيجيرية خلال الفترة من 2012 إلى 2016، توصلت دراسة (Asuquo et al., 2018) إلى عدم وجود تأثير للإفصاح عن أداء الاستدامة على الأداء المالي للشركات والمقاس بالعائد على الأصول.

المجموعة الرابعة: وجود علاقة مختلطة، تُشير نتائج دراسات هذه المجموعة إلى وجود تأثير مختلط للإفصاح عن الاستدامة على الأداء المالي (Johari and Komathy, 2019; Nor et al., 2016; Ahmed, 2017) بحيث يؤثر الإفصاح عن الاستدامة بشكل إيجابي على بعض مقاييس الأداء المالي المستخدمة، بينما يؤثر بشكل سلبي على مقاييس الأداء المالي الأخرى؛ مما ينتج عنه نتائج مختلطة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركات.

وفي هذا الصدد، قامت دراسة (Johari and Komathy, 2019)، بإجراء دراسة تطبيقية على 100 شركة ماليزية لعام 2016، لاختبار العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركات، وقد توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن الاستدامة له تأثير إيجابي على الأداء المالي عندما يتم قياسه باستخدام العائد على الأصول وربحية السهم، بينما يؤثر بشكل سلبي على الأداء المالي في حالة قياسه باستخدام العائد على حقوق الملكية.

ومن خلال التطبيق على 208 شركة مسجلة في البورصة المصرية لعام 2014، فقد توصلت دراسة (Ahmed, 2017) إلى وجود علاقة سلبية غير معنوية بين أداء الاستدامة والأداء المالي مقاسًا بالعائد على الأصول، في حين يؤثر الأداء المالي بشكل إيجابي على مقياس Tobin's Q، مما يعني وجود علاقة مختلطة بين الاستدامة والأداء المالي للشركات.

في ضوء العرض السابق لوجهات النظر المختلفة حول العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركات، يتضح عدم وجود دليل قاطع لدعم علاقة واضحة ومباشرة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركات. وبشكل عام، ترجع هذه التناقضات وعدم الاتساق في النتائج إلى العديد من الأسباب لعل من أهمها:

- اختلاف السياق الذي تمت فيها الدراسات السابقة؛ على سبيل المثال، اختلاف الدولة - وما يترتب عليه من اختلاف في تنظيم الإفصاح عن الاستدامة، والاهتمام بأصحاب المصلحة - (Benlemlih et al., 2018)، اختلاف الصناعة؛ تدعي (Buallay 2019) أن خصائص الاستدامة تختلف عبر الصناعات، مما يجعل من الصعب تعميم النتائج عند إجراء دراسة عبر عدة صناعات في وقت واحد.
- الطبيعة متعددة الأبعاد لمفهوم الاستدامة نفسه (Alshehhi et al., 2018)، بالإضافة إلى اعتماد عدد كبير من الدراسات السابقة عند قياس مستوى الإفصاح عن الاستدامة على قواعد بيانات ومؤشرات تصنيفات الإفصاح عن الاستدامة، والتي قد يختلف محتواها وطريقة حسابها من مؤشر لآخر (Mahmood et al., 2020).
- تعدد مقاييس الأداء المالي التي استخدمتها الدراسات السابقة (Alshehhi et al., 2018; Aifuwa, 2020)، ما بين مقاييس محاسبية (مثل، العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، العائد على المبيعات)، ومقاييس سوقية (مثل، ربحية السهم الواحد، مقياس Tobin's Q) وذلك عند تناول العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركات.

وبالرغم من التفسيرات السابقة، فقد ذكر (Brooks and Oikonomou, 2018) أن الدراسات السابقة لا تزال غير قادرة على تفسير العلاقة المباشرة بين تقارير الاستدامة والأداء المالي للشركة، وأنه لا يزال هناك الكثير لدراسته حول هذه العلاقة. وفي هذا الصدد فقد أشارت بعض الدراسات (Mahmood et al., 2020; Grewatsch and Kleindienst, 2017) إلى

أن حذف المتغيرات الوسيطة (القنوات) التي يمكن أن يُؤثر من خلالها الإفصاح عن الاستدامة على الأداء المالي للشركة، قد يكون أحد الأسباب المهمة لهذه النتائج غير الحاسمة في الدراسات السابقة حول تلك العلاقة. كما أكد (Ali et al., 2020) على أن تضمين المتغيرات الوسيطة في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي، سيساعد في شرح هذه العلاقة وزيادة الثقة في النتائج. وتخفيض الغموض الذي يُحيط بهذه العلاقة؛ مما يدعو إلى الحاجة لمزيد من التحقيق في ارتباط الإفصاح عن الاستدامة بالأداء المالي.

وفي هذا الإطار، بدأ اهتمام البحث مؤخرًا في التحول من دراسة العلاقة المباشرة بين الاستدامة والأداء المالي إلى دراسة العلاقة غير المباشرة من خلال مجموعة من المتغيرات الوسيطة. حيث قامت مجموعة من الدراسات (Saeidi et al., 2015; Malik and Kanwal,) باختبار الدور الوسيط لعدد من الأصول غير الملموسة (مثل: سمعة الشركة، رضا العملاء، العلامة التجارية، الميزة التنافسية) في العلاقة بين استدامة الشركات والأداء المالي، وتوصلت إلى أن استدامة الشركات تؤثر بشكل إيجابي وغير مباشر على الأداء المالي من خلال تعزيز سمعة الشركة وعلامتها التجارية، وتحسين رضا العملاء وولائهم، ودعم الميزة التنافسية للشركة. حيث يساهم الإفصاح عن أداء الاستدامة في معالجة توقعات أصحاب المصلحة والتواصل معهم بشكل مناسب؛ ومن ثم اكتساب الشرعية في نظر المجتمع وأصحاب المصلحة المختلفين، مما ينعكس في النهاية على تحسين الأداء المالي.

كما قامت مجموعة أخرى من الدراسات (Albitar et al., 2020; Akben-Selcuk,) ببحث الدور الوسيط لآليات حوكمة الشركات (مثل: حجم مجلس الإدارة، استقلال المجلس، التنوع بين الجنسين، تركيز الملكية) في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي؛ وذلك لأن فعالية استدامة الشركات تعتمد على الطريقة التي تدار بها الشركة داخليًا، ومن ثم يجب دمج العوامل الداخلية والخارجية والهيكل التنظيمي والإداري عند تحليل العلاقة بين الاستدامة والأداء المالي للشركات. وقد توصلت تلك الدراسات إلى أن خصائص مجلس الإدارة (حجم المجلس، استقلال المجلس، التنوع بين الجنسين) تتوسط العلاقة الإيجابية بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي، وعلى العكس من ذلك فإن تركيز الملكية يدعم العلاقة السلبية بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي.

في ضوء المناقشة السابقة، ووفقاً لما ذكره (Park, 2017) فإنه ينبغي النظر إلى الارتباط بين الاستدامة والأداء المالي على أنه ارتباط غير مباشر، بدلاً من الارتباط المباشر؛ وبالتالي يجب إجراء فحص أعمق والاستمرار في البحث عن المتغيرات الوسيطة الأخرى، التي تساهم في شرح وتفسير اتجاه وقوة العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركات (Grewatsch and Kleindienst, 2017)، وفي هذا السياق، يُنظر إلى مخاطر الشركة على أنها أحد المتغيرات التي تتوسط تأثير الإفصاح عن الاستدامة على الأداء المالي للشركة (Devie et al., 2018; Naseem et al., 2020).

ففي ظل بيئة الأعمال التنافسية، تصبح القدرة على إدارة المخاطر وتخفيفها جانباً حاسماً لاستمرارية الشركة وبقائها بسبب الانعكاسات على القيمة الاقتصادية للشركة وأدائها المالي. وفي هذا الجانب، يساهم الإفصاح عن الاستدامة في تخفيض عدم تماثل المعلومات وتحسين شفافية ونزاهة الشركة، وبناء رأسمال معنوي مع أصحاب المصلحة، الذي يساعد الشركة في الاستفادة منهم كخيار شبيه بالتأمين في حالة تعرض الشركة لأحداث سلبية؛ مما يُخفف المخاطر التي تتعرض لها الشركة ويُحسن مستوى الربحية تدريجياً.

4. الدور الوسيط لمخاطر الشركة في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركات.

تعتبر مخاطر الشركة وثيقة الصلة بنجاح الشركة على المدى الطويل وبقائها على قيد الحياة. واستناداً إلى نظرية الوكالة، فإن إدارة وتخفيض المخاطر يؤدي إلى تحسين الأداء العام للشركة وزيادة قيمة المساهمين، وذلك من خلال تخفيض تقلبات الأرباح، وتخفيض تكلفة رأس المال، وزيادة الاستقرار المالي (Saeidi et al., 2020).

هذا، ويستفيد العديد من أصحاب المصلحة من انخفاض مخاطر الشركة، حيث يهتم الموردون والموظفون بشكل خاص بالمخاطر غير النظامية التي ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالمخاطر الخاصة بالشركة. بينما يهتم المستثمرون بانخفاض المخاطر النظامية، والتي تعوض مستثمري الأسهم في الشركة عن الأداء المنخفض للأسهم، كما تُقدم مزايا اقتصادية محتملة لأصحاب المصلحة الآخرين في الشركات (Yang et al., 2019). مما يجعل الشركات منخفضة المخاطر

أكثر جذبًا للمستثمرين وأصحاب المصلحة الآخرين، وهو ما ينعكس بالإيجاب على قدرة الشركة على توفير التمويل المطلوب بتكلفة منخفضة، وجذب العمالة الماهرة، وتأمين الموارد اللازمة للشركة في التوقيت المناسب وبتكلفة أقل؛ ومن ثم تخفيض تكاليف الشركة وتحسين أدائها المالي.

ولقد أكدت نتائج العديد من الدراسات على أن إدارة وتخفيض مخاطر الشركة يؤثر بشكل إيجابي على أداء الشركات. حيث توصلت دراسة (Mwelu et al., 2014) إلى أن التقدم في إدارة المخاطر بشركات التصنيع يمكن أن تؤدي تدريجيًا إلى التحسن في مستويات الربحية. كما توصلت دراسة (Florio and Leoni, 2017) من خلال التطبيق على عينة من الشركات الإيطالية إلى أن الشركات التي تنفذ نظام فعال لإدارة المخاطر تتمتع بمخاطر أقل وأداء أعلى من حيث العائد على الأصول أو مقياس Tobin's Q. وأكدت على ذلك دراسة (Malik et al., 2020) بالتطبيق على عينة من الشركات الانجليزية حيث وجدت أن فعالية إدارة المخاطر تؤثر بشكل كبير وإيجابي على أداء الشركة المقاس باستخدام Tobin's Q. وعلى ذلك فإن إدارة وتخفيض المخاطر تُعد مهمة حاسمة لتحسين أداء الشركة والحفاظ على استدامتها.

ونظرًا لأن الشركات تواجه الآن مخاطر معقدة ومتزايدة، فإن الإفصاح عن الاستدامة يمكن أن يعمل كأداة لإدارة وتخفيض المخاطر (Jo and Na, 2012). وذلك من خلال الحد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصلحة المختلفين، وزيادة شفافية المعلومات والوصول إلى الأسواق المالية، واستقرار أسعار الأسهم، مما يُمكن من جذب رؤوس الأموال، وتخفيض تكلفة رأس المال (Rossi and Harjoto, 2020). كما يعمل الإفصاح عن الاستدامة كأداة لزيادة السمعة وخلق القيمة، وبالتالي يؤدي إلى بقاء مستدام للشركات، وإنشاء درع شبيه بالتأمين لحماية الشركة عند تعرضها لأي حدث سلبي يؤثر على قيمة الشركة وسمعتها (Liu and Lu, 2019; Devie et al., 2018). ومن ثم يُساعد الإفصاح عن الاستدامة على تخفيض المخاطر، ويساهم في تحسين الأداء المالي.

وقد أكد على ذلك (Devie et al., 2018) والذي توصل من خلال التطبيق على عينة من الشركات الإندونيسية إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تؤثر على الأداء المالي سواء بشكل مباشر، أو بشكل غير مباشر من خلال تخفيض مخاطر الشركة. وفي إطار مشابه ومن خلال التطبيق على 1718 شركة أمريكية توصلت دراسة (Harjoto and Laksmana, 2018) إلى

أن المسؤولية الاجتماعية للشركات توجه القرارات الإدارية نحو المستوى الأمثل للمخاطرة، بمعنى أنها تُقلل من المخاطرة عندما يكون مستوى المخاطرة مرتفعاً للغاية، وتُشجع على المخاطرة عندما يكون مستوى المخاطرة منخفضاً للغاية؛ وبالتالي تعمل كآلية لتحقيق التوازن بين مصالح أصحاب المصلحة المستثمرين وأصحاب المصلحة غير المستثمرين. كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي وغير مباشر للمسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركة من خلال التأثير على المخاطرة.

في ضوء ما سبق فإن الإفصاح عن الاستدامة، يُساهم في تخفيض مخاطر الشركة، ويُعزز من خلق القيمة على المدى الطويل، ومن خلال تخفيض المخاطر وإدارتها بشكل أفضل، يمكن تحسين قيمة المساهمين، وتقليل تقلبات أسعار الأسهم، واستقرار الأرباح والتدفقات النقدية للشركة؛ وبالتالي تحسين الأداء المالي لاسيما على المدى الطويل. وعلى ذلك يرى الباحث أن الإفصاح عن الاستدامة كما أنه قد يؤثر على الأداء المالي بشكل مباشر، فإنه قد يؤثر على الأداء المالي بشكل غير مباشر من خلال تخفيض مخاطر الشركة.

5. خلاصة البحث

من خلال العرض السابق، فقد توصل الباحث إلى الآتي:

- يؤثر الإفصاح عن الاستدامة بشكل إيجابي على الأداء المالي للشركة من خلال تحسين سمعة الشركة، وتخفيض عدم تماثل المعلومات بين الشركة وأصحاب المصلحة؛ مما يُساهم في جذب رؤوس الأموال، وتخفيض تكلفة الحصول عليها. بالإضافة إلى إنشاء علاقات جيدة مع أصحاب المصلحة المختلفين (الموردين، العملاء، العاملين)، وبالتالي زيادة مبيعات الشركة وانخفاض تكاليفها، وهو ما ينعكس في النهاية على تحسين الأداء المالي للشركة.
- بالرغم من أن العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركة تم دراستها على مدى عقود عديدة، إلا أن التأثير المباشر للإفصاح عن الاستدامة على الأداء المالي ظل محور تركيز الباحثين لسنوات طويلة. ومع ذلك في الآونة الأخيرة، ونتيجة اختلاف نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين المتغيرين، فقد اتجهت الدراسات إلى بحث التأثير غير المباشر للإفصاح عن الاستدامة على الأداء المالي للشركة من خلال مجموعة من المتغيرات الوسيطة

- مثل؛ سمعة الشركة، رضا العملاء، الميزة التنافسية، استقلال مجلس الإدارة ... وغيرها. والتي قد تُساهم في تفسير طبيعة العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة والأداء المالي للشركة.
- يمكن أن تتوسط مخاطر الشركة في التأثير الإيجابي للإفصاح عن الاستدامة على الأداء المالي للشركة، حيث يساهم الإفصاح عن الاستدامة في تخفيض مخاطر الشركة من خلال تحسين بيئة المعلومات داخل الشركة، وتخفيض عدم تماثل المعلومات بين الشركة وأصحاب المصلحة، تحسين سمعة الشركة، مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس، وتخفيض تقلبات عوائد الأسهم، وتوليد رأسمال أخلاقي يوفر حماية شبيهة بالتأمين في حالة تعرض الشركة لأي حدث سلبي، وبالتالي تخفيض مخاطر الشركة، والتي تؤدي بدورها إلى تحسين الأداء المالي للشركة.

6. المراجع

أولاً: المراجع العربية.

- الصاوي، عفت أبوبكر محمد. (2012). نموذج مقترح للإفصاح المحاسبي عن تقارير الاستدامة - دراسة تطبيقية، مجلة البحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الثاني، ص ص 1-75.

ثانيًا: المراجع الأجنبية.

- Aboud, A., and Diab, A. (2019). The financial and market consequences of environmental, social and governance ratings. Sustainability Accounting, Management and Policy Journal, 10(3), 498-520.
- Aggarwal, P. (2013). Impact of sustainability performance of company on its financial performance. A study of listed Indian companies. Global Journal of Management and Business Research Finance, 13(11), 61-69.
- Ahmed , A., H. (2017). Are Corporate Social and Environmental Responsibility, Firm Performance and Value Mutually Exclusive? Evidence from Egypt. Cairo University International Conference on Business Sciences (CUCBS 2017).
- Aifuwa, H.O. (2020). Sustainability reporting and firm performance in developing climes: A review of literature. Copernican Journal of Finance & Accounting, 9(1), 9–29.
- Akben-Selcuk, E. (2019). Corporate social responsibility and financial performance: The moderating role of ownership concentration in Turkey. Sustainability, 11(13), 3643.
- Albertini, E. (2013). Does environmental management improve financial performance? A meta-analytical review. Organization and Environment, 26(4), 431-457.
- Albitar, K., Hussainey, K., Kolade, N., and Gerged, A. M. (2020). ESG disclosure and firm performance before and after IR. International Journal of Accounting & Information Management, 28(2), 429-444.
- Ali, H. Y., Danish, R. Q., and Asrar-ul-Haq, M. (2020). How corporate social responsibility boosts firm financial performance: The mediating role of corporate image and customer satisfaction. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 27(1), 166-177.
- Alshehhi, A., Nobanee, H., and Khare, N. (2018). The impact of sustainability practices on corporate financial performance: Literature trends and future research potential. Sustainability, 10(2), 494.
- Ameer, R., and Othman, R. (2012). Sustainability practices and corporate financial performance: A study based on the top global corporations. Journal of business ethics, 108(1), 61-79.
- Asuquo, A.I., Temitayo D. E., and Raphael, O. U. (2018). The effect of sustainability reporting on corporate performance of selected quoted

- brewery firms in Nigeria. *International Journal of Business and Law Research*, 6(3), 1-10.
- Bachoo, K., Tan, R. and Wilson, M. (2013), “Firm value and the quality of sustainability reporting in Australia”, *Australian Accounting Review*, 23 (1), 67-87.
 - Benlemlih, M., Shaukat, A., Qiu, Y., and Trojanowski, G. (2018). Environmental and social disclosures and firm risk. *Journal of Business Ethics*, 152(3), 613-626.
 - Brooks, C., and Oikonomou, I.(2018). The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance, *The British Accounting Review*. 50(1), 1-15.
 - Buallay, A. (2019). Between cost and value: Investigating the effects of sustainability reporting on a firm’s performance. *Journal of Applied Accounting Research*, 20(4), 481-496.
 - Buallay, A., Fadel, S. M., Alajmi, J., and Saudagaran, S. (2020). Sustainability reporting and bank performance after financial crisis. *Competitiveness Review: An International Business Journal*. Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print.
 - Busse, C. (2016). Doing well by doing good? The self-interest of buying firms and sustainable supply chain management. *Journal of Supply Chain Management*, 52(2), 28-47.
 - Calabrese, A., Costa, R., Levaldi, N., and Menichini, T. (2016). A fuzzy analytic hierarchy process method to support materiality assessment in sustainability reporting. *Journal of Cleaner Production*, 121, 248-264.
 - Cheng, S., Lin, K. Z., & Wong, W. (2016). Corporate social responsibility reporting and firm performance: evidence from China. *Journal of Management & Governance*, 20(3), 503-523.
 - Cheng, B., Ioannou, I., and Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic management journal*, 35(1), 1-23.
 - Ching, H. Y., Gerab, F., & Toste, T. H. (2017). The quality of sustainability reports and corporate financial performance: Evidence from Brazilian listed companies. *SAGE Open*, 7, 1–9.
 - Cho, S., Lee, C., and Pfeiffer, R. (2013). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32 (1), 71-83.

- Devie, D., Liman, L.P., Tarigan, J. and Jie, F. (2018), "Corporate social responsibility, financial performance and risk in Indonesian natural resources industry", *Social Responsibility Journal*, 16(1), 73-90.
- Dhaliwal, D., Li, O., Tsang, A., & Yang, Y. (2014). Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33 (4), 328-355.
- Di Giuli, A., & Kostovetsky, L. (2014). Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility. *Journal of Financial Economics*, 111(1), 158-180.
- do Prado, G. F., Piekarski, C. M., da Luz, L. M., de Souza, J. T., Salvador, R., and de Francisco, A. C. (2020). Sustainable development and economic performance: Gaps and trends for future research. *Sustainable Development*, 28(1), 368-384.
- Duque-Grisales, E., and Aguilera-Caracuel, J. (2019). Environmental, social and governance (ESG) scores and financial performance of Multilatinas: Moderating effects of geographic international diversification and financial slack. *Journal of Business Ethics*, 168, 315–334.
- Florio, C., & Leoni, G. (2017). Enterprise risk management and firm performance: The Italian case. *The British Accounting Review*, 49(1), 56-74.
- Freeman, R. E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9781139192675>.
- Friede, G., Busch, T., and Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210-233.
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *New York Times Magazine*, September, 13.
- Girón, A., Kazemikhasragh, A., Cicchiello, A. F., and Panetti, E. (2020). Sustainability Reporting and Firms' Economic Performance: Evidence from Asia and Africa. *Journal of the Knowledge Economy*, 1-19.
- Governance & Accountability Institute (2018) FLASH REPORT: 85% of S&P 500 Index® Companies publish Sustainability reports in 2017. In: Globe Newswire News Room. <https://globenewswire.com/news-release/2018/03/20/1442952/0/en/FLASH-REPORT-85-of-S-P-500-Index-Companies-Publish-Sustainability-Reports-in-2017.html>

- Greenwood, M. (2001). The importance of stakeholders according to business leaders. *Business and Society Review*, 106(1), 29–49.
- Grewatsch, S., and Kleindienst, I. (2017). When does it pay to be good? Moderators and mediators in the corporate sustainability–corporate financial performance relationship: A critical review. *Journal of Business Ethics*, 145(2), 383-416.
- Haffar, M., and Searcy, C. (2017). Classification of trade-offs encountered in the practice of corporate sustainability. *Journal of business ethics*, 140(3), 495-522.
- Harjoto, M. A., and Laksmana, I. (2018). The impact of corporate social responsibility on risk taking and firm value. *Journal of Business Ethics*, 151(2), 353-373.
- Hasan, I., Kobeissi, N., Liu, L., and Wang, H. (2018). Corporate social responsibility and firm financial performance: The mediating role of productivity. *Journal of Business Ethics*, 149(3), 671-688.
- Hussain, N. (2015). Impact of sustainability performance on financial performance: an empirical study of global fortune (N100) firms. Department of Management, UniversitàCa'FoscariVenezia Working Paper, (2015/01).
- Jo, H., and Na, H. (2012). Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors. *Journal of business ethics*, 110(4), 441-456.
- Johari, J., and Komathy, M. (2019). Sustainability reporting and firm performance: Evidence in Malaysia. *International Journal of Accounting, Finance and Business*, 4(17), 32-45.
- Khlif, H., Guidara, A., &Souissi, M. (2015). Corporate social and environmental disclosure and corporate performance. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 5(1), 51-69.
- Landi, G., &Sciarelli, M. (2019). Towards a more ethical market: the impact of ESG rating on corporate financial performance. *Social Responsibility Journal*, 15(1), 11-27.
- Laskar, N., and Maji, S. G. (2018). Disclosure of corporate sustainability performance and firm performance in Asia. *Asian Review of Accounting*, 26(4), 414-434.
- Liu, M., and Lu, W. (2019). Corporate social responsibility, firm performance, and firm risk: the role of firm reputation. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 1-21.

- López, M. V., Garcia, A., & Rodriguez, L. (2007). Sustainable development and corporate performance: A study based on the Dow Jones sustainability index. *Journal of business ethics*, 75(3), 285-300.
- Lueg, K., Krastev, B., and Lueg, R. (2019). Bidirectional effects between organizational sustainability disclosure and risk. *Journal of Cleaner Production*, 229, 268-277.
- Malik, M. S., and Kanwal, L. (2018). Impact of corporate social responsibility disclosure on financial performance: Case study of listed pharmaceutical firms of Pakistan. *Journal of Business Ethics*, 150(1), 69–78.
- Malik, M. F., Zaman, M., and Buckby, S. (2020). Enterprise risk management and firm performance: Role of the risk committee. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 16(1), 100178.
- Mahmood, F., Qadeer, F., Sattar, U., Ariza-Montes, A., Saleem, M., and Aman, J. (2020). Corporate social responsibility and firms' financial performance: A new insight. *Sustainability*, 12(10), 4211.
- Martínez, J. B., Fernández, M. L., & Fernández, P. M. R. (2016). Corporate social responsibility: evolution through institutional and stakeholder perspectives. *European Journal of Management and Business Economics*, 25(1), 8–14.
- Mohammad, W. M. W., & Wasiuzzaman, S. (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. *Cleaner Environmental Systems*, 2, 100015.
- Monti, A., Pattitoni, P., Petracchi, B., and Randl, O. (2019). Does Corporate Social Responsibility Impact Equity Risk? International Evidence. (January 31, 2019). SSRN, 1-39
- Mwelu, N., Rulangaranga, D. M., Watundu, S., Kaberuka, W., and Tindiwensi, C. K. (2014). Risk management and profitability of manufacturing firms in Uganda. *Risk management*, 4(2).
- Naseem, T., Shahzad, F., Asim, G. A., Rehman, I. U., & Nawaz, F. (2020). Corporate social responsibility engagement and firm performance in Asia Pacific: The role of enterprise risk management. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 501-513.
- Nollet, J., Filis, G., and Mitrokostas, E. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. *Economic Modelling*, 52, 400-407.

- Nor, N. M., Bahari, N. A. S., Adnan, N. A., Kamal, S. M. Q. A. S., & Ali, I. M. (2016). The effects of environmental disclosure on financial performance in Malaysia. *Procedia Economics and Finance*, 35, 117-126.
- Park, S. (2017), “Corporate social responsibility, visibility, reputation and financial performance: empirical analysis on the moderating and mediating variables from Korea”, *Social Responsibility Journal*, 13(4), 856-871.
- Platonova, E., Asutay, M., Dixon, R., and Mohammad, S. (2018). The impact of corporate social responsibility disclosure on financial performance: Evidence from the GCC Islamic banking sector. *Journal of Business Ethics*, 151(2), 451-471.
- Qiu, Y., Shaukat, A. and Tharyan, R. (2016), “Environmental and social disclosures: link with the corporate financial performance”, *The British Accounting Review*, Vol. 48 No. 1, pp. 102-116.
- Rehman, Z. U., Khan, A., and Rahman, A. (2020). Corporate social responsibility's influence on firm risk and firm performance: the mediating role of firm reputation. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(6), 2991-3005.
- Rezaee, Z. (2017). Corporate Sustainability: Theoretical and Integrated Strategic Imperative and Pragmatic Approach. *The Journal Of Business Inquiry*, 16(1 Spec), 60-87 .
- Rossi, F., and Harjoto, M. A. (2020). Corporate non-financial disclosure, firm value, risk, and agency costs: evidence from Italian listed companies. *Review of Managerial Science*, 14(5), 1149-1181.
- Ruan, L., & Liu, H. (2021). Environmental, Social, Governance Activities and Firm Performance: Evidence from China. *Sustainability*, 13(2), 767.
- Saeidi, P., Saeidi, S. P., Gutierrez, L., Streimikiene, D., Alrasheedi, M., Saeidi, S. P., & Mardani, A. (2020). The influence of enterprise risk management on firm performance with the moderating effect of intellectual capital dimensions. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 1-30.
- Saeidi, S. P., Sofian, S., Saeidi, P., Saeidi, S. P., and Saeidi, S. A. (2015). How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction. *Journal of Business Research*, 68(2), 341–350.
- Sassen, R., Hinze, A. K., and Hardeck, I. (2016). Impact of ESG factors on firm risk in Europe. *Journal of business economics*, 86(8), 867-904.

- Shoaf, V., Jermakowicz, E. K., and Epstein, B. J. (2018). Toward sustainability and integrated reporting. *Review of Business*, 38(1), 1-15.
- Úbeda-García, M., Claver-Cortés, E., Marco-Lajara, B., and Zaragoza-Sáez, P. (2021). Corporate social responsibility and firm performance in the hotel industry. The mediating role of green human resource management and environmental outcomes, *Journal of Business Research*, 123(C), 57-69.
- Usman, A. B., & Amran, N. A. B. (2015). Corporate social responsibility practice and corporate financial performance: evidence from Nigeria companies. *Social Responsibility Journal*, 11(4), 749-763.
- Velte, P. (2017). Does ESG performance have an impact on financial performance? Evidence from Germany. *Journal of Global Responsibility*, 8, 169-178.
- Yang, P., Riepe, J., Moser, K., Pull, K., and Terjesen, S. (2019). Women directors, firm performance, and firm risk: A causal perspective. *The Leadership Quarterly*, 30(5), 101297.
- Yilmaz, I. (2013). Social Performance vs. Financial Performance: CSR disclosures as an indicator of Social Performance. *International Journal of Finance & Banking Studies IJFBS*. 2(2), 53-65.