



## مجلة التجارة والتمويل

[/https://caf.journals.ekb.eg](https://caf.journals.ekb.eg)

كلية التجارة – جامعة طنطا

العدد : الثالث

سبتمبر 2022

استجابة السوق المالية لتنظيم الإفصاح غير المالي: دليل من واقع تنظيم  
إفصاحات حوكمة الشركات ببيئة الأعمال المصرية

**Stock Market Response to the Non-financial Disclosure  
Regulation: Evidence from Corporate Governance  
Disclosure Regulation in The Egyptian Context**

د. عمر خالد محمد عبدالمنعم زكي لبيب  
المدرس بقسم المحاسبة  
كلية التجارة – جامعة القاهرة

٢٠٢٢

**المستخلص:**

استهدفت الدراسة الحالية قياس استجابة السوق المالية لتنظيم الإفصاح غير المالي الصادر عن منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة، وذلك عبر تحليل انعكاسات تنظيم الإفصاح غير المالي على حالة عدم تماثل المعلومات من جهة، وخطر انهيار أسعار الأسهم من جهة أخرى. هذا، وقد استخدم الباحث أسلوب دراسة الحدث، مستعيناً بحدثين طبيعيين من واقع بيئة الأعمال المصرية لتحليل استجابة السوق المالية لتنظيم الإفصاح غير المالي بصفة عامة، وإفصاحات حوكمة الشركات بصفة خاصة. وعبر إجراء دراسة الحدث على عينة شملت منشآت الأعمال المدرجة بمؤشر البورصة المصرية EGX-100 خلال الفترة الزمنية ما بين عامي ٢٠١٢-٢٠١٨، فقد أشارت نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين تنظيم الإفصاح غير المالي - بصيغته التي تستهدف دعم موثوقية الإفصاح غير المالي - وحالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، في حين أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين تنظيم الإفصاح غير المالي - بصيغته التي تستهدف دعم قابلية الإفصاح غير المالي للقراءة والمقارنة - وحالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال. علاوة على ما سبق، فقد قدمت نتائج الدراسة أدلة عملية تشير إلى وجود تأثير معنوي عكسي لتنظيم الإفصاح غير المالي على خطر انهيار أسعار الأسهم. هذا، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن منبع التأثير المصاحب لتنظيم الإفصاح غير المالي على خطر انهيار أسعار الأسهم، لا يرجع بصفة رئيسية إلى تأثيرها على حالة عدم تماثل المعلومات، وإنما قد يرجع إلى أسباب أخرى، كالتأثير المحتمل على السلوك الانتهازي لإدارات منشآت الأعمال ورغبتها في حجب الأخبار غير السارة.

**الكلمات المفتاحية:**

تنظيم الإفصاح غير المالي، حالة عدم تماثل المعلومات، خطر انهيار أسعار الأسهم

**Abstract:**

I examined the stock market response to the regulation of non-financial disclosure of listed firms in EGX, specifically regarding its implications on the information asymmetry and stock price crash risk. Employing an event study, I used two natural events in the Egyptian context to measure the stock market response to the regulation of non-financial disclosure. By using a sample of firms listed in EGX-100 during 2012-2018, results indicated that there is no significant effect of the regulation of non-financial disclosure - that aimed to enhance the reliability of non-financial disclosure - on the information asymmetry, but they documented a negative significant effect of the regulation of non-financial disclosure - that aimed to enhance the readability and the comparability of non-financial disclosure - on the information asymmetry. These also documented an adverse effect of the regulation of non-financial disclosure on firms' stock price crash risk. However, the results suggested that the effect of the regulation of non-financial disclosure on firms' stock price crash risk, is not mainly due to its effect on the information environment, but it can be interpreted by its effect on the management incentives to manipulate information or conceal bad news.

**Keywords:**

The regulation of non-financial disclosure- Information asymmetry- Stock price crash risk.

١. المقدمة وطبيعة المشكلة:

مع مطلع القرن الحادي والعشرين، أولى الفكر المحاسبي اهتماماً بالغاً بممارسة الإفصاح عن أبعاد الأداء غير المالي لمنشآت الأعمال، على الأصدمة البيئية والاجتماعية والحوكومية، مبرزاً أهمية الدور الذي تلعبه إفصاحات منشآت الأعمال في هذا السياق، في تزويد الأطراف أصحاب المصالح برؤية متكاملة عن أبعاد أداء المنشأة، وحجم المخاطر المحيطة بها، بغية تعزيز قدرتهم على تقييم أداء المنشأة الحالي، والتنبؤ بأفائه المستقبلية. هذا، وقد استقر الفكر المحاسبي على أن الاقتصار على تقديم الإفصاحات المالية للمستخدمين في الوقت الراهن، لم يعد كافياً لتزويد المستخدمين بالمعلومات التي تساعدهم على تقدير حجم المخاطر المحيطة بمنشآت الأعمال، داعياً منشآت الأعمال المعدة للتقارير إلى بذل المزيد من الجهد لتدعيم إفصاحاتها المالية، بمعلومات توضح الجوانب المختلفة لأبعاد أداء استدامتها على الأصدمة البيئية والاجتماعية والحوكومية.

ومع تزايد حجم الضغوط المفروضة من جانب الأطراف أصحاب المصالح للحصول على المعلومات التي تساعدهم على تقييم الجوانب المختلفة لأداء استدامة منشآت الأعمال، المالية وغير المالية، وتعدد المبادرات التي تم إطلاقها على المستويات العالمية والإقليمية والمحلية لتشجيع منشآت الأعمال على الإفصاح عن أبعاد أداء استدامتها، فقد بادرت العديد من منشآت الأعمال في الأسواق المتقدمة والناشئة طواعية إلى تقديم المعلومات البيئية والاجتماعية والحوكومية للمستخدمين، إما عبر تقديمها كجزء من التقارير المالية المنشورة، أو عبر إصدار تقارير مستقلة لتوضيح أبعاد الأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي Standalone reports.

وعلى صعيد الانعكاسات المصاحبة للإفصاح عن أبعاد الأداء غير المالي لمنشآت الأعمال، فقد وثقت العديد من الدراسات السابقة وجود آثار إيجابية مصاحبة لتقديم تلك الإفصاحات على قيمة منشآت الأعمال وتكلفة رأسمالها والأداء السوقي لأوراقها المالية (e.g. Dhaliwal et al., 2012; Amel-Zadeh & Serafeim, 2018; Zúñiga et al., 2020). غير أن بعض الدراسات السابقة التي أجريت في هذا الميدان البحثي، كانت قد وثقت انخفاض حجم المنافع المرجو تحقيقها جراء تقديم تلك الإفصاحات، خاصة على صعيد الأسواق الناشئة، باعتبارها أحد صيغ الإفصاح الاختياري (e.g. Clarkson et al. 2013; Barth et al. 2017). هذا، وقد عزى الباحثون النتيجة السابقة إلى انخفاض مستوى وعي وإدراك المستثمرين في الأسواق الناشئة بأهمية الإفصاح عن جوانب الأداء غير المالي، وضرورة أخذه بعين الاعتبار عند تقييم أداء المنشأة، وتقدير حجم المخاطر المحيطة بقدرتها على تحقيق البقاء والنمو والاستمرار على المدى البعيد، مقارنة بما هو عليه الحال في الأسواق المتقدمة. هذا من جانب، ومن جانب آخر، فقد عزى النتيجة السابقة إلى انخفاض درجة التنظيم المصاحبة لتقديم تلك الإفصاحات، بما يؤثر سلباً على خصائص جودة المعلومات المفصح عنها في هذا السياق، الأمر الذي قد يؤدي بالتبعية إلى انخفاض الانعكاسات الإيجابية المرجو تحقيقها جراء تقديم تلك الإفصاحات (Chauhan & Kumar, 2018).

في هذا السياق، يمكن القول بأن الإفصاح الاختياري قد لا يحقق لمنشآت الأعمال بالأسواق الناشئة الانعكاسات الإيجابية المرجو تحقيقها، سواءً على صعيد منشآت الأعمال المعدة لتلك الإفصاحات، أو على صعيد الأطراف الفاعلة بأسواق المال، مقارنة بما هو عليه الحال في الدول المتقدمة. هذا، وقد عزى النتيجة السابقة إلى انخفاض درجة موثوقية

الإفصاحات الاختيارية مقارنة بالإفصاحات الإلزامية، وعدم تقديم تأكيد موضوعي يؤكد صحة المعلومات الواردة بتلك الإفصاحات. هذا من جهة، ومن جهة أخرى، فإن الافتقار إلى خاصية المعيارية فيما تقدمه منشآت الأعمال من إفصاحات اختيارية، يضعف من مدى ملاءمة تلك الإفصاحات وقابليتها للمقارنة، كما قد يؤثر ذلك سلباً على مدى وضوح تلك الإفصاحات وقابليتها للقراءة، وهو ما يضطر المستثمرين بالأسواق الناشئة إلى تكبد تكاليف باهظة لتحليل المعلومات الواردة بتلك الإفصاحات، مما قد يتسبب في عزوف المستثمرين عن الاعتماد على الإفصاحات التي تقدمها منشآت الأعمال في هذا السياق (Chauhan & Kumar, 2018).

في ضوء ما سبق، يبرز الدور الفاعل الذي قد تلعبه الجهات التنظيمية في هذا السياق، لتعزيز مدى ملاءمة وموثوقية الإفصاحات غير المالية التي تقدمها منشآت الأعمال في الأسواق الناشئة، وتدعيم قابليتها للفهم والقراءة والمقارنة، عبر فرض نوع من أنواع التنظيم، على ما تقدمه منشآت الأعمال من إفصاحات في هذا السياق، سواءً من خلال تحويل الإفصاح عن جوانب الأداء غير المالي من كونه إفصاحاً اختيارياً إلى إفصاح إلزامي، أو من خلال إلزام منشآت الأعمال المعدة للتقارير باتباع صيغة معيارية للإفصاح عن جوانب الأداء غير المالي، الأمر الذي من شأنه أن يعزز من مدى موثوقية المعلومات المفصح عنها من جهة، ومن قابليتها للفهم والمقارنة من جهة أخرى، وهو ما قد يساهم في تغيير إدراك المستثمرين بأسواق المال الناشئة لأهمية وجودة الإفصاحات المقدمة في هذا السياق، ويعزز من قدرتهم على الاعتماد عليها في عمليات التحليل والتنبؤ واتخاذ القرار.

في هذا السياق، وعلى صعيد بيئة الأعمال المصرية، وإيماناً منها بالدور الفاعل الذي قد تلعبه الجهات التنظيمية لإضفاء المزيد من الشفافية والموثوقية على الإفصاحات غير المالية التي تقدمها منشآت الأعمال للمستخدمين، وبصفة خاصة فيما يتعلق بالمعلومات الخاصة بمبادئ حوكمة الشركات المطبقة، فقد بادرت الجهات التنظيمية في بيئة الأعمال المصرية إلى إضفاء مزيد من التنظيم على إفصاحات حوكمة الشركات الصادرة عن منشآت الأعمال، وذلك عبر تحويل هذه الممارسة التنظيمية إلى إجراء إلزامي يجب على منشآت الأعمال المدرجة بأسواق المال الالتزام به، وإلا تعرضت لخطر الشطب من السوق المالية. وفي خطوة أخرى لا تقل أهمية عن الخطوة السابقة، فقد بادرت البورصة المصرية بتصميم نموذج معياري للإفصاح عن مبادئ حوكمة الشركات المطبقة، وألزمت الهيئة العامة للرقابة المالية منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة بتقديم إفصاحات حوكمة الشركات وفقاً لهذا النموذج المعياري في تقرير مستقل يعرف بتقرير الحوكمة، كما ألزمت منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة، بأن ترفق بتقرير الحوكمة الخاص بها بتقرير المراجع الخارجي الذي يؤكد صحة المعلومات الواردة بهذا التقرير.

هذا، وتجدر الإشارة إلى مدى أهمية المبادرة السابقة التي قامت بها الجهات التنظيمية في بيئة الأعمال المصرية، لفرض قدر أكبر من التنظيم على ما تقدمه منشآت الأعمال للمستخدمين من إفصاحات في سياق حوكمة الشركات، والانعكاسات الإيجابية المتوقعة لتلك المبادرة التنظيمية على مدى ملاءمة واتساق وجودة إفصاحات حوكمة الشركات، وما قد يصاحب ذلك من تأثير إيجابي محتمل على جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، وحالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الإدارة والمستثمرين، وقيمة المنشأة والأداء السوقي لأوراقها المالية.

وفي سياق تحليل الانعكاسات المصاحبة لتنظيم الإفصاح غير المالي، على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، وقيمة المنشأة وأدائها السوقي، فتجدر الإشارة إلى أن البحث في هذا الميدان قد اتسم بالندرة النسبية. وعلاوة على الندرة النسبية التي اعترت البحث في هذا الميدان، فقد جاءت الأدلة التي ساققتها الدراسات السابقة متضاربة وغير متسقة. ففي الوقت الذي أشارت فيه بعض الدراسات السابقة إلى أن تنظيم الإفصاح الاجتماعي بالأسواق المتقدمة، قد يساهم في تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، بسبب تركيز المبادرات التنظيمية في تلك الأسواق على تعزيز خصائص جودة المعلومات المفصح عنها (e.g. Rossi & Harjoto, 2020; Ernstberger, et al., 2021; Krueger, et al., 2021; Wang, et al., 2021)، فقد أشارت دراسات أخرى إلى أن تنظيم الإفصاح الاجتماعي قد لا يحقق الهدف المأمول على قيمة منشآت الأعمال وجودة بيئة المعلومات المحيطة بها في الأسواق الناشئة، على اعتبار أن الغرض من تنظيم الإفصاح الاجتماعي بتلك الأسواق لا يركز على تعزيز جودة المعلومات المفصح عنها، بقدر ما يركز على تحقيق أهداف قومية تتمثل غالباً في حماية البيئة، وتخفيض معدلات الفقر، ومحاربة الممارسات المناهضة لحقوق الإنسان، أكثر من تركيزه على دعم خصائص جودة المعلومات المفصح عنها (e.g. Bebbington, et al., 2012; Christensen, 2020; Haji, et al., 2022).

في ضوء ما سبق، وفي ضوء الندرة النسبية التي اعترت البحث في ميدان الانعكاسات المصاحبة لتنظيم إفصاحات الأداء غير المالي لمنشآت الأعمال بصفة عامة، وإفصاحات حوكمة الشركات بصفة خاصة، ونظراً للخصائص المؤسسية المميزة لبيئة الأعمال المصرية في هذا السياق، والتي تميزت بوجود إجراءات تنظيمية متعددة لتنظيم إفصاحات حوكمة الشركات، فإن الدراسة الحالية تستهدف استخدام الإجراءات التنظيمية التي بادرت البيئة المصرية باتخاذها لتنظيم إفصاحات حوكمة الشركات الصادرة عن منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة المصرية، كحدث طبيعي لاختبار أثر تنظيم الإفصاح غير المالي على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال من جهة، وعلى الأداء السوقي لأوراقها المالية واحتمال تعرضها لخطر انهيار أسعار الأسهم من جهة أخرى، وذلك سعياً نحو تقديم رؤى قيمة، تساهم في إثراء الفكر المحاسبي في هذا الميدان البحثي، وفض التعارض القائم بين ما توصلت إليه الدراسات السابقة من نتائج بحثية.

تأسيساً على ما تقدم، تتبلور المشكلة البحثية للدراسة الحالية في محاولة الإجابة على التساؤلات البحثية التالية:

**التساؤل البحثي الأول:** هل يؤثر تنظيم الإفصاح غير المالي ببيئة الأعمال المصرية على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال؟

**التساؤل البحثي الثاني:** هل تؤثر حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال على خطر انهيار أسعار الأسهم؟

**التساؤل البحثي الثالث:** هل يؤثر تنظيم الإفصاح غير المالي ببيئة الأعمال المصرية على خطر انهيار أسعار الأسهم؟

**التساؤل البحثي الرابع:** هل يؤثر تنظيم الإفصاح غير المالي ببيئة الأعمال المصرية على خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال تأثيره المحتمل على حالة عدم تماثل المعلومات؟

هذا، وقد وثقت نتائج الدراسة الحالية، وجود علاقة عكسية معنوية بين تنظيم الإفصاح غير المالي - الذي يستهدف تعزيز قابلية المعلومات للقراءة والمقارنة - وحالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، وعدم وجود علاقة معنوية بين تنظيم الإفصاح غير المالي - الذي يستهدف دعم موثوقية المعلومات المفصح عنها - وحالة عدم تماثل المعلومات. كما وثقت نتائج الدراسة أيضاً، وجود علاقة عكسية معنوية بين تنظيم الإفصاح غير المالي - بصيغته المختلفة - وخطر انهيار أسعار الأسهم، غير أن الأدلة التي ساقته الدراسة في هذا المجال، كانت قد أشارت إلى أن منبع العلاقة العكسية السابقة لا يُعزى إلى التأثير المحتمل على حالة عدم تماثل المعلومات، وإنما قد يُعزى إلى عوامل أخرى، كالتأثير المحتمل على السلوك الإداري والدوافع الانتهازية التي قد تتوافر لدى إدارات منشآت الأعمال، للتلاعب في المعلومات المفصح عنها، أو حجبها عن المستخدمين.

وتتمثل المساهمة الرئيسية لهذا البحث في إثرائه الفكر المحاسبي في ميدان الانعكاسات السوقية المصاحبة لتنظيم الإفصاحات غير المالية بصورة عامة، وإفصاحات حوكمة الشركات بصورة خاصة، على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، وخطر انهيار أسعار الأسهم في الأسواق الناشئة، بالتطبيق على بيئة الأعمال المصرية، وهي العلاقة التي لم تتناولها الدراسات السابقة بعد - في حدود ما توصل إليه الباحث - وذلك عبر استخدام الإجراءات التنظيمية التي صدرت في بيئة الأعمال المصرية لتنظيم إفصاحات حوكمة الشركات، كحدث طبيعي يتوقع أن يؤثر على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال وخطر انهيار أسعار الأسهم. هذا، وتعد الدراسة الحالية امتداداً لدراسة لبيب وآخرون، (٢٠٢٢)، والتي اختبرت أثر تنظيم إفصاحات الشمول المالي بالقطاع المصرفي على الأداء المالي للبنوك المصرية وحالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها. كما تعد الدراسة الحالية أيضاً امتداداً لدراسة (Krueger, et al., 2021) والتي استهدفت تحليل الانعكاسات المصاحبة لتنظيم الإفصاح غير المالي على خطر انهيار أسعار الأسهم، بالتطبيق على عينة عالمية شملت بيانات أعمال بمستويات تطور متباينة.

من جانبه، يتوقع الباحث أن تكون نتائج الدراسة الحالية موضع اهتمام الجهات التنظيمية Regulatory bodies، للفت أنظارهم إلى أهمية الدور الفاعل الذي تلعبه الإجراءات التنظيمية الصادرة عنها في إضفاء صبغة رسمية على بعض أنواع الإفصاحات التي تصدر عن منشآت الأعمال في مجالات أخرى بخلاف الإفصاحات المالية، وتعزيز خصائص جودة ما تقدمه منشآت الأعمال من إفصاحات في سياق الأبعاد غير المالية لأدائها. كما يتوقع الباحث أن تكون نتائج الدراسة الحالية موضع اهتمام المستثمرين والأطراف الفاعلة بأسواق المال الناشئة، للفت أنظارهم إلى مدى أهمية وملاءمة الإفصاح غير المالي الصادر عن منشآت الأعمال، عبر توضيح مدى أهمية الدور الذي تلعبه الجهات التنظيمية لفرض قدر أكبر من التنظيم، على الإفصاحات التي تقدمها منشآت الأعمال في هذا السياق، ولفت أنظارهم إلى أهمية الأخذ في الاعتبار المعلومات المتعلقة بجوانب الأداء غير المالي لمنشآت الأعمال، عند تقديرهم لحجم المخاطر المحيطة بها مستقبلاً.



هذا، وسيتم تنظيم الأجزاء اللاحقة من الدراسة الحالية على النحو التالي: ٢. الإطار النظري للبحث، ٣. تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث، ٤. منهج البحث، ٥. النتائج التطبيقية، ٦. خلاصة البحث.

## ٢. الإطار النظري للبحث:

تحقيقاً لهدف البحث، وسعيًا نحو الإجابة على تساؤلاته البحثية، يستعرض الباحث خلال هذا الجزء من البحث بالتحليل، أبرز ما أورده الفكر المحاسبي في مجال أهمية الإفصاح غير المالي، وملاءمته للأطراف أصحاب المصالح، والدور الفاعل الذي قد تلعبه الجهات التنظيمية في تدعيم جودة المعلومات الواردة بتلك الإفصاحات، والانعكاسات المحتملة المصاحبة لتلك الجهود التنظيمية، والعلاقة المحتملة بين جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال وخطر انهيار أسعار الأسهم.

### ١,٢ أهمية وملاءمة الإفصاح غير المالي لمنشآت الأعمال والأطراف أصحاب المصالح:

استكشفت العديد من الدراسات السابقة مع مطلع القرن الحادي والعشرين، الانعكاسات المصاحبة للإفصاح عن أبعاد الأداء غير المالي لمنشآت الأعمال بصورة طوعية، بما يشمل من توضيح لأبعاد جوانب الأداء البيئي والاجتماعي وأداء حوكمة الشركات لمنشآت الأعمال، في ضوء عدة نظريات مفسرة لسلوك الإفصاح غير المالي، كنظرية المشروعية ونظرية الوكالة ونظرية أصحاب المصالح، خاصة وأن تلك الحقبة الزمنية قد جاءت مصحوبة بنشأة مفهوم التنمية المستدامة، وصدور العديد من المبادرات التي استهدفت تشجيع منشآت الأعمال على دمج مفهوم الاستدامة ضمن استراتيجياتها، والإفصاح عن أبعاد التنمية المستدامة للمستثمرين والأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بها.

هذا، وقد أشار الباحثون خلال الدراسات السابقة إلى أن الإفصاح الاختياري عن أبعاد الأداء غير المالي - بما يشمل من جوانب بيئية واجتماعية وحوكومية - يمكن أن يصاحبه انعكاسات متعددة على صعيد المستثمرين والأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بمنشآت الأعمال، وكذلك على صعيد منشآت الأعمال التي تقدم هذا النوع المميز من أنواع الإفصاح.

فعلى صعيد المستثمرين والأطراف أصحاب المصالح، وتأسيساً على فرض التوزيع غير المتماثل للمعلومات *Information asymmetry hypothesis*، فقد أشار بعض الباحثين إلى أن الإفصاح الاختياري غير المالي، يساهم في منح المستثمرين والأطراف أصحاب المصالح صورة أكثر وضوحاً وتكاملاً عن أداء منشآت الأعمال، بالشكل الذي يعزز من قدرتهم على تقييم أداء المنشأة وربحيتهما في الوقت الحاضر، والتنبؤ بأفائه المستقبلية، وهو ما يساهم بدوره في تخفيض خطر التقدير المصاحب لعمليات صنع القرار *Estimation risk*، ويساهم في تدعيم عملية صنع القرارات ذات الصلة بمنشآت الأعمال (Bachoo, et al., 2013; Barth, et al., 2017). وعلى صعيد آخر، فقد توقع بعض الباحثين من منطلق نظرية الوكالة، أن تساعد تلك الإفصاحات المستثمرين والأطراف أصحاب المصالح على توسيع نطاق الرقابة والمتابعة والتقييم المفروضة على إدارة منشآت الأعمال، الأمر الذي يساهم بدوره في التخفيف من حدة مشاكل الوكالة القائمة بين الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية،

وردع الدوافع الانتهازية التي قد تتوافر لدى إدارات منشآت الأعمال، لإخفاء جوانب الأداء غير المرغوب فيها (Nobanee & Ellili, 2016; Khan et al., 2016).

على النقيض، فقد أشار بعض الباحثين إلى عدم وجود تأثير إيجابي مصاحب لتقديم الإفصاح غير المالي على قرارات المستثمرين والأطراف أصحاب المصالح (Clarkson et al. 2013; Barth et al. 2017). وقد عزی الباحثون النتيجة السابقة إلى أن الإفصاح الاختياري قد لا يتمتع بذات القدر من الموثوقية والقابلية للقراءة والمقارنة الذي يتمتع به الإفصاح الإلزامي، وهو ما يجعله أقل ملاءمة لعمليات صنع القرار التي تتم من جانب المستثمرين والأطراف أصحاب المصالح. وبالمثل، فقد أشار Chauhan & Kumar (2018) إلى أن المستثمرين قد يعانون من ارتفاع تكاليف جمع وتحليل معلومات الأداء غير المالي لمنشآت الأعمال، نظراً للافتقار إلى توجيهات معيارية تنظم كيفية الإفصاح عن أنشطة المسؤولية البيئية والاجتماعية ومبادئ حوكمة الشركات، الأمر الذي يؤثر سلباً على قابلية تلك المعلومات للمقارنة الزمنية والقطاعية، ويحد من مدى ملاءمتها لعمليات صنع القرار.

وعلاوة على المبررات السابقة، فإن الباحث يرى أن عدم وجود انعكاسات إيجابية مصاحبة لتقديم الإفصاح غير المالي على قرارات المستثمرين والأطراف أصحاب المصالح، قد يعزى إلى انخفاض مستوى وعي وإدراك المستثمرين في بعض الأسواق - خاصة الناشئة منها - بأهمية جوانب الأداء غير المالي لتحقيق بقاء ونمو واستمرارية منشآت الأعمال، وضرورة الاعتماد عليه لتقدير حجم المخاطر المحيطة بقدرتها على توليد التدفقات النقدية المتوقعة مستقبلاً، بالشكل الذي يجعلهم لا يولون ذات القدر من الاهتمام للإفصاح غير المالي الذي تقدمه منشآت الأعمال، مقارنة بإفصاحات الأداء المالي.

على الجانب الآخر، فقد استكشف بعض الباحثين الانعكاسات المصاحبة للإفصاح عن أبعاد الأداء غير المالي، على مستوى منشآت الأعمال المقدمة لتلك الإفصاحات. فمن جانبه، قدم Dhaliwal et al., (2012) أدلة عملية تشير إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يمكن أن يساهم في تخفيض تكاليف الحصول على التمويل اللازم من مصدريه المملوك والمقترض. وفي سياق متصل، فقد أشار بعض الباحثين إلى أن الإفصاح غير المالي يساهم في تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، ودعم قيمتها على المدى البعيد (Zhou et al., 2016; Nobanee & Ellili 2016)، وزيادة دقة تنبؤات المحللين الماليين (Zhou et al., 2020; Zúñiga et al., 2017)، وتخفيف حدة التقلبات التي قد تتعرض لها أسعار الأسهم (Grewal et al., 2017; Amel-Zadeh & Serafeim, 2018)، وتدعيم سيولة أسهم منشآت الأعمال في الأسواق المالية (Zúñiga et al., 2020)، والتخفيف من حدة القدرة التزامية لأسعار الأسهم (Grewal et al., 2017).

وعلى النقيض، فقد أشارت بعض الدراسات السابقة إلى أن الإفصاح غير المالي بصورة طوعية، قد يساهم في الكشف عن معلومات ذات طبيعة خاصة عن منشآت الأعمال، للمنافسين الحاليين والمرتقبين، بما قد يؤثر سلباً على قدرتها التنافسية، وحصتها السوقية، ومعدلات الربحية التي تحققها (Rezaee & Tuo, 2017). وبالمثل، فقد قدم كل من Loukil & Yousfi (2012); Barth et al., (2017) أدلة عملية تشير إلى عدم وجود تأثير معنوي للإفصاح عن أبعاد الأداء غير المالي لمنشآت الأعمال بالأسواق الناشئة، على سيولة أرباحها المالية، وتكلفة رأسمالها المملوك والمقترض. ومن منظور آخر، فقد أشار (Weber, 2018)

(Garzón-Jiménez & Zorio-Grima, 2021) إلى أن الإفصاح عن جوانب الأداء غير المالي السلبية، قد يصاحبه ردود أفعال سلبية من جانب المستثمرين والأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بمنشآت الأعمال، التي قد تدرك ارتفاع حجم المخاطر المحيطة بمنشآت الأعمال، في ضوء المعلومات غير السارة المقدمة إليهم في هذا السياق، كالإفصاح عن الانعكاسات البيئية السلبية المصاحبة لممارسة أنشطة المنشأة، وما قد يصاحب ذلك من ارتفاع احتمالات تكبد التكاليف السياسية، وارتفاع احتمالات التعرض لخطر التقاضي.

في ضوء العرض السابق، يتضح للباحث وجود تعارض وعدم اتساق في الأدلة العملية التي ساقها الباحثون لتحليل الانعكاسات المصاحبة للإفصاح عن أبعاد الأداء غير المالي. ففي الوقت الذي أشارت فيه بعض الدراسات السابقة إلى وجود انعكاسات إيجابية محتملة للإفصاح غير المالي على مستوى الأطراف أصحاب المصالح ومنشآت الأعمال المقدمة لتلك الإفصاحات، فقد أشار اتجاه آخر إلى عدم وجود تأثير إيجابي مصاحب للإفصاح غير المالي - خاصة إذا تم بصورة طوعية - على مستوى الأطراف أصحاب المصالح والمستثمرين.

هذا، ويرى الباحث أن التعارض في نتائج الدراسات السابقة في هذا الميدان، قد يعزى إلى اختلاف بيئة التطبيق في المقام الأول. ففي الوقت الذي تتمتع فيه الأسواق المتقدمة بارتفاع مستوى وعي وإدراك منشآت الأعمال بأهمية الإفصاح عن جوانب الأداء غير المالي، وارتفاع مستوى وعي وإدراك المستثمرين والأطراف أصحاب المصالح بأهمية الأخذ في الاعتبار المعلومات المتعلقة بجوانب الأداء غير المالي عند تقييم أداء المنشأة والتنبؤ بأفاقه المستقبلية، فإن الأسواق الناشئة بشكل عام، تعاني من انخفاض درجة الوعي والإدراك بأهمية الإفصاح عن أبعاد الأداء غير المالي، سواء على صعيد منشآت الأعمال مقدمة هذا الإفصاح، أو على صعيد المستثمرين والأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بها. ولعل ما سبق يبرر اختلاف الانعكاسات المصاحبة لتقديم الإفصاح غير المالي ما بين الأسواق المتقدمة والأسواق الناشئة.

هذا من جانب، ومن جانب آخر، فإن انخفاض مستوى التنظيم المصاحب لتقديم الإفصاح غير المالي على مستوى غالبية بيئات الأعمال حول العالم، وكون هذا النوع من أنواع الإفصاح لا يزال اختيارياً في غالبية بيئات الأعمال، قد يؤثر بصورة مباشرة على خصائص جودة معلومات الأداء غير المالي المفصح عنها، سواء فيما يتعلق بموثوقية تلك المعلومات، أو قابليتها للقراءة والمقارنة بسبب الافتقار إلى معايير ملزمة توضح كيفية الإفصاح عن أبعاد الأداء غير المالي. ولعل ما سبق، يجعل المنافع المرجو تحقيقها جراء تقديم الإفصاح الاختياري غير المالي، أقل من المنافع المتوقع تحقيقها جراء تقديم نظيره الإلزامي، الذي يتمتع بمستوى أعلى من التنظيم.

## ٢,٢ تنظيم الإفصاح غير المالي "مفهومه وصيغته وأهدافه":

اتسم البحث في ميدان تنظيم الإفصاح غير المالي الصادر عن منشآت الأعمال بالندرة النسبية. ولعل ندرة البحث في هذا الميدان ترجع إلى الحدثة النسبية التي صاحبت الاهتمام الأكاديمي بأبعاد الأداء غير المالي لمنشآت الأعمال، وأهمية الإفصاح عن تلك الأبعاد للأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بها. في هذا السياق، لم يقدم الفكر المحاسبي - في ضوء ما توصل إليه الباحث من دراسات - مفهوماً محدداً لتنظيم الإفصاح غير المالي الصادر عن منشآت الأعمال، وإنما كان التركيز منصباً على تحديد صيغ التنظيم، والجهات المصدرة للقواعد التنظيمية، والأهداف المرجو تحقيقها جراء التنظيم.

هذا، ويرى الباحث إمكانية تعريف تنظيم الإفصاح غير المالي بأنه "مجموعة من القوانين أو القواعد التنظيمية أو الإجراءات، الصادرة عن الجهات الحكومية أو واطعي المعايير أو الجهات التي تتولى الإشراف والرقابة على أسواق المال والقطاعات الصناعية المختلفة، بهدف التأثير على سلوك الإفصاح غير المالي لمنشآت الأعمال". هذا، ويوضح التعريف السابق أن عملية تنظيم الإفصاح غير المالي لا تقتصر على جهة بعينها، ولكنها تشمل القوانين الصادرة عن الجهات الحكومية، أو القواعد التنظيمية التي تصدرها الجهات التي تتولى الرقابة والإشراف على أسواق المال، أو القواعد التنظيمية الصادرة عن الجهات التي تتولى الإشراف والرقابة على قطاعات صناعية محددة، أو الإجراءات الصادرة عن واطعي المعايير التي تلتزم منشآت الأعمال بها عند إعداد تقاريرها المالية.

وتجدر الإشارة إلى أن قوة وتأثير تنظيم الإفصاح غير المالي، قد تختلف تبعاً للجهة المصدرة لهذا التنظيم. في هذا السياق، أشار بعض الباحثين إلى أن قوة الآليات التنفيذية المصاحبة لفرض تنظيم الإفصاح غير المالي، عبر إصدار القوانين أو التشريعات الحكومية، تجعل تأثير تنظيم الإفصاح غير المالي أكثر قوة، مقارنة بالقواعد التنظيمية المفروضة من قبل الجهات التي تتولى الإشراف والرقابة على أسواق المال أو القطاعات الصناعية المختلفة (Ernstberger, et al., 2021; Krueger, et al., 2021; Haji, et al., 2022).

في هذا السياق، يعتقد الباحث أن درجة تقدم السوق المالية، تلعب دوراً هاماً في تحديد تأثير الجهة فارضة التنظيم، على مدى قوة وفعالية تنظيم الإفصاح غير المالي. ففي ظل الأسواق المتقدمة، تنسم بيئة الأعمال بصرامة البيئة القانونية والسياسية، وتوافر الآليات التنفيذية الرادعة التي تكفل توقيع العقوبات على المخالفين لتلك القواعد التنظيمية، وهو ما يجعل قوة وفعالية تنظيم الإفصاح غير المالي، لا تختلف تبعاً لاختلاف الجهة فارضة التنظيم، مقارنة بما هو عليه الحال الأسواق الناشئة، التي تنخفض فيها درجة صرامة البيئة القانونية والسياسية، والتي قد لا تتوافر فيها الآليات التنفيذية الرادعة بذات القدر من القوة والصرامة التي تتمتع بها الأسواق المتقدمة. ولعل ما سبق، يبرر احتمال وجود تباين كبير في مدى قوة وفعالية تنظيم الإفصاح غير المالي بالأسواق الناشئة، تبعاً لاختلاف الجهة المصدرة لهذا التنظيم.

على صعيد آخر، تتنوع صيغ تنظيم الإفصاح غير المالي الصادر عن منشآت الأعمال. في هذا السياق، أشار (Haji, et al., 2022) إلى أن تنظيم الإفصاح غير المالي قد يتم بموجب فرض مبدأ "الالتزام أو التفسير"، وذلك عبر تحديد جوانب الإفصاح غير المالي التي التزمت منشآت الأعمال بالإفصاح عنها بمقتضى القواعد التنظيمية، وتحديد الجوانب التي لم تتمكن من الإفصاح عنها، ومبررات عدم الإفصاح. كما قد يتم تنظيم الإفصاح غير المالي الصادر عن منشآت الأعمال عبر تحويله من كونه إفصاحاً اختيارياً إلى إفصاح إلزامي، وإلزام منشآت الأعمال بتقديم تقرير مراجع خارجي يؤكد صحة المعلومات الواردة بتلك الإفصاحات، دعماً لموثوقية المعلومات الصادرة في هذا السياق، بموجب القوانين أو القواعد التنظيمية الصادرة عن الجهات التي تتولى الإشراف والرقابة على أسواق المال، كقواعد قيد وشطب الأوراق المالية من أسواق المال، أو القواعد التنظيمية الصادرة عن الجهات المنظمة لقطاعات صناعية محددة، كالقطاع المصرفي، والقطاعات الصناعية ذات التأثيرات العكسية على المجتمع والبيئة المحيطة.

وفي ذات السياق، فقد يتم تنظيم الإفصاح غير المالي عبر إلزام منشآت الأعمال باتتباع إرشادات أحد الأطر المرجعية الصادرة لتنظيم الإفصاح غير المالي، تعزيزاً لخصائص جودة المعلومات المفصح عنها، كخاصية الدقة والوضوح والقابلية للقراءة، والتي من بينها على المستوى العالمي: إرشادات المبادرة العالمية للتقرير GRI، ومعايير إعداد تقارير الاستدامة الصادرة المجلس العالمي لمعايير الاستدامة Global Sustainability Standards Board (GSSB). كما قد يتم تنظيم الإفصاح غير المالي أيضاً عبر تحديد صيغة إفصاح معيارية، يجب على منشآت الأعمال الالتزام بها عند عرض إفصاحاتها غير المالية، وذلك دعماً لقابلية المعلومات الصادرة عن منشآت الأعمال في هذا السياق للقراءة والمقارنة.

وعلى صعيد الأهداف المرجو تحقيقها جراء تنظيم الإفصاح غير المالي، فقد أشار بعض الباحثين إلى أن الهدف من تنظيم الإفصاح غير المالي يختلف تبعاً لاختلاف بيئات الأعمال التي يصدر بها التنظيم. في هذا السياق، أشار (Bebbington, et al., 2012; Christensen, 2020; Haji, et al., 2022) إلى أن تباين الأهداف المرجو تحقيقها من تنظيم الإفصاح الاجتماعي، يعزى بصورة رئيسية إلى التباين في درجة التطور الاقتصادي والاجتماعي للدول التي بادرت بفرض هذا النوع من أنواع التنظيم، ومواضع الاهتمام الرئيسية التي تضطلع بها تلك الدول. فعلى صعيد بيئات الأعمال المتقدمة، يتمثل الهدف الرئيسي من تنظيم الإفصاح الاجتماعي في تعزيز خصائص جودة المعلومات المفصح عنها - كالشفافية والموثوقية والقابلية للمقارنة - وتحقيق انعكاسات إيجابية على أسواق المال - كتعزيز كفاءة أسواق المال. أما على صعيد بيئات الأعمال الناشئة، فقد زعم الباحثون أن الهدف من تنظيم الإفصاح الاجتماعي ببيئات الأعمال الناشئة، ينصب بصورة أكبر على تحقيق الأهداف البيئية والاجتماعية، كتخفيف معدلات الفقر، والحفاظ على البيئة، والتصدي للممارسات المناهضة لحقوق الإنسان، وهو ما يعكس الأهداف القومية الاقتصادية والاجتماعية لبيئات الأعمال الناشئة، مقارنة بما هو عليه الحال في الدول المتقدمة.

ولا يتفق الباحث مع الادعاء السابق، بأن الهدف من تنظيم الإفصاح غير المالي في بيئات الأعمال الناشئة يستهدف بصورة رئيسية تحقيق أهداف بيئية واجتماعية قومية، بدلاً من التركيز على تعزيز خصائص جودة المعلومات المفصح عنها. بداية، تجدر الإشارة إلى ضرورة التمييز بين ممارسة تنظيم الأداء غير المالي لمنشآت الأعمال، وممارسة تنظيم الإفصاح غير المالي لمنشآت الأعمال. فالممارسة الأولى، تستهدف في المقام الأول تحقيق أهداف قومية بيئية واجتماعية وحوكومية، كفرض القواعد التنظيمية التي تكفل حماية البيئة من الآثار العكسية التي تخلفها منشآت الأعمال بالقطاعات الأكثر تأثراً على البيئة المحيطة، أو القواعد التنظيمية التي تكفل حماية حقوق الإنسان، وفرض سياسة التنوع وعدم التمييز، إلى غير ذلك من القواعد التنظيمية. أما الممارسة الثانية، فإنها تستهدف في المقام الأول تعزيز جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، عبر توسيع نطاق ما تقدمه منشآت الأعمال من إفصاحات، ودعم خصائص جودة المعلومات المفصح عنها، كالموثوقية والقابلية للقراءة والمقارنة.

وعبر تحليل الدراسات التي قدمت الادعاء السابق بخصوص تباين أهداف تنظيم الإفصاح الاجتماعي تبعاً لاختلاف درجة تقدم بيئات الأعمال، فقد تبين للباحث أن هذه الدراسات قد استهدفت تحليل أهداف تنظيم الأداء الاجتماعي لمنشآت الأعمال، وليس تنظيم الإفصاح

الاجتماعي، بما يشير إلى وجود خلط وسوء تقدير واضح لدى بعض الباحثين، نتج عنه تقديم الادعاء السابق. وفي هذا المقام، يؤكد الباحث على أن ممارسة تنظيم الإفصاح غير المالي - باختلاف بيئة التطبيق - تستهدف بصورة رئيسية تعزيز جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، عبر تعزيز خصائص الموثوقية والقابلية للقراءة والمقارنة، وتوسيع نطاق ما تقدمه منشآت الأعمال من إفصاحات للمستخدمين، بما يساهم في نهاية المطاف في تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الإدارة والمستثمرين، أو بين فئات المستثمرين المختلفة.

علاوة على ما سبق، واتساقاً مع فرض التكاليف السياسية Political costs hypothesis، الذي يفترض أن إدارات منشآت الأعمال، متى ما استشعرت اتساع نطاق الفحص والرقابة الذي قد تتعرض له من جانب الجهات الحكومية أو التنظيمية، فإنها تنتهج سياسات محددة تجنبها التعرض لخطر تكبد تكاليف سياسية باهظة (Watts & Zimmerman, 1986)، فقد يستهدف تنظيم الإفصاح غير المالي التأثير على سلوك إدارات منشآت الأعمال، والحد من دوافعها الانتهازية، للتلاعب في المعلومات المفصح عنها، أو حجب الأخبار المتعلقة بجوانب الأداء غير المالي السلبية عن المستخدمين، وذلك عبر جعلها تستشعر اتساع نطاق الرقابة والمتابعة المفروضة عليها من جانب الجهات التنظيمية بصورة خاصة، ومن جانب الأطراف أصحاب المصالح بصورة عامة.

### ٣,٢ المبادرات التنظيمية الصادرة ببيئة الأعمال المصرية لتنظيم الإفصاح غير المالي:

في ضوء الاهتمام المتزايد على الصعيد العالمي والمحلي بقضية التنمية المستدامة وأهمية الأبعاد غير المالية لأداء منشآت الأعمال، والذي برز على الساحة مؤخراً مع مطلع القرن الحالي، فقد بادرت بيئة الأعمال المصرية بإبلاء العناية والاهتمام لقضية استدامة منشآت الأعمال، محققة نقلة نوعية في تغيير استراتيجيات الأعمال في البيئة المصرية، وتدعيم ممارسات الإفصاح عن أبعاد استدامة منشآت الأعمال المالية وغير المالية.

هذا، وقد تنوعت الجهود التي بذلت في سياق بيئة الأعمال المصرية لتعزيز مستويات الشفافية والإفصاح عن جوانب الأداء غير المالي لمنشآت الأعمال، ما بين المبادرات الاختيارية التي لا تحمل صفة الإلزام، والقواعد التنظيمية التي استهدفت فرض قدر أكبر من التنظيم والإلزام على ما تقدمه منشآت الأعمال المدرجة بأسواق المال المصرية من إفصاحات في هذا السياق.

فعلى صعيد المبادرات الاختيارية، ومع مطلع العقد الثاني من القرن الحادي والعشرين، وتحديداً في مارس من عام ٢٠١٠، فقد أطلقت البورصة المصرية المؤشر المصري للمسؤولية البيئية والاجتماعية والحوكومية لمنشآت الأعمال Standard and Poor's/Egyptian Stock Exchange Environmental Social and Governance Index (S&P-EGX ESG)، والذي استهدف بصورة رئيسية تعقب أداء منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة على صعيد أدائها البيئي والاجتماعي والحوكومي، وترتيبها حسب جودة أدائها وإفصاحاتها المقدمة في هذا السياق إلى أفضل ثلاثين منشأة أعمال.

في السياق ذاته، قامت البورصة المصرية في نوفمبر من عام ٢٠١٦، بإصدار دليل إرشادي اختياري، لتوجيه منشآت الأعمال حول كيفية الإفصاح عن أبعاد الأداء غير المالي -



البيئية والاجتماعية والحوكومية - وذلك بهدف تشجيع منشآت الأعمال المدرجة في البورصة على تقديم المزيد من الشفافية حول الأبعاد غير المالية لأدائها، وتشجيعها على دمج مفهوم الأداء المستدام ضمن استراتيجياتها. ولعل تلك الخطوة الاستباقية - والتي تعد الأولى من نوعها في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا MENA Region - تمثل نقطة انطلاق حقيقية في تشجيع منشآت الأعمال وزيادة الوعي لديها، بضرورة تعزيز نطاق وجودة ما تقدمه منشآت الأعمال من إفصاحات للأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بها، في سياق أداء استدامتها.

وإذ يثمن الباحث المبادرات السابقة التي كانت البورصة المصرية سباقة باتخاذها، لتعزيز جودة بيئة المعلومات في سياق بيئة الأعمال المصرية، إلا أن الباحث يرى أن انخفاض مستوى التنظيم المصاحب لتلك المبادرات الاختيارية، قد لا يساهم في تحقيق الأهداف المرجوة من جراء تقديم تلك المبادرات، بسبب انخفاض آليات التنفيذ المصاحبة لتلك المبادرات، وعدم وجود قدر من الإلزام المفروض على منشآت الأعمال باتباع المبادرات السابقة، عند قيامها بالإفصاح عن أبعاد أدائها غير المالي.

على الجانب الآخر، وفي سياق تنظيم الإفصاح غير المالي لمنشآت الأعمال بصفة عامة، وتنظيم إفصاحات حوكمة الشركات بصفة خاصة، فقد ألزمت الهيئة العامة للرقابة المالية منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة المصرية، بتقديم تقرير مستقل توضح فيه مبادئ حوكمة الشركات المطبقة بها، مرفقاً به تقرير مراجع خارجي يؤكد صحة المعلومات الواردة في هذا التقرير، وذلك بموجب المادة رقم (٤٠) من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة، في قرار مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية رقم (١١) لسنة ٢٠١٤. وعلى خلاف المبادرتين السابقتين، فإن المبادرة الحالية تمثل إحدى الصيغ الواضحة لتنظيم الإفصاح غير المالي ببيئة الأعمال المصرية، والتي ترتب عليها تحويل إفصاحات حوكمة الشركات إلى صيغة إفصاح إلزامية، وإلزام منشآت الأعمال بالحصول على تأكيد من قبل المراجع الخارجي، يفيد بصحة المعلومات الواردة بتلك الإفصاحات (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠٢٢).

هذا، ويثمن الباحث الإجراء التنظيمي السابق، الذي بادرت بيئة الأعمال المصرية باتخاذها لتنظيم إفصاحات حوكمة الشركات، والذي من المتوقع أن يؤدي إلى تعزيز درجة موثوقية الإفصاحات المقدمة في هذا السياق، وتعزيز ثقة المستثمرين والأطراف أصحاب المصالح في هذه الإفصاحات، وتوسيع نطاق اعتمادهم عليها عند تقديرهم لحجم المخاطر المحيطة بمنشآت الأعمال، وذلك عقب تحويل إفصاحات حوكمة الشركات إلى صيغة إفصاح إلزامية، وإلزام منشآت الأعمال بتأكيد هذه الإفصاحات من قبل المراجع الخارجي.

في سياق متصل، وسعيًا نحو تعزيز خصائص جودة إفصاحات حوكمة الشركات الصادرة عن منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة المصرية، فقد بادرت بيئة الأعمال المصرية بفرض صيغة أخرى من صيغ التنظيم على إفصاحات حوكمة الشركات المقدمة من جانب منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة المصرية. ففي عام ٢٠١٦، ألزمت الهيئة العامة للرقابة المالية منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة - بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (٨٤) لسنة ٢٠١٦، والذي تم بموجبه تعديل قواعد قيد وشطب الأوراق المالية المدرجة بالبورصة المصرية - بتقديم تقرير حوكمة الشركات الخاص بها، وفقاً لنموذج الإفصاح المعياري الذي أعدته البورصة المصرية لهذا الغرض، والذي تضمن الإفصاح عن: هيكل الملكية والجمعية العامة للمساهمين، مجلس الإدارة (تشكيله ومسؤولياته)، رئيس مجلس الإدارة ومسؤولياته،

اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة (تشكيلها ومسؤولياتها)، انعقاد مجلس الإدارة واجتماعاته واجتماعات اللجان المنبثقة عنه ، البيئة الرقابية للمنشأة، الإفصاح والشفافية، علاقات المستثمرين، أدوات الإفصاح، والمواثيق والسياسات (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠٢٢). هذا، وتجدر الإشارة إلى مدى أهمية الإجراءات التنظيمي السابق، في تعزيز خصائص جودة إفصاحات حوكمة الشركات الصادرة عن منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة، وبصفة خاصة فيما يتعلق بقبالية إفصاحات حوكمة الشركات للقراءة والمقارنة، وهو ما يساهم في دعم جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال بالسوق المصرية، ويعزز من قدرة المستثمرين والأطراف أصحاب المصالح على تحليل وفهم المعلومات الواردة بتلك التقارير، دون تكبد تكاليف باهظة لتحليل إفصاحات حوكمة الشركات الصادرة في هذا السياق.

## ٢،٤ الانعكاسات المتوقعة لتنظيم الإفصاح غير المالي:

يتمثل الهدف الرئيسي من تنظيم الإفصاح غير المالي في تعزيز جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، ودعم خصائص جودة المعلومات المفصح عنها في هذا السياق، وتخفيض حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية. من هذا المنطلق، فقد استكشف بعض الباحثين الانعكاسات المتوقعة لتنظيم الإفصاح غير المالي الصادر عن منشآت الأعمال على أصعدة متعددة، كتأثيره المحتمل على مستوى وجود بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، وتأثيره المحتمل على قيمة منشآت الأعمال وعوائد الأسهم، وتأثيره المحتمل على الأداء المالي لمنشآت الأعمال، وتوصلوا إلى نتائج متعارضة في هذا الصدد.

فعلى صعيد الانعكاسات المصاحبة لتنظيم الإفصاح الاجتماعي - باعتباره أحد أبعاد الأداء غير المالي لمنشآت الأعمال - أشار بعض الباحثين إلى أن تنظيم الإفصاح الاجتماعي قد ساهم في تعزيز مستوى الإفصاح في بيئات تطبيق مختلفة، كالاتحاد الأوروبي (Ioannou & Serafeim, 2017; Christensen et al., 2022; Hummel, 2020; Borisova & André, 2020; Ottenstein et al., 2021) والمملكة المتحدة وفرنسا وإيطاليا وألمانيا (Hummel & Rötzel, 2019; Hamed et al., 2022; Chelli et al., 2021) وماليزيا وجنوب إفريقيا (Setia et al., 2015; Haji & Anifowose, 2016 Wang et al., 2020; Wang et al., 2020) وكذلك الحال في بعض الاقتصادات الناشئة كالصين (et al., 2017; Yao et al., 2020; Wang et al., 2020) وقد أشارت بعض الدراسات السابقة إلى أن الأثر السابق لتنظيم الإفصاح الاجتماعي على مستوى الإفصاح، قد جاء مرتبطاً ببعض الخصائص المؤسسية لمنشآت الأعمال المقدمة لتلك الإفصاحات، كحجم منشآت الأعمال، وجودة مبادئ حوكمة الشركات المطبقة بها (Haji & Anifowose, 2016; Hummel & Rötzel, 2019; Yao et al., 2020; Wang et al., 2021; Hamed et al., 2022).

وعلى الرغم من الأدلة السابقة التي وثقت وجود تحسن ملحوظ في مستويات الإفصاح الاجتماعي عقب صدور تنظيم الإفصاح، إلا أن بعض الدراسات الأخرى كانت قد أشارت إلى عدم وجود تحسن ملحوظ في جودة الإفصاح الاجتماعي عقب صدور تنظيم الإفصاح (Cordazzo et al., 2020; Korca et al., 2021; Carungu et al., 2021). وقد عزى الباحثون النتيجة السابقة إلى ميل منشآت الأعمال إلى استخدام تلك الإفصاحات كأداة



دعائية، تعكس من خلالها الجوانب الإيجابية لأدائها الاجتماعي فقط، أكثر من كونها وسيلة إفصاح موضوعية. ولعل النتيجة السابقة تشير إلى أن استجابة منشآت الأعمال لتنظيم الإفصاح الاجتماعي، يأتي في صورة زيادة مستوى المعلومات المقدمة للمستخدمين، دون أن يصاحبه تغيير حقيقي في ممارسات الأداء الاجتماعي لمنشآت الأعمال، أو جودة الإفصاحات المقدمة.

وعلى صعيد الانعكاسات السوقية المصاحبة لتنظيم الإفصاح غير المالي، فلقد وثقت غالبية الدراسات السابقة التي أجريت في هذا الميدان وجود ردود أفعال سوقية سلبية تجاه صدور تنظيم الإفصاح الاجتماعي ببيئات أعمال مختلفة، تمثلت في تدهور عوائد أسهم منشآت الأعمال خلال الفترة الزمنية التي صاحبت فرض التنظيم (Manchiraju & Rajgopal, 2017; Chen, et al., 2018; Grewal, et al., 2019; Sankara, et al., 2019; Elayan, et al., 2021). هذا، وقد عزى الباحثون النتيجة السابقة إلى تخوف المستثمرين والأطراف الفاعلة بأسواق المال من ارتفاع تكاليف الحيازة Proprietary costs التي ستحملها منشآت الأعمال جراء فرض تنظيم الإفصاح، علاوة على ارتفاع احتمالات تعرضها لمخاطر التقاضي Litigation risk، خاصة فيما يتعلق بمنشآت الأعمال ذات الأداء البيئي والاجتماعي المتردي (Haji, et al., 2022). على النقيض، وثقت بعض الدراسات السابقة وجود انعكاسات إيجابية لتنظيم الإفصاح الاجتماعي على قيمة المنشأة (Lee & Yeo, 2016; Ioannou & Serafeim, 2017; Bhagawan & Mukhopadhyay, 2019; Rossi & Harjoto, 2020; Caglio et al., 2020; Jadiyahpa et al., 2021). هذا، وقد عزى الباحثون النتيجة السابقة إلى التأثير الإيجابي المصاحب لفرض تنظيم الإفصاح الاجتماعي على حالة عدم تماثل المعلومات وسيولة الأوراق المالية لمنشآت الأعمال، وهو ما ساهم في تعزيز القيمة السوقية لمنشآت الأعمال على المدى البعيد.

وفي ضوء التعارض في نتائج الدراسات السابقة التي استكشفت الانعكاسات السوقية المصاحبة لفرض تنظيم الإفصاح الاجتماعي، فقد أشار Haji, et al., (2022) إلى أن تنظيم الإفصاح الاجتماعي قد يصاحبه ردود أفعال سوقية سلبية على المدى الزمني القصير المصاحب لتوقيت الإعلان عن فرض التنظيم، وذلك قد يرجع بصورة رئيسية إلى تخوف المستثمرين من ارتفاع تكاليف الحيازة المرتبطة بفرض التنظيم، وارتفاع احتمالات خطر التعرض للدعوى القضائية. لكن على المدى البعيد، وما إن يتحقق الأثر الإيجابي المأمول على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، وسيولة أوراقها المالية، فإن ذلك سيساهم في التخفيف من حدة ردود الأفعال السوقية السلبية تجاه فرض التنظيم، ويحول الأثر المصاحب له على قيمة المنشأة من أثر سلبي إلى آخر إيجابي.

وعلى صعيد الانعكاسات المصاحبة لفرض تنظيم الإفصاح غير المالي على سلوك إدارات منشآت الأعمال، فقد أشار Haji, et al., (2022) إلى أن تعزيز مستوى الشفافية المصاحب لفرض تنظيم الإفصاح الاجتماعي، يزيد من قدرة الأطراف الخارجية على تعقب ومتابعة وتقييم أداء المنشأة، ومقارنته مع أداء نظرائها، وهو ما قد يوفر الدوافع لدى إدارات منشآت الأعمال لتبني أفضل الممارسات الرائدة أسوة بنظرائها، تجنباً للأثر السلبي المحتمل الذي قد يصاحب انخفاض مستوى جودة الممارسات التي تتبناها إدارات منشآت الأعمال مقارنة بنظرائها.

تأسيساً على الاعتقاد السابق، واتساقاً مع فرض التكاليف السياسية، يتنبأ الباحث بأن الأثر المحتمل لتنظيم الإفصاح غير المالي على سلوك إدارات منشآت الأعمال، بفعل ارتفاع قدرة الأطراف الخارجية على تعقب ومتابعة وتقييم أداء المنشأة، قد يساهم كذلك في التخفيف من الدوافع الانتهازية لدى إدارات منشآت الأعمال، لممارسة بعض السلوكيات الانتهازية التي تستهدف التلاعب في المعلومات المفصح عنها، أو حجب الأخبار غير السارة عن أداء المنشأة، بسبب ارتفاع مستوى الشفافية الناتج عن تنظيم إفصاحات المنشأة، وهو ما قد يساهم بالتبعية في التخفيف من احتمالات التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم.

## ٢,٥ حالة عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم:

اتساقاً مع نظرية الوكالة، تنشأ حالة عدم تماثل المعلومات بين الطرف الوكيل والطرف الأصيل، بسبب حيازة الطرف الوكيل للمعلومات المتعلقة بأداء المنشأة، وارتفاع قدرته على التحكم في تدفق ونشر هذه المعلومات للأطراف المختلفة، مقارنة بقدرة الطرف الأصيل على الوصول لهذه المعلومات. وبفعل عدم التماثل في حيازة المعلومات والوصول إليها، فقد تنخفض قدرة بعض فئات المستثمرين والأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بمنشآت الأعمال على متابعة وتقييم أداء منشآت الأعمال بشكل أكثر دقة، والتنبؤ بحجم المخاطر المحيطة بها، مقارنة بالأطراف الأخرى القادرة على الوصول إلى تلك المعلومات، وهو الأمر الذي قد يحمل في طياته تأثيراً سلبياً على الأداء السوقي لأسهم منشآت الأعمال التي ترتفع فيها حالة عدم تماثل المعلومات، وعلى سيولة هذه الأسهم في السوق المالية.

هذا من جانب، ومن جانب آخر، فإن وجود تفاوت في قدرة الإدارة والأطراف أصحاب المصالح المرتبطة بالمنشأة على الوصول إلى المعلومات المتعلقة بأداء المنشأة، قد يزيد من الدوافع الانتهازية التي تتوافر لدى بعض إدارات منشآت الأعمال، للتلاعب في المعلومات المفصح عنها، أو حجب وإخفاء المعلومات المتعلقة بالجانب السلبي لأداء المنشأة، بهدف تحقيق منافع شخصية على حساب منفعة المساهمين والأطراف الأخرى أصحاب المصالح.

في هذا السياق، أشار بعض الباحثين إلى أن خطر انهيار أسعار الأسهم، يتحقق بصورة رئيسية بسبب ارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال. فعندما لا يملك المستثمر معلومات كافية عن أداء المنشأة، فإنه يميل إلى بناء مجموعة من التوقعات التي قد تكون أحياناً مبالغاً فيها، وحالما تتحطم تلك التوقعات بفعل تدفق الأخبار غير السارة المحجوبة عمداً لأسواق المال، فإن ذلك يؤدي إلى ردود أفعال سوقية مبالغ فيها Overreaction بشكل يدفع المستثمرين إلى بيع أسهمهم. ونتيجة لبيع كمية كبيرة من الأسهم عقب تدفق الأخبار غير السارة، يحدث الانهيار الحاد في أسعار الأسهم (Lin, et al., 2013; Flugum, et al., 2021; Wang, 2022).

هذا، وقد وثقت بعض الدراسات السابقة مجموعة أخرى من العوامل المؤثرة على تحقق خطر انهيار أسعار الأسهم. فدراسة (Chen, et al., 2017a) مثلاً، كانت قد قدمت أدلة عملية تشير إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لسياسة تمهيد الدخل - خاصة باستخدام مدخل الاستحقاقات - على خطر انهيار أسعار الأسهم. وقد عزى الباحثون النتيجة السابقة إلى استخدام إدارات منشآت الأعمال سياسة تمهيد الدخل، بدافع انتهازي سعيًا نحو إخفاء الأخبار غير السارة وجوانب الأداء السلبية، وهو ما يؤثر سلباً على جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال،

ويؤدي إلى ارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الإدارة والمستثمرين. وعلى صعيد تحليل العلاقة القائمة بين خصائص جودة التقارير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم، فقد أشار **Parsa & Sarraf, (2018)** إلى أن ارتفاع قابلية المعلومات المفصح عنها للمقارنة، يخفض من احتمالية تحقق خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث إن ارتفاع قابلية المعلومات المفصح عنها للمقارنة تعزز من قدرة المستثمرين على مقارنة أداء المنشأة وممارسات الإفصاح التي تتبعها مع نظرائها، بالشكل الذي يعزز قدرتهم على التقدير والتنبؤ بحجم المخاطر المحيطة بالمنشأة. هذا من جانب، ومن جانب آخر، فإن ارتفاع قابلية المعلومات المفصح عنها للمقارنة، يحد من قدرة إدارة المنشأة على إخفاء الأخبار أو المعلومات غير السارة، ويدعم قدرة المستثمرين على وضع تنبؤات أكثر دقة عن مخاطر الفشل المحيطة بمنشآت الأعمال مستقبلاً.

وعلى صعيد العلاقة المحتملة بين آليات حوكمة الشركات وخطر انهيار أسعار الأسهم، فقد وثقت بعض الدراسات السابقة وجود علاقة عكسية بين كلٍ من: عنصر الملكية المؤسسية، استقلالية مجلس الإدارة، استقلالية لجنة المراجعة واحتوائها على أعضاء يملكون خبرة قطاعية، فعالية أنظمة الرقابة الداخلية، وخطر انهيار أسعار الأسهم **(An & Zhang, 2013; Gormley, et al., 2013; Andreou, et al., 2016; Chen, et al., 2017b; Tee, et al., 2018)**. وقد عزى الباحثون الأثر السابق إلى أن وجود عنصر الملكية المؤسسية داخل هيكل ملكية منشآت الأعمال، واستقلالية مجلس الإدارة، ووجود لجان مراجعة تتمتع باستقلالية مرتفعة وخبرات قطاعية، وفعالية أنظمة الرقابة الداخلية، يحد من قدرة الإدارة التنفيذية على التلاعب في المعلومات المفصح عنها بصورة انتهازية، كما يحد كذلك من قدرتها على حجب الأخبار غير السارة ومنع تدفقها للسوق المالية، وهو ما يؤدي إلى تعزيز جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، ويخفض من حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الأطراف الداخلية والخارجية.

في ضوء العرض السابق، يرى الباحث أن العوامل المؤثرة على خطر انهيار أسعار الأسهم، تتشابه جميعها في تأثيرها على خطر انهيار أسعار الأسهم بصورة غير مباشرة، من خلال تأثيرها المباشر على جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، وحالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية. وعليه، يتنبأ الباحث بأن التخفيض المحتمل في حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، والنابع من تنظيم الإفصاح غير المالي الصادر عنها، قد يساهم في التخفيف من احتمالية تعرض منشآت الأعمال لخطر انهيار أسعار الأسهم.

### ٣. تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث:

سعيًا نحو تحقيق هدف البحث، والإجابة على تساؤلاته البحثية، فقد قسم الباحث الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع البحث إلى ثلاث مجموعات رئيسية؛ يتناول الباحث خلال المجموعة الأولى منها بالتحليل: الدراسات السابقة في مجال العلاقة بين تنظيم الإفصاح غير المالي وحالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال. بينما يتناول خلال المجموعة الثانية بالتحليل: الدراسات السابقة في مجال العلاقة بين حالة عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم. وأخيراً، يتناول الباحث خلال المجموعة الثالثة بالتحليل: الدراسات السابقة في مجال الانعكاسات السوقية المصاحبة لتنظيم الإفصاح غير المالي.

### ١,٣ الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين تنظيم الإفصاح غير المالي وحالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال:

اتسم البحث في ميدان العلاقة بين تنظيم الإفصاح غير المالي وحالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال بالندرة النسبية. ولعل السبب الرئيسي الذي يبرر ندرة البحث في هذا الميدان، يتمثل في الحدائثة النسبية التي صاحبت فرض هذا النوع من أنواع الإجراءات التنظيمية على هذه الصيغة المميزة من صيغ الإفصاح، حيث استهدفت غالبية الإجراءات التنظيمية التي تم فرضها في بيئات الأعمال المختلفة حول العالم، تنظيم الإفصاحات المتعلقة بالأداء المالي لمنشآت الأعمال في المقام الأول.

ومع مطلع القرن الحادي والعشرين، وتزايد الاهتمام الذي أولته الأطراف أصحاب المصالح لقضية التنمية المستدامة - التي لا تتحقق دون بلوغ التكامل المنشود بين أبعاد التنمية المستدامة المالية وغير المالية - فقد بادرت بعض بيئات الأعمال حول العالم بفرض القواعد التنظيمية التي تنشد تنظيم الإفصاح عن أبعاد الأداء غير المالي لمنشآت الأعمال، بما يشمل من أبعاد بيئية واجتماعية وحوكومية، بغية دعم قدرة الأطراف أصحاب المصالح على الوصول إلى المعلومات التي تمكنهم من تقييم أبعاد أداء الاستدامة غير المالية، وتخفيض حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بينهم وبين إدارات منشآت الأعمال.

في هذا السياق، وعلى صعيد تحليل الانعكاسات المصاحبة لتنظيم الإفصاح غير المالي بالأسواق الناشئة، وعبر استخدام الإجراء التنظيمي الصادر بدولة جنوب إفريقيا عام ٢٠١٠ بمقتضى التوجيه الملكي الثالث King III Guidance، والذي ألزم منشآت الأعمال المدرجة ببورصة جوهانسبرج بالإفصاح عن أبعاد أدائها غير المالي باستخدام صيغة التقرير المتكامل Integrated Report، فقد توصلت دراسة Lee & Yeo, (2016) إلى أدلة عملية تشير إلى تحسن قيمة منشآت الأعمال عقب صدور تنظيم الإفصاح غير المالي. هذا، وقد عزى الباحثان النتيجة السابقة إلى الأثر الذي أحدثه تنظيم الإفصاح غير المالي، على تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية. وعبر استخدام الإجراء التنظيمي السابق الإشارة إليه، ونفس بيئة التطبيق التي استعانت بها الدراسة السابقة، فقد استهدفت دراسة Ioannou & Serafeim, (2017) قياس الانعكاسات المصاحبة لفرض تنظيم الإفصاح غير المالي لمنشآت الأعمال المدرجة ببورصة جوهانسبرج بدولة جنوب إفريقيا، وذلك على مدى زمني أكثر اتساعاً مقارنة بالدراسة السابقة، ما بين عامي ٢٠٠٥-٢٠١٢. هذا، وقد توصل الباحثان خلال الدراسة إلى نتائج مشابهة للأدلة العملية التي ساقتها دراسة Lee & Yeo, (2016)، حيث أكدت نتائج الدراسة تحسن قيمة منشآت الأعمال عقب صدور تنظيم الإفصاح غير المالي مقارنة بما كانت عليه قبل صدور التنظيم. وقد عزى الباحثان النتيجة السابقة كذلك إلى الأثر الذي أحدثه تنظيم الإفصاح غير المالي على جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، وحالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها، بفعل تعزيز درجة الموثوقية والقابلية للمقارنة التي تمتعت بها الإفصاحات غير المالية عقب صدور هذا التنظيم.

وفي ذات السياق، وعبر استخدام الإجراء التنظيمي الصادر عن كل من: بورصة شانغهاي Shanghai Stock Exchange، وبورصة شنغتن Shenzhen Stock Exchange بالصين عام ٢٠٠٨ - والذي ألزم منشآت الأعمال المدرجة بمؤشر بورصة

شانغهاي لحوكمة الشركات والمؤسسات المالية المدرجة بالبورصة، بتقديم تقرير مستقل للمسؤولية الاجتماعية مرفقاً بتقاريرها المالية التي ستعد وتُنشر اعتباراً من عام ٢٠٠٩ - فقد توصلت دراسة (Hung, et al., 2013) إلى أدلة تجريبية تشير إلى انخفاض حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بعمليات الأعمال عقب صدور تنظيم الإفصاح الاجتماعي، مقارنة بما كانت عليه قبل صدور التنظيم. هذا، وقد عزى الباحثون الأثر السابق لتنظيم الإفصاح الاجتماعي على حالة عدم تماثل المعلومات، إلى الأثر الإيجابي الذي حققه تنظيم الإفصاح الاجتماعي على مقدار ما تتمتع به تلك الإفصاحات من موثوقية، وهو ما ساهم بالتبعية في تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الإدارة والمستثمرين، وبين المستثمرين ذوي مستويات الدراية والمعرفة المنخفضة، والمستثمرين ذوي مستويات الدراية والمعرفة المرتفعة. كما أكدت الأدلة العملية التي ساققتها الدراسة السابقة أيضاً، أن قوة ومعنوية العلاقة بين تنظيم الإفصاح غير المالي قد ظهر بشكل أكثر وضوحاً لدى منشآت الأعمال التي عانت قبل صدور تنظيم الإفصاح الاجتماعي من انخفاض مستوى المتابعة التي تحظى بها تلك المنشآت من قبل المحللين الماليين.

وفي سياق بيئة الأعمال المصرية، فقد استخدمت دراسة لبيب، وآخرون (٢٠٢٢) التوجيه التنظيمي الصادر عن البنك المركزي المصري لتنظيم أنشطة الشمول المالي بالقطاع المصرفي عام ٢٠١٦، لدراسة أثر تنظيم الإفصاح غير المالي على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بالبنوك الخاضعة لتوجيهات البنك المركزي المصري وأدائها المالي، على مدار الفترة الزمنية ما بين عامي ٢٠١٤-٢٠١٨. هذا، وقد توصل الباحثون خلال الدراسة إلى أدلة عملية تشير إلى انخفاض حالة عدم تماثل المعلومات عقب صدور التنظيم الصادر عن البنك المركزي المصري، مقارنة بما كانت عليه قبل صدور التنظيم.

وعلى صعيد الأسواق المتقدمة، فقد استخدمت دراسة Rossi & Harjoto, (2020) الإجراء التنظيمي الصادر ببيئة الأعمال الإيطالية عام ٢٠١٦ Decree 254/2016، استجابة للتوجيه التنظيمي الصادر عن الاتحاد الأوروبي EU Directive 2014/95/EU - والذي أصبحت بمقتضاه منشآت الأعمال المدرجة بأسواق المال الإيطالية ملزمة بالإفصاح عن أبعاد أدائها غير المالي - لتحليل أثر تنظيم الإفصاح غير المالي على قيمة منشآت الأعمال وتكاليف الوكالة المصاحبة لها. هذا، وقد توصل الباحثان خلال الدراسة إلى نتيجة مفادها وجود تأثير إيجابي مصاحب لتنظيم الإفصاح غير المالي على كلٍ من قيمة منشآت الأعمال، وتكاليف الوكالة المصاحبة لها، وذلك بسبب التأثير على حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الإدارة والمستثمرين. ومن جانبها، فقد استخدمت دراسة Wang, et al., (2021) التوجيه التنظيمي الصادر ببيئة الأعمال البريطانية عام ٢٠١٣ - والذي ألزم منشآت الأعمال المدرجة بأسواق المال البريطانية باستخدام صيغة التقارير الاستراتيجية Strategic Reporting للإفصاح عن أبعاد أدائها المالي وغير المالي - لتحليل الانعكاسات المصاحبة لتنظيم الإفصاح غير المالي لمنشآت الأعمال. هذا، وقد توصل الباحثون خلال هذه الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي مصاحب لتنظيم الإفصاح غير المالي ببيئة الأعمال البريطانية على كلٍ من سيولة أسهم منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة، وتكلفة رأسمالها. وقد عزى الباحثون النتيجة السابقة إلى التأثير المصاحب لتنظيم الإفصاح غير المالي على جودة بيئة المعلومات المحيطة بعمليات الأعمال، وحالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الإدارة والمستثمرين.

على الجانب الآخر، فقد استهدفت بعض الدراسات السابقة تحليل الانعكاسات المصاحبة لتنظيم الإفصاح الاجتماعي عبر استخدام عينة تطبيق عالمية، شملت مجموعة من بيانات الأعمال التي بادرت بفرض بعض الإجراءات التنظيمية ذات الصلة، ومجموعة أخرى لم تبادر بفرض تلك الإجراءات، سعياً نحو تقديم أدلة تجريبية تساهم في تدعيم صدق واتساق النتائج المستخلصة في هذا الصدد. حيث توصل كلٌّ من **Ernstberger, et al., (2021)** و **Krueger, et al., (2021)** إلى انخفاض حالة عدم تماثل المعلومات ببيانات الأعمال التي بادرت بتنظيم الإفصاح الاجتماعي الصادر عن منشآت الأعمال، مقارنةً بنظيراتها التي لم تبادر بفرض تنظيم مماثل. كما قدمت الدراستان السابقتان أدلة عملية تشير إلى أن هذا الأثر الإيجابي المصاحب لتنظيم الإفصاح الاجتماعي يكون أكثر قوة ووضوحاً حينما يكون تنظيم الإفصاح الاجتماعي صادراً عن الجهات الحكومية، مقارنةً بالإجراءات التنظيمية الصادرة عن أسواق المال.

وعبر تحليل الأدلة العملية التي ساقتها الدراسات السابقة في ميدان الانعكاسات المصاحبة لتنظيم الإفصاح غير المالي لمنشآت الأعمال على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها، يخلص الباحث لمجموعة من الاستنتاجات الهامة يمكن توضيحها على النحو التالي:

**أولاً:** اتسم البحث في ميدان الانعكاسات المصاحبة لتنظيم الإفصاح غير المالي لمنشآت الأعمال على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها بالندرة النسبية. وعلاوة على الندرة النسبية التي اعترت البحث في هذا الميدان، فقد تبين للباحث أن غالبية الدراسات السابقة التي أجريت في هذا الميدان البحثي لم تستهدف بصورة صريحة دراسة العلاقة المباشرة بين تنظيم الإفصاح غير المالي وحالة عدم تماثل المعلومات، وإنما استهدفت بصورة رئيسية تحليل الانعكاسات المصاحبة لتنظيم الإفصاح غير المالي، سواء على صعيد قيمة المنشأة أو سيولة أوراقها المالية أو تكلفة رأسمالها، وقد عزت السبب في وجود تأثير مصاحب لتنظيم الإفصاح غير المالي على قيمة المنشأة وسيولة أوراقها المالية وتكلفة رأسمالها، إلى الأثر المحتمل على بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال وحالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الإدارة والمستثمرين.

**ثانياً:** على الرغم من اختلاف بيانات الأعمال موضع التطبيق بالدراسات السابقة في هذا الميدان البحثي، إلا أن نتائج الدراسات السابقة في هذا الميدان قد جاءت متسقة وغير متضاربة، حيث أجمعت كافة الدراسات السابقة في ميدان الانعكاسات المصاحبة لتنظيم الإفصاح غير المالي - في حدود ما توصل إليه الباحث - على وجود تأثير إيجابي مصاحب لتنظيم الإفصاح غير المالي بصيغه المختلفة، على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، وأن هذا التأثير الإيجابي قد يعزى بصورة رئيسية إما إلى زيادة مستوى الإفصاح المقدم للأطراف الخارجية، أو إلى ارتفاع درجة موثوقية الإفصاح غير المالي وقابليته للمقارنة عقب صدور التنظيم.

**ثالثاً:** لم تستكشف أيٌّ من الدراسات السابقة بعد - في حدود ما توصل إليه الباحث - أثر تنظيم إفصاحات حوكمة الشركات ببيئة الأعمال المصرية - باعتبارها أحد صيغ الإفصاح غير المالي - على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال. وتجدر الإشارة في هذا المقام إلى أن الدراسة الوحيدة - في حدود ما توصل إليه الباحث - التي أجريت في ميدان تنظيم



الإفصاح غير المالي ببيئة الأعمال المصرية - ألا وهي دراسة لبيب، وآخرون (٢٠٢٢) - كانت قد اختبرت أثر تنظيم الإفصاح الاجتماعي عن أنشطة الشمول المالي، بالتطبيق على القطاع المصرفي فقط، وهو ما يدفع الباحث إلى مواصلة الجهد البحثي المبذول في هذا الميدان، لاختبار أثر تنظيم صيغة أخرى من صيغ الإفصاح غير المالي - ألا وهي إفصاحات حوكمة الشركات - على منشآت الأعمال المنتمية إلى القطاعات الصناعية الأخرى، بخلاف القطاع المصرفي.

في ضوء التحليل السابق، واستناداً إلى الندرة النسبية التي اعترت البحث في ميدان الانعكاسات المصاحبة لتنظيم الإفصاح غير المالي بصورة عامة، وعدم وجود دراسات سابقة استكشفت الانعكاسات المصاحبة لتنظيم إفصاحات حوكمة الشركات ببيئة الأعمال المصرية بصورة خاصة على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها، فإن الباحث يتنبأ بأن المبادرات التنظيمية الصادرة عن هيئة الرقابة المالية ببيئة الأعمال المصرية لتنظيم إفصاحات حوكمة الشركات الصادرة عن منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة، من شأنه أن يعزز من خصائص جودة المعلومات المفصح عنها، عبر تدعيم مقدار ما تتمتع به تلك الإفصاحات من موثوقية، وتعزيز قابليتها للقراءة والمقارنة، وهو ما يساهم بدوره في تدعيم جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، وتخفيض حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الإدارة والمستثمرين من جهة، وبين فئات المستثمرين المختلفة من جهة أخرى، وهو ما يقود الباحث إلى اشتقاق الفرض البحثي الأول على النحو التالي:

**الفرض الأول: هناك علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين تنظيم الإفصاح غير المالي وحالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال.**

**٢,٣ الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال وخطر انهيار أسعار الأسهم:**

لم تستهدف غالبية الدراسات السابقة التي أجريت في ميدان تحليل أسباب تحقق خطر انهيار أسعار الأسهم بصورة مباشرة قياس تأثير حالة عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أنها قدمت مبررات منطقية تبرر وجود هذا التأثير المحتمل، من خلال دراسة العلاقة بين متغيرات متعددة وخطر انهيار أسعار الأسهم، كمارسات إدارة الأرباح، وطبيعة تكوين هيكل الملكية بمنشآت الأعمال، وخصائص حوكمة الشركات المطبقة بها.

ففي سياق تحليل العلاقة القائمة بين آليات حوكمة الشركات وخطر انهيار أسعار الأسهم، قدمت دراسة (Flugum, et al., 2021) أدلة عملية تشير إلى ارتفاع احتمالات التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترات الزمنية التي تنخفض فيها حجم الرقابة والمتابعة المفروضة من جانب المستثمرين المؤسسين، كما أشارت الدراسة إلى أن هذا الأثر يظهر بشكل أكثر قوة ومعنوية لدى منشآت الأعمال التي تعاني من ضعف جودة بيئة المعلومات المحيطة بها. وقد برر الباحثون النتيجة السابقة بارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال خلال الفترات الزمنية التي ينخفض فيها حجم الرقابة والمتابعة المفروضة من جانب المستثمرين المؤسسين، وأن هذا الارتفاع قد يصاحبه ردود أفعال مبالغ فيها

Overreaction من جانب المستثمرين تجاه الأخبار غير السارة التي تتدفق إلى السوق المالية. وفي ذات السياق، فقد قدمت دراسة (Hu, et al., (2022) أدلة عملية إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لعنصر الملكية الداخلية Insider ownership، على خطر انهيار أسعار الأسهم بالتطبيق على عينة شملت ٤٠ دولة حول العالم. وتزداد قوة ومعنوية العلاقة السابقة في بيانات الأعمال التي تعاني من ارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الأطراف الداخلية والخارجية. وقد عزى الباحثون النتيجة السابقة إلى أن وجود عنصر الملكية الداخلية قد يزيد من حوافز الإدارة إلى حجب الأخبار غير السارة، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بعمليات الأعمال، وارتفاع احتمالات التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم.

وفي سياق بيئة الأعمال المصرية، فقد قدمت دراسة سليمان، (٢٠٢٠) أدلة عملية تشير إلى وجود علاقة عكسية معنوية غير مباشرة بين جودة المراجعة وخطر انهيار أسعار الأسهم. وقد عزى الباحث النتيجة السابقة إلى التأثير الإيجابي لجودة المراجعة على تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بعمليات الأعمال، وهو ما أدى بالتبعية إلى تخفيض احتمالات التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم.

على صعيد آخر، اختبرت دراسة (Loureiro & Silva, (2022) العلاقة بين ممارسات إدارة الربحية وخطر انهيار أسعار الأسهم في سياق بيئة الأعمال الأمريكية. حيث أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لممارسات إدارة الربحية على خطر انهيار أسعار الأسهم عقب التعرض للاستبعاد من أسواق المال الأمريكية، كما أشارت النتائج إلى أن هذا التأثير الإيجابي، قد ظهر بشكل أكثر قوة لدى منشآت الأعمال التي عانت من ضعف جودة بيئة المعلومات المحيطة بها. هذا، وقد برر الباحثان النتيجة السابقة، بأن الاستبعاد من أسواق المال قد يصاحبه انخفاض في ممارسات الإفصاح التي تتبناها منشآت الأعمال، والتي كانت ملزمة بها بموجب القواعد التنظيمية التي تفرضها هيئة أسواق المال الأمريكية SEC، خلال فترة إدراجها بالسوق المالية، وهو ما قد يؤثر سلباً على جودة بيئة المعلومات المحيطة بعمليات الأعمال، ويؤدي إلى ارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الإدارة والمستثمرين، بما يؤدي في نهاية المطاف إلى ارتفاع احتمالات التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم.

وفي سياق تحليل انعكاسات جودة بيئة المعلومات المحيطة بعمليات الأعمال على خطر انهيار أسعار الأسهم بالأسواق الناشئة، وبالتطبيق على أسواق المال الصينية، فقد قدمت دراسة (Xie, et al., (2020) أدلة عملية تشير إلى وجود تأثير إيجابي مصاحب لشهرة المحل الناتجة من صفقات الاندماج والاستحواذ، على خطر انهيار أسعار الأسهم، وأن هذا التأثير يظهر بشكل أكثر قوة ومعنوية لدى منشآت الأعمال التي تعاني من ارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الإدارة والمستثمرين. وقد عزى الباحثون النتيجة السابقة إلى أن شهرة المحل النابعة من صفقات الاندماج والاستحواذ - خاصة لدى منشآت الأعمال التي ترتفع فيها حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الإدارة والمستثمرين - قد توفر الدوافع لدى إدارات منشآت الأعمال لانتهاج ممارسات إدارة الربحية سعياً نحو بلوغ مصالح شخصية، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع احتمالات التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم. على النقيض، فقد أشارت نتائج دراسة (Duan & Lin, (2022) إلى وجود تأثير سلبي مصاحب لاتساع نطاق الإفصاح عن سبل الوقاية من فيروس كورونا على خطر انهيار أسعار الأسهم بعمليات الأعمال المدرجة



بالأسواق الصينية. هذا، وقد أشار الباحثان خلال الدراسة السابقة إلى أن توسيع نطاق ما تقدمه منشآت الأعمال من إفصاحات - حتى وإن كان يساهم في تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال - فإنه قد يترتب عليه ارتفاع احتمالات تعرضها لخطر انهيار أسعار الأسهم. وقد عزى الباحثان النتيجة السابقة إلى أنه خلال فترات الوباء، قد تلجأ منشآت الأعمال إلى استخدام إفصاحات معينة ذات صلة بسبل الوقاية من الوباء، بغية المضاربة والتأثير على قرارات المستثمرين، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع احتمالات التعرض لتقلبات حادة في أسعار الأسهم.

وفي ذات السياق، فقد أشارت دراسة **Reichmann, (2022)** إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لنغمة الإفصاح الإداري المبالغ فيها على خطر انهيار أسعار الأسهم ببيئة الأعمال الأمريكية. وقد عزى الباحث النتيجة السابقة إلى أن نغمة الإفصاح الإداري المبالغ فيها تؤدي إلى التأثير السلبي على جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، وعلى حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الإدارة والمستثمرين، وهو ما يزيد من احتمالات التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم.

وعبر تحليل النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة في هذا الميدان البحثي، يخلص الباحث إلى مجموعة من الاستنتاجات الهامة يمكن عرضها على النحو التالي:

**أولاً:** استهدفت غالبية الدراسات السابقة في هذا الميدان - في حدود علم الباحث - قياس التأثير المحتمل لحالة عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال تحليل الأسباب الرئيسية الكامنة وراء تحقق هذا الخطر، كمارسات إدارة الربحية، وطبيعة هيكل حوكمة الشركات المطبق بمنشآت الأعمال، وجودة بيئة المعلومات المحيطة بها. وقد فسرت غالبية الدراسات السابقة التأثير المحتمل لمتغيرات عدة على خطر انهيار أسعار الأسهم بشكل غير مباشر، من خلال التأثير المحتمل على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال.

**ثانياً:** على الرغم من اختلاف بيئة التطبيق التي استهدفتها الدراسات السابقة في مجال تحليل العلاقة بين حالة عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، ما بين الأسواق المتقدمة والأسواق الناشئة، إلا أن غالبية الدراسات السابقة قد أجمعت في هذا الميدان على وجود تأثير إيجابي لحالة عدم تماثل المعلومات المحيط بمنشآت الأعمال على خطر انهيار أسعار الأسهم. حيث أشار الباحثون خلال الدراسات السابقة إلى أن تعزيز جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، يساهم في تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الإدارة والمستثمرين، ويخفف من حدة ردود الأفعال المبالغ فيها تجاه الأخبار غير السارة التي ترد إلى أسواق المال، وهو ما يؤدي بالتبعية إلى تخفيض احتمالات التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم، والعكس صحيح. وعلى الرغم من اتفاق غالبية الدراسات السابقة في هذا الميدان على وجود تأثير إيجابي مصاحب لتخفيض حالة عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أن دراسة **Duan & Lin, (2022)** قدمت نتيجة مختلفة بالتطبيق على سوق ناشئة، ألا وهي السوق المالية الصينية، حيث أشارت نتائج الدراسة إلى أن تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات بفعل اتساع نطاق الإفصاح عن سبل الوقاية من فيروس كورونا، لم يصاحبه انخفاض مماثل في احتمالات التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم، بل على العكس، صاحبه ارتفاع في احتمال التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم. وقد عزى الباحثان النتيجة السابقة إلى

أن غالبية منشآت الأعمال خلال فترات الأزمات أو الأوبئة تميل إلى استخدام الإفصاح عن قضايا ذات صلة بتلك الأوبئة من باب المضاربة والتأثير على قرارات المستثمرين، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع احتمالات التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم.

في ضوء التحليل السابق، يتنبأ الباحث بوجود تأثير إيجابي محتمل، مصاحب لتخفيض حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال على خطر انهيار أسعار الأسهم. هذا، وقد ينبع التأثير المحتمل لحالة عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار أسعار الأسهم، من ارتفاع قدرة الأطراف الخارجية على الوصول إلى المعلومات المتعلقة بأداء المنشأة وإدارتها، وهو ما قد يعزز من قدرتهم على الرقابة والمتابعة والتقييم، بما قد يخفف من الدوافع الانتهازية التي تتوافر لدى إدارات منشآت الأعمال لحجب الأخبار أو المعلومات غير السارة، وهو ما يخفف في نهاية المطاف من احتمالات التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم. علاوة على ما سبق، فقد يعزى التأثير الإيجابي المحتمل لحالة عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار أسعار الأسهم، إلى أن تحسين جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، وتخفيض حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الإدارة والمستثمرين، قد يخفف من حدة ردود الأفعال السوقية المبالغ فيها تجاه الإفصاح عن الأخبار غير السارة.

وعلى النقيض، فإن الباحث لا يستبعد وجود تأثير عكسي مصاحب لتخفيض حالة عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار أسعار الأسهم، أو عدم وجود علاقة معنوية بينهما من الأساس، خاصة في سياق الأسواق الناشئة، التي تعاني من انخفاض مستويات وعي وإدراك المستثمرين والأطراف أصحاب المصالح فيها بأهمية جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، وبصفة خاصة فيما يتعلق بأهمية وملاءمة الإفصاح غير المالي، مقارنة بما هو عليه الحال في الأسواق المتقدمة. في ضوء ما سبق، واستناداً إلى ندرة البحث في ميدان تحليل الأثر المباشر لحالة عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار أسعار الأسهم ببيئة الأعمال المصرية، فقد قام الباحث باشتقاق الفرض البحثي الثاني على النحو التالي:

**الفرض الثاني: هناك علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين حالة عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم.**

### **٣,٣ الدراسات السابقة التي تناولت الانعكاسات السوقية المصاحبة لتنظيم الإفصاح غير المالي:**

اتسم البحث في ميدان الأثر المباشر لتنظيم الإفصاح غير المالي على خطر انهيار أسعار الأسهم بالندرة النسبية، حيث لم تختبر أي دراسة سابقة الأثر المباشر لتنظيم الإفصاح غير المالي على خطر انهيار أسعار الأسهم - في حدود ما توصل إليه الباحث - فيما عدا دراسة **Krueger, et al., (2021)**، والتي استهدفت تحليل الانعكاسات السوقية المصاحبة لفرض تنظيم الإفصاح غير المالي على عينة عالمية شملت بيانات أعمال بادرت بفرض الإجراءات التنظيمية ذات الصلة، وبيانات أعمال أخرى لم تبادر بفرض تلك الإجراءات التنظيمية، وذلك على مدار الفترة الزمنية ما بين عامي ٢٠٠٠-٢٠١٧. هذا، وقد أشارت نتائج الدراسة السابقة إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين فرض تنظيم الإفصاح غير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم ببيانات الأعمال التي بادرت بفرض الإجراءات التنظيمية ذات الصلة، مقارنة بنظيراتها التي لم تبادر بفرض تلك الإجراءات التنظيمية.

وبخلاف دراسة **Krueger, et al., (2021)** التي استهدفت بصورة مباشرة قياس انعكاس تنظيم الإفصاح غير المالي على خطر انهيار أسعار الأسهم، فقد عكف بعض الباحثين على تحليل الانعكاسات السوقية المصاحبة لتنظيم الإفصاح غير المالي، عبر قياس أثر تنظيم الإفصاح غير المالي على عوائد الأسهم. فعلى صعيد الأسواق المتقدمة، وفي سياق بيئة الأعمال الأمريكية، وثقت دراستنا **Sankara, et al., (2019); Elayan, et al., (2021)** ردود أفعال السوق الأمريكية تجاه تنظيم الإفصاح الاجتماعي الصادر عن منشآت الأعمال المدرجة بأسواق المال، بمقتضى الفقرتين ١٥٠٢/١٥٠٤ من قانون Dodd-Frank Act عام ٢٠١٢، حيث تلزم الفقرة ١٥٠٢ من القانون منشآت الأعمال المدرجة بأسواق المال الأمريكية، بالإفصاح عن الجهود المبذولة لمكافحة الممارسات العمالية غير المسؤولة، بينما تلزم الفقرة ١٥٠٤ منشآت الأعمال المدرجة بأسواق المال الأمريكية بقطاع استخراج النفط والغاز الطبيعي، بضرورة الإفصاح عن المدفوعات التي تقدمها تلك المنشآت للحكومة نظير استخدام الموارد المجتمعية المتاحة. هذا، وقد قدمت كلتا الدراستين أدلة عملية تشير إلى تدهور عوائد أسهم منشآت الأعمال التي تأثرت بتنظيم الإفصاح الاجتماعي بمقتضى الفقرتين السابقتين عقب صدور التنظيم. غير أن دراسة **Sankara et al., (2019)** كانت قد أشارت إلى أن ردود فعل السوق السلبية تجاه تنظيم الإفصاح الاجتماعي، كانت أقل حدة لدى منشآت الأعمال التي كانت تقدم مستويات إفصاح اجتماعي مرتفعة قبل صدور التنظيم. وبالمثل، فقد أشارت دراسة **Elayan et al., (2021)** إلى أن الأثر السلبي المصاحب لتنظيم الإفصاح الاجتماعي بأسواق المال الأمريكية، كان أكثر حدة لدى منشآت الأعمال التي تعاني من ارتفاع درجة الغموض المصاحبة لما تقدمه من إفصاحات.

وفي ذات السياق، فلقد وثقت دراسة **Grewal et al. (2019)** تدهور القيمة السوقية لمنشآت الأعمال بدول الاتحاد الأوروبي عقب صدور تنظيم الإفصاح الاجتماعي بموجب التوجيه التنظيمي الصادر عن البرلمان الأوروبي عام ٢٠١٤ (EU) Directive 2014/95. هذا، وقد أشار الباحثون إلى أن الأثر السلبي السابق، يظهر بشكل أكثر وضوحاً لدى منشآت الأعمال التي عانت من ضعف مستوى الإفصاح الاجتماعي الذي كانت تقدمه للمستخدمين قبل صدور التنظيم، وتلك التي عانت من ضعف أدائها الاجتماعي قبل صدور التنظيم. أما على صعيد المنشآت التي كانت تملك سجلاً اجتماعياً متميزاً قبل صدور التنظيم، فقد تمتعت بتحسين ملحوظ في قيمتها السوقية مقاسة بالعوائد غير العادية المجمعة **Cumulated Abnormal Returns (CAR)**. ولعل النتيجة السابقة تبين أن الأداء الاجتماعي المتميز لمنشآت الأعمال قبل صدور تنظيم الإفصاح الاجتماعي قد يساهم في حماية المنشأة من ردود الأفعال السوقية السلبية المصاحبة لتنظيم الإفصاح الاجتماعي.

وفي سياق بيئة الأعمال البريطانية، فقد توصلت دراسة **Cousins, et al., (2020)** إلى نتائج متعارضة. حيث قدمت الدراسة أدلة عملية تشير إلى عدم وجود تأثير معنوي لتنظيم الإفصاح الاجتماعي الصادر بمقتضى قانون UK Modern Slavery Act عام ٢٠١٥. والذي استهدف تنظيم إفصاح منشآت الأعمال عن جهودها لمكافحة الممارسات العمالية غير المرغوب فيها - على عوائد أسهم منشآت الأعمال المدرجة بأسواق المال البريطانية. هذا، وقد عزي الباحثون النتيجة السابقة إلى تخوف المستثمرين من ارتفاع تكاليف الحيازة **Proprietary costs** المرتبطة بفرض التنظيم، دون أن يكون هناك عوائد إيجابية مؤكدة مصاحبة لفرض التنظيم من وجهة نظرهم.

وعلى صعيد الأسواق الناشئة، فقد قدمت دراسة (Chen, et al., 2018) والتي استهدفت تحليل الانعكاسات المصاحبة لتنظيم الإفصاح الاجتماعي على القيمة السوقية لمنشآت الأعمال المدرجة ببورصتي شانغهاي وشنتشن - أدلة عملية تشير إلى تدهور القيمة السوقية لمنشآت الأعمال عقب صدور تنظيم الإفصاح الاجتماعي. كما وثقت الدراسة أيضاً وجود تأثير سلبي مصاحب لتنظيم الإفصاح الاجتماعي على مؤشرات الأداء المالي لمنشآت الأعمال التي تأثرت بفرض التنظيم.

وخلال المسح الذي أجراه (Haji, et al., 2022) للدراسات السابقة في مجال الانعكاسات المصاحبة لتنظيم الإفصاح الاجتماعي، فقد برر الباحثون تعارض النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة في هذا الميدان البحثي، إلى أن تنظيم الإفصاح الاجتماعي قد يصاحبه ردود أفعال سوقية سلبية على المدى الزمني القصير المصاحب لتوقيت الإعلان عن فرض التنظيم، وذلك قد يرجع بصورة رئيسية إلى تخوف المستثمرين من ارتفاع تكاليف الحيازة المرتبطة بفرض التنظيم، وارتفاع احتمالات خطر التعرض للدعاوى القضائية في حالة مخالفة منشآت الأعمال للاشتراطات الواردة بتلك القواعد التنظيمية، أو ثبوت وجود قصور في جوانب أدائها غير المالي. لكن على المدى البعيد، وما إن يتحقق الأثر الإيجابي المأمول على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، وسهولة أوراقها المالية، فإن ذلك قد يساهم في التخفيف من حدة ردود الأفعال السوقية السلبية تجاه فرض التنظيم، ويحول التأثير المصاحب لفرض التنظيم على قيمة المنشأة إلى تأثير إيجابي.

وعبر تحليل النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة في ميدان الانعكاسات السوقية المصاحبة لتنظيم الإفصاح غير المالي، يخلص الباحث إلى مجموعة من الاستنتاجات الهامة يمكن عرضها على النحو التالي:

أولاً: استكشفت غالبية الدراسات السابقة الانعكاسات السوقية المصاحبة لتنظيم الإفصاح غير المالي، بالتركيز على الإجراءات التنظيمية الصادرة عالمياً لتنظيم الإفصاح الاجتماعي بصفة خاصة، في حين لم تستكشف الدراسات السابقة في هذا الميدان الانعكاسات السوقية المصاحبة لتنظيم إفصاحات حوكمة الشركات كبعد رئيسي من أبعاد الأداء غير المالي لمنشآت الأعمال، إضافة إلى البعدين البيئي والاجتماعي.

ثانياً: اختبرت غالبية الدراسات السابقة في هذا الميدان الانعكاسات السوقية المصاحبة لتنظيم الإفصاح غير المالي، بالتركيز على قياس العوائد غير العادية المجمعة خلال الفترة الزمنية المصاحبة لفرض التنظيم، في حين لم تختبر أي من الدراسات السابقة في هذا الميدان - في حدود ما توصل إليه الباحث - استجابة السوق المالية لتنظيم الإفصاح غير المالي عبر قياس أثره على خطر انهيار أسعار الأسهم، عدا دراسة (Krueger, et al., 2021).

ثالثاً: وعطفاً على ما سبق، فقد جاءت نتائج الدراسات السابقة التي أجريت في هذا الميدان البحثي متضاربة وغير متسقة. ففي الوقت الذي أشارت فيه غالبية الدراسات السابقة إلى وجود ردود أفعال سلبية مصاحبة لفرض تنظيم الإفصاح غير المالي على عوائد الأسهم، فقد قدمت دراسة (Cousins, et al., 2020) أدلة عملية تشير إلى عدم وجود تأثير إيجابي مصاحب لفرض تنظيم الإفصاح الاجتماعي على عوائد الأسهم، في حين وثقت دراسة (Krueger, et al., 2021) وجود تأثير إيجابي مصاحب لتنظيم الإفصاح غير المالي على

خطر انهيار أسعار الأسهم. ولما كانت بيئة التطبيق التي استهدفتها دراسة **Krueger, et al., (2021)** تشمل مجموعة مختلفة من الأسواق المالية حول العالم، التي قد تختلف في مستوى تقدمها، وخصائصها المؤسسية، وخصائص وسلوكيات المستثمرين فيها، وقواعد حوكمة الشركات المطبقة بها، فإن ذلك قد يشكل قيداً على مدى ملاءمة واتساق نتائج الدراسة، وهو ما يستدعي ضرورة مواصلة البحث في هذا الميدان، واختبار العلاقة السابقة بالتطبيق على بيئة أعمال محددة، سعياً نحو تدعيم صدق واتساق ما توصلت إليه دراسة **Krueger, et al., (2021)** من نتائج بحثية في هذا السياق.

في ضوء التحليل السابق، واستناداً إلى ندرة البحث في ميدان الأثر المباشر لتنظيم الإفصاح غير المالي على خطر انهيار أسعار الأسهم، وتعارض النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة في مجال الانعكاسات السوقية المصاحبة لتنظيم الإفصاح غير المالي، يتنبأ الباحث بوجود تأثير محتمل لتنظيم الإفصاح غير المالي بصفة عامة، وتنظيم إفصاحات حوكمة الشركات بصفة خاصة على خطر انهيار أسعار الأسهم، وقد يعزى هذا التأثير إلى التحسن المحتمل في مستوى شفافية وجودة إفصاحات حوكمة الشركات عقب فرض التنظيم مقارنة بما كانت عليه قبل فرض التنظيم، وهو ما قد ينعكس بصورة إيجابية على جودة بيئة المعلومات المحيطة بعمليات الأعمال، ويخفض من حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها. تأسيساً على ما تقدم، يمكن للباحث إلى اشتقاق الفرض البحثي الثالث للدراسة على النحو التالي:

**الفرض الثالث: هناك علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين تنظيم الإفصاح غير المالي ببيئة الأعمال المصرية وخطر انهيار أسعار الأسهم.**

وفي سياق متصل، فقد تنبأت دراسة **Haji, et al., (2022)** بأن تنظيم الإفصاح الاجتماعي من المحتمل أن يؤثر على السلوك التنظيمي لمنشآت الأعمال وإداراتها. حيث أشار الباحثون خلال الدراسة السابقة إلى أن تعزيز مستوى الشفافية المصاحب لفرض تنظيم الإفصاح الاجتماعي، يزيد من قدرة الأطراف الخارجية على رقابة ومتابعة وتقييم أداء المنشأة، ومقارنته مع أداء نظرائها، وهو ما قد يوفر الدوافع لدى إدارات منشآت الأعمال لتبني أفضل الممارسات الرائدة أسوة بنظرائها، تجنباً للأثر السلبي المحتمل الذي قد يصاحب انخفاض مستوى جودة الممارسات التي تتبناها إدارة المنشأة مقارنة بنظرائها. علاوة على ما سبق، فقد قدمت دراسة **Flugum, et al., (2021)** أدلة عملية تشير إلى أن ارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، قد يصاحبه ردود أفعال مبالغاً فيها تجاه الإفصاح عن الأخبار غير السارة التي تصدر عن منشآت الأعمال. في ضوء ما سبق، يتنبأ الباحث بأن التخفيض المحتمل في حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الإدارة والمستثمرين بفعل تنظيم الإفصاح غير المالي، قد يساهم في التخفيف من حدة ردود الأفعال المبالغ فيها من جانب المستثمرين تجاه الأخبار غير السارة المفصح عنها، وهو ما قد يساهم بالتبعية في تخفيض احتمالات التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم. في ضوء التنبؤات السابقة، يمكن للباحث اشتقاق الفرض البحثي الرابع للدراسة على النحو التالي:

**الفرض الرابع:** هناك علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين تنظيم الإفصاح غير المالي ببيئة الأعمال المصرية وخطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال.

علاوة على ما سبق، يتنبأ الباحث بوجود مبرر آخر للتأثير الإيجابي المحتمل لتنظيم الإفصاح غير المالي على تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من منظور فرض التكاليف السياسية. حيث قد يعزى التأثير السابق إلى ارتفاع قدرة الأطراف الخارجية على تقييم ورقابة أداء إدارات منشآت الأعمال، وهو ما قد يساهم في التخفيف من الدوافع الانتهازية التي تتوافر لدى بعض إدارات منشآت الأعمال للتلاعب في المعلومات المفصح عنها، أو رغبتهم في حجب الأخبار أو المعلومات غير السارة، وهو ما قد يؤدي في نهاية المطاف إلى تخفيض احتمالات التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم.

#### ٤. منهج البحث:

استند منهج البحث إلى محورين رئيسيين؛ **المحور الأول: الدراسة النظرية:** والتي تناول الباحث خلالها تحليل نقدي للفكر المحاسبي في مجال تنظيم الإفصاح غير المالي، وانعكاساته المحتملة على بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال وقيمتها السوقية. وقد خلص الباحث من خلال هذا المحور إلى تحديد الفجوة البحثية التي يسعى البحث الحالي إلى ملئها، واشتقاق الفروض البحثية، التي يسعى الباحث إلى اختبارها من خلال المحور الثاني للدراسة. **المحور الثاني: الدراسة التطبيقية:** خلال هذا المحور سيقوم الباحث بإجراء دراسة تطبيقية على عينة من منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة المصرية، سعياً نحو اختبار الفروض البحثية، وتقديم أدلة عملية تساهم في إثراء الفكر المحاسبي في مجال استجابة السوق المالية لتنظيم الإفصاح غير المالي. ويستعرض الباحث خلال هذا الجزء أبعاد الدراسة التطبيقية.

#### ٤, ١ مجتمع وعينة الدراسة ومصادر الحصول على البيانات:

استهدف الباحث خلال الدراسة الحالية قياس استجابة السوق المالية المصرية لتنظيم الإفصاح غير المالي، بالتطبيق على منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة المصرية. وقد وقع اختيار الباحث على عينة منشآت الأعمال المدرجة بمؤشر البورصة المصرية EGX-100 والذي يعد من أقدم مؤشرات البورصة المصرية وأكثرها تمتعاً بالنشاط والسيولة، لتكون ممثلة لمجتمع الدراسة تمثيلاً جيداً. هذا، وقد شملت الفترة الزمنية المستهدفة خلال الدراسة الحالية سبع سنوات، ما بين عامي ٢٠١٢-٢٠١٨. وقد وقع اختيار الباحث على هذا المدى الزمني للدراسة بالتحديد، بسبب المدى الزمني المصاحب للحدثين الطبيعيين اللذين سيتم استخدامهما خلال الدراسة التطبيقية. ففيما يتعلق بالحدث الأول، والمرتببط بفرض إصدار تقارير حوكمة شركات مستقلة على منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة المصرية، وتأكيد المراجع الخارجي للمعلومات الواردة بتلك التقارير، بموجب قرار مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية، بمقتضى قواعد قيد وشطب الأوراق المالية عام ٢٠١٤، فقد شمل المدى الزمني لدراسة الحدث، سنتين سابقتين لتاريخ وقوع الحدث (٢٠١٢/٢٠١٣)، وسنتين تاليتين لتاريخ وقوع الحدث (٢٠١٥/٢٠١٦). أما فيما يتعلق بالحدث الثاني، والمرتببط بفرض استخدام نموذج الإفصاح

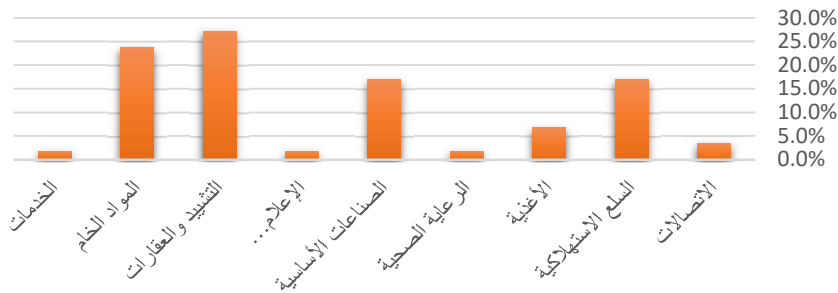


المعياري الذي حددته البورصة المصرية لإصدار تقارير حوكمة الشركات، والذي تم بموجب قرار مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية، بمقتضى التحديث الذي طرأ على قواعد قيد وشطب الأوراق المالية عام ٢٠١٦، فقد شمل المدى الزمني لدراسة الحدث سنتين سابقتين لتاريخ وقوع الحدث (٢٠١٤/٢٠١٥)، وسنتين تاليتين لتاريخ وقوع الحدث (٢٠١٧/٢٠١٨).

هذا، وقد قدرت العينة المبدئية للدراسة بـ ٧٠٠ مشاهدة سنوية لمنشآت الأعمال المدرجة بمؤشر EGX-100. وعقب استبعاد ١١٩ مشاهدة سنوية خاصة بالمؤسسات المالية، واستبعاد ١٠٩ مشاهدة سنوية لمنشآت الأعمال التي لا يتوافر لها البيانات اللازمة لتقدير متغيرات الدراسة على مدار أربع سنوات متتالية (سنتين قبل وقوع الحدث وسنتين بعد وقوع الحدث)، واستبعاد ١١٨ مشاهدة سنوية للبيانات الخاصة بمنشآت عينة الدراسة خلال سنوات وقوع الحدث (٢٠١٤/٢٠١٦)، والتي قام الباحث باستبعادها، لعزل أثر السنة المالية المصاحبة لوقوع الحدث، فقد بلغت العينة النهائية للدراسة ٣٥٤ مشاهدة سنوية، خاصة بـ ٥٩ منشأة أعمال.

هذا، وقد تم تقسيم عينة الدراسة ضمناً إلى عيتين فرعيتين؛ العينة الفرعية الأولى: والمستخدمه ضمن الاختبار الأساسي للدراسة، تتضمن ٢٢٨ مشاهدة سنوية خاصة بـ ٥٧ منشأة أعمال، عن أربع سنوات (٢٠١٢-٢٠١٣-٢٠١٥-٢٠١٦)، وذلك لاختبار أثر الحدث الأول (فرض إصدار تقارير حوكمة شركات مستقلة وتأكيد المراجع الخارجي للمعلومات الواردة بتلك التقارير). أما العينة الفرعية الثانية: والمستخدمه ضمن الاختبارات الإضافية للدراسة، فتتضمن ٢٣٦ مشاهدة سنوية خاصة بـ ٥٩ منشأة أعمال، عن أربع سنوات (٢٠١٤-٢٠١٥-٢٠١٧-٢٠١٨) وذلك لاختبار أثر الحدث الثاني (فرض استخدام نموذج الإفصاح المعياري الذي حددته البورصة المصرية لإصدار تقارير حوكمة الشركات).

وفيما يتعلق بالقطاعات الصناعية التي تمثلها منشآت عينة الدراسة، فقد شملت العينة النهائية تسعة قطاعات صناعية. هذا، ويوضح الشكل رقم (١) التالي توزيع مفردات العينة النهائية على القطاعات الصناعية المختلفة:



الشكل رقم (١):

توصيف مفردات عينة الدراسة النهائية وفقاً لطبيعة القطاع المنتمية إليه

هذا، وقد اعتمد الباحث خلال الدراسة الحالية في جمع البيانات اللازمة لتقدير متغيرات الدراسة، على البيانات التي تقدمها قاعدة Refinitiv DataStream وقاعدة Investing، والخاصة بأسعار الأسهم وعوائدها وأحجام التداول، وعوائد مؤشر السوق، وأسعار العرض والطلب لأسهم منشآت الأعمال المدرجة بالبورصة.

#### ٢,٤ متغيرات الدراسة والمقاييس المستخدمة لتقدير المتغيرات:

اعتمد النموذج الهيكلي المقترح للدراسة على ثلاثة متغيرات رئيسية، يمثل فيه تنظيم الإفصاح غير المالي المتغير المستقل للدراسة، ويمثل خطر انهيار أسعار الأسهم المتغير التابع للدراسة، بينما يمثل عدم تماثل المعلومات المتغير الوسيط للدراسة. وفيما يلي عرض للمقاييس المستخدمة لتقدير متغيرات الدراسة الثلاثة:

#### ١,٢,٤ خطر انهيار أسعار الأسهم *Crash Risk*:

استخدم الباحث لتقدير خطر انهيار أسعار الأسهم، مؤشر نسبة تقلب العوائد الأسبوعية من أسفل إلى أعلى (DUVOL) *The Down-to-Up Volatility*، والذي يعتمد على تقسيم العوائد الأسبوعية لكل منشأة على مدار الفترة الزمنية موضع القياس إلى مجموعتين رئيسيتين، تمثل المجموعة الأولى مجموعة العوائد المنخفضة (*Down' Weeks*) وتشمل المشاهدات التي انخفض متوسط العوائد الأسبوعية فيها عن متوسط العوائد المحسوب عن الفترة الزمنية موضع القياس. أما المجموعة الثانية: فهي مجموعة العوائد المرتفعة (*Up' Weeks*) وتشمل المشاهدات التي ارتفع متوسط العوائد الأسبوعية فيها عن متوسط العوائد المحسوب عن الفترة الزمنية موضع القياس. عقب ذلك، يتم تقدير الانحراف المعياري لكل مجموعة على حدى، على أن تحسب قيمة مؤشر التقلب من أسفل إلى أعلى، مقاسة باللوغاريتم الطبيعي لنسبة الانحراف المعياري لمجموعة المشاهدات المنخفضة، إلى الانحراف المعياري لمجموعة المشاهدات المرتفعة، ويتم تقدير هذا المؤشر وفقاً للمعادلة التالية (Cui & Zhang, 2020; Fu et al., 2021):

$$DUVOL_{it+1} = \log (N_d - 1) \Sigma \text{down} W^2_{it} / (N_u - 1) \Sigma \text{up} W^2_{it}$$

حيث:

- $N_u$ : تمثل عدد المشاهدات الأسبوعية لمجموعة العوائد المرتفعة.
- $N_d$ : تمثل عدد المشاهدات الأسبوعية لمجموعة العوائد المنخفضة.

وكلما ارتفعت قيمة نسبة تقلب العوائد الأسبوعية من أسفل إلى أعلى، كلما دل ذلك على ارتفاع الالتواء السالب في توزيع عوائد سهم المنشأة، وهو ما يعد مؤشراً على ارتفاع خطر انهيار أسعار الأسهم، والعكس صحيح.

وسعيًا نحو تقدير العوائد الأسبوعية غير العادية لأسهم منشآت الأعمال Cumulative *Extremely Firm Specific Weekly Returns (CEWER)*، والتي سيتم الاعتماد عليها لتصنيف المشاهدات خلال الفترة موضع القياس إلى المجموعتين السابق بيانهما، يتم أولاً استخدام نموذج الانحدار الخطي التالي لتقدير عائد سهم المنشأة اعتماداً على عائد مؤشر السوق:



$$R_{it} = \alpha_i + \beta_1 R_{m(t-2)} + \beta_2 R_{m(t-1)} + \beta_3 R_{mt} + \beta_4 R_{m(t+1)} + \beta_5 R_{m(t+2)} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

- $R_{it}$ : يمثل عائد سهم المنشأة (i) خلال الأسبوع (t).
- $R_m$ : عائد السوق خلال الأسبوع (t).
- $R_{m(t-2)}$ : عائد السوق خلال أسبوعين سابقين للأسبوع موضع القياس.
- $R_{m(t-1)}$ : عائد السوق خلال أسبوع سابق للأسبوع موضع القياس.
- $\varepsilon_{it}$ : الخطأ العشوائي الذي يمثل العوائد الأسبوعية غير العادية لسهم المنشأة (i) خلال الأسبوع (t).

وعقب اشتقاق الخطأ العشوائي لنموذج الانحدار الخطي السابق، يتم تحديد قيمة  $W_{it}$ ، والتي تمثل العوائد الأسبوعية غير العادية السالبة لسهم المنشأة (i) خلال الأسبوع (t). هذا، ويتم تقدير قيمة  $W_{it}$  عبر حساب اللوغاريتم الطبيعي لمجموع العوائد الأسبوعية غير العادية (التي تمثل الخطأ العشوائي بمعادلة الانحدار السابقة  $\varepsilon_{it}$ ) مضافاً إليها الواحد الصحيح، وذلك بالمعادلة التالية:

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

#### ٢,٢,٤ تنظيم الإفصاح غير المالي (إفصاحات حوكمة الشركات) *DISO REG*:

استخدم الباحث لتقدير متغير تنظيم الإفصاح غير المالي مؤشراً ثنائياً، يلانم طبيعة دراسة الحدث التي يسعى الباحث إلى استخدامها خلال الدراسة الحالية، ويساهم في تفسير التغير الذي طرأ على متغيري عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، عقب صدور تنظيم الإفصاح غير المالي، مقارنة بما كان عليه قبل صدور التنظيم، حيث تُعطى القيمة (1) للمشاهدات السنوية الخاصة بالسنوات التالية لوقوع حدث تنظيم الإفصاح غير المالي، بينما تعطى القيمة (صفر) للمشاهدات السنوية الخاصة بالسنوات السابقة لوقوع حدث تنظيم الإفصاح غير المالي.

#### ٣,٢,٤ حالة عدم تماثل المعلومات *Log-TV/Spread*:

استخدم الباحث لتقدير حالة عدم تماثل المعلومات مؤشرين رئيسيين؛ **المؤشر الأول**: وهو اللوغاريتم الطبيعي لأحجام التداول التي تتم على أسهم منشآت عينة الدراسة. حيث يستند هذا المؤشر في تقديره لحالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال إلى مبدأ رئيسي، مفاده أنه في حالة تباين مستويات المعرفة المتوافرة لدى فئات المستثمرين المختلفة، بسبب التوزيع غير المتماثل للمعلومات، تزداد احتمالية تكبد المستثمر ذي المعرفة المنخفضة لخسائر رأسمالية، عند تعامله مع الأطراف الأكثر معرفة منه، وهو ما قد يؤدي إلى انخفاض إقباله على تداول الورقة المالية، أو انسحابه نهائياً من السوق المالية. في ضوء ما سبق، يمثل مؤشر حجم التداول مؤشراً عكسياً لحالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، فكلما ارتفعت أحجام التداول على أسهم منشآت الأعمال، دل ذلك على انخفاض حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الإدارة والمستثمرين، أو بين فئات المستثمرين المختلفة، والعكس صحيح (Chung et al., 2012; Karmani et al., 2012).

أما المؤشر الثاني: فيمثل الفجوة السعرية القائمة بين أفضل أسعار العرض والطلب على أسهم منشآت الأعمال *Bid/Ask spread*، والتي تمثل هامش الربح الذي يحدده صانع السوق Market maker نظير صناعة سوق رائجة للورقة المالية. حيث يتحدد هذا الهامش في ضوء تضافر ثلاثة عناصر تكاليف رئيسية؛ ألا وهي: تكاليف الاحتفاظ بمخزون من الورقة المالية موضع التداول Inventory costs، تكاليف تنفيذ الأوامر السوقية على الورقة المالية موضع التداول Order handling costs، وتكاليف الاختيار العكسي Adverse selection costs. هذا، ويمكن القول بأنه كلما ارتفعت حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين فئات المستثمرين المختلفة، ازدادت مخاطر الاختيار العكسي التي يواجهها صانع السوق، والتي قد تجعله يتخذ قراراً يتكبد بموجبه خسائر رأسمالية باهظة، بسبب تعامله مع أطراف أكثر دراية منه، مما يدفعه إلى زيادة هامش الربح المحدد له نظير صناعة سوق رائجة للورقة المالية، تعويضاً له عن ارتفاع حجم المخاطر المحيطة بتلك الورقة المالية (Leirvik et al., 2017; Lee & Chung, 2018). في ضوء ما سبق، فإنه كلما ارتفعت قيمة مؤشر الفجوة السعرية، دل ذلك على ارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال والعكس صحيح.

هذا، ويعرض الجدول رقم (١) التالي ملخصاً للمقاييس المستخدمة لتقدير متغيرات الدراسة، وذلك على النحو التالي:

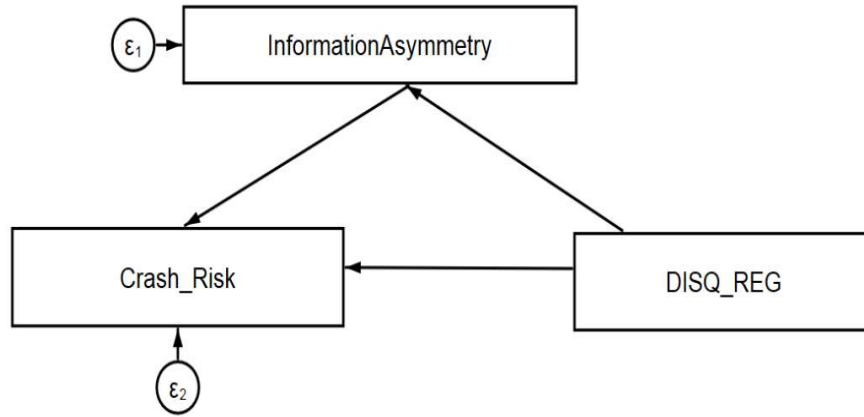
الجدول رقم (١)

المتغير	تعريفه	كيفية قياسه
<i>Crash-risk</i>	المتغير التابع للدراسة: خطر انهيار أسعار الأسهم.	تم قياسه بمؤشر <i>(DUVOL)</i> : نسبة تقلب العوائد الأسبوعية من أسفل إلى أعلى (Cui & Zhang, 2020; Fu et al., 2021).
<i>Information-Asymmetry</i>	المتغير الوسيط للدراسة: حالة عدم تماثل المعلومات.	تم قياسه بمؤشرين: المؤشر الأول <i>Log TV</i> : اللوغاريتم الطبيعي لحجم التداول على أسهم منشآت عينة الدراسة (Chung et al., 2012; Karmani et al., 2012). المؤشر الثاني <i>Spread</i> : الفرق بين أسعار العرض والطلب على أسهم منشآت الأعمال (Leirvik et al., 2017; Lee & Chung, 2018).
<i>DISQ-REG</i>	المتغير المستقل للدراسة: تنظيم الإفصاح غير المالي.	تم قياسه بمؤشر ثنائي <i>Dummy variable</i> : حيث تعطى القيمة (١) للسنتين التاليتين لحدث تنظيم الإفصاح غير المالي، وتعطى القيمة (صفر) للسنتين السابقتين لحدث تنظيم الإفصاح غير المالي.

## المقاييس المستخدمة لتقدير متغيرات الدراسة

**٣,٤ النموذج الهيكلي المقترح لاختبار فروض الدراسة:**

استهدف الباحث خلال الدراسة الحالية تحليل أثر تنظيم الإفصاح غير المالي على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال وخطر انهيار أسعار الأسهم، واختبار الدور الوسيط المحتمل لحالة عدم تماثل المعلومات، في تفسير طبيعة العلاقة المحتملة بين تنظيم الإفصاح غير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم. في ضوء ما سبق، فقد استعان الباحث بأسلوب تحليل المسار Path analysis، باستخدام نموذج المعادلات الهيكلية Structural Equation Modelling (SEM) سعياً نحو وصف العلاقات المتوقعة - المباشرة وغير المباشرة - بين متغيرات الدراسة بصورة دقيقة. هذا، ويعبر الشكل رقم (٢) التالي عن النموذج الهيكلي المقترح لوصف العلاقات المحتملة بين متغيرات الدراسة:



الشكل رقم (٢)

النموذج الهيكلي المقترح لوصف العلاقات بين متغيرات الدراسة

**٤,٤ اختبارات صلاحية نموذج الدراسة المقترح Validity tests:****١,٤,٤ معالجة القيم المتطرفة Outliers:**

استخدم الباحث أسلوب Winsorizing لعلاج مشكلة القيم المتطرفة التي تعاني منها بيانات متغيرات الدراسة Outliers والتي يمكن أن يؤثر وجودها ضمن عينة الدراسة سلباً على نتائج التحليل الوصفي والكمي. وفقاً لهذا الأسلوب يتم استبدال القيم المتطرفة التي تتجاوز قيم الحدود الدنيا والقصوى لمقاييس المتغيرات، بأقرب قيمة مجاورة لها.

وعقب تطبيق أسلوب Winsorizing، فقد أظهر توزيع Box-Plot عدم معانة بيانات الدراسة من مشكلة القيم المتطرفة، وهو ما يوضحه الشكل رقم (٣) التالي لبيانات دراسة الحدث المستخدمة ضمن الاختبار الأساسي للدراسة:



الشكل رقم (٣)

توزيع Box-Plot لمتغيرات الدراسة

#### ٢,٤,٤ مؤشرات جودة توفيق نموذج الدراسة المقترح Goodness-of-fit tests:

صمم الباحث نموذجاً مقترحاً لوصف العلاقات المحتملة بين متغيرات الدراسة باستخدام أسلوب نمذجة المعادلات الهيكلية SEM. وسعيًا نحو التحقق من درجة توافق النموذج المقترح مع البيانات المستخلصة من عينة الدراسة، فقد استخدم الباحث مجموعة من مؤشرات جودة التوفيق Goodness-of-fit tests. فعلى صعيد مؤشر  $\chi^2$  - والذي يجب أن تكون احتمالية قيمته أقل من أو تساوي (٠,٠٥) حتى يمكن قبول النموذج الهيكلي للدراسة - فقد أظهرت نتائج التحليل الإحصائي أن احتمالية قيمة مؤشر  $\chi^2$  تبلغ (٠,٠٠)، وهو أقل من مستوى المعنوية المتبع (٠,٠٥)، بما يشير إلى قبول النموذج الهيكلي المقترح للدراسة. وعلى صعيد مؤشر الجذر التربيعي لمتوسط مربع خطأ التقدير التقريبي RMSEA - والذي يجب أن تكون قيمته أقل من أو تساوي (٠,٠٥) حتى يمكن الجزم بمطابقة النموذج المقترح للدراسة مع البيانات المستخلصة من عينة الدراسة - فقد أشارت نتائج التحليل الإحصائي إلى أن قيمة مؤشر RMSEA تبلغ (٠,٠٠)، وهو ما يشير إلى وجود تطابق تام للنموذج الهيكلي المقترح للدراسة مع البيانات المستخلصة من عينة الدراسة.

في سياق متصل، وعلى صعيد مؤشر الجذر التربيعي المعياري لمتوسط مربعات البواقي SRMR - والذي يجب أن تنخفض قيمته عن (٠,٠٨) حتى يمكن الحكم على صلاحية النموذج الهيكلي المقترح للدراسة - فقد أشارت نتائج التحليل الإحصائي إلى أن قيمة مؤشر SRMR تبلغ (٠,٠٠)، وهو ما يشير إلى ارتفاع مستوى جودة توفيق النموذج الهيكلي المقترح للدراسة. أخيراً، وعلى صعيد مؤشر جودة التوفيق المقارن CFI ومؤشر Tucker-Lewis - واللذان تتراوح قيمتهما بين (صفر-١) بحيث أنه كلما اقتربت قيمة كلا المؤشرين من الواحد الصحيح، دل ذلك على جودة توفيق النموذج الهيكلي للدراسة والعكس صحيح - فقد أظهرت

نتائج التحليل الإحصائي أن قيمة كلا المؤشرين معاً تساوي (١)، وهو ما يشير إلى وجود تطابق تام للنموذج الهيكلي المقترح مع البيانات المستخلصة من مفردات عينة الدراسة، وارتفاع مستوى جودة توفيق النموذج. هذا، ويعرض الجدول رقم (٢) التالي ملخصاً للقيم المقدرة لمؤشرات جودة توفيق النموذج، والمحسوبة باستخدام حزمة التحليل الإحصائي Stata 15.0:

الجدول رقم (٢)

Fit statistics	Value description
Chi2 bs (3)	0.001
RMSEA	0.00
SRMR	0.00
CFI	1.00
TLI	1.00

مؤشرات جودة توفيق النموذج الهيكلي المقترح للدراسة

### ٥. النتائج الإحصائية:

#### ١,٥ الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

يعرض الجدول رقم (٣) التالي الإحصاءات الوصفية باستخدام أسلوب التكرارات *Frequencies*، للمتغير التمييزي للدراسة ألا وهو تنظيم الإفصاح غير المالي، وذلك على النحو التالي:

الجدول رقم (٣)

DISQ_REG (2014)	Freq.	Percent	Cum.
0	114	50.00	50.00
1	114	50.00	100.00
Total	228	100.00	

#### الإحصاء الوصفي للمتغير التمييزي تنظيم الإفصاح غير المالي

يوضح الجدول السابق توزيع المشاهدات السنوية لمفردات عينة الدراسة بصورة متساوية، بين السنتين السابقتين لتاريخ وقوع الحدث موضع الدراسة، والسنتين التاليتين لتاريخ وقوع الحدث، وهو ما يعد أمراً ضرورياً لضبط الأثر المحتمل لوقوع حدث الدراسة على المتغيرات التابعة.

في ذات السياق، يعرض الجدول رقم (٤) التالي، الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة المتصلة، وذلك على النحو التالي:

الجدول رقم (٤)

Variable (2014)	Obs	Mean	Std.Dev.	Min	Max
Crash Risk	228	-.048	.153	-.319	.235
Log TV Spread	228	5.441	1.029	3.093	7.757
	228	.194	.175	.01	.55

## الإحصاء الوصفي للمتغيرات المتصلة

يظهر الجدول رقم (٤) السابق، وجود تفاوت كبير في حالة عدم تماثل المعلومات -مقاسة باللوغاريتم الطبيعي لأحجام التداول وبالفجوة السعرية بين أسعار العرض والطلب- بين مفردات عينة الدراسة، حيث بلغت الحدود الدنيا والقصى لحالة عدم تماثل المعلومات مقاسة باللوغاريتم الطبيعي لأحجام التداول (٧,٧٦/٣,٠٩) على التوالي، بمتوسط قدره (٥,٤٤)، وانحراف معياري قدره (١,٠٣)، كما بلغت الحدود الدنيا والقصى لحالة عدم تماثل المعلومات مقاسة بالفجوة السعرية بين أسعار العرض والطلب (٠,٥٥/٠,٠١) على التوالي، بمتوسط قدره (٠,١٩)، وانحراف معياري قدره (٠,١٨).

وعلى صعيد خطر انهيار أسعار الأسهم، فقد وثقت الإحصاءات الوصفية وجود تفاوت كبير بين مفردات عينة الدراسة على مستوى خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغت الحدود الدنيا والقصى لخطر انهيار أسعار الأسهم (-٠,٣٢ / ٠,٢٤) على التوالي، وذلك بمتوسط قدره (٠,٠٥-)، وانحراف معياري قدره (٠,١٥).

٢,٥ مصفوفة تحليل الارتباط **Correlation matrix**:

يظهر الجدول رقم (٥) التالي، معاملات ارتباط متغيرات النموذج الهيكلي المقترح للدراسة، ومستوى معنوية كل منها:

الجدول رقم (٥)

Variables	(1)	(2)	(3)
(1) Crash_Risk	1.000		
(2) DISQ_REG	-0.261***	1.000	
(3) Log_TV	(0.000) 0.034	-0.005	1.000
	(0.608)	(0.940)	

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

مصفوفة الارتباط المتعدد لمتغيرات النموذج الهيكلي المقترح للدراسة

يوضح الجدول رقم (٥) السابق، وجود علاقة ارتباط عكسية معنوية بين تنظيم الإفصاح غير المالي (باستخدام حدث تنظيم إفصاحات حوكمة الشركات عام ٢٠١٤)، وخطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بمعامل ارتباط قدره (-٠,٢٦)، وبمستوى معنوية أقل من (٠,٠١). ولعل ما سبق يشير إلى انخفاض خطر انهيار أسعار الأسهم لمفردات عينة الدراسة بما نسبته ٢٦ % عقب تنظيم إفصاحات حوكمة الشركات عام ٢٠١٤، مقارنة بما كان عليه قبل صدور التنظيم. على الجانب الآخر، وفي سياق العلاقة بين حالة عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، فقد أظهرت مصفوفة الارتباط عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين حالة عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغ معامل الارتباط (٠,٠٣٤)، ولكن بمستوى معنوية (٠,٦٠٨)، كانت أكبر من مستوى المعنوية المتبع (٠,١٠/٠,٠٥)، وهو ما يشير إلى عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين كلا المتغيرين.

في سياق آخر، وعلى صعيد العلاقة بين تنظيم الإفصاح غير المالي وحالة عدم تماثل المعلومات، فقد أشارت مصفوفة الارتباط إلى عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين تنظيم الإفصاح غير المالي وحالة عدم تماثل المعلومات، حيث بلغ معامل الارتباط (-٠,٠٠٥)، بمستوى معنوية (٠,٠٩٤)، وهو أكبر من مستوى المعنوية المتبع (٠,١٠/٠,٠٥)، بما يشير إلى أن تنظيم الإفصاح غير المالي باستخدام حدث تنظيم إفصاحات حوكمة الشركات عام ٢٠١٤، لم يؤدي إلى تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات، مقارنة بما كانت عليه قبل صدور التنظيم.

### ٣,٥ نتائج تحليل المسار للعلاقات المباشرة وغير المباشرة المقترحة داخل النموذج الهيكلي المقترح للدراسة:

تنبأ الباحث خلال النموذج الهيكلي المقترح للدراسة، بوجود تأثير مباشر لمتغير تنظيم الإفصاح غير المالي، ومتغير حالة عدم تماثل المعلومات، على خطر انهيار أسعار الأسهم، ووجود تأثير غير مباشر محتمل لتنظيم الإفصاح غير المالي على خطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال التأثير المباشر على حالة عدم تماثل المعلومات. هذا، ويعرض الجدول رقم (٦) التالي نتائج تحليل المسار، والعلاقات المباشرة وغير المباشرة داخل النموذج الهيكلي المقترح للدراسة:

#### الجدول رقم (٦)

Direct effects OIM						
	Coef.	Std.Err.	z	P>z	[95%Conf. Interval]	
Structural						
Crash_Risk						
LogTV	0.005	0.009	0.510	0.607	-0.014	0.023
DISQ_REG	-0.079	0.019	-4.080	0.000	-0.118	-0.041
LogTV						
DISQ_REG	-0.010	0.136	-0.080	0.940	-0.277	0.256
Indirect effects OIM						
	Coef.	Std.Err.	z	P>z	[95%Conf. Interval]	
Structural						
Crash_Risk						
LogTV	0	(no path)				
DISQ_REG	-0.000	0.001	-0.070	0.940	-0.001	0.001
LogTV						
DISQ_REG	0	(no path)				
Total effects OIM						
	Coef.	Std.Err.	z	P>z	[95%Conf. Interval]	
Structural						
Crash_Risk						
LogTV	0.005	0.009	0.510	0.607	-0.014	0.023
DISQ_REG	-0.080	0.019	-4.080	0.000	-0.118	-0.041
cons	-0.035	0.053	-0.660	0.510	-0.140	0.070
LogTV						
DISQ_REG	-0.010	0.136	-0.080	0.940	-0.277	0.256
cons	5.446	0.096	56.640	0.000	5.258	5.635

نتائج تحليل المسار والعلاقات المباشرة وغير المباشرة داخل النموذج الهيكلي المقترح للدراسة

هذا، وقد أسفر تحليل المسارات داخل النموذج الهيكلي المقترح للدراسة، عن عدم وجود علاقة معنوية بين تنظيم الإفصاح غير المالي، عبر فرض إصدار تقارير حوكمة شركات مستقلة ببيئة الأعمال المصرية عام ٢٠١٤، وحالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، حيث بلغ معامل الانحدار (-٠,٠١)، ولكن بمستوى معنوية (٠,٩٤)، وهو ما يقود الباحث إلى رفض الفرض الأول للدراسة.

تشير النتيجة السابقة إلى أن تنظيم الإفصاح غير المالي بالأسواق الناشئة قد لا يحقق الغاية المأمولة على صعيد جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال وحالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها. هذا، وقد تعزى النتيجة السابقة إلى انخفاض مستوى أهمية وملاءمة الإفصاح غير المالي - بصفة عامة - وإفصاحات حوكمة الشركات - بصفة خاصة - للأطراف الفاعلة بأسواق المال الناشئة، بسبب انخفاض مستوى الوعي والإدراك لدى تلك الأطراف بأهمية وقيمة تلك الإفصاحات، في تقدير حجم المخاطر المحيطة بمنشآت الأعمال، وتقييم قدرتها على تحقيق البقاء والنمو والاستمرار، بما يجعلهم يولون قدراً منخفضاً من العناية والاهتمام لتلك الإفصاحات، مقارنة بالاهتمام الذي يولونه للإفصاحات المالية، وهو ما قد يبرر عدم وجود تأثير معنوي لتنظيم الإفصاح غير المالي على حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الإدارة والمستثمرين من جهة، وبين فئات المستثمرين المختلفة من جهة أخرى.

هذا، وقد جاءت النتيجة السابقة متعارضة مع ما توصلت إليه دراسات كل من (Rossi & Harjoto, 2020; Wang, et al., 2021; Ernstberger, et al., 2021; Krueger, et al., 2021) والتي اختبرت أثر تنظيم الإفصاح الاجتماعي على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، وتوصلت إلى وجود تأثير إيجابي مصاحب لتنظيم الإفصاح على حالة عدم تماثل المعلومات. هذا، وقد يعزى تعارض نتيجة الدراسة الحالية مع نتائج الدراسات السابق الإشارة إليها، إلى اختلاف بيئة التطبيق، حيث أجريت كافة الدراسات السابقة ببيئات أعمال متقدمة، تنسم بارتفاع مستويات وعي وإدراك المستثمرين بأهمية وملاءمة الإفصاحات غير المالية، لأغراض تقييم أداء منشآت الأعمال، وتقدير حجم المخاطر المحيطة بها، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، على خلاف ما هو عليه الحال في بيئات الأعمال الناشئة.

وفي ذات السياق، فقد جاءت النتيجة السابقة متعارضة كذلك مع ما توصلت إليه دراسات كل من (ليبب، وآخرون ٢٠٢٢؛ Hung, et al., 2013; Lee & Yeo, 2016; Ioannou & Serafeim, 2017) على الرغم من تشابه خصائص بيئة التطبيق التي أجريت فيها الدراسة الحالية مع بيئة التطبيق المستهدفة بتلك الدراسات، حيث أجريت جميعها ببيئات أعمال ناشئة. ولعل ما قد يبرر تعارض النتيجة التي توصلت إليها الدراسة الحالية في هذا السياق مع نتائج الدراسات السابقة، بالرغم من تشابه بيئة التطبيق، هو طبيعة الإفصاح غير المالي المستخدم خلال الدراسة الحالية والدراسات السابقة، لدراسة أثر تنظيم الإفصاح غير المالي على حالة عدم تماثل المعلومات. ففي الوقت الذي ركزت فيها كافة الدراسات السابق الإشارة إليها على تنظيم الإفصاح الاجتماعي، فقد ركزت الدراسة الحالية على تنظيم إفصاحات حوكمة الشركات، وهو ما قد يمثل إشارة إلى ارتفاع مستوى الاهتمام الذي يوليه المستثمرون لمعلومات البعد الاجتماعي لأداء منشآت الأعمال، مقارنة بالاهتمام الذي يولونه لمعلومات حوكمة الشركات بالأسواق الناشئة.



هذا من جانب، ومن جانب آخر، فقد يكون المبرر وراء اختلاف نتيجة الدراسة الحالية مع ما توصلت إليه الدراسات السابق الإشارة إليها من نتائج في هذا السياق، هو عدم اتساق سلوك المستثمرين ومستويات وعيهم وإدراكهم على مستوى الأسواق الناشئة نفسها من سوق لآخر، وهو ما يعد خاصية سلوكية رئيسية من خصائص سلوك المستثمرين بالأسواق الناشئة، والذي لا يمكن التنبؤ به أو توقع العوامل المحركة له بصورة دقيقة. فقد تجد المستثمرين في بعض الأسواق الناشئة يولون قدرًا من العناية والاهتمام لبعض جوانب الأداء غير المالي، بينما لا يولي مستثمرون آخرون في سوق ناشئة أخرى، ذات القدر من العناية والاهتمام لنفس جوانب الأداء غير المالي.

على الجانب الآخر، لم يشير تحليل المسارات داخل النموذج الهيكلي المقترح للدراسة، إلى وجود علاقة ارتباط معنوية بين حالة عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغ معامل الانحدار (٠,٠١)، ولكن بمستوى معنوية (٠,٦١)، وهو ما يقود الباحث إلى رفض الفرض الثاني للدراسة. ويمكن تفسير النتيجة السابقة بأن وجود حالة من عدم التماثل في توزيع المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، أو بين فئات المستثمرين المختلفة، لا يشترط أن يؤثر بالضرورة على خطر انهيار أسعار الأسهم، طالما أنه لا يوجد سلوك انتهازي من جانب الإدارة، يتم بموجبه التلاعب في المعلومات المفصح عنها، أو حجب وإخفاء جوانب الأداء السلبية عن المستخدمين.

هذا، وقد جاءت نتائج الدراسة الحالية في هذا السياق، متعارضة مع نتائج دراسات كلٍ من: (Xie, et al., 2020; Flugum, et al., 2021; Hu, et al., 2022; Loureiro, et al., 2022; Silva, 2022; Duan & Lin, 2022; Reichmann, 2022)، والتي كانت قد أشارت إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين حالة عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم. هذا، وقد يعزى اختلاف نتيجة الدراسة الحالية مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة من نتائج، إلى اختلاف بيئة التطبيق. ففي الوقت الذي أجريت فيه غالبية الدراسات السابقة بالتطبيق على بيانات أعمال متقدمة، والتي قد تتأثر فيها مستويات المخاطر المحيطة بمنشآت الأعمال، بمجموعة متنوعة من العوامل - كمستوى جودة بيئة الأعمال المحيطة بمنشآت الأعمال وحالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها - فقد أجريت الدراسة الحالية بالتطبيق على بيئة أعمال ناشئة ألا وهي البيئة المصرية، والتي قد تختلف فيها محددات المخاطر المحيطة بمنشآت الأعمال، عن نظيراتها في بيانات الأعمال المتقدمة.

هذا من جانب، ومن جانب آخر، يمكن تفسير تعارض نتيجة الدراسة الحالية مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة من نتائج، بأن غالبية الدراسات السابقة التي استهدفت دراسة العلاقة بين حالة عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، قد ركزت على تحليل انعكاسات حالة عدم تماثل المعلومات التي تنشأ بفعل السلوكيات الانتهازية التي قد تصدر عن إدارات منشآت الأعمال بغية التلاعب في المعلومات، أو إخفاء جوانب الأداء السلبية. وتجدر الإشارة هنا إلى أن منشأة حالة عدم التماثل في توزيع المعلومات قد لا يرجع بالضرورة إلى وجود سلوكيات انتهازية من جانب الإدارة وتلاعب في المعلومات المفصح عنها. ففي ضوء نظرية الوكالة، وبسبب وجود فصل بين عنصر الملكية والإدارة، يكون من الطبيعي وجود تفاوت في مستوى المعلومات المتاحة للإدارة، ومستوى المعلومات المتاحة لعامة المستخدمين. غير أن هذا التفاوت في حيازة المعلومات، قد لا يصاحبه تأثير عكسي على قرارات الأطراف

المختلفة الفاعلة بأسواق المال، إلا إذا كان مصحوباً بسلوكيات إدارية غير مرغوب فيها، وتلاعب في جوانب الأداء التنظيمي المفصح عنها، بالشكل الذي يؤثر على تقييمات الأطراف أصحاب المصالح، ويؤدي إلى ارتفاع مخاطر التقدير.

وفي ذات السياق، فقد جاءت نتيجة الدراسة الحالية متعارضة مع ما توصلت إليه دراسة (سليمان، ٢٠٢٠)، والتي أجريت بالتطبيق على بيئة الأعمال المصرية. هذا، وقد يعزى تعارض النتائج على الرغم من تشابه بيئة التطبيق إلى اختلاف أسلوب كلتا الدراستين والمدى الزمني لهما. ففي الوقت الذي أجرى فيه (سليمان، ٢٠٢٠) دراسة تطبيقية خلال الفترة الزمنية ما بين عامي ٢٠١٤-٢٠١٨، فقد استخدم الباحث خلال الدراسة الحالية أسلوب دراسة الحدث، على مدار أربع سنوات ما بين عامي (٢٠١٢-٢٠١٥)، وذلك لفرض قدر أكبر من التحكم والرقابة على العلاقة بين متغيرات الدراسة، وتحديد التباين في العلاقات بين المتغيرات موضع الدراسة، خلال فترة ما قبل وما بعد وقوع الحدث. كما قد يعزى تعارض النتائج على الرغم من تشابه بيئة التطبيق، إلى تباين المقاييس المستخدمة لتقدير متغيرات الدراسة، والتي يمكن تقديرها باستخدام مؤشرات متعددة، كحالة عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، واحتمالات خطأ القياس Measurement error المصاحب لاستخدام بعض تلك المقاييس دوناً عن المقاييس الأخرى.

في سياق آخر، فقد أشار تحليل المسارات داخل النموذج الهيكلي المقترح للدراسة إلى وجود تأثير عكسي معنوي مباشر لتنظيم الإفصاح غير المالي، عبر فرض إصدار تقارير حوكمة شركات مستقلة عام ٢٠١٤، على خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أظهر تحليل المسار المباشر، وجود تأثير عكسي قدير بـ (-٠,٠٨)، وبمستوى معنوية (٠,٠٠)، وهو ما يقود الباحث إلى قبول الفرض الثالث للدراسة. ويمكن تفسير النتيجة السابقة بأن تنظيم الإفصاح غير المالي قد لا يستهدف تحسين جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال فحسب، وإنما يمكن أن يستخدم كأداة رقابية رادعة، تستهدف فرض قدر أكبر من المتابعة والرقابة على أداء إدارات منشآت الأعمال، وهو ما قد يساهم في الحد من الدوافع الانتهازية التي تتوافر لدى إدارات منشآت الأعمال، للتلاعب في المعلومات المفصح عنها، أو إخفاء جوانب الأداء السلبية، بما ينعكس بصورة إيجابية على حجم المخاطر المحيطة بمنشآت الأعمال، ويؤدي في نهاية المطاف إلى التخفيف من احتمالات التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم. هذا، وقد جاءت النتيجة الحالية داعمة لفرض التكاليف السياسية، والذي يفترض بأنه متى ما استشعرت إدارات منشآت الأعمال ارتفاع حيز الرقابة والمتابعة التي تتعرض لها من قبل الجهات الحكومية أو التنظيمية، فإنها قد تنتهج سياسات تجنبها الوقوع ضمن دائرة الفحص والرقابة المفروض عليها من قبل تلك الجهات، خوفاً من تكبد تكاليف سياسية باهظة.

هذا، وقد جاءت نتائج الدراسة الحالية متنسقة مع ما توصلت إليه دراسة (Krueger, et al., 2021)، والتي كانت قد أشارت إلى وجود تأثير إيجابي مصاحب لتنظيم الإفصاح غير المالي لمنشآت الأعمال، على خطر انهيار أسعار الأسهم، بالتطبيق على عينة عالمية شملت بيانات أعمال بمستويات تطور متباينة.

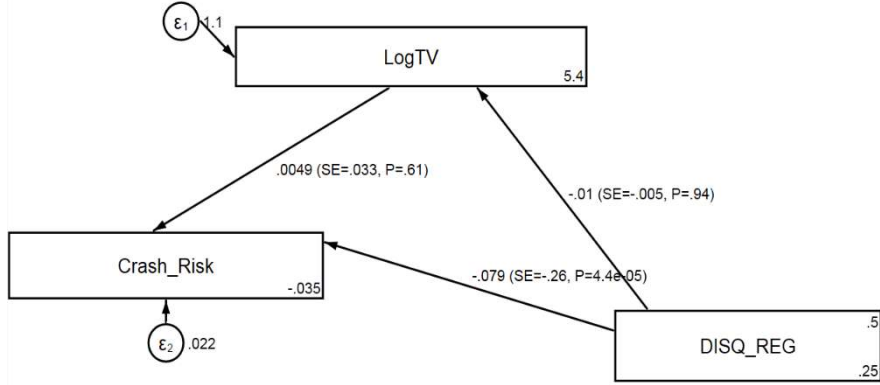
وعلى النقيض، فقد جاءت نتيجة الدراسة الحالية متعارضة مع ما توصلت إليه دراسات

كلٍ من: (Chen, et al., 2018; Sankara, et al., 2019; Grewal, et al., 2019)

(Elayan, et al., 2021)، والتي كانت قد أشارت إلى تدهور العوائد السوقية لمنشآت الأعمال عقب صدور تنظيم الإفصاح الاجتماعي. هذا، وقد يعزى تعارض نتيجة الدراسة الحالية مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة من نتائج في هذا السياق، إلى نطاق المدى الزمني للدراسة. ففي الوقت الذي استهدفت فيه الدراسات السابق الإشارة إليها قياس الانعكاسات المصاحبة لفرض تنظيم الإفصاح، خلال مدئ زمني قصير نسبياً - لا يتجاوز السنة - عقب فرض التنظيم، فقد وسعت الدراسة الحالية نطاق المدى الزمني لتحليل انعكاسات تنظيم الإفصاح غير المالي، والذي شمل سنتين عقب صدور التنظيم. في هذا السياق، واتساقاً مع تنبؤات (Haji, et al., 2022)، يمكن القول بأن تنظيم الإفصاح غير المالي قد يصاحبه في بداية المطاف تدهور في الأداء السوقي للأوراق المالية، على المدى الزمني القصير المصاحب لفرض التنظيم، بسبب التخوف من تكاليف الحيازة المرتفعة المصاحبة لفرض التنظيم، أو التخوف من ارتفاع احتمالات التعرض للدعاوى القضائية، لكن على المدى الزمني الطويل، وبمجرد أن يؤتي تنظيم الإفصاح ثماره الحقيقية، سواء على صعيد جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، أو على صعيد السلوك الإداري، فإن تقييم المستثمرين في السوق المالية لتنظيم الإفصاح، قد يتحول من سلبي إلى إيجابي، وهو ما وثقته بالفعل نتائج الدراسة الحالية، التي أشارت إلى انخفاض احتمالات التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم خلال السنتين التاليتين لفرض تنظيم الإفصاح، مقارنة بما كانت عليه قبل صدور التنظيم.

أخيراً، أشار تحليل مسار العلاقة غير المباشرة لتنظيم الإفصاح غير المالي على خطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال تأثيرها المحتمل على حالة عدم تماثل المعلومات، إلى عدم وجود أثر وسيط لتغيير حالة عدم تماثل المعلومات، في تفسير العلاقة بين تنظيم الإفصاح غير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما يقود الباحث إلى رفض الفرض الرابع للدراسة. هذا، وتدعم النتيجة الحالية صدق المبرر الذي توصل إليه الباحث سابقاً، بأن منشأ تأثير تنظيم الإفصاح غير المالي على خطر انهيار أسعار الأسهم، قد لا يعزى بصورة رئيسية إلى تأثيره المحتمل على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، وإنما قد يعزى إلى عوامل أخرى، كالتأثير المحتمل على السلوك الإداري، والدوافع الانتهازية التي قد تدفع إدارات منشآت الأعمال إلى التلاعب في المعلومات المفصح عنها، أو حجبها عن المستخدمين.

هذا، ويعرض الشكل رقم (٤) التالي، النموذج الهيكلي المقترح للدراسة عقب تقدير قيم المسارات ومستوى معنوية كلٍ منها:



الشكل رقم (٤)

تحليل المسارات داخل النموذج الهيكلي المقترح للدراسة

#### ٤,٥ الاختبارات الإضافية واختبارات تحليل الحساسية:

استعان الباحث خلال الدراسة الحالية بمجموعة من الاختبارات الإضافية واختبارات تحليل الحساسية، بهدف إضفاء قدر أكبر من الاتساق على النتائج المستخلصة من الدراسة، ودعم درجة الملاءمة الخارجية والقدرة على تعميم ما توصلت إليه الدراسة من نتائج بحثية.

#### ١,٤,٥ تحليل العلاقات بين متغيرات الدراسة باستخدام طريقة المربعات الصغرى، طبقاً لنموذج (Baron & Kenny, 1986):

استخدم الباحث خلال الاختبار الأساسي للدراسة أسلوب نمذجة المعادلات الهيكلية SEM، لتحليل مسارات العلاقات المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات النموذج الهيكلي المقترح للدراسة. وسعيًا نحو إضفاء مزيد من الملاءمة والاتساق على ما توصلت إليه الدراسة الحالية من نتائج باستخدام هذا الأسلوب الإحصائي، فقد استخدم الباحث نموذج Baron & Kenny (1986)، وذلك لاختبار العلاقات المقترحة بين متغيرات الدراسة وفقاً لأسلوب المربعات الصغرى Ordinary least squares (OLS). طبقاً لـ Baron & Kenny (1986) يمكن اختبار الأثر الوسيط لمتغير حالة عدم تماثل المعلومات على العلاقة بين متغير تنظيم الإفصاح غير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال أربع معادلات انحدار، خلال المعادلة الأولى: يُجرى تحليل انحدار لمتغير حالة عدم تماثل المعلومات على متغير تنظيم الإفصاح غير المالي، بالمعادلة التالية:

$$1) \text{Log\_TV}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{DISQ\_REG}_{it} + \beta_j \text{Controls}_{jt} + \varepsilon_{it}$$

فإذا ثبت وجود علاقة معنوية بين كلا المتغيرين، يتم الانتقال إلى المرحلة التالية، أما إذا لم يثبت وجود علاقة ارتباط معنوية بينهما، فإن ذلك يعني عدم وجود أثر وسيط لمتغير حالة

عدم تماثل المعلومات، على العلاقة المتوقعة بين متغير تنظيم الإفصاح غير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم. **وخلال المعادلة الثانية:** يُجرى تحليل انحدار لمتغير خطر انهيار أسعار الأسهم على متغير حالة عدم تماثل المعلومات، وذلك بالمعادلة التالية:

$$2) \text{Crash\_risk}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{Log\_TV}_{it} + \beta_j \text{Controls}_{jt} + \varepsilon_{it}$$

فإذا ثبت وجود علاقة معنوية بين كلا المتغيرين، يتم الانتقال إلى المرحلة التالية، أما إذا لم يثبت وجود علاقة ارتباط معنوية بينهما، فإن ذلك يعني عدم وجود أثر وسيط لمتغير حالة عدم تماثل المعلومات، على العلاقة المتوقعة بين متغير تنظيم الإفصاح غير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم. **وخلال المعادلة الثالثة:** يُجرى تحليل انحدار لمتغير خطر انهيار أسعار الأسهم على متغير تنظيم الإفصاح غير المالي، وذلك بالمعادلة التالية:

$$3) \text{Crash\_risk}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{DISQ\_REG}_{it} + \beta_j \text{Controls}_{jt} + \varepsilon_{it}$$

فإذا ثبت وجود علاقة معنوية بين كلا المتغيرين، يتم الانتقال إلى المرحلة الرابعة والأخيرة لتحديد طبيعة الأثر الوسيط، أما إذا لم يثبت وجود علاقة ارتباط معنوية بينهما، فإن ذلك يعني عدم وجود أثر وسيط لمتغير حالة عدم تماثل المعلومات، على العلاقة المتوقعة بين متغير تنظيم الإفصاح غير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم. **وخلال المعادلة الرابعة:** يُجرى تحليل انحدار لمتغير خطر انهيار أسعار الأسهم على كل من: متغير تنظيم الإفصاح غير المالي وخطر انهيار حالة عدم تماثل المعلومات، وذلك بالمعادلة التالية:

$$4) \text{Crash\_risk}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{DISQ\_REG}_{it} + \beta_2 \text{Log\_TV}_{it} + \beta_j \text{Controls}_{jt} + \varepsilon_{it}$$

فإذا ظل معامل انحدار متغير تنظيم الإفصاح غير المالي على خطر انهيار أسعار الأسهم معنوياً، فإن ذلك يشير إلى وجود وساطة جزئية لمتغير حالة عدم تماثل المعلومات، على العلاقة بين تنظيم الإفصاح غير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم Partial mediation، أما إذا أصبح معامل انحدار متغير تنظيم الإفصاح غير المالي في المعادلة الأخيرة غير معنوي، فإن ذلك يشير إلى وجود وساطة كلية لمتغير حالة عدم تماثل المعلومات، على العلاقة بين تنظيم الإفصاح غير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم Full mediation.

هذا، وقد أسفر التحليل الإحصائي لمعادلة الانحدار رقم (١) عن عدم وجود علاقة معنوية بين متغير تنظيم الإفصاح غير المالي وحالة عدم تماثل المعلومات، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (٠,١٤)، ولكن بمستوى معنوية (٠,٢٥)، وهو ما يشير إلى عدم اجتياز المرحلة الأولى لتفسير علاقة الوساطة المحتملة، كما يؤكد كذلك صحة النتيجة المستخلصة على صعيد اختبار الفرض الأول للدراسة. وبالمثل، فقد أسفر التحليل الإحصائي لمعادلة الانحدار رقم (٢) عن عدم وجود علاقة معنوية بين متغير حالة عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (٠,٠١)، ولكن بمستوى معنوية (٠,٢٨)، وهو ما يشير إلى عدم اجتياز المرحلة الثانية لتفسير علاقة الوساطة المحتملة، كما يؤكد كذلك صحة النتيجة المستخلصة على صعيد اختبار الفرض الثاني للدراسة. وفي ضوء عدم اجتياز المرحلتين الأولى والثانية، فقد تم التثبيت من عدم وجود أثر وسيط لحالة عدم تماثل

المعلومات، على العلاقة بين تنظيم الإفصاح غير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما يؤكد صحة النتيجة المستخلصة على صعيد اختبار الفرض الرابع للدراسة.

أخيراً، وسعيًا نحو التثبت من النتيجة التي أسفر عنها اختبار الفرض الثالث للدراسة، فقد أشار تحليل الانحدار خلال المعادلة رقم (٣)، إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين تنظيم الإفصاح غير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بمعامل انحدار قدره (-٠,٠٧)، وبمستوى معنوية (٠,٠٠)، وهو ما يؤكد صحة النتيجة المستخلصة على صعيد الفرض الثالث للدراسة، بما يشير إلى وجود تأثير عكسي معنوي لتنظيم الإفصاح غير المالي، على خطر انهيار أسعار الأسهم.

#### ٢,٤,٥ استخدام حدث تنظيم إفصاحات حوكمة الشركات عبر فرض نموذج إفصاح معياري عام ٢٠١٦ لاختبار العلاقات بين متغيرات النموذج الهيكلي المقترح للدراسة:

سعيًا نحو تدعيم صدق واتساق ما توصلت إليه الدراسة من نتائج بحثية خلال الاختبار الأساسي للدراسة، والذي تم خلاله إجراء دراسة حدث، باستخدام حدث تنظيم إفصاحات حوكمة الشركات عام ٢٠١٤ - عبر فرض إصدار تقارير حوكمة شركات مستقلة - فقد استخدم الباحث حديثاً آخر لاختبار طبيعة العلاقة بين متغيرات النموذج الهيكلي للدراسة، يمثل صيغة أخرى من صيغ تنظيم الإفصاح غير المالي، ألا وهو فرض نموذج إفصاح معياري ملزم لمنشآت الأعمال، عند قيامها بالإفصاح عن مبادئ حوكمة الشركات المطبقة بها، بهدف دعم قابلية تلك الإفصاحات للقراءة والمقارنة.

هذا، وقد أسفر تحليل المسار باستخدام أسلوب نمذجة المعادلات الهيكلية، عن وجود علاقة عكسية معنوية بين تنظيم الإفصاح غير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بمعامل ارتباط قدره (-٠,٢١)، وبمستوى معنوية (٠,٠٠)، وهو ما يؤكد صحة النتيجة المستخلصة من الاختبار الأساسي على صعيد الفرض الثالث للدراسة. وبالمثل، فقد أسفر تحليل المسار عن عدم وجود علاقة معنوية بين حالة عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغ معامل الارتباط (٠,٠١)، ولكن بمستوى معنوية (٠,٢٥)، وهو ما يؤكد صحة النتيجة المستخلصة من الاختبار الأساسي على صعيد الفرض الثاني للدراسة.

وعلى النقيض، فقد أسفر تحليل المسار باستخدام أسلوب نمذجة المعادلات الهيكلية، عن وجود علاقة عكسية معنوية بين تنظيم الإفصاح غير المالي وحالة عدم تماثل المعلومات (مقاسة باللوغاريتم الطبيعي لحجم التداول الذي يعد مؤشراً عكسياً لحالة عدم تماثل المعلومات)، حيث بلغ معامل الارتباط (٠,٢٣)، وبمستوى معنوية (٠,٠٦)، والذي يمكن قبوله عند مستوى معنوية (٠,٠٧). هذا، وتشير النتيجة السابقة إلى أن تنظيم الإفصاح غير المالي عام ٢٠١٦، قد ساهم في تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال بنسبة قدرها ٢٣ %، مقارنة بما كانت عليه قبل صدور التنظيم. هذا، وقد جاءت النتيجة الحالية متعارضة مع النتيجة التي تم التوصل إليها من خلال الاختبار الأساسي للدراسة على صعيد الفرض البحثي الأول، والذي تم خلاله استخدام حدث تنظيم إفصاحات حوكمة الشركات عبر فرض إصدار تقارير حوكمة شركات مستقلة عام ٢٠١٤.

هذا، وقد يعزى تعارض النتائج المستخلصة من الاختبارين الأساسيين والإضافيين في هذا السياق، إلى تباين مستويات اهتمام المستثمرين بالسوق المالية المصرية، بخصائص جودة المعلومات غير المالية المفصّل عنها، حيث أشارت نتائج الاختبار الأساسي للدراسة إلى أن تدعيم درجة موثوقية الإفصاحات غير المالية، عبر تحويلها إلى إفصاحات إلزامية، لم يساهم في تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الإدارة والمستثمرين. وقد تعزى النتيجة السابقة إلى عدم وجود صيغة معيارية ملزمة للإفصاح، تساعد المستثمرين على فهم وقراءة محتوى تلك الإفصاحات ببسر وسهولة، وإخضاعها للتحليل والمقارنة الزمنية والقطاعية، بما يجعلهم لا يثمنون الدور التنظيمي المبذول في هذا السياق، لفرض هذا النوع من أنواع الإفصاح غير المالي.

ودعماً للمبرر السابق، فقد أشارت نتائج الاختبار الإضافي إلى أن تنظيم الإفصاح غير المالي، عبر فرض نموذج إفصاح معياري لتقديم إفصاحات حوكمة الشركات عام ٢٠١٦، قد ساهم بدوره في تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات القائمة بين الإدارة والمستثمرين بصورة جوهرية، مقارنة بما كانت عليه قبل صدور التنظيم. ولعل ما سبق، يشير إلى أن المستثمرين يثمنون الجهود التنظيمية التي تستهدف تعزيز قابلية الإفصاحات غير المالية للقراءة والمقارنة بصورة أكبر، مقارنة بالجهود التنظيمية التي تستهدف تعزيز موثوقية تلك الإفصاحات فقط.

تأسيساً على ما تقدم، يمكن القول بأن اختلاف صيغ تنظيم الإفصاح غير المالي، قد يؤثر على حجم الانعكاسات المتوقع تحقيقها جراء فرض التنظيم. حيث أكدت النتيجة التي توصلت إليها الدراسة الحالية في هذا السياق، على أن تنظيم الإفصاح غير المالي الذي يستهدف دعم موثوقية ما تقدمه منشآت الأعمال من إفصاحات للمستخدمين، قد لا يحقق الأثر الإيجابي المأمول على جودة بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، ما لم يكن مصحوباً بصيغة تنظيم أخرى تستهدف تعزيز قابلية تلك الإفصاحات للقراءة والمقارنة، كتحديد تقارير إفصاح معيارية تلزم منشآت الأعمال باستخدامها عند تقديم الإفصاحات ذات الصلة، وذلك لمساعدة المستثمرين والأطراف المختلفة أصحاب المصالح على تحليل محتوى تلك الإفصاحات، وفهمها والاعتماد عليها في إجراء عمليات التقييم المصاحبة لاتخاذ قراراتهم، بشكل أكثر يسراً وسهولة، وبتكاليف تحليل منخفضة.

أخيراً، وعلى صعيد الفرض الرابع للدراسة، فقد أسفر تحليل المسار عن عدم وجود علاقة معنوية غير مباشرة بين تنظيم الإفصاح غير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال التأثير المباشر على حالة عدم تماثل المعلومات، وهو ما يؤكد صحة النتيجة المستخلصة من الاختبار الأساسي على صعيد الفرض الرابع للدراسة.

### ٣, ٤, ٥ استبعاد أثر الفترات الزمنية التي قد تؤثر على ملاءمة واتساق النتائج البحثية:

تضمن المدى الزمني لدراسة الحدث خلال الاختبار الأساسي للدراسة، بعض الفترات الزمنية التي قد يؤثر وجودها ضمن المدى الزمني للدراسة على مدى ملاءمة واتساق النتائج المستخلصة، ألا وهي عام ٢٠١٣، والذي صاحبه ثورة ٣٠ يونيو المجيدة، وما صاحب تلك الحقبة الزمنية من اضطرابات على صعيد السوق المالية المصرية، وعام ٢٠١٦، والذي صاحبه اتخاذ الحكومة المصرية مجموعة من التدابير والإجراءات التي استهدفت تحقيق إصلاحات مالية واقتصادية هيكلية على الاقتصاد المصري، كان من بينها تحرير سعر صرف



الجنيه المصري، لتوفير قدر أكبر من المرونة لأسعار صرف العملات الأجنبية في مقابل الجنيه المصري، وما صاحبها من اضطرابات على صعيد السوق المالية المصرية.

في ضوء ما سبق، فقد أعاد الباحث إجراء دراسة الحدث بعد تضيق المدى الزمني للدراسة، ليشمل سنة واحدة قبل وقوع الحدث، وسنة واحدة بعد وقوع الحدث. هذا، وقد أسفر الاختبار الإضافي بعد تضيق المدى الزمنية للدراسة، عن التوصل إلى ذات النتائج المستخلصة من الاختبار الأساسي للدراسة، على صعيد كافة الفروض البحثية، وهو ما يشير إلى أن وجود الفترات السابقة ضمن المدى الزمني لدراسة الحدث، لم يؤثر على صدق واتساق ما تم التوصل إليه من نتائج بحثية.

#### **٤,٤,٥ استخدام الفجوة السعرية بين أسعار العرض والطلب كمقياس بديل لتقدير حالة عدم تماثل المعلومات:**

استخدم الباحث خلال الاختبار الأساسي للدراسة، مؤشر اللوغاريتم الطبيعي لحجم التداول على أسهم منشآت الأعمال، لتقدير حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها. وسعيًا نحو تخفيض احتمالات خطأ القياس Measurement error المصاحب لاستخدام بعض المقاييس دون الأخرى، فقد استخدم الباحث مؤشر الفجوة السعرية القائمة بين أسعار العرض والطلب Bid/Ask spread ضمن الاختبارات الإضافية للتحقق من صدق النتائج البحثية التي تم التوصل إليها.

هذا، وقد أسفر تحليل المسار باستخدام أسلوب نمذجة المعادلات الهيكلية، عن وجود علاقة عكسية معنوية بين تنظيم الإفصاح غير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بمعامل ارتباط قدره (-٠,٠٨)، وبمستوى معنوية (٠,٠٠)، وهو ما يؤكد صحة النتيجة المستخلصة من الاختبار الأساسي على صعيد الفرض الثالث للدراسة. وبالمثل، فقد أسفر تحليل المسار عن عدم وجود علاقة معنوية بين حالة عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغ معامل الارتباط (-٠,٠٧)، ولكن بمستوى معنوية (٠,٢١)، وهو ما يؤكد صحة النتيجة المستخلصة من الاختبار الأساسي على صعيد الفرض الثاني للدراسة.

وفي ذات السياق، فقد أسفر تحليل المسار باستخدام أسلوب نمذجة المعادلات الهيكلية، عن ثبوت عدم وجود علاقة معنوية بين تنظيم الإفصاح غير المالي وحالة عدم تماثل المعلومات، حيث بلغ معامل الارتباط (٠,٠١)، ولكن بمستوى معنوية (٠,٦٢)، وهو ما يؤكد صحة النتيجة المستخلصة على صعيد الفرض الأول للدراسة. كذلك، فقد أسفر تحليل المسار عن عدم وجود علاقة معنوية غير مباشرة بين تنظيم الإفصاح غير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال التأثير المباشر على حالة عدم تماثل المعلومات، وهو ما يؤكد صحة النتيجة المستخلصة من الاختبار الأساسي على صعيد الفرض الرابع للدراسة.

**٦. خلاصة البحث:**

استهدف الباحث خلال الدراسة الحالية تحليل استجابة السوق المالية لتنظيم الإفصاح غير المالي، وتحديدًا فيما يتعلق بانعكاسات تنظيم الإفصاح غير المالي على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، وخطر انهيار أسعار الأسهم. كما استهدف الباحث أيضاً اختبار الدور الوسيط المحتمل لحالة عدم تماثل المعلومات، في تفسير العلاقة المحتملة بين تنظيم الإفصاح غير المالي، وخطر انهيار أسعار الأسهم.

وعبر إجراء دراسة تطبيقية على عينة من منشآت الأعمال المنتمية إلى مؤشر البورصة المصرية EGX-100، باستخدام حدثين طبيعيين لتنظيم الإفصاح غير المالي ببيئة الأعمال المصرية، ألا وهما فرض إصدار تقارير حوكمة شركات مستقلة عام ٢٠١٤، وتحديد نموذج إفصاح معياري ملزم لمنشآت الأعمال للإفصاح عن مبادئ حوكمة الشركات المطبقة بها عام ٢٠١٦، فقد أشارت نتائج الدراسة إلى عدم وجود تأثير معنوي لتنظيم الإفصاح غير المالي - الذي يستهدف تعزيز موثوقية ما تقدمه منشآت الأعمال من إفصاحات في هذا السياق - على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها، في حين أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير عكسي معنوي لتنظيم الإفصاح غير المالي - الذي يستهدف تعزيز قابلية الإفصاحات غير المالية للقراءة والمقارنة - على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها. وفي سياق متصل، فقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير عكسي معنوي مصاحب لتنظيم الإفصاح غير المالي - بصيغته المختلفة - على خطر انهيار أسعار الأسهم ببيئة الأعمال المصرية. وفي الوقت الذي أشارت فيه نتائج الدراسة الحالية إلى أن أثر تنظيم الإفصاح غير المالي على خطر انهيار أسعار الأسهم، لا يُعزى إلى تأثيرها على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، فإن الباحث قد تنبأ - من منظور فرض التكاليف السياسية - بأن منبع هذا التأثير قد يعود إلى الأثر المحتمل لتنظيم الإفصاح غير المالي على سلوك إدارات منشآت الأعمال، ودوافعها الانتهازية للتلاعب في المعلومات المفصح عنها، أو حجبها عن المستثمرين، حيث توقع الباحث أن تنظيم الإفصاح غير المالي يمكن أن يلعب دوراً رقابياً، يجعل إدارات منشآت الأعمال تستشعر ارتفاع مستوى الرقابة والمتابعة المفروضة عليها من جانب الجهات التنظيمية والأطراف أصحاب المصالح، بما يساهم في الحد من دوافعها الانتهازية للتلاعب في المعلومات أو إخفائها. هذا، وقد ظلت النتائج المستخلصة من الدراسة متسقة عند استخدام الفجوة السعرية بين أسعار العرض والطلب كمقياس بديل لتقدير حالة عدم تماثل المعلومات، وعند استخدام أسلوب إحصائي مختلف لاختبار العلاقات المحتملة بين متغيرات الدراسة، وعند استبعاد أثر الفترات الزمنية التي قد يؤثر وجودها ضمن المدى الزمني للدراسة على مدى صدق واتساق النتائج البحثية.

هذا، وتتمثل المساهمة البحثية الرئيسية للدراسة الحالية، في إثرائها الفكر المحاسبي في ميدان تحليل استجابة السوق المالية للصيغ المختلفة لتنظيم الإفصاح غير المالي بالتطبيق على سوق ناشئة، ألا وهي بيئة الأعمال المصرية، باستخدام حدثي تنظيم إفصاحات حوكمة الشركات كأحداث طبيعية، وهي العلاقة التي اتسم ميدان البحث فيها بالندرة النسبية. كما قدمت الدراسة الحالية كذلك رؤى إضافية في ميدان تحليل مبررات العلاقة بين تنظيم الإفصاح غير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أشارت نتائج الدراسة الحالية إلى أن منبع تأثير تنظيم الإفصاح غير المالي على خطر انهيار أسعار الأسهم، قد لا يُعزى بالضرورة إلى التأثير المحتمل على حالة عدم تماثل المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، وإنما قد يعزى إلى التأثير

المحتمل على السلوك الإداري، والدوافع الانتهازية التي قد تتوافر لدى إدارات منشآت الأعمال. وفي سياق متصل، فقد قدمت الدراسة الحالية رؤى إضافية في مجال تحديد التباين في الانعكاسات المصاحبة لتنظيم الإفصاح غير المالي، تبعاً لتباين صيغ التنظيم.

هذا، ويتوقع الباحث أن تكون نتائج الدراسة الحالية على قدر من الأهمية للجهات التنظيمية التي تتولى الإشراف والرقابة على أسواق المال أو القطاعات الصناعية المختلفة. حيث تعكس نتائج الدراسة الحالية أهمية الجهود التنظيمية التي تُبذل لتنظيم الإفصاحات الصادرة عن منشآت الأعمال، ودورها في التخفيف من حدة المخاطر التي تواجهها. كما تساهم نتائج الدراسة الحالية كذلك في لفت أنظار الجهات التنظيمية إلى ضرورة مراعاة الجمع بين صيغ التنظيم التي يترتب عليها تعزيز خصائص جودة المعلومات المفصح عنها، دون التركيز على خاصية محددة بعينها. حيث بينت نتائج الدراسة الحالية أن صيغة تنظيم الإفصاح التي ساهمت في تعزيز موثوقية الإفصاح غير المالي، لم تحقق ذات الأثر المأمول على بيئة المعلومات المحيطة بمنشآت الأعمال، إلا عندما تم دعمها بصيغة تنظيم أخرى، استهدفت تدعيم قابلية الإفصاحات غير المالية للقراءة والمقارنة.

كذلك يتوقع الباحث أن تكون الدراسة الحالية على قدر من الأهمية للمستثمرين والأطراف المختلفة أصحاب المصالح، للفت أنظارهم إلى أهمية الإفصاحات غير المالية الصادرة عن منشآت الأعمال، بدليل اهتمام الجهات التنظيمية بفرض قدر أكبر من التنظيم على هذا النوع من أنواع الإفصاح، وهو ما يؤكد أهمية الإفصاحات الصادرة عن منشآت الأعمال في هذا السياق، والدور الهام الذي تلعبه تلك الإفصاحات في تقييم أداء منشآت الأعمال، وتقدير حجم المخاطر المحيطة بها.

هذا، وتجدر الإشارة إلى أن استخدام مقاييس محددة لتقدير متغيرات الدراسة دوناً عن غيرها من المقاييس الأخرى، بسبب اعتبارات صعوبة الوصول إلى البيانات اللازمة لاستخدام مقاييس أخرى لتقدير نفس المتغيرات، قد يشكل قيداً على مدى ملاءمة واتساق النتائج البحثية التي خلصت إليها الدراسة الحالية.

أخيراً، يوصي الباحث بضرورة بذل المزيد من الجهد البحثي في ميدان تحليل الانعكاسات المصاحبة لتنظيم الإفصاح غير المالي، سواءً على صعيد المخاطر المختلفة المحيطة بمنشآت الأعمال، كخطر التعرض للدعاوى القضائية، أو على صعيد قيمة منشآت الأعمال وتكلفة حصولها على التمويل اللازم، أو على صعيد السلوك الانتهازي لإدارات منشآت الأعمال. كما قد يكون من الملائم إجراء مقارنة بين الانعكاسات المصاحبة لتنظيم الإفصاح المالي وتنظيم الإفصاح غير المالي، خاصة على صعيد الأسواق الناشئة، وذلك لتوضيح مدى تباين انعكاسات تنظيم الإفصاح، تبعاً لتباين المحتوى المعلوماتي الذي يتم إخضاعه للتنظيم.

٧. المراجع:١,٧ المراجع العربية:

الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠٢٢، *قواعد قيد وشطب الأوراق المالية المدرجة بالبورصة المصرية*، متاح على الرابط التالي: <https://fra.gov.eg/>، تاريخ الدخول: ٢٠٢٢/٧/٢٤.

سليمان، وليد شحاته محمد قاسم، ٢٠٢٠، دور جودة المراجعة في تقليل عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. *مجلة الفكر المحاسبي - كلية التجارة - جامعة عين شمس*، المجلد (٢٤)، العدد (٣)، ص: ١-٣٥.

ليبي، محمد خالد؛ محمود، منصور حامد؛ وعلي، سمية أمين، ٢٠٢٢، أثر تنظيم الإفصاحات الاختيارية غير المالية على الأداء المالي للبنوك المصرية في ضوء عدم تماثل المعلومات: دراسة تطبيقية، *المجلة الأكاديمية للبحوث التجارية المعاصرة - كلية التجارة - جامعة القاهرة*، المجلد (٢)، العدد (١)، ص: ٩١-١٢٢.

٢,٧ المراجع الأجنبية:

Amel-Zadeh, A. & Serafeim, G., 2018. Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. *Financial Analysts Journal*, 74(3), pp. 87-103.

Andreou, P., Antoniou, C., Horton, J. & Louca, C., 2016. Corporate governance and firm-specific stock price crashes. *European Financial Management*, 22(5), pp. 915-956.

An, H. & Zhang, T., 2013. Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors. *Journal of Corporate Finance*, Volume 21, pp. 1-15.

Bachoo, K., Tan, R. & Wilson, M., 2013. Firm Value and the Quality of Sustainability Reporting in Australia. *Australian Accounting Review*, 23(1), pp. 67-87.

Baron, R. & Kenny, D., 1986. The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of personality and social psychology*, 51(6), p. 1173.

Barth, M. E., Cahan, S. F., Chen, L. & Venter, E. R., 2017. The economic consequences associated with integrated report quality: Capital market and real effects. *Accounting, Organizations and Society*, Volume 62, pp. 43-64.

Bebbington, J., Kirk, E. & Larrinaga, C., 2012. The production of normativity: A comparison of reporting regimes in Spain and the UK. *Accounting, Organizations and Society*, 37(2), pp. 78-94.

Bhagawan, P. & Mukhopadhyay, J., 2019. *Does Mandatory Expenditure on CSR Affect Firm Value? Evidence from Indian Firms*. Sydney, 10th Financial Markets & Corporate Governance Conference.

Borisova, A. & André, P., 2020. Measuring the impact of the transition to mandatory CSR reporting in Europe. *Available at SSRN 3746634*.

Caglio, A., Melloni, G. & Perego, P., 2020. Informational content and assurance of textual disclosures: Evidence on integrated reporting. *European Accounting Review*, 29(1), pp. 55-83.

Carungu, J., Di Pietra, R. & Molinari, M., 2020. Mandatory vs voluntary exercise on non-financial reporting: does a normative/coercive isomorphism facilitate an increase in quality? *Meditari Accountancy Research*, Volume 29, pp. 449-476.

Chauhan, Y. & Kumar, S. B., 2018. Do investors value the nonfinancial disclosure in emerging markets? *Emerging Markets Review*, Volume 37, p. 32-46.

Chen, C., Kim, J. & Yao, L., 2017a. Earnings smoothing: does it exacerbate or constrain stock price crash risk? *Journal of Corporate Finance*, Volume 42, pp. 36-54.

Chen, J., Chan, K., Dong, W. & Zhang, F., 2017b. Internal control and stock price crash risk: Evidence from China. *European Accounting Review*, 26(1), pp. 125-152.

Chen, Y., Hung, M. & Wang, Y., 2018. The effect of mandatory CSR disclosure on firm profitability and social externalities: Evidence from China. *Journal of Accounting and Economics*, 65(1), pp. 169-190.

Christensen, D., Serafeim, G. & Sikochi, A., 2022. Why is corporate virtue in the eye of the beholder? The case of ESG ratings. *The Accounting Review*, 97(1), pp. 147-175.

Christensen, H., 2020. Broad-versus narrow-sample evidence in disclosure regulation studies: A discussion of 'The informational effects of tightening oil and gas disclosure rules. *Contemporary Accounting Research*, 37(3), pp. 1750-1755.

Chung, K., Kim, J., Park, K. & Sung, T., 2012. Corporate governance, legal system, and stock market liquidity: Evidence around the world. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 41(6), pp. 686-703.

Clarkson, P. M., Fang, X., Li, Y. & Richardson, G., 2013. The relevance of environmental disclosures: Are such disclosures incrementally informative? *Journal of Accounting and Public Policy*, Volume 32, p. 410-431.

Cordazzo, M., Bini, L. & Marzo, G., 2020. Does the EU Directive on non-financial information influence the value relevance of ESG disclosure? Italian evidence. *Business Strategy and the Environment*, 29(8), pp. 3470-3483.

Cousins, P., Dutordoir, M., Lawson, B. & Neto, J., 2020. Shareholder wealth effects of modern slavery regulation. *Management Science*, 66(11), pp. 5265-5289.

Cui, H. & Zhang, Y., 2020. Does investor sentiment affect stock price crash risk? *Applied Economics Letters*, 27(7), pp. 564-568.

Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A. & Yang, Y. G., 2012. Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure. *The Accounting Review*, 87(3), pp. 723-759.

Duan, J. & Lin, J., 2022. Information disclosure of COVID-19 specific medicine and stock price crash risk in China. *Finance Research Letters*, Volume 48, pp. 1-10.

Elayan, F., Brown, K., Li, J. & Chen, Y., 2021. The market response to mandatory conflict mineral disclosures. *Journal of Business Ethics*, 169(1), pp. 13-42.

Ernstberger, J., Maniora, J. & Schramm, F., 2021. How to regulate corporate social responsibility reporting-international evidence on the impact of different regulatory approaches. *Working Paper Available at SSRN 3850179*.

Flugum, R., Orlova, S., Prevost, A. & Sun, L., 2021. Distracted institutions, information asymmetry and stock price stability. *Journal of Business Finance & Accounting*, 48(9-10), pp. 2015-2048.

Fu, J., Wu, X., Liu, Y. & Chen, R., 2021. Firm-specific investor sentiment and stock price crash risk. *Finance Research Letters*, 38(101442).

Garzón-Jiménez, R. & Zorio-Grima, A., 2021. Effects of Carbon Emissions, Environmental Disclosures and CSR Assurance on Cost of Equity in Emerging Markets. *Sustainability*, 13(2), pp. 696-707.

Gormley, T., Matsa, D. & Milbourn, T., 2013. CEO compensation and corporate risk: Evidence from a natural experiment. *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3), pp. 79-101.

Grewal, J., Hauptman, C. & Serafeim, G., 2017. *Stock price synchronicity and material sustainability information*. s.l.:Harvard Business School Working Paper.

Grewal, J., Riedl, E. & Serafeim, G., 2019. Market reaction to mandatory nonfinancial disclosure. *Management Science*, 65(7), pp. 3061-3084.

Haji, A. & Anifowose, M., 2016. Audit committee and integrated reporting practice: does internal assurance matter? *Managerial Auditing Journal*, Volume 31, pp. 915-948.

Haji, A., Coram, P. & Troshani, I., 2022. Consequences of CSR reporting regulations worldwide: a review and research agenda. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Volume ahead-of-print.

Hamed, R., Al-Shattarat, B., Al-Shattarat, W. & Hussainey, K., 2022. The impact of introducing new regulations on the quality of CSR reporting: Evidence from the UK. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 46 (100444).

Hu, G., Liu, Y., Wang, J. W., Zhou, G. & Zhu, X., 2022. Insider ownership and stock price crash risk around the globe. *Pacific-Basin Finance Journal*, Volume 72, pp. 1-17.

Hummel, K., 2020. The European Union non-financial reporting Directive: evidence on regulatory parameters and firm-value consequences. *Available at SSRN 3744653*.

Hummel, K. & Rötzel, P., 2019. Mandating the sustainability disclosure in annual reports: evidence from the United Kingdom. *Schmalenbach Business Review*, 71(2), pp. 205-247.



Hung, M., Shi, J. & Wang, Y., 2013. *The effect of mandatory CSR disclosure on information asymmetry: Evidence from a quasi-natural experiment in China*. Nanchang, Asian finance association (AsFA) 2013 conference.

Ioannou, I. & Serafeim, G., 2017. The consequences of mandatory corporate sustainability reporting. *Harvard Business School research working paper*, pp. 11-100.

Jadiyappa, N., Iyer, S. & Jyothi, P., 2021. Does social responsibility improve firm value? Evidence from mandatory corporate social responsibility regulations in India. *International Review of Finance*, 21(2), pp. 653-660.

Karmani, M. & Ajina, A., 2012. *Market stock liquidity and corporate governance*. Canada, In 29th International Conference of the French Finance Association (AFFI).

Khan, M., Serafeim, G. & Yoon, A., 2016. Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality. *The Accounting Review*, 91(6), pp. 1697-1724.

Korca, B., Costa, E. & Farneti, F., 2021. From voluntary to mandatory non-financial disclosure following Directive 2014/95/EU: An Italian case study. *Accounting in Europe*, 18(3), pp. 353-377.

Krueger, P., Sautner, Z., Tang, D. & Zhong, R., 2021. The effects of mandatory ESG disclosure around the world. *European Corporate Governance Institute–Finance Working Paper*, pp. 21-44.

Lee, J. & Chung, K., 2018. Foreign ownership and stock market liquidity. *International Review of Economics & Finance*, Volume 54, pp. 311-325.

Lee, K. & Yeo, G., 2016. The association between integrated reporting and firm valuation. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 47(4), pp. 1221-1250.

Leirvik, T. F. S. & Fjellvikås, A., 2017. Market liquidity and stock returns in the Norwegian stock market. *Finance Research Letters*, Volume 21, pp. 272-276.

Lin, Y., Cao, G. & Shen, H., 2013. Stock liquidity and stock price crash risk: Corporate governance and short-term behavior perspective. *Journal of Chongqing University (Social Science Edition)*, 24(2), pp. 47-65.

Loukil, N. & Yousfi, O., 2012. Firm's information environment and stock liquidity: evidence from Tunisian context. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 2(1), pp. 30-49.

Loureiro, G. & Silva, S., 2022. Earnings management and stock price crashes post US cross-delistings. *International Review of Financial Analysis*, Volume 82, pp. 1-17.

Manchiraju, H. & Rajgopal, S., 2017. Does corporate social responsibility (CSR) create shareholder value? Evidence from the Indian Companies Act 2013. *Journal of Accounting Research*, 55(5), pp. 1257-1300.

Nobanee, H. & Ellili, N., 2016. Corporate sustainability disclosure in annual reports: evidence from UAE banks: Islamic versus conventional. *Renewable and Sustainable Energy Reviews*, Volume 55, pp. 1336-1341.

Ottenstein, P. et al., 2021. From voluntarism to regulation: effects of Directive 2014/95/EU on sustainability reporting in the EU. *Journal of Applied Accounting Research*, Volume 23, pp. 55-98.

Parsa, B. & Sarraf, F., 2018. Financial Statement Comparability and the Expected Crash Risk of Stock Prices. *Advances in Mathematical Finance and Applications*, 3(3), pp. 77-93.

Reichmann, D., 2022. Tone Management and Stock Price Crash Risk. Available at SSRN 4043837.

Rezaee, Z. & Tuo, L., 2017. Voluntary disclosure of non-financial information and its association with sustainability performance. *Advances in Accounting*, Volume 39, p. 47-59.

Rossi, F. & Harjoto, M., 2020. Corporate non-financial disclosure, firm value, risk, and agency costs: evidence from Italian listed companies. *Review of Managerial Science*, 14(5), pp. 1149-1181.

Sankara, J., Patten, D. & Lindberg, D., 2019. Mandated social disclosure: Evidence that investors perceive poor quality reporting as increasing social and political cost exposures. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 10(1), pp. 208-228.

Setia, N., Abhayawansa, S., Joshi, M. & Huynh, A., 2015. Integrated reporting in South Africa: some initial evidence. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Volume 6, pp. 397-424.

Tee, C., Yee, A. & Chong, A., 2018. Institutional investors' monitoring and stock price crash risk: evidence from politically connected firms. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 21(4), pp. 1-35.

Wang, J., Tian, G., Fan, W. & Luo, D., 2017. The effect of mandatory regulation on corporate social responsibility reporting quality: Evidence from China. *Journal of Applied Business Research*, 33(1), pp. 67-86.

Wang, R., Wai Fong, C., Simnett, R. & Zhou, S., 2021. Economic Impact of the Move to Strategic Reporting in the UK. *Working paper*, available at: <https://bit.ly/3xpp07u>.

Wang, R., Zhou, S. & Wang, T., 2020. Corporate governance, integrated reporting and the use of credibility-enhancing mechanisms on integrated reports. *European Accounting Review*, 29(4), pp. 631-663.

Wang, T., 2022. A Literature Review on Stock Price Crash Risk. *Advances in Economics, Business and Management Research*, Volume 656, pp. 1305-1309.

Watts, R. L. & Zimmerman, J. L., 1986. *Positive accounting theory*, Englewood Cliffs: Prentice-Hall.

Weber, J. L., 2018. Corporate social responsibility disclosure level, external assurance and cost of equity capital. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 16(4), pp. 694-724.

Xie, W., Ye, C., Wang, T. & Shen, Q., 2020. M&A goodwill, information asymmetry and stock price crash risk. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 33(1), pp. 3385-3405.

Yao, S., Pan, L. & Zhang, Z., 2020. Does environmental disclosure have an auditing effect? *Managerial Auditing Journal*, Volume 35, pp. 43-66.

Zhou, S., Simnett, R. & Green, W., 2017. Does Integrated Reporting Matter to the Capital Market? *A Journal of Accounting, Finance, and Business studies*, 53(1), pp. 94-132.

Zúñiga, F., Pincheira, R., Walker, J. & Turner, M., 2020. The effect of integrated reporting quality on market liquidity and analyst forecast error. *Accounting Research Journal*, 33(4-5), pp. 635-650.