

أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دراسة تطبيقية

حسام السعيد الوكيل*

ملخص البحث:

الهدف: تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، مع اختبار أثر عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط في العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم.

التصميم والمنهجية: اعتمدت الدراسة على مدخل تحليل المحتوى في فحص التقارير السنوية لعينة مكونة من ٥٤ شركة مساهمة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية ضمن مؤشر EGX١٠٠ خلال الفترة من عام ٢٠١٧ حتى عام ٢٠٢٠ بإجمالي مشاهدات ٢١٦ مشاهدة، وقد تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد ونموذج المعادلات الهيكلية باستخدام برنامج SmartPls لاختبار فروض البحث.

النتائج: تشير نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط معنوية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وعدم تماثل المعلومات، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (-٠.٤١٠)، مما يشير إلى وجود علاقة ارتباط عكسية بين المتغيرين، كما توجد علاقة ارتباط معنوية بين عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (-٠.٥٠٥)، مما يشير إلى وجود علاقة ارتباط طردية بين المتغيرين، كذلك توجد علاقة ارتباط معنوية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (-٠.٦٣٣)، مما يشير إلى وجود علاقة ارتباط عكسية بين المتغيرين. التأثير غير المباشر للإفصاح عن أداء الاستدامة على خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط أقوى من التأثير المباشر بدون متغير وسيط.

الأصالة والإضافة: تُسهم هذه الدراسة في توضيح الفجوة البحثية في الأدب المحاسبي فيما يتعلق بالعلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وعدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، كما تقدم الدراسة الحالية دليلاً عملياً من واقع بيئة الأعمال المصرية كأحد الاقتصاديات الناشئة، عما إذا كان الإفصاح عن أداء الاستدامة يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات، ويحد من خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

الكلمات المفتاحية:

الإفصاح عن أداء الاستدامة، عدم تماثل المعلومات، حجب الأخبار السيئة، خطر انهيار سعر السهم.

* مدرس بقسم المحاسبة - كلية التجارة وإدارة الأعمال - جامعة حلوان

The Impact of Sustainability Performance Disclosure on Information Asymmetry and its Reflection on the Stock Price Crash Risk of the Firms Listed in the Egyptian Stock Exchange: An Applied Study

Abstract:

Objective: This study aims to test the impact of sustainability performance disclosure on information asymmetry and the stock price crash risk and test the impact of information asymmetry as intermediate variable in the relation of between sustainability performance disclosure and the stock price crash risk.

Design and Methodology: The study adopted the content analysis approach to exam the annual reports on a sample of ٥٤ non-financial firms listed in the Egyptian stock exchange within the EGX١٠٠ index during the period from ٢٠١٧ to ٢٠٢٠, with a total of ٢١٦ views, the multiple regression method and structural equations model using SmartPls program were used to test the research hypotheses.

Results: The study concluded that there is a significant correlation between the sustainability performance disclosure and information asymmetry, the value of the correlation coefficient was (-٠.٤١٠), indicating an inverse correlation relationship between the two variables. There is a significant correlation between asymmetry Information and the stock price crash risk, the value of the correlation coefficient was (٠.٥٠٥), indicating a positive correlation relationship between the two variables. There is a significant correlation between the sustainability performance disclosure and the stock price crash risk, the value of the correlation coefficient was (-٠.٦٣٣), indicating an inverse correlation relationship between the two variables. The indirect effect of the sustainability performance disclosure on the stock price crash risk through

information asymmetry as an intermediate variable is stronger than the direct effect without an intermediate variable.

Originality and Value: This study contributes to narrowing the research gap in the accounting literature regarding the relationship between disclosure of sustainability performance, information asymmetry and the stock price crash risk. The current study also provides practical evidence from the Egyptian business environment as an economy arising from whether disclosure of sustainability performance reduce information asymmetry and limit the risk of future crash of stock prices of firms listed in the Egyptian stock exchange.

Keywords:

Disclosure of Sustainability Performance, Information Asymmetry, Bad News Hoarding, Stock Price Crash Risk.

١- الإطار العام للبحث:

١/١ مقدمة:

تزايد الاهتمام الدولي في الآونة الأخيرة بالقضايا البيئية والاجتماعية بشكل كبير بهدف تحقيق التنمية المستدامة Sustainable Development، خاصة في ظل الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية والتغيرات المناخية، وأصبح مفهوم الاستدامة Sustainability يمثل عنصراً حيوياً وضرورياً لكافة الدول على مستوى العالم، وقد دفع ذلك الحكومات والهيئات المالية والرقابية لدول العالم بمطالبة الشركات بالإفصاح عن المعلومات غير المالية المتعلقة بالأداء البيئي والمسئولية الاجتماعية والحوكمة أو ما يسمى الإفصاح عن أداء الاستدامة Disclosure of Sustainability Performance، نظراً لأهميتها في تحسين الشفافية وتخفيض المخاطر وإضافة قيمة للشركة (Ho et al., ٢٠٢١; Qureshi et al., ٢٠٢٠).

حيث نتيجة لانخفاض الثقة في التقارير المالية التقليدية وما أُثير من شكوك حول مدى قدرتها على إظهار الأداء الحقيقي للشركة وإعطاء صورة كاملة عن كافة أنشطتها، أدى ذلك إلى اتجاه الكثير من الشركات العالمية نحو طرق جديدة لإعداد التقارير السنوية، والإفصاح عن أداء الاستدامة وتوفير معلومات عنها سواء داخل التقارير المالية أو من خلال إعداد تقارير مستقلة لذلك تحت مسمى تقارير الاستدامة (Sánchez et al., ٢٠٢١; Castaño et al., ٢٠١٩).

ووفقاً للمبادرة العالمية لإعداد التقارير Global Reporting Initiative (GRI) فإن المؤشرات غير المالية في تقارير الاستدامة (ESG) تتضمن ثلاثة مؤشرات رئيسية وهي: مؤشرات متعلقة بالأداء البيئي Environmental ومؤشرات متعلقة بالمسئولية الاجتماعية Social ومؤشرات خاصة بالحوكمة Governance (Grewal et al., ٢٠٢١).

وقد أخذ الحديث عن الاستدامة قدراً كبيراً من الاهتمام بصفة خاصة منذ إطلاق مبادئ الأمم المتحدة للاستثمار المسؤول في أبريل عام ٢٠٠٦ في بورصة نيويورك تحت عنوان استدامة الاستثمار في المجالات البيئية والاجتماعية والحوكمة، والتي يطلق عليها الطاقة النظيفة أو الاقتصاد الأخضر (Murata & Hamori, ٢٠٢١)، وقد اتضح ذلك أيضاً في وثيقة مؤتمر الأمم المتحدة للتنمية المستدامة والذي عقد في سبتمبر عام ٢٠١٥، والذي أشار إلى أهمية تعزيز النمو الاقتصادي والأداء الاجتماعي والبيئة المستدامة، حيث لم يعد تقييم الشركات يعتمد على فلسفة تعظيم الربح الاقتصادي فقط، كذلك لم تعد تلك الشركات تعتمد في بناء سمعتها على مراكزها المالية فقط، بل اتجهت للإفصاح عن المعلومات غير المالية بجانب المعلومات المالية، بهدف توفير بيئة معلوماتية تتصف

بالشفافية وقادرة على التعامل مع متغيرات بيئة الأعمال المعاصرة فيما يتعلق بالأداء الاقتصادي والبيئي والاجتماعي وحوكمة الشركات، وذلك لتقييم أدائها على الوجه الصحيح وتحديد القيمة العادلة لأسهمها ومدى قدرتها في التعامل مع المخاطر، بما ينعكس في النهاية على تحسين سمعة وقيمة الشركة ويضمن استدامة ربحيتها وتحقيق ميزة تنافسية لها (مليجي، ٢٠١٥؛ غريب، ٢٠١٧؛ محمد، ٢٠٢٠؛ حسن، ٢٠٢٠; Nguyen, ٢٠٢٠).

وفي يونيو ٢٠١٧ اعتمدت المفوضية الأوروبية إرشادات غير ملزمة لتوجيه الشركات نحو تلبية متطلبات الإفصاح عن المعلومات غير المالية أو أداء الاستدامة بطريقة متسقة وقابلة للمقارنة (Sonnerfeldt & Pontoppidan, ٢٠٢٠).

وتمثل التحركات على أسعار أسهم الشركات في سوق الأوراق المالية محصلة لآثار العديد من العوامل، منها ما يرتبط بالمتعاملين في السوق، وبتوقعات المحللين الماليين حول تحركات سعر السهم، ومنها ما يرتبط بالشركة، ومنها ما يرتبط بكفاءة السوق نفسه، ولما كانت محصلة هذه الآثار الناتجة عن هذه العوامل تنعكس في سعر السهم، فإن دراسة التغيرات المختلفة التي تحدث في هذا السعر أصبحت محل اهتمام العديد من الدراسات بغرض التنبؤ بسعر السهم في المستقبل، وأحد جوانب هذا الاهتمام هو دراسة مدى إمكانية حدوث انخفاض مفاجئ في هذا السعر، وهو ما تم التعارف على تسميته بخطر انهيار سعر السهم Stock Price Crash Risk (عبد المجيد، ٢٠١٩).

وقد أشارت بعض الدراسات DeFond et al. (٢٠١٥); Liu (٢٠١٨); Kim et al. (٢٠١٩); Yildiz & Karan (٢٠٢٠); Abdel-Wanis (٢٠٢١); Murata & Hamori (٢٠٢١) أنه يمكن تفسير حدوث انهيار في أسعار أسهم الشركات نتيجة عدم تماثل المعلومات Information Asymmetry بين بعض مستخدمي القوائم المالية، خاصة المديرين والمستثمرين، وميل مديرو الشركات من أجل مصالحهم الخاصة إلى إخفاء الأخبار السيئة لفترات طويلة ثم الكشف عنها مرة واحدة، لذلك من المتوقع كلما قلت عدم تماثل المعلومات انخفضت قدرة الإدارة على حجب الأخبار السيئة، وبالتالي انخفاض خطر انهيار سعر السهم، وفي هذا السياق أشارت دراسة Yildiz & Karan (٢٠٢٠) أن الإفصاح عن أداء الاستدامة يُعد بمثابة مؤشر للشفافية والسلوك الأخلاقي للإدارة، لذلك أصبح على الشركات التي ترغب في الحد من خطر الانهيار المستقبلي لإسعار الأسهم أن يكون لها السبق في الإفصاح عن أداء الاستدامة، لما له من آثار إيجابية على تضيق الفجوة المعلوماتية وحالة عدم التأكد، وبالتالي الحد من قدرة الإدارة على حجب الأخبار السيئة. وبناءً على ذلك تتناول الدراسة الحالية دور الإفصاح عن أداء

الاستدامة في تخفيض عدم تماثل المعلومات، وانعكاس ذلك على الحد من خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
٢/١ مشكلة البحث:

تُعد ظاهرة انهيار أسعار الأسهم من الأحداث التي أُلقت بظلالها على الكثير من دول العالم، فهي تمثل مصدر قلق للمستثمرين والشركات على حد سواء، بسبب تأثيرها على اتخاذ المستثمرين لقراراتهم وعلى إدارة الشركة لمخاطرها، بالإضافة لتأثيراتها السلبية الكبيرة على الأسواق المالية والاقتصاد الحقيقي للدول، وقد اجتذبت تلك الظاهرة زيادة اهتمام المستثمرين والمنظمين والباحثين عقب الانهيارات التي حدثت لكبرى الشركات على مستوى العالم بداية من عام ٢٠٠١، والتي أعقبتها حدوث الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨، وذلك بهدف التعرف على مسببات ومحددات خطر انهيار أسعار الأسهم والبحث عن الآليات التي تحد من هذا الانهيار (Liao, ٢٠١٦; Jeon, ٢٠١٩; Xie et al., ٢٠٢٠; Murata & Hamori, ٢٠٢١).

وقد تزايدت الكتابات المتعلقة بخطر انهيار أسعار الأسهم منذ بداية هذا القرن وبالتحديد من خلال دراسة (Hong & Stein, ٢٠٠١; Jin & Myers, ٢٠٠٦; Hutton et al., ٢٠٠٩)، وقد أشارت دراسة (Habib et al., ٢٠١٨) إلى أنه من الوسائل التي تعتمد عليها الإدارة لمساعدتها على حجب الأخبار السيئة، هي ممارسات إدارة الأرباح وعدم تماثل المعلومات ووجود آليات غير فعالة لحوكمة الشركات، وأن من محددات خطر انهيار أسعار الأسهم هي بيئة إعداد التقارير السنوية وافصاحات الشركات. وبناءً على ذلك تفترض الدراسة الحالية أن عدم الإفصاح عن أداء الاستدامة، قد يشير إلى نية ورغبة الإدارة في حجب الأخبار السيئة، مستغلين بذلك عدم تماثل المعلومات بينها وبين الأطراف الخارجية الأخرى، مما يزيد من حالة عدم التأكد لدى المستثمرين وبالتالي احتمال تعرض أسهم الشركات للانهيار.

وتمشياً مع النظرية الاقتصادية التي ترى أن زيادة الإفصاح المحاسبي يقلل من عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين (مليجي، ٢٠١٩)، تأتي أهمية البحث عن أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، وقد أشارت دراسة كل من (Hsu et al., ٢٠١٨; Zeng, ٢٠٢١) أن زيادة عدم تماثل المعلومات والافتقار إلى الشفافية في الإفصاح عن المعلومات غير المالية المتعلقة بأداء الشركة، يسمح للمديرين بالإخفاء المتعمد للأخبار السيئة لفترات طويلة، وعندما يتم الإفصاح عن تلك الأخبار مرة واحدة لسبب أو لآخر يحدث الانخفاض الحاد والمفاجئ في أسعار الأسهم أو ما يسمى بخطر انهيار سعر السهم.

وقد توصلت عدد من الدراسات Zhang et al. (٢٠١٦); Tang & Zhong (٢٠٢٠); Au et al. (٢٠٢١) إلى وجود علاقة عكسية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم، وفي المقابل توصلت دراسات أخرى Kim et al. (٢٠١٤); Quan & Xiao (٢٠١٦); Prior et al. (٢٠٠٨); Juniarti (٢٠١٩); Zahn & Cong (٢٠١٩) إلى وجود علاقة طردية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث إن الشركات المعرضة لمخاطر كبيرة ووجود احتمال لانهيار أسعار أسهمها، يكون لديها حافز أكبر لزيادة حجم الإفصاح عن أداء الاستدامة، بغرض إخفاء تصرفات الإدارة الانتهازية، ولتحويل انتباه المستثمرين عن ممارساتها غير الأخلاقية وإخفاء الأخبار السيئة، في حين توصلت بعض الدراسات Aman (٢٠١٣); Jie & Nakajima (٢٠٢١); Murata & Hamori (٢٠٢١); Alsahlawi et al. (٢٠١٥) إلى عدم وجود علاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم.

وفي ضوء ما سبق تتمثل الفجوة البحثية في تباين نتائج الدراسات السابقة وعدم تقديمها أدلة حاسمة فيما يتعلق بأثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث ما زالت العلاقة بين كلا المتغيرين محل جدل ونقاش في الأدب المحاسبي في البيئة الأجنبية، ولم تلقى الاهتمام الكافي في البيئة العربية بصفة عامة والبيئة المصرية بصفة خاصة، بالإضافة إلى ندرة الدراسات في مجال اختبار علاقة الوساطة لعدم تماثل المعلومات بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث لا توجد دراسة تناولت تلك العلاقة في بيئة الأعمال المصرية - في حدود علم الباحث وإطلاعه - وبالتالي فإن قيام الدراسة الحالية باختبار وتحليل أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم من جهة، واختبار وتحليل أثر عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط في العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم من جهة أخرى في البيئة المصرية، كأحد أكبر الاقتصاديات نمواً في الأسواق الناشئة، يعد استكمال لجهود الدراسات السابقة وتضييق الفجوة البحثية في هذا المجال.

واستناداً على ما تقدم يمكن إعادة صياغة مشكلة البحث في التساؤل الرئيسي التالي: - ما هو أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات، وما هو انعكاس ذلك على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟ ويتفرع عن هذا التساؤل الأسئلة الفرعية الآتية:

- ما هو أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات؟
- ما هو أثر عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار أسعار الأسهم؟

- ما هو أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على خطر انهيار أسعار الأسهم؟
- ما هو أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط؟

٣/١ أهداف البحث:

- يتمثل الهدف الرئيس للبحث في اختبار أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. ويشتق من هذا الهدف مجموعة من الأهداف الفرعية التي تتمثل في الآتي:
- اختبار أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات.
 - اختبار أثر عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار أسعار الأسهم.
 - اختبار أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على خطر انهيار أسعار الأسهم.
 - اختبار أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط.

٤/١ أهمية ودوافع البحث:

الأهمية العلمية:

تتمثل أهمية البحث من الناحية العلمية في حداثة الموضوع الذي يتناوله، حيث يتناول مجال هام يعاني من ندرة بحثية في بيئة الأعمال المصرية، وهو العلاقة المباشرة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وعدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، بالإضافة إلى العلاقة غير المباشرة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم من خلال عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط. لذلك يعتقد الباحث أن مناقشة مثل هذا الموضوع سيمثل إضافة علمية هامة، والتي من المتوقع أن تساهم في تعزيز الأدب المحاسبي وتضييق الفجوة البحثية في هذا المجال، كونه يعد من أوائل الدراسات التي تناولت تلك العلاقة - في حدود علم الباحث واطلاعه - على مستوى الأسواق الناشئة.

الأهمية العملية:

يستمد البحث أهميته العملية من الفائدة التي من المتوقع أن تعود على المجتمع ككل، خاصة في ظل تزايد الاهتمام بالتنمية المستدامة والتوجه العالمي نحو التوسع في الإفصاحات الاختيارية، وبالتالي تحاول الدراسة الحالية تقديم دليلاً عملياً من البيئة المصرية كأحد الأسواق المالية الناشئة عن العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وعدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث لا تستحوذ تلك العلاقة على اهتمام طرف معين، وإنما تُعد أمر هام وحيوي للشركة ولكافة الأطراف الأخرى من ذوى العلاقة بها، فعلى سبيل المثال تفيد نتائج الدراسة الحالية الشركات المقيدة بالبورصة

المصرية، وذلك من خلال بيان أهمية الإفصاح عن أداء الاستدامة ودوره في زيادة شفافية ومصداقية التقارير السنوية، وتحسين سمعة وقيمة الشركة، تجنباً لتعرض الشركة للإفلاس وتعرض أسهمها للانهييار، أيضاً تفيد فئة المستثمرين وذلك من خلال ضمان توفير تقارير سنوية تتسم بالشفافية والموثوقية، بما يساهم في الحد من عدم تماثل المعلومات وترشيد اتخاذ القرارات الاستثمارية، كذلك تفيد الهيئة العامة للرقابة المالية في أداء مهامها باعتبارها من جهات الإشراف والرقابة على السوق المالي المصري، من خلال تحسين الدور المنوط بها فيما يتعلق بوضع الضوابط والتشريعات الخاصة بإلزام الشركات بالإفصاح عن أداء الاستدامة، لزيادة الشفافية والحد من غموض التقارير المالية وخطر الانهييار المستقبلي لأسعار الأسهم بما يحقق استقرار سوق المال، خاصة وقد أشارت إحدى الدراسات (محمود، الطحان، ٢٠٢٠) إلى تعرض الشركات المصرية داخل بعض القطاعات لدرجات مختلفة من خطر انهييار أسعار الأسهم.

٥/١ حدود البحث:

يقتصر البحث على شركات المساهمة غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية بالقطاعات الاقتصادية المختلفة والمدرجة في مؤشر البورصة EGX١٠٠ خلال الفترة من ٢٠١٧ حتى ٢٠٢٠، وبالتالي يخرج عن نطاق البحث الشركات غير المقيدة بالبورصة والشركات المالية، كذلك تستند نتائج الدراسة التطبيقية على البيئة المصرية كأحد الاقتصاديات الناشئة، وأخيراً فإن قابلية نتائج البحث للتعميم ستكون مشروطة بضوابط اختيار عينة الدراسة.

٦/١ منهج وأسلوب البحث:

اعتمد البحث على كل من المنهج الاستنباطي والمنهج الاستقرائي، حيث تم استخدام المنهج الاستنباطي في مراجعة أدبيات الدراسات السابقة من الكتابات والدوريات العربية والأجنبية المرتبطة بموضوع البحث، بهدف بناء الإطار النظري للبحث واشتقاق فروضه، وبناء عدة نماذج لقياس العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وعدم تماثل المعلومات وخطر انهييار أسعار الأسهم، كذلك تم استخدام المنهج الاستقرائي لاستكشاف وتفسير طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة، كما قام الباحث بإجراء دراسة تطبيقية مستخدماً أسلوب تحليل المحتوى في فحص التقارير السنوية لعينة من شركات المساهمة غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية وذلك بغرض تطبيق النماذج المقترحة واختبار فروض البحث.

٧/١ تنظيم البحث:

في ضوء مشكلة البحث وسعياً وراء تحقيق أهدافه سوف يتم تقسيم ما تبقى من البحث على النحو التالي: يتناول القسم الثاني تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث،

في حين يتناول القسم الثالث الإطار النظري لموضوع البحث، أما القسم الرابع فيتناول الدراسة التطبيقية وبناء نماذج الدراسة واختبار فروض البحث، وأخيراً يتناول القسم الخامس نتائج وتوصيات البحث والتوجهات البحثية المستقبلية المقترحة.

٢- تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث:

يعرض الباحث في هذا القسم مجموعة من الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وعدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، مبوبة على حسب طبيعة موضوعها والتتابع الزمني لها في حدود سياق عرض الآراء، وذلك للوقوف على ما توصلت إليه تلك الدراسات من نتائج والاستفادة منها في موضوع البحث الحالي، وكذلك للتعرف على الفجوة البحثية في هذا المجال، واستكمال الجوانب التي لم تتناولها الدراسات السابقة المرتبطة بهذا الموضوع تمهيداً لاشتقاق فروض البحث.

١/٢ تحليل الدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وعدم تماثل المعلومات واشتقاق الفرض الأول للبحث:

تزايدت في الآونة الأخيرة تطلعات المستثمرين وأصحاب المصالح الآخرين بشأن التوسع في الإفصاح المحاسبي ليس فقط الإفصاح الإلزامي عن المعلومات المالية، ولكن أيضاً الإفصاح الاختياري عن المعلومات غير المالية، ويساهم الإفصاح عن أداء الاستدامة باعتباره أحد أنواع الإفصاح الاختياري في زيادة مصداقية وشفافية التقارير السنوية للشركات، حيث يوفر فهماً أفضل للمخاطر التي تواجهها الشركة، مما يقلل من تكلفة رأس المال وتكلفة الديون، ومساعدة المستثمرين على فهم استراتيجية الشركة وأدائها المستقبلي، كما أن الإفصاح عن أداء الاستدامة يستند على معايير أخلاقية، والتي قد تساعد على تخفيض عدم تماثل المعلومات (Ferrero et al., ٢٠١٦).

وتعتبر مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين وأصحاب المصالح الآخرين من أهم المشاكل التي تواجه بيئة الأعمال، وهي تعني أن طرفاً واحداً على الأقل تتوفر لديه معلومات ملائمة عن الشركة لا تتوفر لباقي الأطراف الأخرى بنفس الكمية والكيفية، وبالتالي تؤدي حالة عدم تماثل المعلومات المرتفعة إلى عدم حصول المستثمرين على معلومات كافية لمساعدتهم على التنبؤ بمستوى المخاطر والعائد الذي سيحصلون عليه من استثماراتهم، مما يتطلب توفير قدر وافي من المعلومات غير المالية في تقارير الاستدامة لزيادة الشفافية وتخفيض عدم تماثل المعلومات، حيث إن الافتقار إلى الإفصاح الاختياري عن أداء الاستدامة، قد يؤدي إلى انسحاب المستثمرين الأقل اطلاعاً من السوق لعدم توافر المعلومات التي تمكنهم من اتخاذ قرارات استثمارية سليمة (Suharsono et al., ٢٠٢٠).

وقد أشارت دراسة (Ballesteros et al. ٢٠١٧) إلى أن الإفصاح عن أداء الاستدامة يساهم في توفير معلومات ذات صلة بالمستثمرين والمحللين الماليين وأصحاب المصالح الآخرين، مما يقلل من أخطاء التنبؤ وعدم تماثل المعلومات ويزيد من دقتها، وذلك من خلال تحويل المعلومات الخاصة التي تخضع لتحكم الإدارة إلى معلومات عامة، مما يقلل من تباين المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح الآخرين.

وقد هدفت دراسة (Diebecker & Sommer ٢٠١٧) إلى اختبار أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأوروبية، وقد توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن أداء الاستدامة يؤثر تأثيراً سلبياً كبيراً على عدم تماثل المعلومات. كذلك توصلت دراسة (Pour & Imanzadeh ٢٠١٧) إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات، بمعنى أنه كلما زاد مستوى الإفصاح الاختياري للمعلومات قلت عدم تماثل المعلومات، حيث يؤدي الإفصاح الاختياري إلى الحد من الممارسات الانتهازية للإدارة، وتخفيض الفجوة المعلوماتية وحالة عدم التأكد وزيادة ثقة المستثمرين في التقارير المالية للشركة.

وقد أشارت دراسة كل من (Swarnapali et al. ٢٠١٨); (Du et al. ٢٠١٧) إلى ارتباط أهمية الإفصاح عن الاستدامة بدورها في تحسين سمعة الشركة، وتعزيز مركزها التنافسي، وتدنية عدم تماثل المعلومات، وتعزيز شفافية المعلومات، وإمداد المستثمرين بالمعلومات اللازمة لتقييم الأسهم، واتخاذ القرارات الاستثمارية، بما يؤدي في النهاية إلى زيادة القيمة السوقية للشركة. وتأكيداً على ذلك توصلت دراسة (Whetman ٢٠١٨) إلى أن الإفصاح عن أداء الاستدامة يمكن الشركة من تقديم معلومات تتعلق بالجوانب غير المالية لعمليات الشركة، بما يؤدي إلى تعزيز شفافية المعلومات وتخفيض حالة عدم التماثل في المعلومات وبالتالي تحسين سمعة الشركة.

وقد هدفت دراسة (Malo-Alain et al. ٢٠١٩) إلى قياس أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على جودة التقارير المالية بالتطبيق على عينة من الشركات السعودية، وقد تم قياس جودة التقارير المالية من خلال الاستحقاقات الاختيارية، والتحفيز المحاسبي، وعدم تماثل المعلومات، وقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج منها، أن هناك علاقة عكسية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وعدم تماثل المعلومات. وعلى عكس ما سبق هدفت دراسة (Juniarti ٢٠١٩) إلى اختبار أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على عدم تماثل المعلومات، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة بالبورصة الإندونيسية خلال الفترة من عام ٢٠٠٨ حتى عام ٢٠١٤، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية، بمعنى أنه كلما زاد الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في تقارير

الاستدامة زاد عدم تماثل المعلومات، حيث تستخدم الشركات الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية كوسيلة للتغطية على الأخبار السيئة، فالشركات التي لديها خسائر كبيرة تميل إلى الكشف عن المزيد من المعلومات المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية. في حين توصلت دراسة (Suharsono et al. ٢٠٢٠) إلى وجود علاقة عكسية بين الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات، حيث إن الإفصاح عن المعلومات غير المالية من خلال تقارير الاستدامة قد يحد من عدم تماثل المعلومات ويؤدي إلى زيادة جودة التقارير المالية.

وقد أشارت دراسة (Habib et al. ٢٠١٨) أن الحل المناسب للحد من عدم تماثل المعلومات يكون من خلال زيادة مستوى شفافية التقارير المالية، حيث إن الافتقار إلى الشفافية يمكن المديرين من إخفاء الأخبار السيئة لفترات طويلة. وتأكيداً على ذلك أشارت دراسة (Zia et al. ٢٠٢٠) إلى أن التوسع في الإفصاح الاختياري يمكن أن يخفف من حدة عدم تماثل المعلومات، حيث إن نقص الإفصاح يولد دافع لدى بعض المستثمرين في الحصول على المعلومات بطرق خاصة، مما يؤدي إلى زيادة عدم تماثل المعلومات، وبالتالي يساهم الإفصاح عن أداء الاستدامة، باعتباره من أنواع الإفصاح الاختياري والذي يستند على معايير أخلاقية في الحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات، مما يعزز من شفافية المعلومات ويحد من قدرة الإدارة على حجب الأخبار السيئة لفترات طويلة.

وقد توصلت دراسة (Hammami & Zadeh ٢٠٢٠) إلى أن الإفصاح عن أداء الاستدامة يؤدي إلى زيادة الرقابة الخارجية على الشركة من قبل المستثمرين وأصحاب المصالح الآخرين، مما يزيد من تكلفة إخفاء الأخبار السيئة لفترات طويلة، وبالتالي تنخفض عدم تماثل المعلومات. أيضاً توصلت دراسة (Oncioiu et al. ٢٠٢٠) إلى أن الإفصاح عن أداء الاستدامة له تأثير خارجي قوى على المساهمين وداخلي على إنتاجية الموظفين، حيث يؤدي إلى تحسين سمعة الشركة والأداء المالي لها، والحد من عدم تماثل المعلومات، وزيادة شفافية ومصداقية المعلومات.

وقد أوضحت دراسة كل من (Ho et al. ٢٠٢١); Romito & Vurro (٢٠٢١) إلى أن الإفصاح عن أداء الاستدامة يساهم في تخفيض عدم تماثل المعلومات، وتحسين الميزة التنافسية للشركة، وتعزيز مشاركة أصحاب المصالح، وذلك من خلال ما يوفره لأصحاب المصالح من معلومات غير مالية عن الأحداث والممارسات البيئية والاجتماعية والحوكمة، بشكل يمكنهم من تقييم أداء الشركة، ويساهم في تضيق الفجوة المعلوماتية بين الإدارة وأصحاب المصالح، حيث قد يكون السبب وراء عدم تماثل المعلومات هو تعمد مديري الشركات حجب معلومات عن الأطراف الأخرى وخاصة المستثمرين، مستغلين بذلك معرفة الإدارة بكل أمور الشركة، وامتلاكهم القدرة في الوصول لكل

المعلومات في أي وقت، مما يؤثر على قرارات أصحاب المصالح خاصة المستثمرين فيما يتعلق بالاستثمار في الأسهم.

ويخلص الباحث مما سبق إلى اتفاق غالبية الدراسات السابقة على وجود علاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وعدم تماثل المعلومات، وإن اختلف اتجاه هذه العلاقة. وبناءً عليه يمكن اشتقاق الفرض الأول للبحث والذي ينص على: "توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وعدم تماثل المعلومات".

٢/٢ تحليل الدراسات التي تناولت العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم واشتقاق الفرض الثاني للبحث:

تُعد ظاهرة انهيار أسعار الأسهم أحد أكثر الظواهر شيوعاً بين الشركات ذات مخاطر الوكالة العالية، حيث قد تستغل الإدارة في مثل هذه الشركات عدم تماثل المعلومات لإخفاء الأخبار السيئة لفترات طويلة لتحقيق مصالح شخصية، إما من خلال إدارة الأرباح أو من خلال اتخاذ قرار استثماري غير مثالي، وعندما تتراكم تلك الأخبار وتصل إلى حد معين يتم الكشف عنها مرة واحدة وفي وقت واحد، مما يتسبب في حدوث انخفاض مفاجئ في سعر السهم أو ما يسمى بانهيار سعر السهم (Hassan, ٢٠٢١; Park & Park, ٢٠٢٠; Wang et al., ٢٠٢٠; Zeng, ٢٠٢١). وفي هذا الصدد من المتوقع أن يؤدي زيادة عدم تماثل المعلومات إلى زيادة خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم.

وقد تناولت عدد من الدراسات العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، وتوصلت إلى عدة نتائج متباينة، فعلى سبيل المثال أشارت دراسة Kothari et al. (٢٠٠٩) أن عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح الخارجيين يمكن أن يساهم في زيادة خطر انهيار سعر السهم، حيث تسمح المعلومات غير المتماثلة إلى قيام المديرين بإخفاء الأخبار السيئة لفترة طويلة، من أجل تعظيم مصالحهم الشخصية والحد من مخاوف التقاضي الناتجة من الإفصاح عن الأخبار السيئة، ولكن عندما يتم الإفصاح عن تلك الأخبار مرة واحدة يتم الانهيار السريع والمفاجئ لأسعار الأسهم.

وقد هدفت دراسة KHodarahmi et al. (٢٠١٦) إلى اختبار أثر عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين على خطر انهيار سعر السهم، وذلك بالتطبيق على الشركات المقيدة ببورصة طهران للأوراق المالية خلال الفترة من عام ٢٠٠١ حتى عام ٢٠١٣، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار سعر السهم، حيث إن المديرين بصفتهم المسؤولين عن إعداد التقارير السنوية وما تتضمنه من معلومات مالية وغير مالية، يميلون إلى تأخير الكشف عن الأخبار السيئة لفترات طويلة وتعجيل نشر الأخبار الجيدة، مستغلين بذلك عدم تماثل المعلومات، مما

يترتب عليه زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم عندما يتم الكشف عن تلك المعلومات المتراكمة مرة واحدة.

وقد توصلت دراسة إبراهيم (٢٠١٦) إلى أنه كلما زاد مستوى التحفظ المحاسبي المشروط في التقارير المالية كلما انخفض احتمال ظهور خطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المساهمة المصرية، وأن هذا التأثير يكون أكثر وضوحاً في الشركات التي ينخفض بها عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية بالشركة والأطراف الخارجية الأخرى ذات العلاقة. أيضاً أشارت دراسة كل من Xu & Yeung & Lento (٢٠١٨) و Zou & (٢٠١٩) إلى وجود علاقة طردية بين عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث إنه في ظل عدم تماثل المعلومات وتحقيقاً للمصالح الشخصية للمديرين، يكون لمديري الشركات القدرة على التحكم في توقيت إصدار الأخبار سواء كانت جيدة أو سيئة، حيث يقوموا بحجب الأخبار السيئة لفترات طويلة، ثم الكشف عنها مرة واحدة، مما يؤدي إلى زيادة خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم.

وقد أوضحت دراسة غنيم (٢٠١٩) إلى أنه يمكن تخفيض خطر انهيار سعر سهم الشركة من خلال العمل على تحسين شفافية التقارير المالية، وزيادة القدرة على اكتشاف أنشطة تخزين الأخبار السيئة، وتحسين البيئة المعلوماتية عند إعداد التقارير السنوية للشركة، وزيادة جودة التقارير السنوية والحد من عدم تماثل المعلومات. وقد أوضحت دراسة مليجي (٢٠١٩) إلى أن القدرة الإدارية للمديرين لها دوراً جوهرياً في تخفيض خطر انهيار سعر السهم، وذلك من خلال دورها في تخفيض تخزين الأخبار السيئة، والذي يمكن الاستدلال عليه من خلال بعض المؤشرات مثل: زيادة مستوى الشفافية، وانخفاض غموض عملية إعداد التقارير المالية، وتطبيق السياسات المحاسبية المتحفظة، والحد من ممارسات إدارة الأرباح، وتوفير المعلومات في الوقت المناسب، وتخفيض عدم تماثل المعلومات.

في حين هدفت دراسة Moradi & Karami (٢٠٢٠) إلى قياس أثر عدم تماثل المعلومات على العلاقة بين تمويل الائتمان التجاري وخطر انهيار أسعار الأسهم، وقد توصلت الدراسة إلى أن تمويل الائتمان التجاري ليس له تأثير كبير على خطر انهيار أسعار الأسهم، كما أن عدم تماثل المعلومات لا تؤثر على العلاقة بين تمويل الائتمان التجاري وخطر انهيار أسعار الأسهم. وقد أشارت دراسة سليمان (٢٠٢٠) إلى أن تخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات نتيجة توافر قدر أكبر من المعلومات لحملة الأسهم، والتي تكاد تقارب المعلومات المتاحة لدى الإدارة يعزز من ثقة حملة الأسهم في أداء الشركة، مما ينعكس على قراراتهم الاستثمارية بشكل إيجابي ويخفض معه خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم.

وقد اختبرت دراسة Li et al. (٢٠٢٠) العلاقة بين توقيت افصاح الشركات عن التقارير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الصينية خلال الفترة من عام ٢٠٠١ حتى عام ٢٠١٧، وقد توصلت الدراسة إلى أن تغيير أو تحويل توقيت الإفصاح عن التقارير السنوية من فترات اهتمام السوق المرتفعة إلى فترات اهتمام السوق المنخفضة، يزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم، نتيجة احتمالية أن يكون سبب هذا التغيير راجع لأسباب تتعلق بعدم تماثل المعلومات، وحجب الأخبار السيئة، وممارسة إدارة الأرباح.

وفى دراستها للعلاقة بين جودة المراجعة الداخلية وخطر انهيار أسعار الأسهم توصلت دراسة Park & Park (٢٠٢٠) إلى أنه كلما زادت جودة المراجعة الداخلية قلت عدم تماثل المعلومات، وزاد الكشف الفوري عن الأخبار السيئة، وبالتالي انخفض خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم. وأيضاً أشارت دراسة Abdel-Wanis (٢٠٢١) إلى أن زيادة جودة المراجعة تتيح للمساهمين الحصول على قدر أكبر من المعلومات، مما يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات، ومن ثم الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم. في حين توصلت دراسة مراد، وآخرون (٢٠٢١) إلى وجود علاقة معنوية سالبة للتفاعل بين كل من التحفظ المحاسبي وعدم تماثل المعلومات على احتمال الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم، أي أن الشركات التي تزداد بها ظاهرة عدم تماثل المعلومات ستسعى إلى زيادة مستوى التحفظ المحاسبي، بما يؤدي إلى انخفاض احتمال حدوث انهيار في أسعار الأسهم.

وقد توصلت دراسة Kong et al. (٢٠٢١) إلى أن انهيار أسعار الأسهم يرجع إلى عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، حيث يسمح عدم تماثل المعلومات لمديري الشركات بحجب الأخبار السيئة لفترات طويلة، وعندما يتم الإفصاح عنها مرة واحدة وانتشارها في السوق سيؤدي ذلك إلى انهيار أسعار الأسهم، كذلك أشارت الدراسة أن من أسباب انهيار أسعار الأسهم هو استخدام الإدارة للغة معقدة عند كتابة التقارير السنوية مما يؤدي إلى انخفاض قابليتها للقراءة.

وقد توصلت دراسة كل من سليم (٢٠٢١); Au et al. (٢٠٢١) إلى وجود علاقة عكسية بين الإفصاح عن المخاطر المتعلقة بأنشطة الشركة وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث إن الإفصاح عن المخاطر يحسن البيئة المعلوماتية للشركة ويؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات، وحجب الأخبار السيئة، وجذب ثقة أصحاب المصالح، مما يمكن الشركة من الحفاظ على أسعار أسهمها من الانهيار. كذلك أشارت دراسة Andreou et al. (٢٠٢١) إلى أن عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين يدفع الإدارة إلى

إخفاء الأخبار السيئة والتي بدورها تؤدي إلى انعدام الشفافية، وزيادة غموض التقارير السنوية وانخفاض قابليتها للقراءة، مما يزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم. ويخلص الباحث مما سبق إلى اتفاق غالبية الدراسات السابقة على وجود علاقة بين عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، وإن اختلف اتجاه هذه العلاقة. وبناءً عليه يمكن اشتقاق الفرض الثاني للبحث والذي ينص على: "توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم"

٣/٢ تحليل الدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم واشتقاق الفرض الثالث للبحث:

يعتمد تفسير العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم على وجهتي نظر، حيث ترى وجهة النظر الأولى أن الإفصاح عن أداء الاستدامة يعطي مؤشراً للسلوك الأخلاقي للإدارة، كما أنه في ظل نظرية الشرعية تتجه الشركات للإفصاح عن أداء الاستدامة لتأكيد شرعيتها وزيادة الشفافية، ومساعدة أصحاب المصالح على اتخاذ قرارات رشيدة، بما يعكس في النهاية على تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم، بينما تُبدي وجهة النظر الأخرى تخوفها من الإفصاح عن أداء الاستدامة، حيث ترى أنه قد تستغل الإدارة هذا الإفصاح كوسيلة أو أداة للتغطية على سلوكياتها الانتهازية وإدارتها للأرباح، وإخفائها للأخبار السيئة لفترات طويلة، مما قد يؤدي إلى زيادة احتمالية حدوث خطر انهيار لأسعار الأسهم.

فعلى سبيل المثال اعتمدت دراسة (Jin & Myers (٢٠٠٦) في تفسيرها للعلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم على نظرية إخفاء الأخبار السيئة، حيث ترى أن الافتقار إلى الشفافية يمكن مديري الشركات من حجب الأخبار السيئة عن المستثمرين وأصحاب المصالح الآخرين لفترات طويلة، وعندما يتم الكشف عن تلك الأخبار مرة واحدة وفي وقت واحد يحدث الانخفاض الحاد والمفاجئ في أسعار الأسهم.

وقد توصلت دراسة كل من (Jie & Nakajima (٢٠١٥) ; Aman (٢٠١٣) إلى عدم وجود علاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم. بينما توصلت دراسة (Kim et al. (٢٠١٤) إلى وجود علاقة طردية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث تحاول الإدارة إخفاء سلوكها الانتهازي وإدارتها للأرباح وأدائها السيئ من خلال الإفصاح المفرط عن المسؤولية الاجتماعية للشركة، حيث تستخدم الإدارة هذا الإفصاح كوسيلة لإخفاء المعلومات السلبية، بما يؤدي في النهاية إلى زيادة احتمال حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم. كذلك توصلت دراسة (Quan & Xiao (٢٠١٦) إلى نفس النتيجة حيث أشارت

إلى أنه قد تتخذ بعض الشركات الإفصاح عن أداء الاستدامة بشكل انتهازى كوسيلة أو أداة لإخفاء الأخبار السيئة والتصرفات الانتهازية للإدارة، حيث قد تقوم الإدارة بإخفاء معلومات عن قيامها بمشاريع مربحة، ولكنها ضارة بالبيئة، وبالتالي قد تواجه الشركة مخاطر أعلى بعد الإفصاح عن أداء الاستدامة تؤدي إلى زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم. في حين أشارت دراسة كل من (Zhang et al. ٢٠١٦); Lee (٢٠١٦) إلى أن الشركات المسؤولة اجتماعياً تلتزم بمعايير أعلى من الشفافية، وينخفض لديها الدافع لحجب الأخبار السيئة، مما يخفف بشكل كبير من خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم.

وقد هدفت دراسة (Tang & Zhong ٢٠١٩) إلى بيان أثر الإفصاح الإلزامي للاستدامة على خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم حول العالم، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ١٨ دولة خلال الفترة من عام ٢٠٠٠ حتى عام ٢٠١٦، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين الإفصاح الإلزامي عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم، بمعنى أن احتمالية حدوث انهيار في أسعار الأسهم تكون منخفضة بنسبة ٩٠% في الشركات التي قامت بالإفصاح الإلزامي عن أداء الاستدامة، مقارنة بالشركات التي لم تفصح عن أداء الاستدامة، ويكون ذلك أكثر وضوحاً في الشركات ذات الغموض العالي للمعلومات غير المالية، حيث أوضحت الدراسة أن الإفصاح عن أداء الاستدامة له تأثير إيجابي قوى على مديري الشركات، حيث يؤدي إلى زيادة نزاهتهم وتهذيب سلوكهم ودفعهم للكشف عن المعلومات السلبية وعدم إخفائها لفترات طويلة، مما ينعكس على تحسين الشفافية وانخفاض خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم.

وعلى العكس من ذلك هدفت دراسة (Zahn & Cong ٢٠١٩) إلى تحليل العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وخطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٤٣٦ شركة مدرجة في سنغافورة خلال الفترة من ٢٠١٤ حتى ٢٠١٨، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم، بمعنى أنه قد يكون للإفصاح عن أداء الاستدامة أثر سلبي على أسعار الأسهم، حيث إن الشركات المعرضة لمستوى كبير لخطر انهيار أسعار الأسهم يكون لديها حافز أكبر لزيادة حجم الإفصاح عن أداء الاستدامة، وذلك لتحسين سمعة الشركة وزيادة قيمتها، ولصرف الانتباه عن ممارساتها غير الأخلاقية المتعلقة بإخفاء الأخبار السيئة، وبالتالي تستهدف إدارات الشركات استخدام هذا النوع من الإفصاح في تضليل المشاركين في السوق، وذلك من خلال محاولة تزييف الحقائق وتجميل أداء الشركة، الأمر الذي يؤدي إلى مشكلة الاختيار العكسي لدى المستثمرين، وبالتالي زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم، وقد أشارت الدراسة

أيضاً إلى أنه لا ينبغي بالضرورة تفسير الزيادة في الإفصاح عن الاستدامة على أنه مؤشر أو دليل على جودة المعلومات المالية، حيث تشير النتائج إلى أن المستثمرين يأخذوا موقفاً أكثر حذراً عند تحليل زيادة الإفصاح عن الاستدامة، حيث قد تكون تلك الزيادة في الإفصاح من قبيل محاولات الشركة لإخفاء أو تحويل الانتباه عن التهديدات المتعلقة بخطر الانهيار المستقبلي في أسعار الأسهم بسبب حجب الأخبار السيئة من قبل الإدارة.

بينما توصلت دراسة (Yildiz & Karan، ٢٠٢٠) أن الشركات ذات المستوى المرتفع من الإفصاح المحاسبي عن أداء الاستدامة ستكون أقل عرضة لاحتمال حدوث انهيار مستقبلي في أسعار أسهمها، مقارنة بالشركات التي لا تقوم بالإفصاح عن أداء الاستدامة، خاصة في ظل التغير المناخي على مستوى دول العالم وانتشار شركات الطاقة المتجددة، حيث يؤدي الإفصاح عن أداء الاستدامة إلى زيادة مستوى الشفافية، وبالتالي الحد من رغبة الإدارة في إخفاء الأخبار السيئة، والقيام بتصرفات انتهائية تحقق من خلالها مصالحهم الشخصية على حساب مصالح الأطراف الأخرى الخارجية، بما يؤدي في النهاية إلى الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم. وتأكيداً على ذلك هدفت دراسة (Harmadji et al.، ٢٠٢٠) إلى بحث العلاقة بين استراتيجية ممارسة الإفصاح عن تقارير الاستدامة وخطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الإندونيسية خلال الفترة من ٢٠١٠ حتى ٢٠١٧، وقد أشارت الدراسة إلى أن الدافع الرئيسي لتناول ذلك الموضوع هو تزايد حالات انهيارات أسعار الأسهم في إندونيسيا، مما تسبب في خسائر فادحة للمستثمرين، وأن الإفصاح عن أداء الاستدامة يؤدي إلى زيادة أسعار أسهم الشركات، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين جودة الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم، أي كلما زادت جودة تقارير الاستدامة المصحح عنها كلما انخفض خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم، حيث يكون ذلك بمثابة مانعاً للمديرين للتلاعب في أسعار الأسهم عن طريق حجب الأخبار السيئة، وفي النهاية أوصت الدراسة بضرورة أن يكون الإفصاح عن أداء الاستدامة إلزامياً للشركات لتفادي أو للحد من الانهيارات المتكررة لأسعار الأسهم.

وقد اختبرت دراسة (Hunjra et al.، ٢٠٢٠) أثر المسؤولية الاجتماعية وحوكمة الشركات على خطر انهيار أسعار الأسهم، بالتطبيق على عينة مكونة من ٣٥٣ شركة في قطاع التصنيع في الهند وباكستان، وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات ذات المسؤولية الاجتماعية والحوكمة الجيدة يتوافر لديها معايير أخلاقية عالية، وتقارير سنوية أقل غموضاً وأكثر شفافية مع قدرة أقل على حجب الأخبار السيئة، مما ينعكس في النهاية على انخفاض خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم. بينما هدفت دراسة Murata &

(٢٠٢١) Hamori إلى اختبار العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة (ESG) وخطر انهيار أسعار الأسهم بالتطبيق على عينة من بعض الشركات في أوروبا وأمريكا واليابان، وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم في عينة الشركات الأمريكية، على الجانب الآخر تم التوصل إلى وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم في عينة كل من الشركات الأوروبية والشركات اليابانية، وتشير نتائج الدراسة بصفة عامة إلى أن الإفصاح عن أداء الاستدامة يقلل من خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم، غير أن القوة التأثيرية لهذه العلاقة تختلف باختلاف بيئة الأعمال.

في حين هدفت دراسة (٢٠٢١) Alsahlawi et al. إلى اختبار أثر الإفصاح عن الاستدامة البيئية على عائد أسهم الشركات المقيدة في المملكة العربية السعودية، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية، بمعنى أنه كلما زاد الإفصاح عن الأداء البيئي كلما انخفض عائد الأسهم، ويظهر ذلك بشكل أكثر وضوحاً في الشركات التي تعاني من قيود مالية، وقد أرجعت الدراسة ذلك إلى أن المستثمرين لا يعترفون بالاختلافات في مستوى الإفصاح عن الأداء البيئي كمؤشر لارتفاع أو انخفاض المخاطر، أي أن المستثمرين لا يأخذون في الاعتبار الإفصاح عن الأداء البيئي عند تقييم الأسهم، كما أنهم ليسوا على استعداد لدفع سعر أعلى للسهم مقابل الأداء البيئي الذي تم الإفصاح عنه. كذلك هدفت دراسة (٢٠٢١) Butar & Murniati إلى اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي وشفافية التقارير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات في إندونيسيا خلال الفترة من عام ٢٠١١ حتى عام ٢٠١٨، وقد توصلت الدراسة إلى أن اتباع الشركة لسياسة التحفظ المحاسبي له تأثير كبير على الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم، في حين أن شفافية التقارير المالية ليس لها تأثير كبير على خطر انهيار أسعار الأسهم، وقد أرجعت الدراسة ذلك إلى أن المستثمرين في إندونيسيا يميلون إلى التغاضي عن شفافية التقارير المالية أثناء اتخاذ قرارات الاستثمار في الأسهم. وعلى عكس ذلك توصلت دراسة (٢٠٢١) Wongchoti et al. إلى أنه كلما انخفضت جودة الأرباح وشفافية المعلومات كلما زاد خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم.

وفي دراستها للعلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وخطر انهيار أسعار الأسهم توصلت دراسة (٢٠٢١) Tasnia et al. إلى وجود علاقة طردية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وخطر انهيار أسعار الأسهم، مما يشير إلى أن المساهمين قد لا يفضلون التركيز الزائد على المسؤولية الاجتماعية للشركات، بسبب التكلفة الإضافية

للاستثمار المرتبطة بتنفيذ المسؤولية الاجتماعية، حيث قد يؤدي هذا الإفصاح إلى زيادة حجم التقارير المالية وانخفاض قابليتها للقراءة وبالتالي زيادة خطر انهيار سعر السهم. وتحليل نتائج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم، تبين للباحث أن تلك العلاقة قد تكون علاقة سلبية تكاملية، حيث يشير الإفصاح عن أداء الاستدامة إلى مستوى أخلاقي ونزاهة عالية للمديرين، مما يؤدي إلى الحد من ميل المديرين لإخفاء الأخبار السيئة المتعلقة بالأداء غير المالي وممارسة سلوكها الانتهازي، وبالتالي تتحسن شفافية التقارير السنوية وينخفض خطر انهيار أسعار الأسهم، من ناحية أخرى قد تكون علاقة إيجابية بديلية، حيث قد تلجأ الشركات ذات الاحتمالية المرتفعة لانهيار أسعار أسهمها إلى الإفصاح عن أداء الاستدامة كوسيلة أو أداة للتغطية على سلوكها الانتهازي وحجبها للأخبار السيئة، أو قد لا تكون هناك علاقة على الإطلاق.

وعلى الرغم من وجود تباين في نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أن معظم الدراسات اتفقت على وجود علاقة بينهما، وإن اختلف اتجاه هذه العلاقة، لذلك يمكن اشتقاق الفرض الثالث للبحث والذي ينص على: "توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم". كذلك يتضح للباحث عدم وجود أي دراسة قامت باختبار الأثر غير المباشر للإفصاح عن أداء الاستدامة على خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط، واختبار تلك العلاقة في بيئة الأعمال المصرية يمكن اشتقاق الفرض الرابع للبحث والذي ينص على: "توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم من خلال عدم تماثل المعلومات".

تحليل عام للدراسات السابقة:

في ضوء نتائج الدراسات السابقة يخلص الباحث إلى الآتي:

- يوجد تباين بين نتائج الدراسات السابقة في بيئة الأعمال الأجنبية حول طبيعة العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وعدم تماثل المعلومات، وكذلك العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، وأيضاً العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث توصلت بعض الدراسات إلى وجود علاقة طردية، بينما توصلت عدد من الدراسات إلى وجود علاقة عكسية، في حين توصلت دراسات أخرى إلى عدم وجود علاقة على الإطلاق، ولذلك يحاول الباحث من خلال الدراسة الحالية اختبار هذه العلاقات للتأكد من مدى اتفاق أو اختلاف النتائج التي

توصلت إليها الدراسات الأجنبية مع النتائج التي سيتم التوصل إليها في بيئة الأعمال المصرية.

- لم تتل العلاقة بين متغيرات الدراسة الاهتمام الكافي في البيئة العربية بصفة عامة والبيئة المصرية بصفة خاصة، حيث إن معظم هذه الدراسات تم تطبيقها في بيئات أعمال مختلفة عن البيئة المصرية، وبالتالي قد لا تلائم نتائجها بيئة الأعمال المصرية.

- ندرة الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة المباشرة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وعدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، بالإضافة إلى أنه - في حدود علم الباحث واطلاعه - لا توجد دراسة سابقة تناولت العلاقة غير المباشرة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم من خلال عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط، خاصة في بيئة الأعمال المصرية.

- تستند منهجية الدراسة الحالية على تصميم أربعة نماذج: الأول لقياس أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات، والثاني لقياس أثر عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار أسعار الأسهم، والثالث لقياس أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على خطر انهيار أسعار الأسهم، والرابع لقياس أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط، وهو ما يميز الدراسة الحالية عن باقي الدراسات السابقة التي تمت في هذا المجال، حيث لم يتم تناول العلاقة بين هذه المتغيرات مكتملة، خاصة في بيئة الأعمال المصرية.

- تستند الدراسة الحالية في تناولها للإفصاح عن أداء الاستدامة على حجم الإفصاح عن هذا الأداء ومؤشرات الاستدلال عليه، وهو ما يوفر معلومات مفيدة لأصحاب المصالح عن دور الشركات في تحقيق التنمية المستدامة الحقيقية، وعدم اتجاهها لذلك الإفصاح لإخفاء سلوكها الانتهازي، وممارستها لإدارة الأرباح، وحجبها للأخبار السيئة، بما يؤثر على أسعار الأسهم.

- تعد الدراسة الحالية استكمالاً لجهود الدراسات السابقة لأنها تعتمد في جزء كبير منها على توصيات بعض الدراسات، والتي أوصت باستمرار البحث حول محددات خطر انهيار أسعار الأسهم، والآليات المختلفة للحد من هذا الانهيار.

٣- الإطار النظري لموضوع البحث:

١/٣ الإطار المفاهيمي للاستدامة:

١/١/٣ مفهوم الاستدامة:

شهدت أسواق المال العالمية اهتماماً متزايداً بمفهوم الاستدامة وآليات تحقيق أهداف التنمية المستدامة، فقد كشفت الانهيارات المالية والأزمات المالية عن ضعف أسواق المال العالمية، وتعرض الاقتصاد القومي لها لصدمة كان لها الأثر السلبي الكبير على النمو الاقتصادي، والتي بدورها أظهرت أهمية قيام الشركات المقيدة بدمج الأداء البيئي والمسؤولية الاجتماعية ومعايير الحوكمة في الاستراتيجية العامة للشركة (البورصة المصرية، ٢٠١٩). وبالتالي يعد مفهوم الاستدامة والتنمية المستدامة من المفاهيم الحديثة نسبياً التي لم تظهر مصادفة، وإنما جاءت نتيجة الاهتمام الدولي المتزايد بالأمور الاقتصادية والاجتماعية والبيئية على مدار عدة عقود، فقد ظهر مفهوم التنمية كمرادف للنمو الاقتصادي، ثم تطور ليهتم بالبعد الاقتصادي مع الأخذ في الاعتبار البعد الاجتماعي ولكن ليس بنفس المستوى، ثم تطور لمفهوم التنمية الشاملة والذي يعطى أهمية لكل من البعد الاقتصادي والبعد الاجتماعي بنفس المستوى، إلى أن بدأ الاهتمام بالقضايا البيئية فتم إدخال البعد البيئي لعملية التنمية فظهر مفهوم التنمية المستدامة. وفيما يتعلق بتعريف التنمية المستدامة فإنه لا يوجد تعريف محدد لها، وقد ظهر هذا المفهوم لأول مرة من خلال تقرير مفوضية الأمم المتحدة للتنمية والبيئة والمعروف بتقرير بورتلاند، والذي عرف التنمية المستدامة بأنها التنمية المستمرة التي تلبي احتياجات الحاضر دون المساس بقدرة الأجيال المقبلة على تلبية احتياجاتها (Yang et al., ٢٠٢٠).

وقد أوضحت إحدى الدراسات مشابه (٢٠١٦) أن الاستدامة هي نموذج تكاملي يربط بين الأداء الاقتصادي والاجتماعي والبيئي، فالوحدة الاقتصادية حتى تكون مستدامة يجب أن تساهم بشكل جيد اقتصادياً، وأن تسلك السلوك الأخلاقي الذي يمكنها من الوفاء بمسئولياتها الاجتماعية والبيئية. وبناءً عليه تشتمل الاستدامة على أربعة مجالات رئيسية هي: المجال الاقتصادي ويندرج تحته أنشطة الحوكمة، والمجال الاجتماعي والذي يهتم بحماية حقوق الإنسان، ومراعاة حقوق أصحاب المصالح، والمساهمة في رفاهية المجتمع والمسؤولية عن المنتج، والمجال البيئي والذي يتناول الحفاظ على البيئة، والاستخدام الأمثل للموارد الطبيعية، وأخيراً مجال السلوك الأخلاقي ويندرج تحته مكافحة الفساد والالتزام بالقوانين. كما يمكن تعريف استدامة الشركات بأنها الاستثمارات المادية والبشرية التي تخصصها الشركة لتعزيز أدائها الاقتصادي والاجتماعي والبيئي دون استنزاف الموارد المتاحة للشركة، وبما يحقق أهداف واحتياجات جميع الأطراف الحالية ذات العلاقة بالشركة دون المساس باحتياجات الأطراف القادمة (شعبان، ٢٠١٩).

٢/١/٣ الإفصاح عن أداء الاستدامة:

يعد إفصاح الشركات عن الأمور البيئية والاجتماعية والحوكمة أو ما يسمى بالإفصاح عن أداء الاستدامة (ESG) من علامات القيادة والحوكمة الرشيدة للشركة،

والتي تعتبر ضرورية للنمو المستدام، حيث أصبح كيفية تعامل الشركة مع قضايا الاستدامة عاملاً مهماً لما يتخذه المستثمرون من قرارات، حيث يدرك صانعو السياسات حول العالم أهمية الاستدامة في النمو الاقتصادي، وأن النقص في الإفصاح عن معلومات الاستدامة، قد يؤدي إلى غياب الشفافية وصعوبة اتخاذ القرارات الاستثمارية، وبالتالي زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم. وبناءً على ذلك تزايدت مطالبات أصحاب المصالح في الآونة الأخيرة بأهمية الإفصاح عن أداء الاستدامة بكل أبعادها، بما يمكنهم من إلقاء نظرة شاملة على أنشطة الشركة وتقييم أكثر فعالية للقيمة الاقتصادية الإجمالية لها، والحصول على معلومات أكثر تفصيلاً عن الحاضر والمستقبل، بدلاً من الاعتماد على معلومات تاريخية سابقة (Azzam et al., ٢٠٢٠; Nwokeji & Benjamin, ٢٠١٩).

ويشير الإفصاح عن أداء الاستدامة إلى توفير معلومات كمية ووصفية مالية وغير مالية لأصحاب المصالح، لتقييم الأثر الاقتصادي والبيئي والاجتماعي والحوكمي لأنشطة الشركة، بما يساعدهم على اتخاذ القرارات المناسبة (إبراهيم، ٢٠١٩؛ Ktk & Wong, ٢٠١٧). ويرى البعض أن الإفصاح عن أداء الاستدامة يشير إلى العملية التي يتم من خلالها قيام الشركة بتوصيل الآثار الاجتماعية والبيئية لأعمالها الاقتصادية إلى أصحاب المصلحة الداخليين والخارجيين (Araya et al., ٢٠١٦). ويراه آخر بأنه عبارة عن توفير معلومات مالية وغير مالية عن أنشطة الشركة الاقتصادية والبيئية والاجتماعية، بهدف تقييم أداء الشركة على المدى البعيد، ومساعدة أصحاب المصالح على اتخاذ القرارات، وتقدير الفرص والمخاطر التي تواجههم (يونس، ٢٠٢١).

في حين يراه البعض بأنه وسيلة للقياس والعرض وتوصيل المعلومات الخاصة بالأبعاد الاقتصادية والاجتماعية والبيئية الخاصة بالشركة لأصحاب المصالح، بما يعزز من شفافية المعلومات ويساهم في الحد من عدم تماثل المعلومات وتحقيق قيمة مضافة مستدامة للشركة (الخولي، ٢٠٢١). وقد أوضحت دراسة (Albitar et al., ٢٠٢٠) أن الإفصاح عن أداء الاستدامة يعنى الإفصاح عن الممارسات البيئية، وذلك فيما يتعلق (بحماية البيئة وتغير المناخ والآثار البيئية الناتجة عن عمليات الشركة)، والممارسات الاجتماعية وذلك فيما يتعلق (بحقوق الانسان والمساواة وتهيئة بيئة العمل والمساهمة في المجتمع)، والحوكمة وذلك فيما يتعلق (بهيكمل الملكية واستقلال مجلس الإدارة وحقوق الأقلية والشفافية وجودة الإفصاح)، وهو ما يؤيده الباحث ويتفق معه.

٣/١/٣ المؤشر المصري للاستدامة:

تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بشكل كبير بالقضايا البيئية والمسؤولية الاجتماعية والحوكمة بهدف المساهمة في تحقيق أهداف التنمية المستدامة، ولعل إصدار المؤشر المصري للاستدامة (S&P/EGX ESG Index) أوضح دليل على هذا الاهتمام، ففي

أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دراسة تطبيقية

٢٢ مارس ٢٠١٠ قامت البورصة المصرية بالتعاون مع مركز المديرين المصري ومؤسسة ستاندرد أند بورز ومؤسسة كريسل ببناء المؤشر المصري للاستدامة، والذي يعد الأول في المنطقة العربية وأفريقيا والثاني على مستوى الأسواق الناشئة بعد المؤشر الذي أطلقته الهند، ويدرج في ذلك المؤشر أفضل الشركات المقيدة أداءً، فيما يتعلق بالجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) بحد أقصى ٣٠ شركة من إجمالي ١٠٠ شركة هي الأنشط في السوق المصري، وفي عام ٢٠١٢ قامت البورصة المصرية بالتعاون مع أربع بورصات أخرى بتأسيس مبادرة الأمم المتحدة لأسواق الأوراق المالية المستدامة (UN-Sustainable Stock Exchange (SSE)، وفي عام ٢٠١٤ ساهمت البورصة المصرية في استحداث مجموعة عمل الاستدامة Sustainability Working Group (SWG) التابعة لاتحاد البورصات العالمي World Federation of Exchange (WFE)، وفي إبريل ٢٠١٦ انضمت البورصة المصرية إلى الاتفاق العالمي للأمم المتحدة التزاماً منها بتعميم المبادئ العشر للاتفاق، التي تهدف إلى المساهمة في تحقيق الاستدامة في المؤسسات التجارية وغير التجارية (البورصة المصرية، ٢٠١٦؛ سرور، ٢٠٢٠؛ بخيت وآخرون، ٢٠٢١).

وقد قامت البورصة المصرية في نوفمبر عام ٢٠١٦ بإصدار الدليل الاسترشادي لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الاستدامة، وذلك بهدف التعرف على أسس الاستدامة المتعلقة بحماية البيئة والمسؤولية الاجتماعية وحوكمة الشركات (ESG)، حيث يسهم هذا الدليل في إرشاد الشركات المقيدة إلى تقديم تقارير استدامة دورية توضح فيها أداءها وممارساتها المتعلقة بالاستدامة، بما يتماشى مع معايير ومتطلبات التنمية المستدامة عالمياً، والمبادرة العالمية لإعداد التقارير (GRI)، والميثاق العالمي للأمم المتحدة، إذ تُعد تقارير الاستدامة من أهم العناصر المؤثرة على القرارات الاستثمارية التي يتخذها المستثمرون من المؤسسات والأفراد. ويُعد هذا الدليل الاسترشادي أول دليل لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الاستدامة بين أسواق الأوراق المالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا وذلك بهدف تعزيز الشفافية، وأن هذا الدليل الاسترشادي لا يحمل صفة الإلزام، ولكنه يصب في مصلحة الشركات المقيدة، حيث يساعدها على أن تقتصر تقاريرها المتعلقة بحماية البيئة والمسؤولية الاجتماعية والحوكمة على الأحداث الجوهرية، والاستغناء عن سرد معلومات غير مجدية، حيث تنتج أموال العديد من صناديق الاستثمار حول العالم نحو الاستثمار في أوراق مالية تساهم شركاتها في تحقيق التنمية المستدامة (البورصة المصرية، ٢٠١٩).

٢/٣ مفهوم وقياس عدم تماثل المعلومات:

١/٢/٣ مفهوم عدم تماثل المعلومات:

تُعد مشكلة عدم تماثل المعلومات إحدى وأهم المشاكل المترتبة على نظرية الوكالة، وهي تعنى حالة من التباين في المعلومات بين الأطراف المختلفة، وينشأ هذا التباين نتيجة توافر معلومات لإدارة الشركة كطرف داخلي، باعتبارها المعنية بإعداد التقارير المالية والمطلعة والمتحكمة في المعلومات المتعلقة بالشركة، تفوق المعلومات المتوافرة للمستثمرين وأصحاب المصالح الآخرين كأطراف خارجية، والذين لا يمكنهم الوصول للمعلومات إلا بالقدر المفصح عنه من قبل الإدارة، حيث قد تستغل الإدارة عدم تماثل المعلومات وتتعمد إخفاء الأخبار السيئة لفترات طويلة بحجة أنها تضر بمركز الشركة التنافسي، بهدف تعظيم منافع الإدارة الشخصية على حساب منافع المساهمين وأصحاب المصالح الآخرين (مراد، وآخرون، ٢٠٢١؛ ٢٠٢٠، Huynh et al.).

وقد تنشأ مشكلة عدم تماثل المعلومات نتيجة احتمالية قيام الإدارة بالإتجار في المعلومات، وتوفيرها لبعض المستثمرين دون غيرهم من المستثمرين المشاركين في السوق، مما يولد فجوة معلوماتية تؤثر سلباً على قرارات مستخدمي المعلومات وعلى كفاءة وفعالية سوق الأوراق المالية، حيث إن المستثمرين الذين يتوافر لديهم معلومات أقل غالباً ما يحصلون على خسائر أكبر أو عوائد أقل على استثماراتهم، مما يدفعهم إلى الخروج من السوق، بما يؤثر سلباً على حجم التداول واتخاذ قرارات الاستثمار من شراء أو بيع للأسهم في ظل عدم تماثل المعلومات، مما يؤدي إلى انحراف سعر السهم عن حقيقته مقارنة بالمستثمرين من ذوي المعلومات الأكثر (عبده، ٢٠٢٠؛ Ferrero et al., ٢٠١٦).

٢/٢/٣ قياس عدم تماثل المعلومات:

توجد عدة مقاييس يمكن استخدامها في قياس عدم تماثل المعلومات منها: المقاييس المرتبطة بالمحللين الماليين، والمقاييس المرتبطة بتداول أسهم الشركة، والمقاييس المرتبطة بأسعار وعوائد أسهم الشركة في السوق، والمقاييس المرتبطة بفرص الاستثمار المتاحة أمام الشركة (عرفة، مليجي، ٢٠١٦؛ ٢٠١٧، Diebecker & Sommer). فعلى سبيل المثال يمكن استخدام مقياس اختلاف تنبؤات المحللين الماليين عن أرباح الشركة كمؤشر لعدم تماثل المعلومات، حيث كلما زادت درجة اختلاف تنبؤات المحللين الماليين كلما دل ذلك على زيادة درجة عدم تماثل المعلومات، ويمكن حساب عدم تماثل المعلومات وفقاً للمقياس السابق كما يلي (Ferrero et al., ٢٠١٦, Zia et al., ٢٠٢٠):

$$IA = \frac{EPS - \text{Median of Forecasted EPS}}{\text{Share Price}}$$

حيث إن:

IA: عدم تماثل المعلومات

EPS: ربحية السهم

Median of Forecasted EPS: متوسط التوقعات عن ربحية السهم.

Share Price: سعر السهم.

كما يمكن قياس عدم تماثل المعلومات من خلال مقياس فروق العرض والطلب لأسعار الأسهم Bid-Ask Spread of Stock Prices أو ما يسمى بالفرق النسبي لسعر السهم، وهو الفرق بين أعلى سعر يكون المستثمر على استعداد لتحمله عند شراء السهم، وأدنى سعر يكون على استعداد لقبوله عند بيع السهم، وكلما زاد الفرق النسبي لسعر السهم دل ذلك على زيادة عدم تماثل المعلومات، نتيجة قيام المستثمرين أصحاب المعلومات الأكثر باستغلال تلك المعلومات في زيادة فرق السعر لتعظيم مكاسبهم الخاصة على حساب المستثمرين أصحاب المعلومات الأقل (Machdar et al., ٢٠١٧)، ويمكن حساب هذا المقياس من خلال المعادلة الآتية (Kiswanto & Fitriani, ٢٠١٩):

$$\text{Spread}_{jt} = \{(Ask_{jt} - Bid_{jt}) / (Ask_{jt} + Bid_{jt}) / 2\} \times 100$$

حيث إن:

Spread_{jt} : متوسط فروق أسعار العرض والطلب لسهم الشركة i في اليوم t

Ask_{jt} : أدنى سعر بيع لسهم الشركة i في اليوم t

Bid_{jt} : أعلى سعر شراء لسهم الشركة i في اليوم t

٣/٣ الإطار المفاهيمي لخطر انهيار سعر السهم:

١/٣/٣ مفهوم خطر انهيار سعر السهم:

يُعد خطر انهيار سعر السهم بمثابة حدثاً مروعاً للمشاركين في سوق الأوراق المالية، كونه يؤثر على قرارات العديد من أصحاب المصالح المرتبطين بالشركة، فهو يؤثر على الموردين فيما يتعلق بتوريد المنتجات للشركة، وعلى الموظفين فيما يتعلق باستمرارهم وبقائهم في الشركة، وعلى المقرضين فيما يتعلق بإقراض الشركة، وعلى المساهمين للحفاظ على أسهم الشركة من الانهيار، وعلى المستثمرين المحتملين كأساس لاتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة، وعلى المحللين الماليين فيما يتعلق بتحليلهم لمخاطر محفظة الأوراق المالية، ومن الناحية النظرية يستند خطر انهيار سعر السهم إلى ميل المديرين نحو حجب الأخبار السيئة لفترات طويلة، وإذا نجح المديرين في منع تدفق المعلومات السلبية إلى سوق الأوراق المالية يكون توزيع عوائد الأسهم غير متماثلة، وعندما يتم الكشف عن تلك الأخبار السيئة المتراكمة مرة واحدة يؤدي ذلك إلى حدوث انخفاض مفاجئ في سعر سهم الشركة أو ما يسمى بخطر انهيار سعر السهم (Hutton et al., ٢٠٠٩; Kothari et al., ٢٠٠٩).

وقد وردت العديد من التعريفات لخطر انهيار سعر السهم، ومن خلال استعراض الدراسات السابقة في هذا الشأن، يتضح أن هذه التعريفات تدور حول مفهومين أساسيين هما سعر السهم، وتوزيعات العائد على السهم. وبناءً عليه يمكن تناول مفهوم خطر انهيار سعر السهم من خلال وجهتي نظر، حيث تنظر وجهة النظر الأولى لخطر انهيار سعر السهم على أنه ذلك الخطر الذي يتعلق بالحركة السريعة والمفاجئة لسعر السهم، حيث يمكن تعريفه بأنه عبارة عن انخفاض حاد ومفاجئ في سعر السهم أو انخفاض حاد ومفاجئ في القيمة السوقية للسهم يترتب عليه انخفاض شديد في ثروة المساهمين (النجار، ٢٠١٩؛ ٢٠٢٠؛ Ryu, ٢٠٢٠؛ Chen, ٢٠١٩؛ Jeon, ٢٠١٨؛ Dang et al., ٢٠١٦؛ Zhu, ٢٠٢١ & Chae). في حين تنظر وجهة النظر الأخرى لخطر انهيار سعر السهم على أنه ذلك الخطر الذي يتعلق بتوزيعات عائد السهم، حيث يمكن تعريفه على أنه الانحراف أو الالتواء السالب في توزيعات عائد السهم خلال فترة التداول أو احتمال حدوث قيم متطرفة سلبية كبيرة في توزيعات عائد السهم (حسين، ٢٠٢٠؛ ٢٠١٩؛ Kim & Zhang, ٢٠١٥). DeFond et al.,

وفي ضوء ما سبق يمكن القول إن خطر انهيار سعر السهم يعنى حدوث انخفاض حاد ومفاجئ في القيمة السوقية للسهم، يتبعه انحراف سلبى كبير في توزيع عائد السهم بشكل متكرر خلال فترة زمنية قصيرة، مما يؤدي إلى حدوث انخفاض شديد في ثروة المستثمرين وعدم استقرار سوق رأس المال، وأن التفسير السائد لانهيار سعر السهم، هو قيام الإدارة بالإخفاء المتعمد للأخبار السيئة لفترة طويلة مستغلة بذلك عدم تماثل المعلومات، ثم الكشف عن تلك الأخبار مرة واحدة وفى وقت واحد.

٢/٣/٣ أسباب حدوث خطر انهيار سعر السهم:

يعد خطر انهيار سعر السهم محصلة لكثير من الأسباب والتي من أهمها: عدم تماثل المعلومات وحجب الأخبار السيئة، عدم تجانس معتقدات المستثمرين، التخلف عن سداد الالتزامات، التهرب الضريبي، حدوث الأزمات والأوبئة الصحية، طبيعة عمليات الشركة، غموض التقارير المالية وانخفاض قابليتها للقراءة. وفيما يلي عرض لمثل هذه الأسباب:

١/٢/٣/٣ عدم تماثل المعلومات وحجب الأخبار السيئة:

أثارت الأزمة المالية العالمية الأخيرة اهتمام المنظمين والممارسين والباحثين للتحقيق حول أسباب حدوث خطر انهيار سعر السهم، وقد ظهرت العديد من التفسيرات حول مسببات خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث تدور معظم هذه التفسيرات حول ضعف البيئة المعلوماتية، التي تتضمن عدم الشفافية وعدم تماثل المعلومات (Au et al., ٢٠٢١)، كذلك أشارت عدد من الدراسات (Habib et al., ٢٠١٨؛ Liao (٢٠١٦)؛

أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دراسة تطبيقية

(٢٠٢٠) Li & Luo (٢٠١٩); Jeon إلى أن أحد المسببات التي أظهرها الأدب المحاسبي كمسبب بارز لانهيار سعر السهم، هو ميل الإدارة نحو حجب الأخبار السيئة مستغلة بذلك عدم تماثل المعلومات، والذي يحركه التأثير السلبي لمشكلة الوكالة بين الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح الآخرين، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع عدم الشفافية وزيادة غموض التقارير السنوية للشركة، ومن ثم صعوبة اكتشاف سوء تصرف الإدارة، مما يترتب عليه زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم.

وحيث إن حجب الأخبار السيئة يؤدي إلى المبالغة الشديدة في تقدير سعر السهم، فإنه عندما تتراكم الأخبار السيئة وتصل إلى نقطة التحول، وهي النقطة التي عندها سيكون من الصعب والمكلف على الإدارة الاستمرار في حجب تلك الأخبار، يتم الكشف عنها مرة واحدة وفي وقت واحد، مما يؤدي إلى حدوث انهيار في سعر السهم (Chang et al., ٢٠١٧).

٢/٢/٣/٣ عدم تجانس معتقدات المستثمرين:

يمكن تقسيم المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلى نوعين من المستثمرين هما المستثمرين المتفائلين والمستثمرين المتشائمين، وبناءً على اختلافات آرائهم وعدم تجانس معتقداتهم تحدث تحركات في سعر السهم بما يؤدي لانهياره، حيث يؤدي الاتجاه التصاعدي لسعر سهم الشركة إلى إقبال المستثمرين المتفائلين على التداول النشط على هذا السهم، وبالتالي يزداد حجم التداول عليه في سوق الأوراق المالية، على الجانب الآخر يحجم المستثمرين المتشائمين عن المشاركة في عمليات التداول نظراً لتشككهم في المعلومات المتعلقة بزيادة سعر السهم حتى ينخفض سعره، ويؤدي هذا الاحجام إلى تذبذبات في أسعار الأسهم نتيجة حدوث إعاقة في قنوات تدفق المعلومات من الأفراد إلى سوق المال، حيث إن إعاقة المعلومات بعد ارتفاع سعر السهم تؤدي إلى حدوث التواء سالب لعوائد السهم (عبد المجيد، ٢٠١٩؛ سليم، ٢٠٢١؛ Zhu، ٢٠١٦).

٣/٢/٣/٣ التخلف عن سداد الالتزامات:

من بين مسببات حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم هو زيادة خطر ائتمان الشركة وعدم قدرتها على سداد التزاماتها المالية، وهو ما يعني ارتفاع خطر افلاس الشركة، وبالتالي تكون الشركة أكثر عرضة للإعلان بشكل مفاجئ عن أخبار سيئة، مما يؤدي إلى زيادة خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (Habib et al., ٢٠١٨).

٤/٢/٣/٣ التهرب الضريبي:

تعتبر ممارسة سياسة التهرب الضريبي أحد أساليب إدارة الأرباح التي تستخدمها الإدارة لحجب الأخبار السيئة، بما يؤدي إلى تدنية المدفوعات الضريبية، وقد توصلت دراسة كل من (٢٠٢١) Hamza & Zaatir (٢٠١١); Kim et al. إلى وجود علاقة

إيجابية بين التهرب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم، بمعنى أنه كلما زادت عمليات التهرب الضريبي من قبل الشركات، كلما أدى ذلك إلى زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث إن ممارسة سياسة التهرب الضريبي توجد فرصاً للمديرين لتضليل المستثمرين عن طريق إخفاء الأخبار السيئة، مما يزيد من احتمالية انهيار أسعار الأسهم.

٥/٢/٣/٣ حدوث الأزمات والأوبئة الصحية:

قد يتسبب ظهور وانتشار الأزمات والأوبئة الصحية إلى حدوث خطر انهيار أسعار أسهم الشركات، وذلك من خلال تأثيراتها السلبية على أسواق المال واقتصاديات دول العالم، وآخر هذه الأزمات هي ظهور وانتشار جائحة فيروس كورونا المستجد (Covid-19) التي أربكت اقتصاديات دول العالم أجمع، وأدت إلى قيام العديد من الشركات بالإغلاق وتجميد استثماراتها، وبالتالي قيام المستثمرين بالتوقف عن الاستثمار وبيع أسهمهم، مما أدى إلى حدوث انخفاض حاد ومفاجئ في أسعار الأسهم أدى لانهارها، حيث إن أهم ما يميز هذه الجائحة هو أن المستثمر لا يخشى على قيمة استثماراته فحسب، بل تمتد مخاوفه لتشمل صحته وحياته كلها (مسعود، ٢٠٢٠).

٦/٢/٣/٣ طبيعة عمليات الشركة:

قد يرتبط خطر انهيار أسعار الأسهم بطبيعة نشاط الشركة، فشركات التأمين تواجه احتمالية ارتفاع المطالبات والتعويضات نتيجة الكوارث والأزمات، كذلك تواجه شركات النفط احتمالية انهيار أسعار النفط نتيجة الأزمات والتغيرات في البيئة التنافسية (Habib et al., ٢٠١٨).

٧/٢/٣/٣ غموض التقارير المالية وانخفاض قابليتها للقراءة:

قد يعتمد مديرو الشركات استخدام لغة معقدة وغامضة عند إعداد التقارير المالية، لجعل قراءة المعلومات أكثر صعوبة وبالتالي زيادة عدم تماثل المعلومات، وكلما ارتفعت درجة عدم تماثل المعلومات كان من السهل إخفاء المعلومات السلبية (Jin & Myers, ٢٠٠٦)، ولذلك إذا كان غموض التقارير السنوية للشركة وانخفاض قابليتها للقراءة يسهل على المديرين حجب الأخبار السيئة لفترات طويلة، فمن المتوقع أن يؤدي ذلك إلى انخفاض الشفافية ووجود انحرافات سلبية كبيرة في عوائد الأسهم وانهارها مستقبلاً (Ertugrul et al., ٢٠١٧; Kim et al., ٢٠١٩)، وبالتالي تعد بيئة إعداد التقارير السنوية للشركة محددًا جوهرياً لحدوث خطر انهيار سعر السهم، حيث إن مراعاة الشركة للشفافية عند إعداد تقاريرها السنوية قد يؤدي إلى تقليل عدم تماثل المعلومات، ومن ثم التخفيف من خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم (عيطه، ٢٠٢١).

في ضوء ما سبق يخلص الباحث إلى أن مسببات حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم ترجع في المقام الأول إلى قيام الإدارة بحجب الأخبار السيئة لفترات طويلة، ثم الكشف

عنها مرة واحدة وفي وقت واحد مستغلين بذلك عدم تماثل المعلومات، مما يترتب عليه غياب الشفافية، وزيادة غموض التقارير المالية وانخفاض قابليتها للقراءة، وزيادة عدم تجانس معتقدات المستثمرين.

٣/٣/٣ محددات خطر انهيار سعر السهم:

أشارت دراسة (Habib et al., ٢٠١٨) إلى أنه يمكن تناول محددات خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال الآتي:

التقارير المالية وافيصاحات الشركات، الحوافز والخصائص الإدارية، معاملات سوق رأس المال، آليات حوكمة الشركات، الآليات المؤسسية غير الرسمية. وبناءً على ذلك فإنه يمكن دراسة خطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء علاقته بالعديد من المتغيرات، سواء كانت متغيرات داخلية أو متغيرات خارجية، حيث تتمثل المتغيرات الداخلية في: التهرب الضريبي، غموض التقارير المالية وانخفاض قابليتها للقراءة، إدارة الأرباح، المسؤولية الاجتماعية للشركات، الإفصاح عن أداء الاستدامة، التحفظ المحاسبي، نظم الرقابة الداخلية، جودة المراجعة الداخلية، الإفصاح عن القيمة العادلة، القيود المالية، الديون المستحقة، القدرة الإدارية للمديرين. أما فيما يتعلق بالمتغيرات الخارجية فهي تتمثل في: جودة المراجعة الخارجية، التخصص الصناعي للمراجع الخارجي، فترة ارتباط المراجع بالشركة محل المراجعة، المراجعة المشتركة، توقيت إصدار تقرير المراجعة، التنبؤ الإلزامي للمعايير الدولية للتقرير المالي، خصائص هيكل الديون والائتمان التجاري (Elsayed, ٢٠٢١; Moradi et al., ٢٠٢١).

وفي ضوء ما سبق تركز الدراسة الحالية على قياس أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة كأحد المحددات الداخلية على كل من المناخ الاستثماري، والذي يمكن التعبير عنه بعدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح الآخرين من جهة، وقرارات المستثمرين بشراء وبيع الأسهم والذي ينعكس على خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم من جهة أخرى، حيث تتناول الدراسة الحالية دراسة العلاقة المباشرة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وعدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، بالإضافة إلى دراسة العلاقة غير المباشرة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم من خلال عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط. وهو ما سيتم تناوله في الدراسة التطبيقية.

٤ - الدراسة التطبيقية:

١/٤ منهجية الدراسة التطبيقية:

تعتمد الدراسة التطبيقية على أسلوب تحليل المحتوى، حيث سيتم تحليل التقارير السنوية لعينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٧ حتى عام ٢٠٢٠، كذلك يتم في هذا الجزء عرض هدف الدراسة التطبيقية، مجتمع

وعينة الدراسة، الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات واختبار فروض البحث، نماذج الدراسة وتوصيف وقياس متغيراتها. وذلك على النحو التالي:

٢/٤ هدف الدراسة التطبيقية:

تهدف الدراسة التطبيقية إلى اختبار فروض البحث والمتعلقة بقياس أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات من ناحية، وقياس أثر عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية من ناحية أخرى، بالإضافة إلى قياس التأثير غير المباشر للإفصاح عن أداء الاستدامة على خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط.

٣/٤ مجتمع وعينة الدراسة التطبيقية:

يتكون مجتمع الدراسة من كافة شركات المساهمة غير المالية المدرجة بمؤشر البورصة المصرية EGX١٠٠ والذي يقيس أداء أكثر مائة شركة نشاطاً في سوق الأوراق المالية المصري، وقد تم اختيار هذا المؤشر لأنه يتضمن الشركات المكونة لمؤشر EGX٣٠ والمدرج به أنشط ٣٠ شركة من حيث السيولة والنشاط، كما أنه يتم تقييم الشركات المقيدة في مؤشر EGX١٠٠ بشكل سنوي لاختيار أفضل ٣٠ شركة على الأكثر لتحظى بالترتيب المناسب في المؤشر المصري للاستدامة S&P/EGX ESG، حيث يتضمن هذا المؤشر أفضل الشركات أداءً وفقاً لمعايير البيئة والمسؤولية الاجتماعية والحوكمة (ESG)، وسوف يتم إجراء الدراسة التطبيقية ودراسة العلاقات بين متغيرات الدراسة خلال الفترة من عام ٢٠١٧ حتى عام ٢٠٢٠. وقد بدأ الباحث بعام ٢٠١٧ لأنه يمثل العام التالي لإصدار البورصة المصرية الدليل الاسترشادي لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الاستدامة، والذي أُصدر في عام ٢٠١٦ وذلك لضمان قيام الشركات بالاطلاع على هذا الدليل واستيعابه والعمل بما فيه، وقد تم تحديد حجم العينة وفقاً للضوابط الآتية: أن تتوفر التقارير السنوية للشركات بانتظام خلال فترة الدراسة، بالإضافة إلى توافر بيانات كافية لحساب متغيرات الدراسة، ألا تكون الشركة قد استبعدت من المؤشر خلال فترة الدراسة، ألا تكون الشركة قد حققت خسائر بشكل منتظم لأكثر من عام، وألا تكون قد تعرضت للشطب أو الاندماج أو التوقف خلال فترة الدراسة، أن يكون قد مضى على قيد الشركة بالبورصة المصرية أكثر من ٥ سنوات، أن تقوم الشركة بنشر قوائمها المالية بالجنيه المصري، أن تنتهي السنة المالية للشركة في ١٢/٣١ من كل عام، تم استبعاد الشركات التابعة لقطاعي البنوك والخدمات المالية، نظراً لاختلاف طبيعة عمل هذه المؤسسات واختلاف المتطلبات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها. وقد أسفر تطبيق تلك الضوابط عن اختيار عدد ٥٤ شركة لتمثل عينة الدراسة بإجمالي مشاهدات ٢١٦

أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دراسة تطبيقية

مشاهدة، ويوضح الجدول التالي عينة البحث وفقاً للتصنيف القطاعي خلال الفترة محل الدراسة.

يوضح الجدول التالي بيان بالقطاعات التي تنتمي إليها شركات العينة محل الدراسة، وكذلك عدد الشركات والمساهمات ونسبة شركات كل قطاع بالنسبة لإجمالي مفردات العينة:

جدول رقم (١)
التصنيف القطاعي لعينة البحث

م	القطاع	عدد الشركات	عدد المشاهدات	النسبة المئوية
١	موارد أساسية	٦	٢٤	١١,١%
٢	رعاية صحية وأدوية	٥	٢٠	٩,٢%
٣	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٣	١٢	٥,٦%
٤	عقارات	٩	٣٦	١٦,٧%
٥	سياحة وترفيه	٣	١٢	٥,٦%
٦	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات	٢	٨	٣,٧%
٧	أغذية ومشروبات وتبغ	٧	٢٨	١٢,٩%
٨	تجارة وموزعون	٣	١٢	٥,٦%
٩	خدمات النقل والشحن	٢	٨	٣,٧%
١٠	خدمات تعليمية	١	٤	١,٨%
١١	مقاولات وإنشاءات هندسية	٤	١٦	٧,٤%
١٢	منسوجات وسلع معمرة	٣	١٢	٥,٦%
١٣	مواد بناء	٤	١٦	٧,٤%
١٤	ورق ومواد تعبئة وتغليف	٢	٨	٣,٧%
	الإجمالي	٥٤	٢١٦	١٠٠%

٤/٤ مصادر الحصول على البيانات:

اعتمد الباحث في الحصول على البيانات اللازمة لإتمام الدراسة الحالية على التقارير السنوية للشركات ممثلة في القوائم المالية، الإيضاحات المتممة، تقارير الاستدامة، تقرير مجلس الإدارة، بالإضافة إلى المعلومات الفعلية المتاحة والمعلنة عن أسعار أسهم الشركات، وقد تم جمع هذه المعلومات من خلال موقع البورصة المصرية، الموقع الإلكتروني للشركات، موقع شركة مصر لنشر المعلومات، موقع معلومات مباشر مصر.

٥/٤ الأساليب الإحصائية المستخدمة:

تم استخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS وبرنامج SmartPls مع الاستعانة بالأساليب الآتية:

- أساليب الإحصاء الوصفي مثل الوسط الحسابي والانحراف المعياري.
 - اختبار كولمجروف سميرونوف Kolmogorov-Smirnov لاختبار صلاحية النموذج ومعرفة مدى اقتراب بيانات المتغيرات المتصلة من التوزيع الطبيعي.
 - اختبار معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) لتحديد مدى وجود ازدواج خطي بين المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية.
 - تحليل الارتباط الخطي لبيرسون لقياس جوهرية العلاقة بين متغيرات الدراسة.
 - تحليل الانحدار الخطي المتعدد لبناء نموذج يبين العلاقة بين متغيرات الدراسة، ويستخدم في تحليل الانحدار الخطي الأساليب الآتية: معامل التحديد R^2 وهو بمثابة مؤشر على العلاقة التفسيرية للنموذج، اختبار (F test) لاختبار جوهرية نموذج الانحدار ككل، اختبار (t test) لاختبار جوهرية المعلمات المقرة.
 - نموذج المعادلات الهيكلية باستخدام برنامج SmartPls والذي يمكن من خلاله اختبار سلسلة من العلاقات بين المتغيرات محل القياس في نفس الوقت، بالإضافة إلى أنه يُفضل استخدامه بصفة خاصة لاختبار التأثير الوسيط (غير المباشر)، حيث يشمل النموذج على متغير وسيط قد يكون متغير مستقل في نموذج ومتغير تابع في نموذج آخر، بالإضافة لكونه يربط بطريقة غير مباشرة بين متغير مستقل ومتغير تابع (الحوشي، ٢٠١٧)، فعلى سبيل المثال يعتبر متغير عدم تماثل المعلومات متغير وسيط يتأثر بمتغيرات مستقلة متمثلة في الإفصاح عن أداء الاستدامة والمتغيرات الرقابية الأخرى، وفي نفس الوقت يعتبر متغير مستقل يؤثر في متغير تابع هو خطر انهيار أسعار الأسهم.
 - نموذج تحليل المسار Path Analysis والذي يعد أحد أنواع النماذج في النمذجة بالمعادلة البنائية، حيث يهدف إلى الكشف عن التأثيرات المباشرة وغير المباشرة لمجموعة من المتغيرات والتي قد تكون متغيرات مستقلة أو تابعة أو وسيطة، بما يتناسب مع طبيعة الدراسة الحالية، وقد تم اختبار المتغير الوسيط باستخدام طريقة Bootstrap، والتي يمكن من خلالها اختبار المتغير الوسيط الذي يتوسط العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع (عبد، ٢٠٢٠ أ).
- ٦/٤ توصيف وقياس متغيرات الدراسة:
- في ضوء فروض البحث يمكن توصيف وقياس متغيرات الدراسة كما يلي:
- أولاً: المتغير المستقل:
- الإفصاح عن أداء الاستدامة (DS) Disclosure of Sustainability Performance

أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دراسة تطبيقية

تعتمد منهجية الدراسة الحالية في قياس الإفصاح عن أداء الاستدامة من خلال بنود الإفصاح عن أداء الاستدامة (البيئي، الاجتماعي، الحوكمة)، الواردة في الدليل الاسترشادي المصري لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الاستدامة الصادر عن المبادرة العالمية لإعداد التقارير (GRI) Global Reporting Initiative، التحديث الرابع (G4) والذي يتضمن ٥٧ مؤشراً لبنود الاستدامة (١٥ مؤشر للبعد البيئي، ٢٨ مؤشر للبعد الاجتماعي، ١٤ مؤشر لبعد الحوكمة)، وقد تم الاستناد في ذلك إلى أسلوب تحليل المحتوى للتقارير السنوية للشركات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٧ حتى عام ٢٠٢٠. وبالتالي يتم قياس الإفصاح عن أداء الاستدامة من خلال استخدام مؤشر ثنائي يعطى القيمة (١) إذا قامت الشركة بالإفصاح عن البند والقيمة (صفر) بخلاف ذلك، ثم يتم بعد ذلك قياس حجم الإفصاح عن أداء الاستدامة كالاتي:

$$DS = ADL/TDL$$

حيث يشير DS إلى مستوى الإفصاح الكلى عن جميع بنود الاستدامة، بينما يشير ADL إلى عدد البنود التي أفصحت عنها الشركة بالفعل، في حين يشير TDL إلى العدد الكلى للبنود الواردة بالمؤشر أو الحد الأقصى لعدد البنود الواجب الإفصاح عنها والواردة بالمؤشر (٥٧ بند)، ثم يتم بعد ذلك تقييم شركات العينة وفقاً للإفصاح عن أداء الاستدامة، استناداً إلى مقياس ترتيبي يتراوح من صفر إلى واحد صحيح (صفر، ٢٥، ٥٠، ٧٥، ١)، ويمكن تفسير درجات التقييم المتعلقة بالإفصاح عن أداء الاستدامة وفقاً للجدول التالي (الطحان، ٢٠١٨):

جدول رقم (٢)

تفسير درجات التقييم للإفصاح عن أداء الاستدامة

درجات التقييم	مستوى الجودة	التفسير
١	مستوى مرتفع	إذا كانت الشركة تفصح عن أداء الاستدامة بشكل متفق تماماً مع مؤشرات الدليل الاسترشادي
٧٥	مستوى جيد	إذا كانت الشركة تفصح عن أداء الاستدامة في حدود ٧٥، من مؤشرات الدليل الاسترشادي
٥٠	مستوى متوسط	إذا كانت الشركة تفصح عن أداء الاستدامة في حدود ٥٠، من مؤشرات الدليل الاسترشادي
٢٥	مستوى منخفض	إذا كانت الشركة تفصح عن أداء الاستدامة في حدود ٢٥، من مؤشرات الدليل الاسترشادي
صفر	عدم الإفصاح	إذا كانت الشركة لا تفصح عن أي معلومات بخصوص أداء الاستدامة

ثانياً: المتغير الوسيط:

عدم تماثل المعلومات (IA) Information Asymmetry

يتميز عدم تماثل المعلومات IA كمتغير وسيط بأنه يتوسط العلاقة بين المتغير المستقل (الإفصاح عن أداء الاستدامة) والمتغير التابع (خطر انهيار أسعار الأسهم)، أي أن المتغير المستقل يؤثر في المتغير الوسيط والأخير يؤثر في المتغير التابع، ويتوقع الباحث وجود تأثير جوهري للمتغير المستقل على كل من المتغير التابع والمتغير الوسيط، كما يتوقع الباحث وجود تأثير جوهري للمتغير الوسيط على المتغير التابع. وقد تم الاعتماد في الدراسة الحالية على مقياس الفرق النسبي لسعر السهم كمؤشر لعدم تماثل المعلومات، نظراً لكونه من أكثر المقاييس استخداماً وموثوقية في الأدب المحاسبي وتوافر البيانات الخاصة بحسابه، بالإضافة إلى أنه يعالج مشكلة الاختيار العكسي التي تنشأ من التعامل في أسهم الشركة في وجود مستثمرين مطلعين بشكل غير متماثل (Diebecker & Sommer, ٢٠١٧). وفي ظل صعوبة توفر البيانات اللازمة لاستخدام هذا المقياس في البيئة المصرية فسوف يستخدم الباحث هذا المقياس بطريقة معدلة كما يلي (الطحان، ٢٠١٨):

الفرق النسبي لسعر السهم = أعلى سعر لسهم الشركة i خلال السنة t - أقل سعر لسهم الشركة i خلال السنة t / سعر الفتح لسهم الشركة i في بداية السنة t .

ثالثاً: المتغير التابع:

خطر انهيار سعر السهم (SPCR): Stock Price Crash Risk

قدمت الدراسات السابقة عدة طرق لقياس خطر انهيار سعر السهم، وتعتمد هذه الطرق على عوائد سعر السهم، حيث يمكن الاعتماد على العائد اليومي أو العائد الأسبوعي لسعر السهم، حيث يتم الاعتماد على العائد اليومي عند قياس الخطر على فترات أقل من سنة، بينما يتم الاعتماد على العائد الأسبوعي عند قياس الخطر لفترة سنة مالية كاملة (Dang et al., ٢٠١٨)، ونظراً لأن الدراسة الحالية تعتمد على القوائم المالية السنوية فسوف تستخدم الدراسة العوائد الأسبوعية عند قياس خطر انهيار سعر السهم، ويتم حساب العائد الأسبوعي لسعر السهم من خلال تحديد قيمة النمو في سعر السهم، ويتم قياس قيمة النمو في سعر السهم عن طريق أخذ الفرق بين سعر الاغلاق وسعر الافتتاح للسهم وقسمة الناتج على سعر الافتتاح (النجار، ٢٠١٩)، وتتمثل الخطوة الأولى في قياس خطر انهيار سعر السهم في إجراء معادلة الانحدار لنموذج السوق الموسع، التي تعبر عن علاقة عائد السهم الأسبوعي لكل شركة من شركات العينة خلال فترة الدراسة بعوائد السوق الفعلية الأسبوعية، ونظراً لعدم تماثل حجم التداول على أسهم الشركات المختلفة فيتم تضمين نموذج معادلة الانحدار لمشاهدات سابقة ومشاهدات لاحقة للأسبوع محل الدراسة للعائد على مؤشر السوق (Habib et al., ٢٠١٨) بالاعتماد على البيانات الخاصة بمؤشر البورصة المصرية خلال فترة الدراسة، وذلك على النحو التالي

أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دراسة تطبيقية

(Jeon, ٢٠١٩; Hunjra et al., ٢٠٢٠; Abdel-Wanis, ٢٠٢١; Zaman et al., ٢٠٢١; Kong et al., ٢٠٢١; Zeng, ٢٠٢١)

$$R_{i,w} = \alpha_i + \beta_1 R_{m,w-2} + \beta_2 R_{m,w-1} + \beta_3 R_{m,w} + \beta_4 R_{m,w+1} + \beta_5 R_{m,w+2} + \varepsilon_{i,w} \quad (1)$$

حيث إن:

$R_{i,w}$: العائد على سهم الشركة i في الأسبوع w والمحسوب على أساس قيمة النمو في سعر السهم.

$R_{m,w-2}$: متوسط عائد السوق الأسبوعي خلال الأسبوع قبل السابق.

$R_{m,w-1}$: متوسط عائد السوق الأسبوعي خلال الأسبوع السابق.

$R_{m,w}$: متوسط عائد السوق الأسبوعي خلال الأسبوع الحالي.

$R_{m,w+1}$: متوسط عائد السوق الأسبوعي خلال الأسبوع التالي.

$R_{m,w+2}$: متوسط عائد السوق الأسبوعي خلال الأسبوع بعد التالي.

$\varepsilon_{i,w}$: الخطأ المعياري.

بينما تتمثل **الخطوة الثانية** في حساب خطر انهيار سعر السهم في تحديد العائد الأسبوعي الخاص بكل شركة على حدة، عن طريق حساب اللوغاريتم الطبيعي لمعامل الخطأ المعياري $\varepsilon_{i,w}$ في المعادلة السابقة مضافاً إليه واحد صحيح، وذلك نظراً لأن معامل الخطأ المعياري في معادلة الانحدار (١) يكون عالي الالتواء لذلك يتم تحويله إلى توزيع متماثل، وذلك على النحو التالي:

$$R_{i,w} = \text{Log}(1 + \varepsilon_{i,w}) \quad (2)$$

وفي **الخطوة الثالثة** يتم قياس خطر انهيار سعر السهم باستخدام طريقة من بين الطرق التي قدمها الأدب المحاسبي في هذا المجال والتي تتمثل في: طريقة احتمال أن تكون العوائد غير العادية الأسبوعية للسهم سالبة، طريقة معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للسهم، طريقة التقلب من أسفل إلى أعلى. وقد اعتمد البحث الحالي على طريقة تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى **Down-to-Up** (Volatility (DUVOL، باعتبارها من أكثر الطرق شيوعاً واستخداماً في الدراسات السابقة (Dai et al., ٢٠١٩; Tang & Zhong, ٢٠١٩; Harmadji et al., ٢٠٢٠; Abdel-Wanis, ٢٠٢١; Murata & Hamori, ٢٠٢١; He et al., ٢٠٢١; Wongchoti et al., ٢٠٢١). ويعتمد هذا المقياس على تقسيم العوائد الأسبوعية للسهم لكل شركة على مدار الفترة الزمنية محل الدراسة إلى مجموعتين، المجموعة الأولى هي المجموعة المنخفضة وهي تمثل مجموعة المشاهدات التي انخفضت عن متوسط العوائد المحسوبة عن الفترة الزمنية محل الدراسة، المجموعة

الثانية وهي المجموعة المرتفعة وهي تمثل مجموعة المشاهدات التي ارتفعت عن هذا المتوسط، ثم يتم حساب الانحراف المعياري لكل مجموعة على حدة، وتكون قيمة مقياس التقلب من أسفل إلى أعلى هي اللوغاريتم الطبيعي لنسبة الانحراف المعياري لمجموع المشاهدات المنخفضة إلى الانحراف المعياري لمجموع المشاهدات المرتفعة، وذلك من خلال المعادلة الآتية (Zaman et al., ٢٠٢١):

$$DUVOL = \text{Log} \frac{(N_u - 1) \sum_{\text{Down}} R^2_{i,w}}{(N_d - 1) \sum_{\text{Up}} R^2_{i,w}} \quad (٣)$$

حيث إن:

N_u : عدد المشاهدات الأسبوعية للمجموعة المرتفعة خلال السنة t .

N_d : عدد المشاهدات الأسبوعية للمجموعة المنخفضة خلال السنة t .

$\sum_{\text{Down}} R^2_{i,w}$: عدد أسابيع العوائد الأسبوعية المنخفضة للشركة i .

$\sum_{\text{Up}} R^2_{i,w}$: عدد أسابيع العوائد الأسبوعية المرتفعة للشركة i .

وتشير القيمة العالية لهذا المقياس إلى ارتفاع خطر انهيار سعر السهم والعكس صحيح.

رابعاً: المتغيرات الرقابية:

تشتمل المتغيرات الرقابية على بعض العناصر المؤثرة على المتغير التابع، ولكنها لا تدخل في نطاق الدراسة، وقد تم إضافتها من أجل ضبط العلاقة بين متغيرات الدراسة في نموذج الانحدار، وبمراجعة الدراسات السابقة تم التوصل إلى أن من أهم هذه المتغيرات:

١- **حجم الشركة (Firm Size (F Size)**: ويتم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية العام (Obaydin et al., ٢٠٢١)، وقد تناولت العديد من الدراسات العلاقة بين حجم مكتب المراجعة وخطر انهيار أسعار الأسهم، إلا إنها اختلفت فيما بينها حول طبيعة هذه العلاقة، حيث أشارت بعض الدراسات إبراهيم (٢٠١٦)؛ Hutton et al. (٢٠٠٩) إلى أنه توجد علاقة موجبة بين حجم الشركة وخطر انهيار أسعار الأسهم، بمعنى أنه كلما زاد حجم الشركة زاد خطر انهيار أسعار الأسهم، ويرجع ذلك إلى أن الشركات كبيرة الحجم يزداد لديها مخاطر الائتمان، ومن ثم تكون أكثر عرضة للإفلاس وانهيار أسعار أسهمها، في حين توصلت دراسات أخرى (سليم، ٢٠٢١؛ Li et al., ٢٠٢٠؛ Dang et al., ٢٠١٨؛ Zhu, ٢٠١٦) إلى وجود علاقة سالبة.

٢- **معدل العائد على الأصول (Return on Total Assets (ROA)**: ويتم قياسه من خلال قسمة صافي الدخل بعد الضرائب والفوائد على إجمالي أصول الشركة في نهاية العام (Liu et al., ٢٠٢١)، وقد توصلت بعض الدراسات (Defond et al., ٢٠١٥)

(Zhu ٢٠١٦; Dang et al. ٢٠١٨); إلى وجود علاقة موجبة بين معدل العائد على الأصول وخطر انهيار أسعار الأسهم، في حين توصلت عدد من الدراسات (إبراهيم، ٢٠١٦؛ غنيم، ٢٠١٩؛ Kim et al., ٢٠١٩; Hutton et al., ٢٠٠٩) إلى وجود علاقة سالبة.

٣- **الرافعة المالية للشركة (Leverage (LEV):** ويقصد بها مدى اعتماد الشركة على أموال الغير في تمويل عملياتها، وتعكس المخاطر التي قد تواجهها الشركة في حالة عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه المقرضين، ويتم قياس هذا المتغير من خلال قسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول في نهاية العام (Li et al., ٢٠٢٠; Kong et al., ٢٠٢١).

ومن المتوقع أن تكون العلاقة بين هذا المتغير وخطر انهيار أسعار الأسهم موجبة أو سالبة، حيث اختلفت نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة تلك العلاقة، فقد توصلت دراسة كل من غنيم (٢٠١٩)؛ El Guindy & Trabelsi (٢٠٠٩); Hutton et al. (٢٠٢٠) إلى وجود علاقة موجبة بين درجة الرفع المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث إن الشركات ذات درجة الرفع المالي المرتفعة يكون لديها احتمال مرتفع للإفلاس وعدم القدرة على السداد بالمقارنة بالشركات الأخرى ذات درجة الرفع المالي المنخفضة، كما أن نسبة الرفع المالي تعد أحد دوافع قيام الإدارة بممارسات إدارة الأرباح، وذلك بغرض الوفاء بشروط المديونية واتفاقيات الديون، بما ينعكس على أسعار الأسهم، حيث قد يؤدي ذلك إلى زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم.

في حين توصلت دراسة كل من سليم (٢٠٢١)؛ Campbell et al. (٢٠٠٨) إلى وجود علاقة سالبة بين درجة الرفع المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم، ومبرر ذلك أن الشركات ذات درجة الرفع المالي المرتفعة تولد عوائد مستقبلية للأسهم بمتوسط أعلى من تلك العوائد التي تولدها الشركات ذات درجة الرفع المالي المنخفضة، بالإضافة إلى أن مانحو القروض يمارسون دوراً رقابياً خارجياً فعالاً على سلوك الإدارة، مما يخفف من قدرة الإدارة على حجب الأخبار السيئة، ومن ثم الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم، كذلك أشارت دراسة كل من Habib (٢٠١٨); Zhu (٢٠١٦); Dang et al. (٢٠١٨) إلى أن أحد التفسيرات المحتملة لتلك النتيجة هو أن الشركات ذات درجة الرفع المالي المرتفعة يتم تخفيض قيمتها من قبل المستثمرين، مما يجعل حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم أقل احتمالاً، كما أن المستثمرين يعطون قيمة أقل للشركات ذات الرافعة المالية المرتفعة، مما يجعلهم أقل اهتماماً بمتابعة أسعار أسهم هذه الشركات مستقبلاً (الصباغ، ٢٠١٩).

٤- حجم مكتب المراجعة (Audit Firm Size (A Size): وهو متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا تم مراجعة الشركة من قبل مكتب من مكاتب المراجعة الأربعة الكبار، ويأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك (Vitolla et al., ٢٠١٩; Sánchez et al., ٢٠٢٠). ومن المتوقع وجود علاقة سالبة بين حجم مكتب المراجعة باعتباره مقياساً لجودة المراجعة وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث توصلت عدد من الدراسات إلى أن المراجعة التي تتم من قبل إحدى مكاتب المراجعة الأربعة الكبار تؤدي إلى زيادة جودة المراجعة وتحسين الشفافية، وبالتالي تخفيض الأخطاء والمخالفات وممارسات إدارة الأرباح والحد من قدرة الإدارة على حجب الأخبار السيئة، وبالتالي تخفيض خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم (Lim et al., ٢٠١٦; Robin & Zhang, ٢٠١٥). وفيما يلي ملخص لتوصيف وقياس متغيرات الدراسة يتم استعراضها من خلال الجدول التالي لأغراض التحليل الإحصائي:

جدول رقم (٣)

توصيف وقياس متغيرات الدراسة

المتغير	الرمز	نوع المتغير	طريقة القياس	دراسات سابقة استخدمت نفس المقياس
الإفصاح عن أداء الاستدامة	DS	مستقل في النموذج الأول والثالث والرابع	يتم قياس الإفصاح عن أداء الاستدامة من خلال استخدام مؤشر ثنائي يعطى القيمة (١) إذا قامت الشركة بالإفصاح عن البند والقيمة (صفر) بخلاف ذلك، ثم يتم بعد ذلك قياس حجم الإفصاح عن أداء الاستدامة من خلال المعادلة الآتية: $DS = ADL/TDL$	إبراهيم، ٢٠١٩؛ عبده، ٢٠٢٠؛ الخولي وآخرون، ٢٠٢١؛ يونس، ٢٠٢١؛ Aboud & Diab, ٢٠١٨
خطر انهيار أسعار الأسهم	SPCR	تابع في النموذج الثاني والثالث والرابع	يتم قياس خطر انهيار سعر السهم باستخدام طريقة تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى Down-to-Up Volatility (DUVOL) عن طريق حساب اللوغاريتم الطبيعي لنسبة الانحراف المعياري لمجموع المشاهدات المنخفضة إلى الانحراف المعياري لمجموع المشاهدات المرتفعة	Murata & Hamori, ٢٠٢١; He et al., ٢٠٢١; Wongchoti et al., ٢٠٢١; Zaman et al., ٢٠٢١

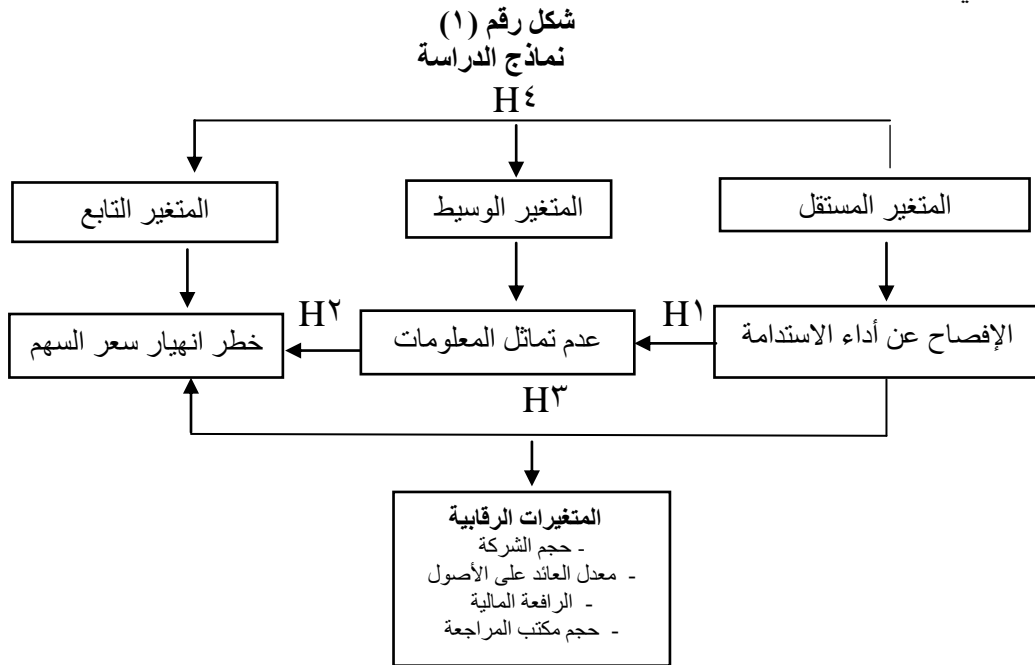
أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دراسة تطبيقية

الطحان، ٢٠١٨؛ Diebecker & Sommer, ٢٠١٧؛ Machdar et al., ٢٠١٧؛ Kiswanto & Fitriani, ٢٠١٩	تم استخدام مقياس الفرق النسبي لسعر السهم كمؤشر لعدم تماثل المعلومات	وسيط	IA	عدم تماثل المعلومات
Dang et al., ٢٠١٨؛ Li et al., ٢٠٢٠؛ Kong et al., ٢٠٢١؛ Liu et al., ٢٠٢١؛ Obaydin et al., ٢٠٢١	يتم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية العام	رقابي	F Size	حجم الشركة
Kong et al., ٢٠٢١؛ Liu et al., ٢٠٢١؛ Obaydin et al., ٢٠٢١	يتم قياسه من خلال قسمة صافي الدخل بعد الضرائب والفوائد على إجمالي أصول الشركة في نهاية العام	رقابي	ROA	معدل العائد على الأصول
Li et al., ٢٠٢٠؛ Kong et al., ٢٠٢١؛ Liu et al., ٢٠٢١؛ Obaydin et al., ٢٠٢١	يتم قياسها من خلال قسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول في نهاية العام	رقابي	LEV	الرافعة المالية
Sánchez et al., ٢٠١٩؛ Vitolla et al., ٢٠٢٠	متغير وهمي يأخذ (١) إذا تم مراجعة الشركة من قبل مكتب من مكاتب المراجعة الأربعة الكبار ويأخذ (صفر) بخلاف ذلك	رقابي	A Size	حجم مكتب المراجعة

٧/٤ صياغة نماذج الدراسة:

في ضوء ما تم استعراضه بمشكلة البحث، وبغرض تحقيق أهدافه واختبار فروضه تم صياغة أربعة نماذج لقياس أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث يتمثل النموذج الأول في قياس أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات، ويتمثل النموذج الثاني في قياس أثر عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار أسعار الأسهم، بينما يتمثل النموذج الثالث في قياس أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على خطر انهيار أسعار الأسهم، وأخيراً يتمثل النموذج الرابع في قياس أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط، وذلك في وجود بعض المتغيرات الرقابية

التي تعمل على ضبط العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، كما يظهر بالشكل التالي:



وقد تم صياغة النماذج الإحصائية اللازمة لاختبار فروض البحث من الأول إلى الثالث في شكل نماذج انحدار، أما الفرض الرابع فقد تم اختباره من خلال نموذج المعادلات الهيكلية باستخدام برنامج SmartPls وباستخدام تحليل المسار Path Analysis، وذلك على النحو التالي:

النموذج الأول: لاختبار الفرض الأول للبحث H1 والذي ينص على: "توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وعدم تماثل المعلومات". وتتمثل معادلة الانحدار الخاصة بالنموذج الأول لاختبار الفرض الأول للبحث في:

$$IA_{it} = \beta_0 + \beta_1 (DS)_{it} + \beta_2 (F\ SIZE)_{it} + \beta_3 (ROA)_{it} + \beta_4 (LEV)_{it} + \beta_5 (A\ SIZE)_{it} + \epsilon_{it}$$

النموذج الثاني: لاختبار الفرض الثاني للبحث H2 والذي ينص على: "توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم". وتتمثل معادلة الانحدار الخاصة بالنموذج الثاني لاختبار الفرض الثاني للبحث في:

أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دراسة تطبيقية

$$SPCR_{it} = \beta_0 + \beta_1 (IA)_{it} + \beta_2 (F\ SIZE)_{it} + \beta_3 (ROA)_{it} + \beta_4 (LEV)_{it} + \beta_5 (A\ SIZE)_{it} + \epsilon_{it}$$

النموذج الثالث: لاختبار الفرض الثالث H³ للبحث والذي ينص على: "توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم". وتتمثل معادلة الانحدار الخاصة بالنموذج الثالث لاختبار الفرض الثالث للبحث في:

$$SPCR_{it} = \beta_0 + \beta_1 (DS)_{it} + \beta_2 (F\ SIZE)_{it} + \beta_3 (ROA)_{it} + \beta_4 (LEV)_{it} + \beta_5 (A\ SIZE)_{it} + \epsilon_{it}$$

النموذج الرابع: لاختبار الفرض الرابع للبحث H⁴ والذي ينص على "توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم من خلال عدم تماثل المعلومات". لاختبار العلاقة غير المباشرة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم في ظل وجود عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط.

٨/٤ التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

جدول رقم (٤)

نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

الحد الأقصى Maximum	الحد الأدنى Minimum	الانحراف المعياري Std. Deviation	المتوسط Mean	السنة Year	متغيرات الدراسة
٠.٧٦٠	٠.٠٠٠	٠.٢٤٩	٠.١٤٢	٢٠١٧	الإفصاح عن أداء الاستدامة DS
١.٠٠٠	٠.٠٠٠	٠.٣٧٠	٠.٢٧٤	٢٠١٨	
١.٠٠٠	٠.٠٠٠	٠.٤٥٤	٠.٣٧٦	٢٠١٩	
١.٠٠٠	٠.٠٠٠	٠.٤٦٩	٠.٤٥٦	٢٠٢٠	
١.٠٠٠	٠.٠٠٠	٠.٤١٠	٠.٣١٢	الإجمالي	
٠.٥٠٠	٠.٠١٠	٠.١٢٧	٠.١٠٢	٢٠١٧	عدم تماثل المعلومات IA
٠.٨٠٠	٠.٠٢٠	٠.١٢١	٠.٠٩٦	٢٠١٨	
٠.٨٠٠	٠.٠٣٠	٠.١٠٥	٠.٠٨٦	٢٠١٩	
٠.١٨٠	٠.٠٢٠	٠.٠٣٦	٠.٠٧٤	٢٠٢٠	
٠.٨٠٠	٠.٠١٠	٠.١٠٤	٠.٠٨٩	الإجمالي	
١٢.٩٨٠	٤.٨٨٠	١.٩٢٧	٨.٠١٦	٢٠١٧	خطر انهيار أسعار الأسهم SPCR
١٣.١٢٠	٤.٠٠٠	٢.٣٤٥	٧.٥٧٥	٢٠١٨	
١٣.١٢٠	٣.٢٤٠	٢.٦٣٣	٧.٣٦٥	٢٠١٩	
١٤.١٠٠	٢.٩٨٠	٣.٠٤٤	٧.١٥٠	٢٠٢٠	
١٤.١٠٠	٢.٩٨٠	٢.٥٢٣	٧.٥٢٦	الإجمالي	

٨.٣٤٥	٣.٩٩٤	٠.٨١٣	٦.٣٠٢	٢٠١٧	حجم الشركة F SIZE
٧.٨٠٦	٤.٠٢٩	٠.٧٩٥	٦.٣٤٨	٢٠١٨	
٧.٨٥٣	٤.٠٦١	٠.٨٠٣	٦.٣٩٥	٢٠١٩	
٧.٩٨٦	٤.٠٤٩	٠.٨٠٣	٦.٤٠٣	٢٠٢٠	
٨.٣٤٥	٣.٩٩٤	٠.٧٩٩	٦.٣٦٢	الإجمالي	
١.٤٠٤	٠.٠٠٢	٠.٢٣٩	٠.١٤١	٢٠١٧	معدل العائد على الأصول ROA
١.٨٧٥	٠.٠٠٥	٠.٢٥٨	٠.١٢٢	٢٠١٨	
٠.٣٠٩	٠.٠٠٤	٠.٠٨٤	٠.٠٧٩	٢٠١٩	
٠.٢٧٠	٠.٠٠١	٠.٠٦٦	٠.٠٦٥	٢٠٢٠	
١.٨٧٥	٠.٠٠١	٠.١٨٥	٠.١٠٢	الإجمالي	
٧.٥١٥	٠.٠٤٧	١.٧١٩	١.٥٢١	٢٠١٧	الرافعة المالية LEV
٦.٨٩٧	٠.٠٥٧	١.٥٥٠	١.٥٤٦	٢٠١٨	
٥.٣٩٩	٠.٠٥٣	١.٣٦٢	١.٥٢٠	٢٠١٩	
٥.٨٤٣	٠.٠٠٥	١.٤٣٢	١.٥٢١	٢٠٢٠	
٧.٥١٥	٠.٠٠٥	١.٥١١	١.٥٢٧	الإجمالي	

ومن واقع بيانات الجدول السابق يتضح أنه فيما يتعلق بالإفصاح عن أداء الاستدامة هناك ارتفاع في مستوى الإفصاح عن أداء الاستدامة بين شركات العينة، حيث بلغ متوسط الإفصاح ٠.١٤٢ في عام ٢٠١٧ وفي عام ٢٠١٨ بلغ متوسط الإفصاح ٠.٢٧٤، بينما في عام ٢٠١٩ بلغ متوسط الإفصاح ٠.٣٧٦، وأخيراً بلغ متوسط الإفصاح ٠.٤٥٦ في عام ٢٠٢٠، وعلى الرغم من ارتفاع مستوى الإفصاح عن أداء الاستدامة من سنة إلى أخرى، إلا إنه على المستوى الإجمالي هناك انخفاض نسبي في الإفصاح عن أداء الاستدامة على مستوى شركات العينة، حيث بلغ متوسط الإفصاح الإجمالي عن أداء الاستدامة ٠.٣١٢، وقد جاء هذا المتوسط قريب إلى حد ما مع إحدى الدراسات التي تمت في بيئة مختلفة، حيث توصلت دراسة (Uwugbe et al. (٢٠١٨ من خلال تحليل التقارير المالية لعينة من الشركات المقيدة بالبورصة النيجيرية خلال الفترة من عام ٢٠١٤ حتى عام ٢٠١٦ إلى أن متوسط الإفصاح عن أبعاد الاستدامة بلغ ٠.٣٤١، في حين جاء هذا المتوسط أقل من متوسط الإفصاح لعينة من الشركات الإندونيسية، حيث توصلت دراسة (Supriyadi et al. (٢٠١٩ من تحليل التقارير المالية لعينة مكونة من ٥٠ شركة مقيدة بالبورصة الإندونيسية خلال الفترة من عام ٢٠١٣ حتى عام ٢٠١٧ أن متوسط الإفصاح عن أبعاد الاستدامة بلغ ٠.٥٠. كذلك أظهر التحليل الإحصائي للدراسة الحالية وجود تفاوت في مستويات الإفصاح عن أبعاد الاستدامة بين مفردات عينة الدراسة، ويتضح هذا التفاوت من خلال الحدود الدنيا والقصى للإفصاح عن أداء الاستدامة والتي تراوحت ما بين (٠، ٠.٠٠٠)، مما يدل على أن مستوى افصاح الشركات الداخلة في عينة الدراسة عن أبعاد الاستدامة قد تدرج من عدم الإفصاح (٠)

إلى الإفصاح عن مستوى منخفض (في حدود ٠.٢٥) إلى الإفصاح عن مستوى متوسط (في حدود ٠.٥٠) ثم مستوى جيد (في حدود ٠.٧٥) إلى أن وصلت في بعض الشركات إلى قيامها بالإفصاح بما يتفق تماماً مع مؤشرات الدليل الاسترشادي (١). وبتحليل هذا الإفصاح اتضح أن نصف عدد الشركات تقريباً الداخلة في عينة الدراسة تقوم بالإفصاح عن أبعاد الاستدامة والنصف الآخر لا يقوم بالإفصاح عن أداء الاستدامة، مما يعكس أن هذا الإفصاح مازال يتم بشكل اختياري.

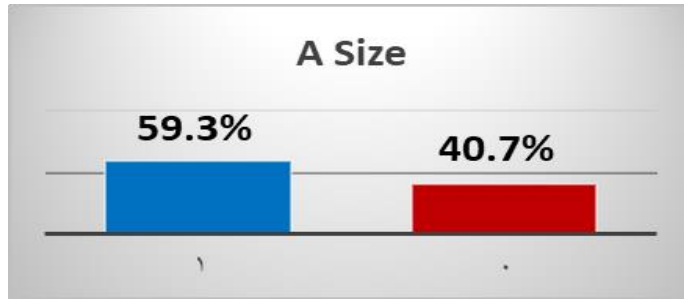
وبالنسبة لعدم تماثل المعلومات يلاحظ وجود انخفاض نسبي في متوسط عدم تماثل المعلومات بين شركات العينة، حيث انخفض من ٠.١٠٢ في عام ٢٠١٧ إلى أن وصل في عام ٢٠٢٠ إلى ٠.٠٧٤، وقد يرجع سبب انخفاض عدم تماثل المعلومات إلى زيادة مستوى الإفصاح عن أداء الاستدامة من سنة إلى أخرى، نتيجة زيادة عدد الشركات التي تقوم بالإفصاح عن أبعاد الاستدامة، أما على المستوى الإجمالي فيلاحظ أن متوسط عدم تماثل المعلومات قد بلغ ٠.٠٨٩، وقد جاء هذا المتوسط أكبر من مثيله في إحدى الدراسات، حيث بلغ ٠.٠٠١ في دراسة (Romito & Vurro, ٢٠٢١)، في حين جاء هذا المتوسط أقل من مثيله في بعض الدراسات الأخرى، حيث بلغ ٠.٢٩٣ في دراسة (Diebecker & Sommer, ٢٠١٧)، في حين بلغ ٠.١٣٢ في دراسة (Sriani & Agustia, ٢٠٢٠).

أما بالنسبة لخطر انهيار أسعار الأسهم فيلاحظ وجود انخفاض في متوسط خطر الانهيار حيث انخفض من ٨.٠١٦ في عام ٢٠١٧ إلى أن وصل في عام ٢٠٢٠ إلى ٧.١٥٠، وقد يرجع سبب الانخفاض من وجهة نظر الباحث إلى ارتفاع مستوى الإفصاح عن أبعاد الاستدامة، ومن ثم انخفاض عدم تماثل المعلومات والذي أدى إلى انخفاض خطر انهيار أسعار الأسهم، وعلى المستوى الإجمالي جاء هذا المتوسط والذي بلغ ٧.٥٢٦ أكبر من متوسط خطر انهيار أسعار الأسهم في بعض الدراسات، حيث بلغ هذا المتوسط ٠.٢١٦ في دراسة (Harmadji et al., ٢٠٢٠)، بينما بلغ ٢.٦١٤ في دراسة (Butar & Murniati, ٢٠٢١)، في حين كان هذا المتوسط أقل من متوسط خطر الانهيار في دراسة (Elsayed, ٢٠٢١) والذي بلغ ٣٩.٥.

وبالنسبة لحجم شركات العينة فقد بلغ متوسط اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول شركات العينة ٦.٤٠٣ في عام ٢٠٢٠، وهي تمثل أقصى قيمة له بالمقارنة بالسنوات الأخرى، كما يلاحظ وجود انخفاض طفيف في متوسط العائد على الأصول، حيث انخفض من ٠.١٤١ في عام ٢٠١٧ إلى ٠.٠٦٥ في عام ٢٠٢٠. وبالنسبة للرافعة المالية يلاحظ وجود ارتفاع نسبي لها في عام ٢٠١٨ بالمقارنة بالسنوات الأخرى، حيث بلغ ١.٥٤٦. وبالنسبة لحجم مكتب المراجعة يوضح الشكل التالي أن ما نسبته ٥٩.٣٪ من

شركات عينة الدراسة يتم مراجعتها من قبل مكتب من مكاتب المراجعة الأربعة الكبار، في حين تُراجع نسبة ٤٠.٧% من شركات عينة الدراسة من قبل مكاتب مراجعة بخلاف الأربعة الكبار.

شكل رقم (٢)
حجم مكتب المراجعة



٩/٤ تحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار فروض البحث:
اعتمد الباحث في تحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفروض على العناصر الآتية:
١/٩/٤ اختبارات صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي:

لاختبار صلاحية النموذج ومعرفة مدى اقتراب بيانات المتغيرات المتصلة من التوزيع الطبيعي، تم استخدام اختبار كولمجروف سميرونوف - Kolmogorov Smirnov ويمكن بيان نتائج الاختبار من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (٥)

نتائج اختبار Kolmogorov - Smirnov للتوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

Kolmogorov - Smirnov			المتغيرات
Sig	Df	Statistic	
٠.٠٠١	٢١٦	٠.٤٦٩	DS
٠.٠٠١	٢١٦	٠.٢٨٠	IA
٠.٠٠١	٢١٦	٠.١٠٩	SPCR
٠.٠٠١	٢١٦	٠.٠٩٨	F SIZE
٠.٠٠١	٢١٦	٠.٢٩٣	ROA
٠.٠٠١	٢١٦	٠.١٥٩	LEV
٠.٠٠١	٢١٦	٠.٣٨٩	A SIZE

وبعد إجراء الاختبار تبين أن مستوى المعنوية لجميع المتغيرات أقل من ٠.٠٥، مما يعني عدم اتباع قيم متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي، ويمكن التغلب على تلك المشكلة من خلال أخذ اللوغاريتم الطبيعي لهذه المتغيرات بالاعتماد على نظرية النهاية

أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دراسة تطبيقية

المركزية، والتي تنص على أنه يمكن افتراض تحقق شرط التوزيع الطبيعي للعينات الكبيرة ($n \geq 30$) (عطوة، عبد، ٢٠١٩)، وبما أن عدد المشاهدات ٢١٦ مشاهدة أي أكبر من ٣٠ فلن تكون مشكلة عدم توزيع البيانات توزيعاً طبيعياً مؤثرة على صحة نموذج الدراسة.

٢/٩/٤ اختبار مشكلة التداخل أو الازدواج الخطي للنماذج من الأول إلى الثالث:

لتحديد مدى وجود ازدواج خطي بين المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية في النماذج من الأول إلى الثالث تم إجراء اختبار التداخل الخطي للمتغيرات Multicollinearity من خلال حساب معامل Tolerance لكل من المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية، وإيجاد معامل تضخم التباين (VIF) وذلك لقياس تأثير الارتباط بين المتغيرات، ويوضح الجدول التالي نتائج اختبار التداخل الخطي لمتغيرات الدراسة من خلال معامل تضخم التباين (VIF).

جدول رقم (٦)

نتائج اختبار معامل تضخم التباين (VIF)

النموذج الثالث		النموذج الثاني				النموذج الأول		
SPCR		SPCR		SPCR		IA		المتغير التابع
VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	المتغيرات المستقلة
١.٠٢٨	٠.٩٧٣	١.٠٥١	٠.٩٥١	١.٠٢٨	٠.٩٧٣	١.٠٢٨	٠.٩٧٣	DS
١.١٨٢	٠.٨٤٦	١.٠٤٨	٠.٩٥٤	١.١٨٢	٠.٨٤٦	١.١٨٢	٠.٨٤٦	F SIZE
١.٠٤٤	٠.٩٥٨	١.٠٧٩	٠.٩٢٦	١.٠٤٤	٠.٩٥٨	١.٠٤٤	٠.٩٥٨	ROA
١.٠٧٨	٠.٩٢٧	١.١٨٣	٠.٨٤٦	١.٠٧٨	٠.٩٢٧	١.٠٧٨	٠.٩٢٧	LEV
١.١١٢	٠.٨٩٩	١.١١٢	٠.٨٩٩	١.١١٢	٠.٨٩٩	١.١١٢	٠.٨٩٩	A SIZE

ويرى الإحصائيون أن الحصول على قيمة أكبر من ١٠ لقيمة (VIF) تشير إلى وجود مشكلة التداخل الخطي للمتغيرات (يحيى، عبد الله، ٢٠٠٧)، ويتضح من الجدول السابق أن قيم معامل Tolerance لجميع المتغيرات أكبر من ٠.١، كما أن قيمة (VIF) لكل المتغيرات أقل من ١٠ مما يعني أن نموذج الدراسة لا يعاني من مشكلة التداخل الخطي.

٣/٩/٤ تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة:

يوضح الجدول رقم (٧) مصفوفة معاملات ارتباط بيرسون لاختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة، وقد جاءت النتائج كما يلي:

جدول رقم (٧)
مصفوفة معاملات ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة

A SIZE	LEV	ROA	F SIZE	IA	SPCR	DS	Variables
-٠.٠٦٧	-٠.٠٥٨	-٠.٠٣٣	-٠.١٦٢*	-٠.٤١٠**	-٠.٦٣٣**	١	DS
٠.٠٣٤	-٠.١٧١*	-٠.٠٩٠	٠.٠٧١	٠.٥٠٥**	١		SPCR
٠.٠٤٠	-٠.٠٣٠	-٠.٠٢٧	٠.٠٩١	١			IA
٠.٣١٣**	٠.١٩٩**	٠.١٠٠	١				F SIZE
٠.٠٤٧	٠.١٩٤**	١					ROA
٠.٠٢٢	١						LEV
١							A SIZE
** قيمة الارتباط معنوي عند مستوى معنوية ١%							
* قيمة الارتباط معنوي عند مستوى معنوية ٥%							

يتضح من الجدول السابق في ظل (النموذج الأول) وجود علاقة ارتباط معنوية عند مستوى ١٪ بين المتغير المستقل "الإفصاح عن أداء الاستدامة DS" والمتغير التابع "عدم تماثل المعلومات IA"، وقد بلغت قيمة معامل الارتباط (-٠.٤١٠)، مما يشير إلى وجود علاقة ارتباط عكسية بين كلا المتغيرين، وفي ظل (النموذج الثاني) يتضح وجود علاقة ارتباط معنوية عند مستوى ١٪ بين المتغير المستقل "عدم تماثل المعلومات IA" والمتغير التابع "خطر انهيار أسعار الأسهم SPCR"، وقد بلغت قيمة معامل الارتباط (٠.٥٠٥)، مما يشير إلى وجود علاقة ارتباط طردية بين المتغيرين، وفي ظل (النموذج الثالث) يتضح وجود علاقة ارتباط معنوية عند مستوى ١٪ بين المتغير المستقل "الإفصاح عن أداء الاستدامة DS" والمتغير التابع "خطر انهيار أسعار الأسهم SPCR"، وقد بلغت قيمة معامل الارتباط (-٠.٦٣٣)، مما يشير إلى وجود علاقة ارتباط عكسية بين المتغيرين.

٤/٩/٤ تحليل الانحدار المتعدد بين المتغيرات لاختبار فروض الدراسة من الأول إلى الثالث:

النموذج الأول لاختبار الفرض الأول للبحث:

استخدم الباحث أسلوب تحليل الانحدار المتعدد لاختبار الفرض الأول للبحث والذي ينص على "توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وعدم تماثل المعلومات".

$$IA_{it} = \beta_0 + \beta_1 (DS)_{it} + \beta_2 (F SIZE)_{it} + \beta_3 (ROA)_{it} + \beta_4 (LEV)_{it} + \beta_5 (A SIZE)_{it} + \epsilon_{it}$$

ويوضح الجدول رقم (٨) نتائج هذا الاختبار.

جدول رقم (٨)
نتائج تحليل الانحدار لنموذج الدراسة الأول

IA		المتغير التابع	
مستوى المعنوية	t. test	معامل الانحدار	المتغيرات المستقلة
٠.٠٠١	-٦.٤١٥	-٠.٣٣٥	DS
٠.٥٧٤	٠.٥٦٤	٠.٠١٦	F SIZE
٠.٦٠١	-٠.٥٢٣	-٠.٠٦١	ROA
٠.٣٩٨	-٠.٨٤٧	-٠.٠١٢	LEV
٠.٩٥٨	٠.٠٥٣	٠.٠٠٢	A SIZE
٠.١٧٤	معامل التحديد R^2	٠.٤١٧	معامل الارتباط R
٠.٠٠١	مستوى المعنوية	٨.٨٢٥	F. test

يتضح من الجدول السابق أن نتيجة اختبار F. test بناءً على تحليل (ANOVA) تشير إلى أن نموذج الانحدار المتعدد يعتبر معنوياً وذو دلالة إحصائية، حيث إن قيمة مستوى المعنوية أقل من ٠.٠٥. وقد بلغت قيمة معامل التحديد R^2 (٠.١٧٤)، مما يعني أنه يمكن تقدير المتغير التابع بنسبة ١٧.٤٪ من خلال المتغير المستقل، أو بمعنى آخر أن المتغير المستقل "الإفصاح عن أداء الاستدامة DS" يفسر ١٧.٤٪ من التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع "عدم تماثل المعلومات IA"، وبفحص نتائج اختبار t. test (لاختبار معنوية كل متغير على حدة) تبين ما يلي: لا توجد علاقة معنوية بين كل من حجم الشركة، معدل العائد على الأصول، الرافعة المالية، حجم مكتب المراجعة والمتغير التابع (عدم تماثل المعلومات) حيث إن قيمة مستوى المعنوية أكبر من ٠.٠٥، توجد علاقة معنوية بين المتغير المستقل (الإفصاح عن أداء الاستدامة) والمتغير التابع (عدم تماثل المعلومات)، حيث إن مستوى المعنوية أقل من ٠.٠٥، وتعبير الإشارة السالبة لمعامل الانحدار (-٠.٣٣٥) على أن العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع هي علاقة عكسية، أي أن الإفصاح عن أداء الاستدامة يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات بمقدار ٠.٣٣٥. بمعنى أن زيادة مستوى الإفصاح عن أداء الاستدامة بنسبة ١٪ يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات بنسبة ٣٣.٥٪ ويستنتج من ذلك أن الإفصاح عن أداء الاستدامة يؤثر سلبياً وله تأثير معنوي على عدم تماثل المعلومات، بمعنى أنه توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين كلا المتغيرين وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٠.٠٥. وبناءً عليه يتم قبول الفرض الأول للبحث. وتتفق هذه النتيجة مع ما خلصت إليه بعض الدراسات والتي منها (Ferrero et al., ٢٠١٦; Ballesteros et

al., ٢٠١٧; Du et al., ٢٠١٧; Swarnapali et al., ٢٠١٨; Suharsono et al., ٢٠٢٠; Zia et al., ٢٠٢٠; Hammami & Zadeh, ٢٠٢٠; Ho et al., ٢٠٢١; Romito & Vurro, ٢٠٢١). وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة نموذج الانحدار لأثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات على النحو التالي:

$$IA_{it} = -1.169 - 0.335 DS_{it} + 0.016 F SIZE_{it} - 0.061 ROA_{it} - 0.012 LEV_{it} + 0.002 A SIZE_{it} + 0.309$$

النموذج الثاني لاختبار الفرض الثاني للبحث:

استخدم الباحث أسلوب تحليل الانحدار المتعدد لاختبار الفرض الثاني للبحث والذي ينص على "توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم".

$$SPCR_{it} = \beta_0 + \beta_1 (IA)_{it} + \beta_2 (F SIZE)_{it} + \beta_3 (ROA)_{it} + \beta_4 (LEV)_{it} + \beta_5 (A SIZE)_{it} + \epsilon_{it}$$

ويوضح الجدول رقم (٩) نتائج هذا الاختبار.

جدول رقم (٩)

نتائج تحليل الانحدار لنموذج الدراسة الثاني

SPCR			المتغير التابع
مستوى المعنوية	t. test	معامل الانحدار	المتغيرات المستقلة
٠.٠٠١	٨.٣٩٣	٠.٢١٦	IA
٠.٣٢٦	٠.٩٨٥	٠.٠١١	F SIZE
٠.٣٨٣	-٠.٨٧٥	-٠.٠٤٢	ROA
٠.٠١٠	-٢.٦١٠	-٠.٠١٥	LEV
٠.٩٩٥	٠.٠٠٦	٠.٠٠٠	A SIZE
٠.٢٨٥	معامل التحديد R ^٢	٠.٥٣٤	معامل الارتباط R
٠.٠٠١	مستوى المعنوية	١٦.٧٢٢	F. test

يتضح من الجدول السابق أن نتيجة اختبار F. test بناءً على تحليل (ANOVA) تشير إلى أن نموذج الانحدار يعتبر معنوياً وذو دلالة إحصائية، حيث إن قيمة مستوى المعنوية أقل من ٠.٠٥، كما بلغت قيمة معامل التحديد R^٢ (٠.٢٨٥) مما يعني أن المتغير المستقل (عدم تماثل المعلومات IA) يفسر ٢٨.٥% من التباين في المتغير التابع (خطر انهيار أسعار الأسهم SPCR)، وبفحص نتائج اختبار t. test (لاختبار معنوية كل

أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دراسة تطبيقية

متغير على حدة) تبين ما يلي: لا توجد علاقة معنوية بين كل من حجم الشركة، معدل العائد على الأصول، حجم مكتب المراجعة والمتغير التابع (خطر انهيار أسعار الأسهم) حيث إن قيمة مستوى المعنوية أكبر من ٠.٠٥، في حين توجد علاقة معنوية بين درجة الرفع المالي والمتغير التابع، حيث إن قيمة مستوى المعنوية أقل من ٠.٠٥، وتعتبر الإشارة السالبة لمعامل الانحدار (٠.٠١٥-) على أن العلاقة بين كلا المتغيرين هي علاقة عكسية، وتتفق تلك النتيجة مع ما خلصت إليه بعض الدراسات والتي منها (Campbell (٢٠١٨، Habib, ٢٠١٨; Dang et al., ٢٠١٦; Zhu, ٢٠١٦; et al., ٢٠٠٨). توجد علاقة معنوية بين كل من المتغير المستقل (عدم تماثل المعلومات) والمتغير التابع (خطر انهيار أسعار الأسهم)، حيث إن قيمة مستوى المعنوية أقل من ٠.٠٥. وتعتبر الإشارة الموجبة لمعامل الانحدار (٠.٢١٦) على أن العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع هي علاقة طردية، أي أن زيادة عدم تماثل المعلومات تؤدي إلى زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم بمقدار ٠.٢١٦، بمعنى أن زيادة عدم تماثل المعلومات بنسبة ١% تؤدي إلى زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم بنسبة ٢١.٦%. ويستنتج من ذلك أن عدم تماثل المعلومات تؤثر إيجابياً ولها تأثير معنوي على خطر انهيار أسعار الأسهم، بمعنى أنه توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين كلا المتغيرين وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٠.٠٥. وبناءً عليه يتم قبول الفرض الثاني للبحث. وتتفق هذه النتيجة مع ما خلصت إليه بعض الدراسات والتي منها (Kothari et al., ٢٠٠٩; KHodarahmi et al., ٢٠١٦; Yeung & Lento, ٢٠١٨; Xu & Zou, ٢٠١٩; Kong et al., ٢٠٢١; Andreou et al., ٢٠٢١). وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة نموذج الانحدار لأثر عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار أسعار الأسهم على النحو التالي:

$$SPCR_{it} = 1.065 + 0.216 IA_{it} + 0.011 F SIZE_{it} - 0.042 ROA_{it} - 0.010 LEV_{it} + 0.0 A SIZE_{it} + 0.126$$

النموذج الثالث لاختبار الفرض الثالث للبحث:

استخدم الباحث أسلوب تحليل الانحدار المتعدد لاختبار الفرض الثالث للبحث والذي ينص على "توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم".

$$SPCR_{it} = \beta_0 + \beta_1 (DS)_{it} + \beta_2 (F SIZE)_{it} + \beta_3 (ROA)_{it} + \beta_4 (LEV)_{it} + \beta_5 (A SIZE)_{it} + \epsilon_{it}$$

ويوضح الجدول رقم (١٠) نتائج هذا الاختبار.

جدول رقم (١٠)
نتائج تحليل الانحدار لنموذج الدراسة الثالث

SPCR			المتغير التابع
مستوى المعنوية	t. test	معامل الانحدار	المتغيرات المستقلة
٠.٠٠١	-١٢.٤١٤	-٠.٢٣٢	DS
٠.٧٩٤	٠.٢٦١	٠.٠٠٣	F Size
٠.١٥٩	-١.٤١٢	-٠.٠٥٩	ROA
٠.٠٠١	-٣.٧٠٢	-٠.٠١٩	LEV
٠.٩٠٩	-٠.١١٤	-٠.٠٠٢	A SIZE
٠.٤٤٩	معامل التحديد R ^٢	٠.٦٧٠	معامل الارتباط R
مستوى المعنوية = ٠.٠٠١		٣٤.٢٤١	F. test

يتضح من الجدول السابق أن نتيجة اختبار F. test بناءً على تحليل (ANOVA) تشير إلى أن نموذج الانحدار يعتبر معنوياً وذو دلالة احصائية، حيث إن قيمة مستوى المعنوية أقل من ٠.٠٥، كما بلغت قيمة معامل التحديد R^٢ (٠.٤٤٩) مما يعني أن المتغير المستقل (الإفصاح عن أداء الاستدامة DS) يفسر ٤٤.٩٪ من التباين في المتغير التابع (خطر انهيار أسعار الأسهم SPCR)، وبفحص نتائج اختبار t. test (لاختبار معنوية كل متغير على حدة) تبين ما يلي: لا توجد علاقة معنوية بين كل من حجم الشركة، معدل العائد على الأصول، حجم مكتب المراجعة والمتغير التابع (خطر انهيار أسعار الأسهم) حيث إن قيمة مستوى المعنوية أكبر من ٠.٠٥، في حين توجد علاقة معنوية بين درجة الرفع المالي والمتغير التابع، حيث إن قيمة مستوى المعنوية أقل من ٠.٠٥، وتعتبر الإشارة السالبة لمعامل الانحدار (-٠.٠١٩) على أن العلاقة بين كلا المتغيرين هي علاقة عكسية، توجد علاقة معنوية بين كل من المتغير المستقل (الإفصاح عن أداء الاستدامة) والمتغير التابع (خطر انهيار أسعار الأسهم)، حيث إن قيمة مستوى المعنوية أقل من ٠.٠٥. وتعتبر الإشارة السالبة لمعامل الانحدار (-٠.٢٣٢) على أن العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع هي علاقة عكسية، أي أن زيادة الإفصاح عن أداء الاستدامة يؤدي إلى تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم بمقدار ٠.٢٣٢، بمعنى أن زيادة مستوى الإفصاح عن أداء الاستدامة بنسبة ١٪ يؤدي إلى تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم بنسبة ٢٣.٢٪. ويستنتج من ذلك أن الإفصاح عن أداء الاستدامة يؤثر سلبياً وله تأثير معنوي على خطر انهيار أسعار الأسهم، بمعنى أنه توجد علاقة معنوية

أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دراسة تطبيقية

ذات دلالة إحصائية بين كلا المتغيرين وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٠.٠٥. وبناءً عليه يتم قبول الفرض الثالث للبحث. وتتفق هذه النتيجة مع ما خلصت إليه بعض الدراسات والتي منها (Lee, ٢٠١٦; Zhang et al., ٢٠١٦; Tang & Zhong, ٢٠١٩; Yildiz & Karan, ٢٠٢٠; Harmadji et al., ٢٠٢٠; Hunjra et al., ٢٠٢٠). في حين تختلف تلك النتيجة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات والتي منها (Kim et al., ٢٠١٤; Quan & Xiao, ٢٠١٦; Zahn & Cong, ٢٠١٩). وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة نموذج الانحدار لأثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على خطر انهيار أسعار الأسهم على النحو التالي:

$$SPCR_{it} = 0.944 - 0.232 DS_{it} + 0.003 F SIZE_{it} - 0.059 ROA_{it} - 0.019 LEV_{it} - 0.002 A SIZE_{it} + 0.111$$

النموذج الرابع لاختبار الفرض الرابع للبحث:

لأغراض التأكيد على النتائج التي تم التوصل إليها من تحليل الانحدار المتعدد للنماذج السابقة والخاصة باختبار الفروض من الأول إلى الثالث، بالإضافة إلى اختبار الفرض الرابع للبحث والذي ينص على "توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم من خلال عدم تماثل المعلومات" تم تشغيل البيانات باستخدام نموذج المعادلات الهيكلية بالاعتماد على الانحدار الجزئي للمربعات الصغرى (Partial Least Square (PLS باستخدام برنامج SmartPls والذي يمكن من خلاله اختبار سلسلة من العلاقات بين المتغيرات محل القياس في نفس الوقت، بالإضافة إلى أنه يُفضل استخدامه بصفة خاصة لاختبار التأثير الوسيط (غير المباشر)، كذلك تم استخدام تحليل المسار Path Analysis والذي يقدم قيم التأثيرات المباشرة وغير المباشرة للعلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع في وجود المتغير الوسيط، أي يوفر التحليل قيمة اختبار الوساطة فقط دون تقديم دلالة هذا الاختبار، لذلك تم استخدام طريقة Bootstrap لاختبار دلالة الأثر غير المباشر للعلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع في وجود المتغير الوسيط (عبده، ٢٠٢٠ أ).

٥/٩/٤ اختبار مشكلة التداخل أو الازدواج الخطي للنموذج الرابع:

جدول رقم (١١)

نتائج اختبار معامل تضخم التباين (VIF)

النموذج الرابع		المتغير التابع
SPCR	Tolerance	Collinearity Statistics (VIF)
VIF	١.٠٠٠	DS
١.٠٠٠	١.٠٠٠	IA
١.١٥٩	٠.٨٦٣	F SIZE

١.٠٤٤	٠.٩٥٨	ROA
١.٠٧٨	٠.٩٢٨	LEV
١.١١١	٠.٩٠٠	A SIZE

ويتضح من الجدول السابق أن قيم معامل Tolerance لجميع المتغيرات أكبر من ٠.١، كما أن قيمة (VIF) لكل المتغيرات أقل من ١٠ مما يعني أن نموذج الدراسة لا يعاني من مشكلة التداخل الخطي.

٦/٩/٤ تحليل المسارات Analysis Path بدون المتغيرات الرقابية:

قام الباحث بإجراء تحليل المسارات للنموذج القياسي بدون المتغيرات الرقابية باستخدام تحليلات الانحدار الجزئي للمربعات الصغرى Partial Least Square (PLS)، كذلك تم إجراء اختبار t لجميع قيم معاملات التحميل "Factors Loading" الخاصة بالنموذج، وقد أوضحت النتائج ما يلي:

جدول رقم (١٢)

تحليل المسارات بدون المتغيرات الرقابية Analysis Path

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	T Statistics (O/STDEV)	P Values	Decision
DS -> IA	-٠.٤١٠	-٠.٤١٣	٠.٠٦٧	٦.٠٨٢	٠.٠٠١	Supported**
DS -> SPCR	-٠.٥١٢	-٠.٥٠٨	٠.٠٥٩	٨.٦٦	٠.٠٠١	Supported**
IA -> SPCR	٠.٢٩٥	٠.٣	٠.٠٦٩	٤.٢٩١	٠.٠٠١	Supported**

بفحص نتائج اختبار t (لاختبار معنوية كل متغير على حدة) تبين معنوية جميع قيم t حيث إن مستوى المعنوية أقل من ٠.٠٥ لكل العلاقات، مما يعني وجود تأثير معنوي بين الإفصاح عن أداء الاستدامة DS وعدم تماثل المعلومات IA، وكذلك يوجد تأثير معنوي بين عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم SPCR، أيضاً يوجد تأثير معنوي بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم. وتعتبر الإشارة السالبة لقيمة معامل التحميل (-٠.٤١٠) على أن العلاقة بين المتغير المستقل DS والمتغير التابع IA هي علاقة عكسية، وتعتبر الإشارة الموجبة لقيمة معامل التحميل (٠.٢٩٥) على أن العلاقة بين المتغير المستقل IA والمتغير التابع SPCR هي علاقة طردية، كما تعبر الإشارة السالبة لقيمة معامل التحميل (-٠.٥١٢) على أن العلاقة بين المتغير المستقل DS والمتغير التابع SPCR هي علاقة عكسية. وهو ما يؤكد ما تم التوصل إليه سابقاً من خلال معادلات الانحدار المتعدد.

جدول رقم (١٣)

نتائج اختبار R Square

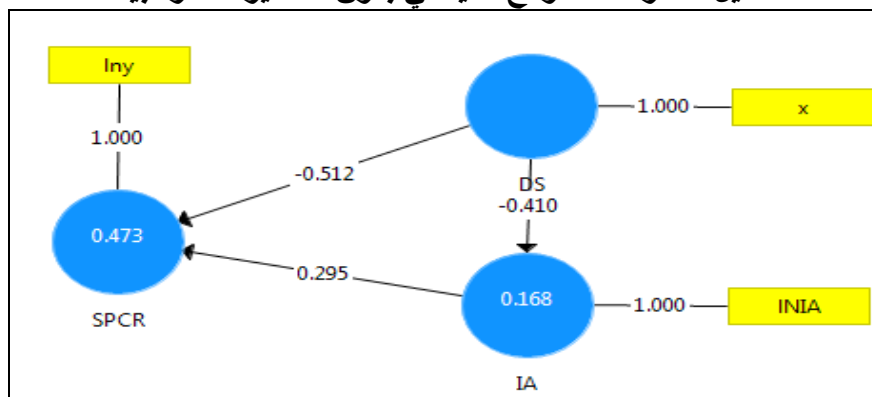
المتغيرات	R ²	R Square Adjusted	Result
IA	٠.١٦٨	٠.١٦٤	substantial
SPCR	٠.٤٧٣	٠.٤٦٨	substantial

تم حساب معامل التحديد R² وهو نسبة تفسير المتغير المستقل "الإفصاح عن أداء الاستدامة DS" للمتغير التابع "خطر انهيار أسعار الأسهم SPCR" في وجود المتغير الوسيط "عدم تماثل المعلومات IA"، وتم اختبار النموذج وقد حققت معادلة الانحدار معامل تحديد نسبته ٤٧.٣% للمتغير التابع طبقاً للتأثير غير المباشر للمتغير المستقل DS من خلال المتغير الوسيط IA، في حين حققت معادلة الانحدار معامل تحديد نسبته ١٦.٨% لتأثير DS على IA، وطبقاً لمقياس Cohen (١٩٨٨) فتعد قيمة معامل التحديد مرتفعة في الحالتين.

ويمكن توضيح النتائج السابقة فيما يتعلق بتحليل مسارات النموذج القياسي للمتغير المستقل والتابع والوسيط ومعاملات التحميل ومعاملات التحديد وذلك بدون المتغيرات الرقابية من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (٣)

تحليل مسارات النموذج القياسي بدون المتغيرات الرقابية



جدول رقم (١٤)

نتائج اختبار F-square

F-square	IA	SPCR
DS	٠.٢٠٢ (medium)	٠.٤١٣ (large)
IA		٠.١٣٧ (small)

وفيما يتعلق بحجم تأثير F^2 فيعد تأثير المتغير المستقل DS على المتغير التابع SPCR تأثير كبير (0.413)، وتأثير IA على SPCR تأثير صغير (0.137)، وتأثير DS على IA تأثير متوسط وذلك طبقاً لمقياس (Cohen, 1988).

٧/٩/٤ تحليل المسارات Analysis Path في وجود المتغيرات الرقابية:

تم إجراء تحليل المسارات للنموذج القياسي في وجود المتغيرات الرقابية باستخدام تحليلات الانحدار الجزئي للمربعات الصغرى (Partial Least Square (PLS)، كذلك تم اجراء اختبار t test لجميع قيم معاملات التحميل Factors Loading الخاصة بالنموذج، وقد أوضحت النتائج ما يلي:

جدول رقم (١٥)

تحليل المسارات في وجود المتغيرات الرقابية Analysis Path

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	T Statistics (O/STDEV)	P Values	Decision
DS -> IA	-0.410	-0.413	0.069	5.923	0.001	Supported**
DS -> SPCR	-0.632	-0.630	0.037	16.916	0.001	Supported**
IA -> SPCR	0.279	0.279	0.072	3.860	0.001	Supported**
control -> SPCR	-0.184	-0.153	0.131	1.401	0.162	rejected

بفحص نتائج اختبار t test تبين معنوية جميع قيم t لجميع العلاقات، ما عدا العلاقة بين المتغيرات الرقابية والمتغير التابع SPCR حيث إن مستوى المعنوية أكبر من 0.05، مما يعنى عدم وجود تأثير معنوي بين المتغيرات الرقابية والمتغير التابع، كذلك تؤكد إشارات معاملات التحميل للعلاقة بين متغيرات الدراسة على ما تم التوصل إليه سابقاً.

جدول رقم (١٦)

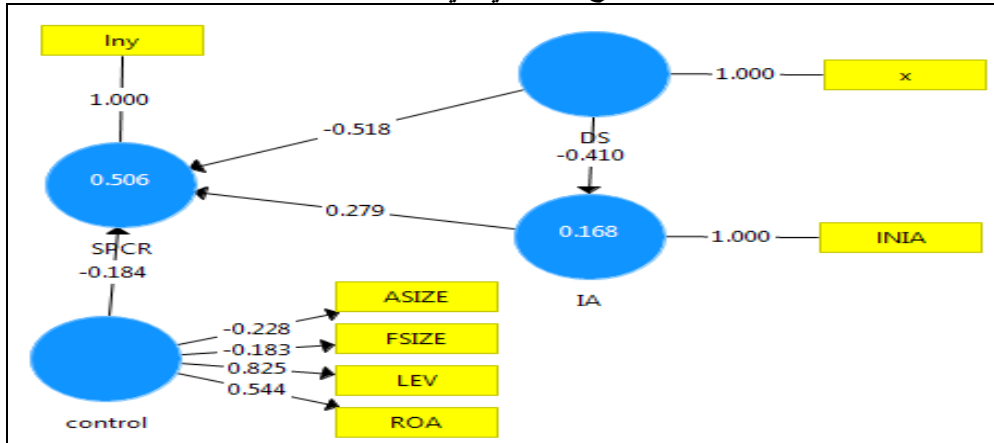
نتائج اختبار R Square

المتغيرات	R Square	R Square Adjusted	Result
IA	0.168	0.164	substantial
SPCR	0.506	0.499	substantial

تم اختبار النموذج وقد حققت معادلة الانحدار معامل تحديد R^2 نسبته 50.6% للمتغير التابع طبقاً للتأثير غير المباشر للمتغير المستقل DS من خلال المتغير الوسيط IA وذلك بزيادة قدرتها 3.3% نتيجة لوجود المتغيرات الرقابية. ويمكن توضيح النتائج السابقة فيما يتعلق بتحليل مسارات النموذج القياسي للمتغير المستقل والتابع والوسيط ومعاملات التحميل ومعاملات التحديد وذلك في وجود المتغيرات الرقابية من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (٤)

تحليل مسارات النموذج القياسي في وجود المتغيرات الرقابية



ويتضح من الشكل السابق انخفاض Factors Loading لكل من حجم الشركة و حجم مكتب المراجعة A Size، F Size مما يعني انخفاض تأثيرهما على المتغير التابع SPCR وبالتالي يمكن استبعادهما.

جدول رقم (١٧)

نتائج اختبار F-square

F Square	IA	SPCR
DS	٠.٢٠٢ (medium)	٠.٤٥١ (large)
IA		٠.١٣٠ (small)
control		٠.٠٦٨ (small)

وفيما يتعلق بحجم تأثير F^2 فيعد تأثير DS على SPCR كبير (٠.٤٥١)، وتأثير IA على SPCR صغير (٠.١٣٠) وتأثير DS على IA متوسط (٠.٢٠٢)، بينما كان تأثير المتغيرات الرقابية (Control) على المتغير التابع SPCR تأثير ضعيف وصل إلى (٠.٠٦٨) وذلك طبقاً لمقياس (Cohen, ١٩٨٨)، وقد يرجع ذلك لانخفاض Factors Loading لكل من A Size، F Size.

٨/٩/٤ تحليل المسارات Analysis Path بعد استبعاد المتغيرات الرقابية الأقل تأثيراً: تم إجراء تحليل المسارات للنموذج القياسي بعد استبعاد المتغيرات الرقابية الأقل تأثيراً وإضافة المتغيرات الرقابية ذات التأثير الأكبر فقط، حيث وفقاً للنموذج السابق يتضح أن Factors Loading للمتغيرات الرقابية A Size، F Size ضعيفة، مما يعني انخفاض

تأثيرهما على المتغير التابع SPCR ولذلك تم استبعادهما، وقد تم إجراء اختبار t لجميع قيم معاملات التحميل وقد أوضحت النتائج ما يلي:

جدول رقم (١٨)

تحليل المسارات بإضافة المتغيرات الرقابية الأكثر تأثيراً فقط Analysis Path

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	T Statistics (O/STDEV)	P Values	Decision
DS -> IA	-٠.٤١	-٠.٤١	٠.٠٦٦	٦.١٨٤	٠.٠٠١	Supported**
DS -> SPCR	-٠.٥٣١	-٠.٥٢١	٠.٠٦٥	٨.١٩٦	٠.٠٠١	Supported**
IA -> SPCR	٠.٢٨	٠.٢٨٧	٠.٠٧٦	٣.٦٨٨	٠.٠٠١	Supported**
control -> SPCR	-٠.٢٠٢	-٠.١٩٢	٠.٠٦٣	٣.٢٠٢	٠.٠٠١	Supported**

بفحص نتائج اختبار t تبين معنوية جميع قيم t حيث إن مستوى المعنوية أقل من ٠.٠٥ لكل العلاقات، مما يعني وجود تأثير معنوي بين جميع المتغيرات في كل العلاقات، كذلك تؤكد إشارات معاملات التحميل للعلاقة بين المتغيرات على ما تم التوصل إليه سابقاً.

جدول رقم (١٩)

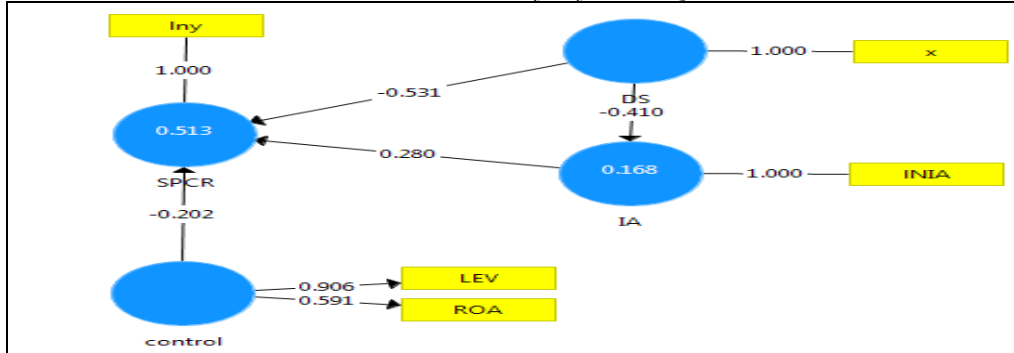
نتائج اختبار R Square

المتغيرات	R	R Square Adjusted	Result
IA	٠.١٦٨	٠.١٦٤	substantial
SPCR	٠.٥١٣	٠.٥٠٦	substantial

تم اختبار النموذج وقد حققت معادلة الانحدار معامل تحديد R^2 نسبته ٥١.٣٪ للمتغير التابع طبقاً للتأثير غير المباشر للمتغير المستقل DS من خلال المتغير الوسيط IA وذلك بزيادة قدرتها ٠.٧٪ نتيجة لاستبعاد المتغيرات الرقابية ذات التأثير الأقل والإبقاء على المتغيرات الرقابية ذات معاملات التحميل الأكبر والأكثر تأثيراً (ROA، LEV). ويمكن توضيح النتائج السابقة فيما يتعلق بتحليل مسارات النموذج القياسي للمتغير المستقل والتابع والوسيط ومعاملات الانحدار ومعاملات التحديد وذلك في وجود المتغيرات الرقابية الأكثر تأثيراً (ROA ، LEV) من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (٥)

تحليل مسارات النموذج القياسي في وجود المتغيرات الرقابية الأكثر تأثيراً



جدول رقم (٢٠)

نتائج اختبار F-square

F Square	IA	SPCR
DS	٠.٢٠٢ (medium)	٠.٤٧٨ (large)
IA		٠.١٣٣ (small)
control		٠.٠٨٣ (small)

وفيما يتعلق بحجم تأثير F^2 فيعد تأثير DS على SPCR كبير (٠.٤٧٨)، وتأثير IA على SPCR صغير (٠.١٣٣) وتأثير DS على IA متوسط (٠.٢٠٢)، بينما كان تأثير المتغيرات الرقابية (ROA، LEV) على المتغير التابع SPCR تأثير ضعيف وصل إلى (٠.٠٨٣) ولكنه زاد عن النموذج السابق.

وفي ضوء ما سبق يتضح أن قيمة معامل التحديد R^2 في ظل العلاقة المباشرة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة DS وخطر انهيار أسعار الأسهم SPCR كانت (٠.٤٤٩)، أي أن المتغير المستقل DS يفسر ٤٤.٩٪ من التباين في المتغير التابع SPCR، في حين كانت قيمة معامل التحديد في ظل العلاقة غير المباشرة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم من خلال عدم تماثل المعلومات IA كمتغير وسيط بدون المتغيرات الرقابية (٠.٤٧٣)، أي أن المتغير المستقل DS يمكنه تفسير ٤٧.٣٪ من التباين في المتغير التابع SPCR في وجود المتغير الوسيط IA أي بزيادة قدرها ٢.٤٪، وفي وجود المتغيرات الرقابية ROA، LEV وصلت قيمة معامل التحديد إلى (٠.٥١٣)، أي أن المتغير المستقل DS يمكنه تفسير ٥١.٣٪ من التباين في المتغير التابع SPCR في وجود المتغير الوسيط IA أي بزيادة قدرها ٦.٤٪ بالمقارنة بالعلاقة المباشرة بدون المتغير الوسيط.

ويستنتج من ذلك أن الإفصاح عن أداء الاستدامة يؤثر سلبياً وله تأثير معنوي على عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، بمعنى أنه توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم من خلال عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط وذلك عند مستوى معنوية أقل من ٠.٠٥. وبناءً عليه يتم قبول الفرض الرابع للبحث.

٥- نتائج وتوصيات البحث:

١/٥ نتائج البحث:

- يوجد ارتفاع نسبي في مستوى الإفصاح عن أداء الاستدامة بين شركات العينة خلال سنوات الدراسة، في حين يوجد انخفاض نسبي في متوسط عدم تماثل المعلومات، كذلك يوجد انخفاض نسبي في متوسط خطر انهيار أسعار الأسهم بين شركات العينة خلال سنوات الدراسة، وقد يرجع سبب ذلك إلى أن الإفصاح عن أداء الاستدامة يؤدي إلى تحسين البيئة المعلوماتية للشركة، ويقال من عدم تماثل المعلومات، ويحد من حجب الأخبار السيئة، ويخفض حالة عدم التأكد التي تواجه المستثمرين، ويوفر مناخ ملائم لهم للحصول على قدر أكبر من المعلومات عن الشركة، تكاد تقترب من حجم ونوعية المعلومات المتوافرة لدى الإدارة، والذي يعكس بدوره ويؤدي إلى التخفيف من خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم.
- توجد علاقة ارتباط معنوية في ظل النموذج الأول بين المتغير المستقل "الإفصاح عن أداء الاستدامة DS" والمتغير التابع "عدم تماثل المعلومات IA" وقد بلغت قيمة معامل الارتباط (٠.٤١٠-) مما يشير إلى وجود علاقة ارتباط عكسية بين المتغيرين.
- توجد علاقة ارتباط معنوية في ظل النموذج الثاني بين المتغير المستقل "عدم تماثل المعلومات IA" والمتغير التابع "خطر انهيار أسعار الأسهم SPCR" وقد بلغت قيمة معامل الارتباط (٠.٥٠٥) مما يشير إلى وجود علاقة ارتباط طردية بين المتغيرين.
- توجد علاقة ارتباط معنوية في ظل النموذج الثالث بين المتغير المستقل "الإفصاح عن أداء الاستدامة DS" والمتغير التابع "خطر انهيار أسعار الأسهم SPCR" وقد بلغت قيمة معامل الارتباط (٠.٦٣٣-) مما يشير إلى وجود علاقة ارتباط عكسية بين المتغيرين.
- لا يوجد تعارض بين النتائج التي تم التوصل إليها من خلال نموذج المعادلات الهيكلية باستخدام برنامج SmartPls مع ما تم التوصل إليه من خلال نماذج الانحدار المتعدد فيما

يتعلق بطبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة.

- بلغت قيمة معامل التحديد R^2 في ظل العلاقة المباشرة بين المتغير المستقل "الإفصاح عن أداء الاستدامة DS" والمتغير التابع "خطر انهيار أسعار الأسهم SPCR" (٠.٤٤٩) في حين بلغت قيمة معامل التحديد في ظل العلاقة غير المباشرة بين "الإفصاح عن أداء الاستدامة DS" والمتغير التابع "خطر انهيار أسعار الأسهم SPCR" من خلال "عدم تماثل المعلومات IA" كمتغير وسيط (٠.٤٧٣) أي بزيادة قدرها ٢.٤٪، مما يعنى أن التأثير غير المباشر للإفصاح عن أداء الاستدامة على خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط أقوى من التأثير المباشر بدون متغير وسيط.
- أدى ادخال المتغيرات الرقابية ROA، LEV على العلاقة غير المباشرة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم من خلال عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط إلى زيادة تأثير العلاقة، حيث بلغت قيمة معامل التحديد (٠.٥١٣) أي بزيادة قدرها ٦.٤٪.

٢/٥ توصيات البحث:

- ضرورة قيام الهيئة العامة للرقابة المالية بتوجيه الشركات المقيدة بالبورصة المصرية وتشجيعها على الالتزام بالإفصاح عن أداء الاستدامة بما لا يضر بمركزها التنافسي، وذلك لما له من أثر كبير على زيادة الشفافية وتحسين البيئة المعلوماتية للشركة والحد من خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم.
- وضع الضوابط والتشريعات اللازمة لمراقبة عمل الإدارة والحد من قدرتها على حجب الأخبار السيئة لفترات طويلة وذلك للتخفيف من حدة خطر انهيار أسعار الأسهم.
- تشجيع الشركات المقيدة بالبورصة المصرية على زيادة الإفصاح الاختياري عن أداء الاستدامة لما له من أثر كبير على تخفيض عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط في العلاقة بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وخطر انهيار أسعار الأسهم.
- ضرورة قيام الهيئة العامة للرقابة المالية بتشجيع الشركات المقيدة بالبورصة المصرية على الالتزام بالإفصاح عن أداء الاستدامة مصحوباً بتقرير توكيد مهني من قبل مراقب الحسابات على هذا الإفصاح.
- ضرورة قيام الهيئة العامة للرقابة المالية باتخاذ الإجراءات اللازمة لتعزيز مراقبة الإفصاح عن المعلومات وإدارة الخصائص اللغوية للإفصاحات السردية، منعاً لغموض التقارير السنوية وانخفاض قابليتها للقراءة.

٣/٥ التوجهات البحثية المستقبلية المقترحة:

- في ضوء ما انتهى إليه البحث من نتائج يوصى الباحث بأهمية البحث في الموضوعات الآتية في بيئة الأعمال المصرية:
- أثر جودة المراجعة الداخلية على الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم.
 - أثر التغيير الدوري الإلزامي للمراجع الخارجي على خطر انهيار أسعار الأسهم.
 - أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على زيادة حجم التقارير المالية وانخفاض قابليتها للقراءة.
 - أثر توكيد مراقب الحسابات لتقارير الاستدامة على الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم.
 - أثر تطبيق مدخل المراجعة المشتركة على توقيت إصدار تقرير المراجعة وانعكاس ذلك خطر انهيار أسعار الأسهم.
 - أثر تطبيق مدخل المراجعة المشتركة على الحد من إعادة إصدار القوائم المالية وانعكاسها على خطر انهيار أسعار الأسهم.

المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- إبراهيم، د. فريد محرم فريد (٢٠١٦)، "العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي المشروط بالتقارير المالية المنشورة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المسجلة بالبورصة المصرية"، *مجلة البحوث المحاسبية*، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثاني، ٤٣٧-٤٩١.
- إبراهيم، د. محمد الشربيني إسلام (٢٠١٩)، "دور الإفصاح المحاسبي عن أبعاد الاستدامة في الحد من ممارسات إدارة الأرباح: دراسة تطبيقية"، *مجلة البحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الرابع، ٢١٦-٢٧٨.
- أحمد، د. أحمد بخيت محمد (٢٠٢٠)، "الإفصاح المحاسبي عن التنمية المستدامة وكفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة البحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة بورسعيد، العدد الرابع، ٥٤٣-٥٨٤.
- البورصة المصرية (٢٠١٩)، "الدليل الاسترشادي لإفصاح الشركات المقيدة عن أداء الاستدامة"، ٣٩-١.
- البورصة المصرية (٢٠١٦)، "سوق مالي أكثر استدامة"، *نشرة أداء الاستدامة*، العدد الثاني، ٥-١.
- الحوشي، د. محمد محمود (٢٠١٧)، "التأثير المباشر وغير المباشر لمستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة البحوث المحاسبية*، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثاني، ٣٩٣-٤٤٤.

أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دراسة تطبيقية

-الخولي، د. هالة عبد الله؛ فراج، د. ثناء عطية؛ لبيب، عمر خالد (٢٠٢١)، "قياس مستوى إفصاح منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة المصرية عن أبعاد الاستدامة وانعكاسه على سيولة أوراقها المالية"، *مجلة الدراسات التجارية المعاصرة*، كلية التجارة، جامعة كفر الشيخ، العدد الحادي عشر، الجزء الثالث، ٩٤١-٩٧٩.

-الصباغ، د. أحمد عبده (٢٠١٩)، "أثر جودة المعلومات المحاسبية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الرابع، ٣٥٤-٣٩٨.

-الطحان، إبراهيم محمد (٢٠١٨)، "أثر الإفصاح الاختياري عن معلومات المسؤولية الاجتماعية للشركات على عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية: دراسة نظرية وتطبيقية"، *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الأول، ٥٩٠-٦٥٤.

-النجار، د. سامح محمد أمين (٢٠١٩)، "قياس أثر مدخل المراجعة المشتركة على العلاقة بين جودة المراجعة وخطر انهيار سعر السهم بسوق الأوراق المالية: دليل تطبيقي من بيئة الأعمال المصرية"، *مجلة الدراسات والبحوث المحاسبية*، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة بنها، العدد الثاني، ١-٥٤.

-بخيت، د. محمد بهاء الدين؛ عامر، د. مروان؛ الكيال، إيمان محمد (٢٠٢١)، "أثر مكونات المؤشر المصري للتنمية المستدامة على الأداء المالي دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في مؤشر S&P EGX ESG"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، ١-٣٣.

-حسن، د. ياسر عبادي على (٢٠٢٠)، "الإفصاح المحاسبي عن ممارسات التنمية المستدامة وأثره على القيمة السوقية للمنشأة"، *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، العدد الثالث، ٥١٧-٥٥٢.

-حسين، د. علاء على أحمد (٢٠٢٠)، "تحليل العلاقة بين غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، وممارسات التجنب الضريبي، وبين خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول، ٢٠٨-٢٧٥.

-سرور، د. عاصم محمد أحمد (٢٠٢٠)، "إطار مقترح لتفعيل مساهمة المراجع الداخلي في تحقيق الشركات المقيدة لمتطلبات المؤشر المصري لمسئولية الشركات S&P/EGX/ESG دراسة نظرية ميدانية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، ٦٧٨-٧٥٠.

-سليم، د. أيمن عطوة عزازي (٢٠٢١)، "أثر العلاقة بين هيكل الملكية والإفصاح عن المخاطر على خطر انهيار أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، ١٠٢-١٧٢.

-سليمان، د. وليد شحاته محمد (٢٠٢٠)، "دور جودة المراجعة في تقليل عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثالث، ٧٩٦-٨٣٢.

-شعبان، د. محمد رمضان محمد (٢٠١٩)، "أثر الإفصاح المحاسبي عن الاستدامة على قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في مؤشر مسؤولية الشركات المصري"، *مجلة البحوث المحاسبية*، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الأول، ٣٧-٨٠.

-عبد المجيد، د. حميدة محمد (٢٠١٩)، "قياس أثر التبني الإلزامي لمعايير التقرير المالي الدولية على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات السعودية"، *مجلة البحوث المحاسبية*، الجمعية السعودية للمحاسبة، الرياض، المملكة العربية السعودية، المجلد الرابع عشر، العدد الأول، ٦٩-١٤٢.

-عبد، د. إيمان محمد السعيد (٢٠١٩)، "أثر تقرير الإفصاح عن أداء الاستدامة والقرارات التمويلية على تعديل القوائم المالية والتنمية المالية المستدامة للشركة: دراسة تطبيقية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول، ٥١-١٢٤.

-عبد، د. إيمان محمد السعيد (٢٠٢٠) أ، "أثر عدم تماثل المعلومات ودورة حياة الشركة على توزيعات الأرباح وانعكاسها على إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية دراسة تطبيقية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، ١٠٦٤-١١٣٥.

-عبد، د. إيمان محمد السعيد (٢٠٢٠) ب، "أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركة والقيود المالية لها ودور كل من نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية: دراسة تطبيقية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول، ١-٩٠.

-عرفة، د. نصر طه حسن؛ مليجي، د. مجدي مليجي عبد الحكيم (٢٠١٦)، "الإفصاح عن التنمية المستدامة وجودة التقارير المالية: دراسة تطبيقية على الشركات السعودية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الرابع، ٥١١-٥٤٢.

-عطوة، روان حكم، عبد، سوزان رسمي (٢٠١٩)، " دور العوامل المرتبطة بجودة التدقيق الخارجي والحاكمية المؤسسية في الحد من إدارة الأرباح"، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، المجلد ١٥، العدد الأول، ٢١-٥٠.

-عيطه، د. متولي السيد متولي (٢٠٢١)، "أثر العلاقة بين فعالية لجان المراجعة وجودة التقرير المالي على خطر انهيار أسعار الأسهم: أدلة عملية من الشركات المسجلة بالبورصة المصرية"، *مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية*، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة بنى سويف، العدد الأول، ٢٠٨-٢٧٩.

-غريب، د. حسين عبدالعال (٢٠١٧)، "المؤشر المصري لمسئولية الشركات عن التنمية المستدامة تحد جديد للمعدين والمراجعين في ضوء مبادئ الحوكمة: مع دراسة ميدانية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، ٣٠٨-٣٥٨.

أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دراسة تطبيقية

- غنيم، د. محمود رجب يس (٢٠١٩)، "أثر خصائص لجان المراجعة وجودة المراجعة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المسجلة بالبورصة المصرية"، *مجلة الدراسات والبحوث المحاسبية*، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة بنها، العدد الثاني، ١-٧٣.
- محمد، د. كريمة حسن محمد (٢٠٢٠)، "تقييم مدى فاعلية مستوى الإفصاح في تقارير الاستدامة على جودة الأرباح المحاسبية في البنوك المصرية - دراسة تطبيقية"، *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، العدد الأول، ٧٤-١١٧.
- محمود، د. عبد الحميد العيسوي؛ الطحان، د. إبراهيم محمد (٢٠٢٠)، "أثر التأخر غير الطبيعي لإصدار تقرير المراجع الخارجي على خطر انهيار سعر السهم: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، ١٩٣-٢٥٩.
- مراد، د. ممدوح هاشم، عجوة، د. فايزة محمدي، زيد، محمد على محمد (٢٠٢١)، "أثر عدم تماثل المعلومات على العلاقة بين التحفظ المحاسبي واحتمال الانهيار في سعر السهم للشركات المساهمة المصرية: دراسة إمبريقية"، *مجلة البحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الثاني، ١٣٧-١٨٦.
- مسعود، د. سناء ماهر محمدي (٢٠٢٠)، "قياس أثر تبني معايير التقارير المالية الدولية على جودة التقرير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثالث، ٢٨١-٣٧٠.
- مشابط، د. نعمة حرب (٢٠١٦)، "أثر درجة الإفصاح عن الاستدامة على الأداء المالي للوحدات الاقتصادية: دراسة تطبيقية على البنوك العاملة في مصر" *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، ٤٩-١٢٣.
- مليجي، د. مجدي مليجي عبد الحكيم (٢٠١٥)، "أثر الإفصاح المحاسبي عن ممارسات التنمية المستدامة على جودة الأرباح المحاسبية للشركات المسجلة في البورصة السعودية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الرابع، ١-٥٧.
- مليجي، د. مجدي مليجي عبد الحكيم (٢٠١٩)، "قياس أثر القدرة الإدارية على جودة التقرير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الثالث، ٢٩٦-٣٨٣.
- يحيى، مزاحم محمد، عبد الله، محمود حمدون (٢٠٠٧)، "تشخيص التعدد الخطي واستخدام انحدار الحرف في اختيار متغيرات دالة الاستثمار الزراعي في العراق للفترة ١٩٨٠-٢٠٠٠"، *مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية*، العدد الثامن، ١٧١-١٨٧.

-يونس، د. نجاة محمد مرعي (٢٠٢١)، "أثر مستوي وجودة الإفصاح عن تقارير الاستدامة على الأداء المالي للشركات: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة بسوق المال السعودي"، *مجلة البحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة بورسعيد، العدد الأول، ٣٦١-٤١٣*.
ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Abdel-Wanis, Eman (٢٠٢١), "The Impact of Audit Quality on the Relationship Between Ownership Structure and Stock Price Crash Risk in Egypt", **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, ٢٥ (٦), ١-١٥.
- Aboud, Ahmed & Diab, Ahmed (٢٠١٨), "The Impact of Social, Environmental and Corporate Governance Disclosures on Firm Value Evidence from Egypt", **Journal of Accounting in Emerging Economies**, ٨ (٤), ٤٤٢-٤٥٨.
- Albitar, Khaldoon; Hussainey, Khaled; Kolade, Nasir & Gerged, Ali (٢٠٢٠), "ESG Disclosure and Firm Performance Before and After IR The Moderating Role of Governance Mechanisms", **International Journal of Accounting & Information Management**, ٢٨ (٣), ٤٢٩-٤٤٤.
- Alsahlawi, Abdulaziz; Chebbi, Kaouther & Ammer, Mohammed (٢٠٢١), "The Impact of Environmental Sustainability Disclosure on Stock Return of Saudi Listed Firms: The Moderating Role of Financial Constraints", **International Journal of Financial Studies**, ٩ (٤), ١-١٧.
- Aman, Hiroyuki (٢٠١٣), "An Analysis of the Impact of Media Coverage on Stock Price Crashes and Jumps: Evidence from Japan", **Pacific-Basic Finance Journal**, ٢٤ (١), ٢٢-٣٨.
- Andreou, Panayiotis C.; Lambertides, Neophytos & Magidou, Marina (٢٠٢١), "Stock Price Crash Risk: A Critique of the Agency Theory Viewpoint", Available at: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3774442>, ١-٦٠.
- Araya, Helena, M.; Garrido, Fernando, P. & Mas, Elies S., (٢٠١٦), "Adoption of Sustainability Reporting and Assurance: A Study Among the Top ٣٠٠ Cooperative and Mutual Organizations", **Journal of Co-Operative Accounting and Reporting**, ٤, ٥٩-٧٨.
- Au, Shiu-Yik; Qiu, Bin & Wu, Szu-Yin (٢٠٢١), "Do Risk Factor Disclosures Reduce Stock Price Crash Risk?", Available at SSRN:

<https://ssrn.com/abstract=336391> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.336391>, ١-٥٨.

- Azzam, Mohammad; AlQudah, Alaa; Abu Haija, Ayman & Shakhatreh, Mohammad (٢٠٢٠), "The Association Between Sustainability Disclosures and the Financial Performance of Jordanian Firms", **Cogent Business & Management**, ٧, ١-١٣.
- Ballesteros, Beatriz, C.; Ferrero, Jennifer & Sánchez, Isabel (٢٠١٧), "Mitigating Information Asymmetry Through Sustainability Assurance: The Role of Accountants and Levels of Assurance", **International Business Review**, ٢٦ (٦), ١-١٦.
- Butar, Sansaloni, B. & Murniati, Monika, P. (٢٠٢١), "How does Financial Reporting Quality Relate to Stock Price Crash Risk? Evidence from Indonesian Listed Companies", **Jurnal Dinamika Akuntansi dan Bisnis**, ٨ (١), ٥٩-٧٦.
- Campbell, John; Hilscher, Jens & Szilagyi, Jan (٢٠٠٨), "In Search of Distress Risk", **The Journal of Finance**, ٦٣ (٦), ٢٨٩٩-٢٩٣٩.
- Castaño, Iván; Rodríguez, Edila, Ricaurte, Angélica & Mejía, Luis (٢٠٢١), "Voluntary Disclosure of GRI and CSR Environmental Criteria in Colombian Companies", **Journal of Sustainability, MDPI, Sustainability and Management Information and Control Systems**, ١٣ (١٠), ١-١٨.
- Chang, Xin; Chen, Yangyang & Zolotoy, Leon (٢٠١٧), "Stock Liquidity and Stock Price Crash Risk", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, ٥٢ (٤), ١٦٠٥-١٦٣٧.
- Chen, Xianzhe (٢٠٢٠), "Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk- Moderating Effect Analysis of Social Capital", **American Journal of Industrial and Business Management**, ١٠, ٦٠٠-٦١٨.
- Cohen, Jacob (١٩٨٨), "Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences", **Lawrence Erlbaum Associates**, New York, Second Edition, ١-٥٧٩.
- Dai, Jingwen, Lu, Chao & Qi, Jipeng (٢٠١٩), "Corporate Social Responsibility Disclosure and Stock Price Crash Risk: Evidence from China", **Journal of Sustainability**, ١١ (٢), ١-٢٠.

- Dang, Viet; Lee, Edward; Liu, Yangke & Zeng, Cheng (٢٠١٨), "Corporate Debt Maturity and Stock Price Crash Risk", **European Financial Management**, ٢٤, ٤٥١-٤٨٤.
- DeFond, Mark L.; Hung, Mingyi; Li, Siqu & Li, Yinghua (٢٠١٥), "Does Mandatory IFRS Adoption Affect Crash Risk?", **The Accounting Review**, ٩٠ (١), ٢٦٥-٢٩٩.
- Diebecker, Jan & Sommer, Friedrich (٢٠١٧), "The Impact of Corporate Sustainability Performance on Information Asymmetry: The Role of Institutional Differences", **Review of Managerial Science**, ١١, ٤٧١-٥١٧.
- Du, Shuili; Yu, Kun; Bhattacharya, C.B. & Sen, Sankar (٢٠١٧), "The Business Case for Sustainability Reporting: Evidence from Stock Market Reactions", **Journal of Public Policy & Marketing**, ٣٦, ٣١٣-٣٣٠.
- El Guindy, Medhat N. & Trabelsi, Nadia S. (٢٠٢٠), "IFRS Adoption/Reporting and Auditor Fees: The Conditional Effect of Audit Firm Size and Tenure", **International Journal of Accounting & Information Management**, ٢٨ (٤), ٦٣٩-٦٦٦.
- Elsayed, Mohamed, S. H. (٢٠٢١), "The Impact of Debt Structure on Future Stock Price Crash Risk: Evidence from Egypt", **Alexandria Journal of Accounting Research, Faculty of Commerce, Alexandria University**, ٥ (١), ١-٤٦.
- Ertugrul, Mine; Lei, Jin; Qiu, Jiaping & Wan, Chi (٢٠١٧), "Annual Report Readability, Tone Ambiguity, and the Cost of Borrowing", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, ٥٢ (٢), ٨١١-٨٣٦.
- Ferrero, Jennifer, M.; Cano, David & Sánchez, Isabel (٢٠١٦), "The Causal Link Between Sustainable Disclosure and Information Asymmetry: The Moderation Role of the Stakeholder Protection Context", **Corporate Social Responsibility and Environment Management**, ٢٣ (٥), ٣١٩-٣٣٢.
- Girón, Alicia; Kazemikhasragh, Amirreza; Cicchiello, Antonella & Panetti, Eva (٢٠٢٠), "Sustainability Reporting and Firms' Economic Performance: Evidence from Asia and Africa", **Journal of the Knowledge Economy**, ١-١٩.

-
-
- Grewal, Jody; Hauptmann, Clarissa & Serafeim, George (٢٠٢١), "Material Sustainability Information and Stock Price Informativeness", **Journal of Business Ethics**, ١٧١, ٥١٣-٥٤٤.
 - Habib, Ahsan; Hasan, Mostafa M. & Jiang, Haiyan (٢٠١٨), "Stock Price Crash Risk: Review of the Empirical Literature", **Accounting and Finance**, ٥٨, ٢١١-٢٥١.
 - Hammami, Ahmad & Zadeh, Mohammad (٢٠٢٠), "Audit Quality, Media Coverage, Environmental, Social, and Governance Disclosure and Firm Investment Efficiency: Evidence from Canada", **International Journal of Accounting & Information Management**, ٢٨ (١), ٤٥-٧٢.
 - Hamza, Taher & Zaatir, Elhem (٢٠٢١), "Does Corporate Tax Aggressiveness Explain Future Stock Price Crash? Empirical Evidence from France", **Journal of Financial Reporting and Accounting**, ١٩ (١), ٥٥-٧٦.
 - Harmadji, Dwi E.; Subroto, Bambang; Saraswati, Erwin & Prihatiningtias, Yeny W. (٢٠٢٠), "Strategy, Practice and Quality of Sustainability Reports on Stock Price Crash Risk", **International Journal of Research in Business and Social Science**, ٩ (٣), ٣٤-٤٩.
 - Hassan, Sarah, S. M. (٢٠٢١), "Does Board of Directors Mitigate Stock Price Crash Risk? An Empirical Evidence from Egypt", **Scientific Journal for Financial and Commercial Studies and Research (SJFCSR)**, Faculty of Commerce, Damietta University, ٢ (٢), ٣٤٩-٣٧١.
 - He, Guanming; Ren, Helen & Tafer, Richard (٢٠٢١), "Do Corporate Insiders Trade on Future Stock Price Crash Risk?", **Review of Quantitative Finance and Accounting**, ٥٦, ١٥٦١-١٥٩١.
 - Ho, Ly; Bai, Min; Lu, Yue & Qin, Yafeng (٢٠٢١), "The Effect of Corporate Sustainability Performance on Leverage Adjustments", **The British Accounting Review**, ٥٣, ١-٣٠.
 - Hsu, Audrey; Pourjalali; Hamid & Song, Yi-Ju (٢٠١٨), "Fair Value Disclosures and Crash Risk", **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, ١٤ (٣), ٣٥٨-٣٧٢.
 - Hunjra, Ahmed, Mehmood, Rashid & Tayachi, Tahar (٢٠٢٠), "How Do Corporate Social Responsibility and Corporate Governance Affect Stock

- Price Crash Risk?", **Journal of Risk and Financial Management**, ١٣ (٣٠), ١-١٥.
- Hutton, Amy P.; Marcus, Alan J., & Tehranian, Hassan (٢٠٠٩), "Opaque Financial Reports, R², and Crash Risk", **Journal of Financial Economics**, ٩٤ (١), ٦٧-٨٦.
 - Huynh, Toan, L. D., Wu, Junjie & Duong, An, T. (٢٠٢٠), "Information Asymmetry and Firm Value: Is Vietnam Different?", **The Journal of Economic Asymmetries**, ٢١, ١-١٠.
 - Jeon, Kyeongmin (٢٠١٩), "Corporate Governance and Stock Price Crash Risk", **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, ٢٣ (٤), ١-١٣.
 - Jie, Lu & Nakajima, Kan (٢٠١٥), "Corporate Social Responsibility and Crash Risk for Japanese Firms", **NFI Research Review**, ١-١١.
 - Jin, Li & Myers, Stewart C. (٢٠٠٦), "R² Around the World: New Theory and New Tests", **Journal of Financial Economics**, ٧٩ (٢), ٢٥٧-٢٩٢.
 - Juniarti (٢٠١٩), "The Information Asymmetry and Corporate Social Responsibility Disclosure", **Eurasian Journal of Business and Management**, ٧ (١), ١-١٠.
 - KHodarahmi, Behrooz; Foroughnejad, Heidar; Sharifi, Mohammad & Talebi, Alireza (٢٠١٦), "The Impact of Information Asymmetry on the Future Stock Price Crash Risk of Listed Companies in the Tehran Stock Exchange", **Journal of Asset Management and Financing**, ٣ (١٤), ٣٩-٥٨.
 - Kim, Chansog; Wang, Ke; & Zhang, Liandong (٢٠١٩), "Readability of ١٠-K Reports and Stock Price Crash Risk", **Contemporary Accounting Research**, ٣٦ (٢), ١١٨٤-١٢١٦.
 - Kim, Jeong-Bon; Yeung, Ira & Zhou, Jie (٢٠١٩), "Stock Price Crash Risk and Internal Control Weakness: Presence VS. Disclosure Effect", **Accounting and Finance**, ٥٩, ١١٩٧-١٢٣٣.
 - Kim, Jeong-Bon; Li, Yinghua & Zhang, Liandong (٢٠١١), "Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Analysis", **Journal of Financial Economics**, ١٠٠ (٣), ٦٣٩-٦٦٢.

-
-
- Kim, Yongtae; Li, Haidan & Li, Siqu (٢٠١٤), "Corporate Social Responsibility and Sock Price Crash Risk", **Journal of Banking and Finance**, ٤٣, ١-١٣.
 - Kiswanto & Fitriani, Novi (٢٠١٩), "The Influence of Earnings Management and Asymmetry Information on the Cost of Equity Capital Moderated by Disclosure Level", **Journal of Finance and Banking**, ٢٣ (١), ١٢٣-١٣٧.
 - Kong, Dongmin; Shi, Lu & Zhang, Fan (٢٠٢١), "Explain or Conceal? Causal Language Intensity in Annual Report and Stock Price Crash Risk", **Journal of Economic Modelling**, ٩٤, ٧١٥-٧٢٥.
 - Kothari, S.P.; Shu, Susan & Wysocki, Peter (٢٠٠٩), "Do Managers Withhold Bad News?", **Journal of Accounting Research**, ٤٧, ٢٤١-٢٧٦.
 - Ktk, Wong & Wong, Kam (٢٠١٧), "A Literature Review on Environmental, Social and Governance Reporting and its Impact on Financial Performance", **Austin Journal of Business Administration and Management**, ١ (٤), ١-٤.
 - Lee, Ming-Te (٢٠١٦), "Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk: Evidence from an Asian Emerging Market", **Managerial Finance**, ٤٢ (١٠), ٩٦٣-٩٧٩.
 - Li, Jia & Luo, Zhengying (٢٠٢٠), "The Impact of Product Market Competition on Stock Price Crash Risk", **Journal of Business & Industrial Marketing**, ٣٥ (٧), ١١٤١-١١٥٣.
 - Li, Tao; Xiang, Cheng; Liu, Zhuo & Cai, Wenwu (٢٠٢٠), "Annual Report Disclosure Timing and Stock Price Crash Risk", **Pacific- Basin Finance Journal**, ٦٢, ١-١٧.
 - Liao, Qunfeng (٢٠١٦), "The Stock Price Crash Risk Prediction by Neural Network", **Accounting and Finance Research**, ٥ (٢), ٦١-٧٠.
 - Lim, Hyunil; Kang, Sang & Kim, Haksoon (٢٠١٦), "Auditor Quality, IFRS Adoption, and Stock Price Crash Risk: Korean Evidence", **Emerging Markets Finance and Trade**, ٥٢ (٩), ٢١٠٠-٢١١٤.
 - Liu, Yangke (٢٠١٨), "Corporate Financing and Stock Price Crash Risk", **A Thesis Submitted to the University of Manchester for the Degree of Doctor of Philosophy**, Faculty of Humanities, Alliance Manchester Business School, ١-٢٠٠.

- Liu, Haiyue; Wang, Yile; Huang, Ling & Zhang, Xueyong (٢٠٢١), "Outward FDI and Stock Price Crash Risk—Evidence from China", **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money**, ٧٣, ١-١٩.
- Machdar, Nera; Manurung, Adler & Murwaningsari, Etty (٢٠١٧), "The Effects of Earnings Quality, Conservatism, and Real Earnings Management on the Company's Performance and Information Asymmetry as a Moderating Variable", **International Journal of Economics and Financial Issues**, ٧ (٢), ٣٠٩-٣١٨.
- Malo-Alain, Alaa; Melegy, Magdy; Ghoneim, Mahmoud (٢٠١٩), "The Effects of Sustainability Disclosure on the Quality of Financial Reports in Saudi Business Environment", **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, ٢٣ (٥), ١-١٢.
- Moradi, Mahdi; Appolloni, Andrea; Zimon, Grzegorz; Tarighi, Hossein & Kamali, Maede (٢٠٢١), "Macroeconomic Factors and Stock Price Crash Risk: Do Managers Withhold Bad News in the Crisis-Ridden Iran Market?", **Journal of Sustainability, MDPI**, ١٣ (٧), ١-١٦.
- Moradi, Mohammad & Karami, Sahar (٢٠٢٠), "The Effect of Information Asymmetry on the Relationship Between Trade Credit Financing and Stock Price Crash Risk", **Journal of Financial Accounting Knowledge**, ٦ (٤), ١-٢٢.
- Murata, Rio & Hamori, Shigeyuki (٢٠٢١), "ESG Disclosures and Stock Price Crash Risk", **Journal of Risk and Financial Management**, ١٤ (٧٠), ١-٢٠.
- Nguyen, Thi, T. D. (٢٠٢٠), "The Relationship Between Board of Directors and Sustainability Reporting: An Empirical Study in German Large Listed Firms", **Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis**, ٦٨ (١), ٢١١-٢١٨.
- Nwokeji, Emeka & Benjamin, Osioma, (٢٠١٩), "Sustainability Disclosures and Market Value of Firms in Emerging Economy: Evidence from Nigeria", **European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research**, ٧ (٣), ١-١٩.

-
-
- Obaydin, Ivan; Zurbruegg, Ralf; Hossain, Md; Adhikari, Binay & Elnahas, Ahmed (٢٠٢١), "Shareholder Litigation Rights and Stock Price Crash Risk", **Journal of Corporate Finance**, ٦٦, ١-١٩.
 - Oncioiu, Ionica; Petrescu, Anca; Bîlcan, Florentina, Petrescu, Marius, Popescu, Delia & Anghel, Elena (٢٠٢٠), "Corporate Sustainability Reporting and Financial Performance", **Journal of Sustainability, MDPI**, ١٢ (٩), ١-١٣.
 - Park, Soo, Yeon; Park, Hyun-Young (٢٠٢٠), "Do Statutory Internal Auditors Influence Stock Price Crash Risk? Firm-Level Evidence from Korea", **Managerial Auditing Journal**, ٣٥ (٢), ٢٠٧-٢٣٧.
 - Pour, Omid & Imanzadeh, Peyman (٢٠١٧), "The Relationship Between Level of Voluntary Disclosure in Internet and Information Asymmetry in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange", **International Journal of Economics and Financial**, ٧ (٣), ٢٩٩-٣٠٣.
 - Prior, Diego; Surroca, Jordi & Tribó, Josep A. (٢٠٠٨), "Are Socially Responsible Managers Really Ethical? Exploring the Relationship Between Earnings Management and Corporate Social Responsibility", **Corporate Governance: An International Review**, ١٦ (٣), ١٦٠-١٧٧.
 - Quan, X. F., & Xiao, H. J. (٢٠١٦), "Research on the Impact of Social Responsibility Disclosure on the Risk of Stock Price Collapse: An Intermediary Mechanism Based on Accounting Robustness", **China's Soft Science**, ٦, ٨٠-٩٧.
 - Qureshi, Muhammad, A.; Kirkerud, Sina; Theresa, Kim & Ahsan, Tanveer (٢٠٢٠), "The Impact of Sustainability (Environmental, Social, and Governance) Disclosure and Board Diversity on Firm Value: The Moderating Role of Industry Sensitivity", **Business Strategy and the Environment**, ٢٩ (٣), ١١٩٩-١٢١٤.
 - Robin, Ashok; Zhang, Hao (٢٠١٥), "Do Industry-Specialist Auditors Influence Stock Price Crash Risk?", **Auditing: A Journal of Practice & Theory**, ٣٤ (٣), ٤٧-٧٩.

- Romito, Stefano & Vurro, Clodia (٢٠٢١), "Non-Financial Disclosure and Information Asymmetry: A Stakeholder View on U.S. Firms", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, ٢٨ (٢), ٥٩٥-٦٠٥.
- Ryu, Haeyoung & Chae, Soo (٢٠٢١), "The Effect of Managerial Ownership on Stock Price Crash Risk in Distribution and Service Industries", **Journal of Distribution Science**, ١٩ (١), ٢٧-٣٥.
- Sánchez, Isabel; Ferrero, Jennifer & Benau, María (٢٠١٩), "Integrated Reporting: The Mediating Role of the Board of Directors and Investor Protection on Managerial Discretion in Munificent Environments", **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, ٢٦, ٢٩-٤٥.
- Sánchez, Isabel; Hussain, Nazim & Ferrero, Jennifer, M., (٢٠١٩), "Impact of Disclosure and Assurance Quality of Corporate Sustainability Reports on Access to Finance", **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, ٢٦, ٨٣٢-٨٤٨.
- Sonnerfeldt, Amanda & Pontoppidan, Caroline (٢٠٢٠), "The Challenges of Assurance on Non-financial Reporting", **Journal of Accounting, Economics and Law**, ١-٢٣.
- Sriani, Dewi & Agustia, Dian (٢٠٢٠), "Does Voluntary Integrated Reporting Reduce Information Asymmetry? Evidence from Europe and Asia", **Journal of Heliyon**, ٦ (١٢), ١-١١.
- Suharsono, Riyanto; Nirwanto, Nazief & Zuhroh, Diana (٢٠٢٠), "Voluntary Disclosure, Financial Reporting Quality and Asymmetry Information", **Journal of Asian Finance, Economics and Business**, ٧ (١٢), ١١٨٥-١١٩٤.
- Supriyadi; Sulistiyo, Agung & Roziq, Ahmad (٢٠١٩), "Influence Disclosure of Sustainability Report and Company Size on Dividend Policy and Company Value with Profitability as Intervening Variables", **International Journal of Scientific & Technology Research**, ٨ (٧), ٧١٦-٧٢١.
- Swarnapali, Rmnc; Lanka, Mihintale & Le, Luo (٢٠١٨), "Corporate Sustainability Reporting and Firm Value: Evidence from A Developing Country", **The International Journal of Organizational Innovation**, ١٠ (٤), ٦٩-٧٨.

-
-
- Tang, Dragon & Zhong, Rui (٢٠١٩), "Mandatory Sustainability Disclosure and Stock Price Crash Risk", Available at: <https://sfi.cuhk.edu.cn>, ١-٥٦.
 - Tasnia, Mashiyat; AlHabshi, Syed & Rosman, Romzie (٢٠٢١), "The Impact of Corporate Social Responsibility on Stock Price Volatility of the US Banks: A Moderating Role of Tax", **Journal of Financial Reporting and Accounting**, ١٩ (١), ٧٧-٩١.
 - Uwuigbe, Uwalomwa; Teddy, Obarakpo; Uwuigbe, Olubukola; Emmanuel, Ozordi; Asiriuwa, Osariemen; Eyitomi, Gbenedio & Taiwo, Oluwagbemi (٢٠١٨), "Sustainability Reporting and Firm Performance: A Bi-Directional Approach", **Academy of Strategic Management Journal**, ١٧ (٣), ١-١٦.
 - Vitolla, Filippo; Raimo, Nicola; Rubino, Michele & Garzoni, Antonello (٢٠٢٠), "The Determinants of Integrated Reporting Quality in Financial Institutions Corporate Governance", **The International Journal of Business in Society**, ٢٠ (٣), ٤٢٩-٤٤٤.
 - Wang, Meng; Han, Miao; Huang, Wei (٢٠٢٠), "Debt and Stock Price Crash Risk in Weak Information Environment", **Finance Research Letters**, ٣٣, ١-٥٥.
 - Whetman, Lancee L. (٢٠١٨), "The Impact of Sustainability Reporting on Firm Profitability", **Undergraduate Economic Review**, ١٤ (١), ١-٢١.
 - Wongchoti, Udomsak; Tian, Ge; Hao, Wei; Ding, Yi & Zhou, Hongfeng (٢٠٢١), "Earnings Quality and Crash Risk in China: An Integrated Analysis", **Journal of Asian Business and Economic Studies**, ٢٨ (١), ١-١٩.
 - Xie, Wenwu; Ye, Congying; Wang, Tao & Shen, Qitaisong (٢٠٢٠), "M&A Goodwill, Information Asymmetry and Stock Price Crash Risk", **Economic Research-Ekonomiska Istraživanja**, ٣٣ (١), ٣٣٨٥-٣٤٠٥.
 - Xu, Jiahua & Zou, Lan (٢٠١٩), "The Impact of CEO Pay and its Disclosure on Stock Price Crash Risk: Evidence from China", **China Finance Review International**, ٩ (٤), ٤٧٩-٤٩٧.
 - Yang, Yongliang; Wen, Jin & Li, Yi (٢٠٢٠), "The Impact of Environmental Information Disclosure on the Firm Value of Listed Manufacturing Firms:

- Evidence from China", **International Journal of Environmental Research and Public Health**, ١٧ (٣), ١-٢١.
- Yeung, Wing & Lento, Camillo (٢٠١٨), "Ownership Structure, Audit Quality, Board Structure, and Stock Price Crash Risk: Evidence from China", **Global Finance Journal**, ٣٧, ١-٢٤.
 - Yildiz, Yilmaz & Karan, Mehmet (٢٠٢٠), "Environmental Policies, National Culture, and Stock Price Crash Risk: Evidence from Renewable Energy Firms", **Business Strategy and the Environment**, ٢٩ (٦), ٢٣٧٤-٢٣٩١.
 - Zahn, J-L.W. Mitchell Van der; Cong, Ling, Mei (٢٠١٩), "Consequences of Stock Price Crash Risk on Changes in Sustainability Disclosure", Available at: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3409896>, ١-٥٧.
 - Zaman, Rashid; Atawnah, Nader; Haseeb, Muhammad; Nadeem, Muhammad; Irfan, Saadia (٢٠٢١), "Does Corporate Eco-Innovation Affect Stock Price Crash Risk?", **The British Accounting Review**, ٥٣ (٥), ١-٢١.
 - Zeng, Meng (٢٠٢١), "Research on Inquiry Letter Supervision and Stock Price Crash Risk Based on Fixed Effects Model", **Journal of Physics Conference Series**, ١٩٤١ (١), ١-١٣.
 - Zhang, Min; Xie, Lu & Xu, Haoran (٢٠١٦), "Corporate Philanthropy and Stock Price Crash Risk: Evidence from China", **Journal of Business Ethics**, ١٣٩, ٥٩٥-٦١٧.
 - Zhu, Wei (٢٠١٦), "Accruals and Price Crashes", **Review of Accounting Studies**, ٢١ (٢), ٣٤٩-٣٩٩.
 - Zia, Famaz; Fard, Hamid; Saraf, Fatemeh (٢٠٢٠), "The Effect of Sustainability Reporting on Reducing Information Asymmetry of Companies Listed in Tehran Stock Exchange", **Journal of Management Accounting**, ١٣ (٤٦), ١٢١-١٣٥.