

## أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على كفاءة الاستثمار وخطر انهيار

### أسعار الأسهم - دراسة تطبيقية -

هيام شعبان حجازى - جيهان عبد الهادى موسى - سامى محمد احمد غنيمي  
قسم محاسبة كلية التجارة - جامعة بنها

### ملخص البحث

**هدف البحث:** لتحديد أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على كفاءة الاستثمار وخطر انهيار أسعار الأسهم بالتطبيق علي عينة مثلت (٣٤) شركة من الشركات المدرجة بمؤشر EGX ١٠٠ بإجمالى عدد مشاهدات (١٧٠) مشاهدة للفترة من ٢٠١٧-٢٠٢١, وتم قياس الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على درجات (ESG Score) التي حصلت عليها كل شركة للأبعاد الثلاثة البيئي والاجتماعي والحوكمة, وكفاءة الاستثمار وفقا لنموذج دراسة (Biddle et al. (2009), وخطر انهيار أسعار الأسهم وفقا لمعامل الإلتواء السالب للعوائد (NCSKEW) وتقلب العوائد من أسفل لأعلى (DUVOL), وتوصل البحث لوجود تأثير معنوي إيجابي (سلبى) ذو دلالة إحصائية للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار (عدم كفاءة الاستثمار) وأثر سلبى معنوى ذو دلالة إحصائية للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وإفراط ونقص الاستثمار وذلك بما يتفق مع منظور نظريتي الإشارة وأصحاب المصالح, ووجود علاقة ارتباط موجبة وذات تأثير معنوى للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وخطر انهيار أسعار الأسهم بما يتفق ومنظور نظرية الوكالة.

**الكلمات المفتاحية:** الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية, كفاءة الاستثمار, افراط ونقص الاستثمار, خطر انهيار أسعار الأسهم.

## **The Impact of Corporate Social Responsibility Disclosure on Investment Efficiency and stock Price Crash Risk Empirical Study**

**Hiyam Shaaban Hegazy - Jihan Abdel Hadi Musa - Sami Muhammad  
Ahmed Ghoneimi**

**Department of Accounting - Faculty of Commerce - Benha University**

### **Abstract:**

**Research objective:** To determine the impact of corporate social responsibility disclosure on investment efficiency and stock price crash risk, **Design and methodology:** The research relied on the applied study by applying it to a sample representing (34) companies listed on the EGX 100 index with a total number of (170) observations and distributed over a group of sectors for the period from 2017-2021. The research relied on measuring Corporate social responsibility disclosure based on the (ESG Score) obtained by each of the sample companies for the three dimensions of environmental, social and governance, and to measure investment efficiency according to the study model of Biddle et al. (2009), and stock price crash risk according to the negative skewness coefficient of returns (NCSKEW) and the volatility of returns from the bottom up (DUVOL), and to test the research hypotheses, a set of statistical methods was relied upon, such as Pearson's correlation coefficient and multiple linear regression models.

**Research Results:** There is a statistically significant positive (negative) effect of corporate social responsibility disclosure on investment efficiency (inefficiency investment) and a statistically significant negative effect of corporate social responsibility disclosure on over- and under-investment, which is consistent with the perspective of the signaling and stakeholder theories. There is a positive and significant correlation between corporate social responsibility disclosure and the risk of stock price crash, which is consistent with the perspective of the agency theory.

**Keywords:** corporate social responsibility disclosure, investment efficiency, stock price crash risk.

## المقدمة ومشكلة البحث :

حظى مفهوم المسؤولية الاجتماعية باهتمام كبير فى البيئة المصرية منذ صدور قانون رقم (٤) لسنة ١٩٩٤ المتعلق بحماية البيئة، وانضمام مصر لميثاق الأمم المتحدة وصدور دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات فى مصر عام ٢٠٠٥ (سليمان والجوهري، ٢٠٢٢). وقيام البورصة المصرية فى مارس ٢٠١٠ بالتعاون مع كل من مركز المديرين المصرى ومؤسسة ستاندرد أند بروز بإطلاق المؤشر المصرى لمسؤولية الشركات والذى يتضمن أفضل ٣٠ شركة من بين أفضل ١٠٠ شركة مقيدة بالبورصة المصرية مرتبة حسب إجمالى رأس المال السوقي ويتم اختيارها وترتيبها من خلال مرحلتين تركز المرحلة الأولى على المسؤولية البيئية والاجتماعية وترتكز المرحلة الثانية على حوكمة الشركات، ويقوم المؤشر بربط الممارسات البيئية والاجتماعية والحوكمة بأسعار الأسهم (محمد، ٢٠٢١). وصدور قانون الاستثمار المصرى رقم ٧٢ لسنة ٢٠١٧ ولائحته التنفيذية والذى يهدف إلى تعزيز جودة الاستثمار المحلى والأجنبى الذى يساهم فى التنمية المستدامة وسلوك الأعمال المسئول (الهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة، ٢٠١٧). فأصبح الإفصاح المحاسبى عن المسؤولية الاجتماعية مؤشراً هاماً على مدى مصداقية وعدالة التقارير المالية، (مليجى، ٢٠١٤). وتعتبر أنشطة الاستثمار أحد أهم أجزاء الأنشطة التجارية للشركات والتي لها تأثير حيوى فى توليد التدفق النقدى ونمو قيمة الشركة وبقائها وتطورها واستقرار أسعار أسهمها (Xu and Cheng, 2020). وهو ما يفرض على الشركات أن تركز فى اختياراتها الاستثمارية على الفرص التى تخلق وتعضم قيمة الأسهم، وتتحقق كفاءة الاستثمار عند قيام الشركة باقتناص جميع الفرص الاستثمارية ذات صافى القيمة الحالية الموجبة ويتساوى الاستثمار الفعلى مع الاستثمار المتوقع وتضمن توليد عائد مثالى ، إلا أن الواقع يضع بعض القيود على الشركات تحد من قدرتها على الدخول فى جميع الفرص الاستثمارية المتاحة بسبب اختلافات أسواق المال التى يتمثل أشهرها فى مشاكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات وما يترتب عليهما من مشكلتى الخطر الأخلاقى والاختيار العكسى (عبد الحميد وأبوطالب، ٢٠١٩). حيث يؤدى وجودهما إلى ارتفاع الاستثمار الفعلى الذى تقوم به الشركة عن الاستثمار المتوقع مما يشير لوجود زيادة/إفراط فى الاستثمار Over-Investment ، وقد ينخفض الاستثمار الفعلى عن المتوقع مما يشير لوجود نقص استثمار Under-

Investment (Herbert and Harto,2021). وحيث أن العمل على تحسين مستوى التزام الشركات بمسئوليتها الاجتماعية يأتي من خلال التعرف على ما إذا كان الإفصاح عنها قادراً على التأثير على زيادة القيمة السوقية لحقوق ملكيتها (عبدالله، ٢٠١٨).

وعلى جانب آخر فقد تحدث تغيرات مفاجئة في أسعار الأسهم وأحد هذه التغيرات هو احتمال حدوث انخفاض كبير في سعر السهم يؤدي لانهايار شديد في القيمة السوقية للأسهم مما يؤدي لانخفاض حاد في ثروة المساهمين (عبد الله محمد، ٢٠١٩؛ Dang et al.,2018; Khajavai et al.,2018). وأحد الأسباب الرئيسية لانهايار أسعار الأسهم هو ميل المديرين إلى تخزين وحجب الأخبار والمعلومات السلبية لفترة طويلة مثل المعلومات عن المشروعات المتأخر تنفيذها ومعلومات الأداء الاستثماري، انخفاض الأرباح، وبعد الكشف اللاحق عن هذه المعلومات المتراكمة يحدث هبوطاً حاداً في القيمة السوقية للشركات مما يؤدي إلى انهيار أسعار الأسهم (مسعود، ٢٠٢٠؛ ٢٠٢١؛ Chen et al., 2020؛ Xu and Cheng, 2020). وفي محاولة الشركات لإدارة المخاطر التي تواجهها تميل لتعزيز الأداء الجيد للمسؤولية الاجتماعية والإفصاح عنها يؤدي لتخفيض درجة عدم تماثل المعلومات، ومن ثم انخفاض خطر انهيار أسعار الأسهم، بينما على جانب آخر يمكن للإدارة استخدام تقارير المسؤولية الاجتماعية لتحقيق مصلحة ذاتية وصرف انتباه أصحاب المصالح عن سوء الأداء وتميل لإخفاء الأخبار والمعلومات السلبية لفترة طويلة مما يؤدي لارتفاع خطر انهيار أسعار الأسهم (علاء حسين، ٢٠٢٠؛ عبد الله محمد، ٢٠١٩).

وفي ضوء ما سبق يمكن تحديد مشكلة البحث في التساؤلات التالية :

١- ما هو أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على كفاءة الاستثمار؟  
٢- ما هو أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على خطر انهيار أسعار الأسهم؟  
٣/١ **هدف البحث:** يتمثل الهدف الرئيسي للبحث في تحديد أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على كفاءة الاستثمار وخطر انهيار أسعار الأسهم.

٤/١ **أهمية البحث:** يقدم البحث دليل تطبيقي من البيئة المصرية عن أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار وخطر انهيار أسعار الأسهم، ودليل عملي للشركات ومختلف أصحاب المصلحة بشأن ما إذا كان اعتماد الشركات لاستراتيجية الإفصاح المسؤولية الاجتماعية يعد وسيلة فعالة لتعزيز بقائها ونموها وجذب مزيد من رؤوس الأموال وخلق مناخ ملائم للأعمال والاستثمار

وما اذا كانت تساهم في إدارة المخاطر للشركات, أم أنها وسيلة تحفز إدارة الشركات لاستغلالها لتحقيق منافع ذاتية مما ينعكس سلبيا على أداء هذه الشركات وأسعار أسهمها.

**٥/١ فروض البحث :** استنادا إلى طبيعة مشكلة وهدف البحث يمكن صياغة الفروض كما يلي:

**الفرض الاول:** يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على كفاءة الاستثمار.

**ويشتق منه الفرضين الفرعيين:**

✓ يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على إفراط الاستثمار.

✓ يوجد تأثير معنوي ذو دلالة احصائية للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على نقص الاستثمار.

**الفرض الثانى :** توجد علاقة ارتباط سالبة وذات تأثير معنوي بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وخطر انهيار أسعار الأسهم.

**٦/١ نطاق البحث:** يقتصر البحث على اختبار الفروض في البيئة المصرية بالتطبيق على عينة من الشركات غير المالية المدرجة بمؤشر EGX100 للفترة من ٢٠١٧ إلى ٢٠٢١, واستخدام البيانات السنوية الفعلية للشركات في ضوء توفرها لقياس المتغيرات وفقا لنماذج الدراسة, مع مراعاة أن قابلية النتائج للتعميم مشروطة بضوابط اختيار مجتمع وعينة وفترة الدراسة وقياس متغيرات الدراسة.

**٧/١ خطة البحث :** تحقيقاً لهدف البحث يمكن عرض خطة البحث وفقا للنقاط التالية:

- الإطار النظرى للبحث
  - الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث.
  - نتائج الدراسة التطبيقية.
  - نتائج وتوصيات البحث.
- الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات والنظريات المرتبطة بتفسير دوافعه:**

**مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات:** عرفها معيار المنظمة الدولية للمعايير (The International Organization for Standardization[ISO 260000],2010) بأنها مسؤولية الشركة تجاه تأثيرات قراراتها وأنشطتها على المجتمع والبيئة وذلك من خلال سلوك أخلاقي يتسم بالشفافية والذي من شأنه أن يساهم في التنمية المستدامة متضمنة صحة ورفاه المجتمع، ويأخذ في الاعتبار توقعات الأطراف المعنية ويتماشى مع القوانين ومعايير السلوك الدولية ويُدمج ضمن أنشطة الشركة والتي تشمل أنشطة الشركة على المنتجات والخدمات وعمليات التشغيل ويُمارس من خلال علاقاتها ضمن نطاق تأثيرها والذي يمثل قدرة الشركة على التأثير على قرارات وأنشطة الأفراد والشركات الأخرى، وعرّفها مجلس الأعمال الدولي للتنمية المستدامة بأنها التزام مؤسسات الأعمال بالتصرف أخلاقياً والمساهمة في تحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة والعمل على تحسين الظروف المعيشية للعاملين وأسرهم والمجتمع المحلي والمجتمع ككل لتحسين نوعية أو جودة الحياة) (Lins et al.,2017:١٧٩٠).

**مفهوم الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية:**أوضحت الدراسات (Budiyo and Maryam,٢٠١٧؛ Hackston and Milne,1996:78؛ Firmansyah et al.,2020 ؛ Wibowo,٢٠٢١) أن الإفصاح الاجتماعي هو التقرير عن وتقديم معلومات مالية وغير مالية تتعلق بتفاعل الشركة مع بيئتها المادية والاجتماعية والتي يتم التقرير عنها في التقارير السنوية للشركة أو في تقارير منفصلة وتشمل تلك المعلومات معلومات عن البيئة المادية والطاقة والموارد البشرية والمنتجات والمشاركة المجتمعية، لتلبية احتياجات أصحاب المصالح من المعلومات والتي لها تأثير على المجتمع اقتصادياً واجتماعياً وبيئياً فضلاً عن التأثير على استدامة الشركة.

**النظريات المرتبطة بتفسير دوافع الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية:**

**نظرية الشرعية:** أوضحت دراسة (Mousa and Hassan(2015) أن نظرية الشرعية تمثل إطار مفاهيمي قائم على وجود علاقات اجتماعية وقابلة للتبادل بين الشركة والمجتمع ويهدف لشرح سبب مشاركة الشركات في عمليات إفصاح اجتماعية وبيئية معينة وكيف تفعل ذلك وتأثير هذا الإفصاح على الجمهور والمجتمع، وتقوم على فكرتين (Alkayed,2018).الأولى هي أن الشركات تحتاج لإضفاء الشرعية على أنشطتها من أجل الموافقة العامة أو من أجل البقاء ويرتبط ذلك بالضغط الاجتماعي على هذه الشركات وهو ما يختلف من شركة إلى أخرى وهناك عوامل مختلفة تساهم في مستوى هذا الضغط

وكيفية استجابتها له تحدد ممارسات الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، والثانية هي أن الحصول على الشرعية يكون له فوائد مهمة للشركات وليس هذا فحسب بل يشمل العواقب المحتملة إذا فشلت الشركة فى ذلك ، لذا فالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يمثل أداة تحقيق الشرعية وقد يحدث كاستجابة لتهديد الشرعية فالشركة التى لاتعمل فى إطار المعايير الأخلاقية للمجتمع تخاطر بفقدان قدرتها على الحفاظ على نفسها وهو ما يدفع هذه الشركات لمزيد من الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية فى التقارير (Azizul Islam,2017؛Mahmud,2019).

**نظرية أصحاب المصالح:** تمثل نظرية أصحاب المصالح إطار يدعم فكرة مساءلة الشركات تجاه أصحاب المصالح وتوسيع مسؤوليات الإدارة إلى ما بعد تعظيم الربح لتشمل مصالح أصحاب المصالح من خلال الكشف عن معلومات تتعلق بأنشطتها وعملياتها لتلبية التوقعات المتعارضة لأصحاب المصالح وبناء وتعزيز علاقات عادلة ودائمة بين الشركة وأصحاب المصالح, (Bridoux and (Stoelhorst,2022;Freeman and Dmytriye,2017;Yassin,2021) لذا يستخدم المديرون الإفصاح والتقرير عن المسؤولية الاجتماعية إستراتيجياً للتواصل وإدارة العلاقات مع أصحاب المصالح والحصول على دعمهم لذا تمثل إطاراً نظرياً لشرح كيف يؤدي الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية لتحسين بيئة المعلومات حيث تستخدمها الشركات للتواصل بشكل أفضل مع أصحاب المصالح وتلبية مصالحهم الاجتماعية مما يقلل من عدم تماثل المعلومات (شعبان, ٢٠١٩؛ Laan,2009; Mahmes,2018؛ Hamrouni et al.,2022).

**نظرية الإشارة:** تشرح نظرية الإشارة سبب وجود حافز للشركات للإفصاح عن المعلومات طواعية، ووفقاً لدراسة Zerbini(2017) فنظرية الإشارة تقدم ثلاث مساهمات فى مجال المسؤولية الاجتماعية للشركات تتمثل فى أنها تحدد الأساس المنطقي للاستثمار فى مبادرات المسؤولية الاجتماعية للشركات والتي تتفق مع مبدأ تخصيص الموارد بكفاءة وتفترض الحجة بأن الاستثمارات فى المبادرات الاجتماعية والأخلاقية تتسم بالفعالية للحد الذي تسمح فيه بالتحويل فى تفضيلات السوق وتجنب الاستثمارات الأقل جودة، والإشارة إلى القيمة المعلوماتية الملازمة لمبادرات المسؤولية الاجتماعية للشركات من خلال تحديد آليات استجابة

السوق للمعلومات, وأنها توفر إطارا لمعالجة أوسع نطاق للجدل حول ما يعرف بالغسيل الأخضر وإدارة الانطباع والتناقض الواضح بين تبني مبادرات المسؤولية الاجتماعية للشركات والتصرف بشكل غير أخلاقي. **نظرية الوكالة:** تستند نظرية الوكالة لفكرة انفصال الملكية عن الإدارة وتفويض سلطة إتخاذ القرارات للإدارة مع منحهم حوافز تعتمد على الناتج النهائي لأعمال الشركة وهو ما قد ينشأ عنه تضارب الأهداف وتعارض المصالح بين الإدارة وأصحاب المصالح ومن ثم ظهور مشكلة عدم تماثل المعلومات (Mahmes, ٢٠١٨). وبالتالي فدوافع الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية تعتمد على الأهداف التي تريد الإدارة تحقيقها سواء تعظيم الربح لحملة الأسهم أو تحقيق رضاهم الشخصي, ويرى and Ness Mirza (1991) بأن المديرين يقومون بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية فقط إذا كانت تزيد من رفاهيتهم, ويرغب المديرين في أن ينظر لهم على أنهم يعملون لصالح المساهمين وتقدم تقارير الشركات السنوية الفرصة لهم للنظر لهم على أنهم يتصرفون بهذه الطريقة, وبالتالي يمكن لمديري الشركات استخدام أنشطة المسؤولية الاجتماعية للحصول على منافع إدارية وشخصية وبالتالي فالمسؤولية الاجتماعية ليست وسيلة لتعظيم قيمة الشركة ولكنها مظهر من مظاهر الوكالة (Pranawaningsih؛ Alkayed, ٢٠١٨) and Anas, ٢٠٢٠).

أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار:

**مفهوم كفاءة الاستثمار:** عرفت الدراسات المحاسبية (Biddle et al., 2009؛ محمد حسين, ٢٠١٩؛ عبدالله محمد, ٢٠٢٠) كفاءة الاستثمار لشركة معينة بأنها اختيار وتنفيذ الإدارة لمشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة حيث يُرجح أن تحصل الشركات على تمويل لجميع المشروعات التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة وذلك في ظل عدم وجود احتكاكات سوقية, ويرتبط القرار الاستثماري ببعد آخر وهو المستوى الأمثل للاستثمار ويقصد به اختيار الإدارة لحزمة من الاستثمارات حتى تتعادل المنفعة الحدية للاستثمارات مع التكلفة الحدية لها ويتحقق ذلك في ظل عدم وجود احتكاكات بالسوق, إلا أنه من الناحية العملية عادة ما يكون المستوى الأمثل للاستثمار نادر الحدوث وعدم تحقق هذا المستوى يترتب عليه "عدم كفاءة الاستثمار" والتي تعنى أن القرار الاستثماري يترتب عليه إما (تخفيض/نقص) أو (زيادة / إفراط) في الاستثمار, ومن ثم فكفاءة الاستثمار تُحدد من خلال الإنحراف عن المستوى الأمثل للاستثمار (Biddle et al., 2009). ويشير نقص الاستثمار للحالة التي يكون لدى الشركة مستوى أقل من التدفق النقدي ومستوى

عال من فرص النمو، فى حين أن إفراط الاستثمار هو الحالة التى يكون لدى الشركة تدفق نقدى زائد وفرص نمو منخفضة (Lakhal et al.,2021:٥٦٧). ويحدث نقص الاستثمار عندما تواجه الشركة قيود مالية تجعل المديرين غير قادرين و/أو يتنازلون عن الاستثمار فى مشروعات ذات صافى قيمة حالية موجبة، وقد تتجنب الإدارة الدخول فى مشروعات استثمارية تجنباً للمخاطرة مما يؤدي لنقص الاستثمار (Shahzad et al.,2019). ويحدث إفراط الاستثمار حالة ما إذا كان لدى الشركة مصادر تمويل كافية لكن يفشل المديرين فى اختيار المشروع الاستثمارى الأمثل و يميلون لاختيار مشروعات تجلب أرباح فى الأجل القصير وذات صافى قيمة حالية سالبة وعادة ما يلجأ المديرين لذلك رغبة فى زيادة الثروة الشخصية (Ardianto et al.,2020). وهناك اتفاق فى الأدب المحاسبى (Erdogan et al.,٢٠٢٤؛ Lee,2020؛ Hammami and Zamir et al.,2020؛ Zadeh,2020؛ عبدالله محمد، ٢٠٢١) على اعتبار مشكلتى الوكالة وعدم تماثل المعلومات بمثابة عاملين مهمين يؤثران على عدم كفاءة الاستثمار، وتبرز عدم كفاءة الاستثمار فى ظل العديد من الأسباب التى تؤدي لعدم تحقيق الشركات للمستوى الأمثل للاستثمار أهمها الخطر الأخلاقى للمديرين Moral Hazard والاختيار العكسى Selection Adverse (Ardianto et al.,2020؛ Biddle et al.,2009؛ محمد حسين، ٢٠١٩).

تحليل العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وكفاءة الاستثمار: يمكن أن يؤثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار بإحدى طريقتين (عبدالله محمد، ٢٠٢١؛ Liu and Tan,2021). الطريقة الأولى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يرتبط ويؤثر إيجابياً على كفاءة الاستثمار اعتماداً على منظور نظرية الإشارة وأصحاب المصالح، حيث يؤثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية بشكل إيجابى على قيمة الشركة من خلال إعطاء إشارات إيجابية بشكل معلومات متعلقة بالمسؤولية الاجتماعية تقلل من عدم تماثل المعلومات وزيادة ثقة وتضامن أصحاب المصالح للاستثمار بالشركة (Fauziah et al.,2021؛ Lakhal et al.,2021). حيث يلعب الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية دوراً فى تحسين بيئة وجودة المعلومات من خلال المعلومات غير المالية التى يمكن أن تكون بمثابة تدعيم للمعلومات المالية مما يخفف عدم تماثل المعلومات (الرفاعى، ٢٠٢٢؛ الطحان، ٢٠١٨؛

(Alduais et al.,2022). وزيادة جودة التقارير وبالتالي تقليل نقص الاستثمار (Huang; Ellili, ٢٠٢٢). (et al.,2023) وتعزز المسؤولية الاجتماعية الدور الرقابي من خلال التقليل من مشاكل التدفق النقدي الحر كدليل على وجود مشاكل وكالة (Samt and Jarboui,2017; Zhong and Gao,2017). وأوضحت دراسة (Harymawan et al.(2022) أن أحد الدوافع القوية لأنشطة الممارسات البيئية والاجتماعية والحوكمة ESG والتقرير عنها هو تحقيق الكفاءة في تمويل الشركات. وفي المقابل تعتمد الطريقة الثانية على منظور الوكالة حيث أن غياب الرقابة الفعالة من المساهمين يمكن أن تسمح بالسلوك الإنتهازي للمديرين وقد يقوم مديري الشركات بالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية تلبية لمطالب أصحاب المصالح دون أن يكون لها تأثير حقيقي على سلوك الشركة وعملياتها وقد يؤدي لتضارب المصالح نظراً لعدم موثوقية وصحة معلومات المسؤولية الاجتماعية التي قد تستخدمها الإدارة لإخفاء سلوكياتهم السيئة, وبالتالي تأتي أنشطة المسؤولية الاجتماعية على حساب الأداء المالي الجيد لأنها قد تتضمن استخدام موارد الشركة لتحقيق منافع شخصية لبناء سمعة خاصة وامبراطورية إدارية, لذا تؤثر هذه الأنشطة سلباً على كفاءة الاستثمار (Lee,2020; Khediri,2021; عبدالله محمد, ٢٠٢١). وتدعم الأدلة التجريبية أن صراعات الوكالة ترتبط بالاستثمار المفرط بسبب بناء الإمبراطورية, وتوصلت دراسة (Guariglia and Yang(2016) إلى أن قيود التمويل ومشاكل الوكالة تمنع الشركات من اتخاذ قرارات استثمارية مثلى وتؤدي لعدم كفاءة الاستثمار , وكلما زاد التدفق النقدي الحر لدى هذه الشركات زاد تفضيلهم لزيادة الاستثمار وهو ما يفسر العلاقة الإيجابية بين الاستثمار الزائد والتدفق النقدي الحر كدليل على وجود مشاكل وكالة, وأوضح (Gul et al.(2020) أن المديرين ذو الثقة المفرطة يميلون للانخراط في أنشطة المسؤولية الاجتماعية للحصول على منافع خاصة وتسهيل وتعويض التأثير السلبي الناشئ عن أنشطة بناء الإمبراطورية الخاصة بهم, كما توصلت دراسة (Zamir et al.(2020) إلى أن الاستثمار المفرط هو الأكثر احتمالية للمديرين الذين لديهم إمكانية للوصول لرأس المال الداخلي وأن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية لا يقلل بشكل كبير افراط الاستثمار.

**أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على خطر انهيار أسعار الأسهم:**

مفهوم خطر انهيار أسعار الأسهم: اتفق الصباغ(٢٠١٩:١٠),وعبد المجيد(٢٠١٩:٧٦) بأنه"احتمال حدوث انخفاض كبير في سعر سهم الشركة والذي يمكن ملاحظته من خلال الانحراف أو الالتواء السالب

فى توزيع العائد على السهم خلال فترة زمنية من التداول عليه", وعرفه حسين (٢٠٢٠: ٧) "بأنه الظاهرة التى يحدث فيها انحراف أو التواء سالب لعوائد سهم الشركة بشكل متكرر خلال فترة زمنية قصيرة نسبيا, مما يزيد من احتمالية حدوث انخفاض حاد فى سعر سهم الشركة فى أسواق المال فى المستقبل القريب", وعرفه J. Kim et al., (2021:1) بأنه "احتمال تعرض السهم لانخفاض مفاجئ وكبير فى سعره", وعرفه طنطاوى (٢٠٢٢: ٨٤) فى ضوء مسببات حدوثه بأنه "انخفاض حاد فى قيمة الأسهم نتيجة حجب الأخبار السيئة المتعلقة بالمنشأة والإفصاح عنها مرة واحدة بما يؤثر على اتخاذ القرارات الاستثمارية من قبل أصحاب المنشأة".

تفسير أسباب حدوث انهيار أسعار الأسهم: استندت الدراسات (Bilal et al.,2021; Yi,2021 ; Y.Kim et al.,2014؛ عبد المجيد, ٢٠١٩؛ مليجى, ٢٠١٩) إلى أن اكتناز الأخبار والمعلومات السلبية أو السيئة مثل المعلومات عن المشروعات المتأخر تنفيذها ومعلومات الأداء الاستثمارى, انخفاض الأرباح, وتعاقب الرئيس التنفيذى (Yessica et al.,2017). تعتبر مؤشر بارز وأحد عوامل دراسة وتفسير أسباب انهيار أسعار الأسهم, ويقوم على فكرة أن المديرين يقومون بحجب أو إخفاء أو الأخبار والمعلومات السلبية أو السيئة أو المعلومات غير المفضلة لدى المستثمرين والأطراف الخارجية بصفة عامة لأطول فترة ممكنة استجابة لدوافع ومزايا قد تكون مالية وغير مالية ونشر الأخبار الجيدة فقط, ويحول هذا السلوك فى الإفصاح دون انعكاس هذه المعلومات فى أسعار الأسهم فى الوقت المناسب مما يؤدي لتقدير سعر السهم بأعلى من قيمته الحقيقية, ومع تراكم المعلومات السلبية والإفصاح عنها دفعة واحدة ووصولها للسوق يحدث انخفاض مفاجئ حاد وسلبى فى أسعار الأسهم فى فترة قصيرة ويحدث انهيار لأسعار الأسهم (نصير, ٢٠٢٢). ويميل المديرين لتأخير الإفصاح عن المعلومات السلبية على أمل أن يكون أداء الشركة أفضل مستقبلا أو تحقيقا لدوافع مالية أو غير مالية كتحسين المسار الوظيفى وبناء الإمبراطورية وتحسين المكافآت والتعويضات التى يحصلون عليها والتى تعتمد على الأرباح المنشورة والمخاوف المهنية ومخاطر التقاضى (عبدالمجيد, ٢٠١٩؛ Paragina & Leon,2020؛ Liao,2013؛ Yi,2021).

وأوضحت الدراسات (J.Chen et al., ٢٠٠١؛ علاء حسين, ٢٠٢٠؛ عبد المجيد, ٢٠١٩) أن التقلبات غير المتماثلة في سوق الأسهم وردود الفعل المتقلبة عند وصول الأخبار الجيدة والسلبية للسوق تفسر خطر انهيار أسعار الأسهم, ويميل السوق للتقلب أكثر عند ظهور العوائد السلبية, واستجابة السوق للمعلومات السلبية عن الإيجابية تعتبر بمثابة إشارة إلى أن المديرين يخفون معلومات سلبية مما يدفع المستثمرون لإعادة تقييم التقلبات وزيادة علاوة المخاطر للأسهم مما يؤدي لانهيائه (نصير, ٢٠٢٢), كما أن نظرية الاختلاف في الرأي بين المستثمرين والتي تعتمد على الجوانب السلوكية في تفسير خطر انهيار أسعار الأسهم تقوم على أن التداول الذي يتم من قبل المستثمرين أصحاب وجهات النظر المختلفة يمكن أن يكشف عن الإشارات الخاصة بالآخرين مما يؤدي إلى تحريك أسعار الأسهم حتى في ظل غياب المعلومات الأساسية, حيث يُفترض أن هناك ثلاث أنواع للمستثمرين هم المتفائل والمتشائم والمحايد المرجح للسوق ولكل مستثمر معلوماته التي تعطيه إشارة معينة يستخدمها في تقييم سعر السهم خلال فترة التداول والعائد النهائي ويعتقد كل مستثمر منهم وبشكل خاطئ أن معلوماته هي الأكثر ملاءمة مما يؤدي للاختلاف حول قيمة السهم (هشام حسين, ٢٠٢٣؛ عبد المجيد, ٢٠١٩؛ نصير, ٢٠٢٢), كما أن مخاطر الائتمان والتخلف عن السداد وفشل الشركات في الوفاء بالتزاماتها المالية وهو ما يعنى ارتفاع خطر ائتمان الشركات أو الفشل في سداد الالتزامات المالية فالشركة التي يرتفع فيها خطر الائتمان تكون أكثر عرضة للإعلان بشكل مفاجئ عن أخبار سيئة للغاية مما يؤدي لانهييار أسعار الأسهم أو أخبار جيدة تؤدي لفقره في سعر الأسهم (Habib et al., 2018؛ عبد المجيد, ٢٠١٩).

تحليل العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وخطر انهيار أسعار الأسهم:

يمكن أن يؤثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال طريقتين: الطريقة الأولى يكون تأثير الإفصاح سلبيًا عن المسؤولية الاجتماعية على خطر انهيار أسعار الأسهم, فمن منظور نظرية أصحاب المصالح تستخدم الإدارة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في تحسين الإفصاح في التقارير وشفافيتها من خلال الإفصاح عن المعلومات والأخبار الجيدة والسيئة على حد سواء, وبالتالي يميل اكتناز الأخبار السلبية للانخفاض مما يقلل من عدم تماثل المعلومات ويخفف من تضارب المصالح بين الإدارة وأصحاب المصالح ويحافظ على علاقات جيدة مع المستثمرين وبالتالي تقليل انحراف أسعار الأسهم عن قيمتها الجوهرية وتقليل خطر انهيار أسعار الأسهم (عبدالله محمد, ٢٠١٩؛

(Dai et al.,2019).وأوضح(٢٠٢٢).Ho et al. أن الشركات ذات المسئولية الاجتماعية العالية لديها معايير ثقافية وأخلاقية أعلى وأقل مشاركة فى إدارة الأرباح, وعندما تفى الشركات بمسئوليتها الاجتماعية بفعالية وتعزز العلاقة المتبادلة مع أصحاب المصالح تجذب المستثمرين وبهذه الطريقة يكون الإشراف أعلى ويقبل انخراط المديرين فى سلوكيات انتهازية. **بينما على جانب آخر** استندت الطريقة الثانية حول تأثير الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية إيجابياً على خطر انهيار الأسهم إلى نظرية الوكالة التى تشير إلى أن دافع الإدارة للانخراط فى الأنشطة البيئية والاجتماعية والحوكمة يسهل انشاء بيئة معلوماتية تخفى سوء سلوك الإدارة أو ممارستها لإدارة الأرباح والتصنيف العالى لهذه الشركات يسهل على المديرين الاحتفاظ بالمعلومات السلبية مما يزيد من احتمال خطر انهيار أسعار الأسهم(Feng et al.,2022). لذا فقيام مديرو الشركات عمداً بتأخير أو سحب نتائج الأعمال غير المرغوب فيها مثل الأداء المالى السيئ وسوء سلوك الشركات لفترة طويلة فسيتم بسهولة المبالغة فى تقدير سعر الأسهم وتسبب فقاعات فى أسعار الأسهم وبمجرد الكشف عن هذه المعلومات المعاكسة فجأة فى السوق ستفجر الفقاعة على الفور وسيهبط سعر الأسهم(Zhang et al.,2022). كما أن الشركات ذات الأداء الضعيف للمسئولية الاجتماعية قد تفصح عن تقارير فائقة التوقع لتحقيق التوقعات, وقد تستخدم الأنشطة الخيرية وحماية البيئة وممارسات المسئولية الاجتماعية لتجنب تدقيق أصحاب المصالح بسبب سوء الأداء أو سلوك إدارة الأرباح, وتميل لإظهار صورتها الجيدة لأصحاب المصلحة من خلال الوصف الإيجابي وغموض التقارير لتجنب الإضرار بالسمعة والخسارة وفى هذه الحالة قد لا ترتبط المسئولية الاجتماعية بتحسين الأداء المالى للشركة وتؤدى لزيادة خطر انهيار أسعار الأسهم(Dai et al.,2019؛ Murata and Hamori,2021؛ Thuy et al.,2021). وأوضحت دراسة(Xu et al.,2021) أن الإفصاح الإنتقائى الذى يكون من خلال تضليل الشركات للجمهور من خلال إعطاء انطباع خاطئ عن الأداء البيئى أو المساهمات البيئية وتجنب الكشف عن التهديدات البيئية سواء كان ذلك لمواجهة الضغوط السياسية أو الاجتماعية يؤدى للتحيز فى الإفصاح وعدم تماثل المعلومات وخلق مزيد من فرص حجب الأخبار السيئة ومع تراكمها يؤدى لانهيار أسعار الأسهم فى المستقبل.

#### ٤- الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث

أولاً: الدراسات التي تناولت أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار:

هدفت دراسة **Zamir et al.(2020)** إلى البحث فيما إذا كان الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات يؤثر على كفاءة استثمار رأس المال للشركات في الأسواق الآسيوية الناشئة المصنفة من قبل مؤشر MSCI Emerging Market, بالتطبيق على عينة مثلت ١١٤٢ مشاهدة لعدد ٣٨١ شركة في ٩ بلدان ناشئة في أسواق آسيا للفترة من ٢٠١٥ إلى ٢٠١٧, وتوصلت إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية لا يقيد الاستثمار المفرط للشركات بينما تقلل من نقص الاستثمار. وهدفت دراسة **عبدالله محمد(٢٠٢١)** إلى اختبار أثر إدراج الشركات بالمؤشر المصري للمسؤولية الاجتماعية S&P/EGX ESG على كفاءة الاستثمار بالتطبيق على عينة مثلت ٢٤٦ مشاهدة لعدد ٥٨ شركة غير مالية أدرجت بالمؤشر للفترة ٢٠١٢-٢٠١٨, وتوصلت إلى عدم وجود تأثير معنوي ذو دلالة احصائية لإدراج الشركات بالمؤشر المصري للمسؤولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار وكذلك على زيادة ونقص الاستثمار, وهدفت دراسة **Liu and Tian(2021)** إلى دراسة تأثير الإفصاح الإلزامي عن المسؤولية الاجتماعية على كفاءة استثمار الشركات المدرجة في الصين بالتطبيق على عينة مثلت ٥٣٦١ مشاهدة خلال الفترة من ٢٠٠٤-٢٠١٣, وتوصلت إلى أن الإفصاح الإلزامي عن المسؤولية الاجتماعية يقلل من عدم كفاءة الاستثمار خاصة افراط الاستثمار, وهدفت دراسة **Huang et al.(2023)** إلى تحديد العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وكفاءة الاستثمار من خلال توسيط عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة, وما إذا كان هناك اختلاف لتأثير الإفصاح الإلزامي والاختياري للمسؤولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار بالتطبيق على عينة مثلت ١٨٤٣١ مشاهدة للشركات المدرجة بالصين للفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٩, وتوصلت إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات يقلل عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة, ووجود تأثير كبير للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على نقص الاستثمار بينما لم يكن له تأثير كبير على افراط الاستثمار, كما أن الإفصاح الإلزامي أكثر فعالية لزيادة كفاءة الاستثمار عن الإفصاح الاختياري, وهدفت دراسة **Erdogan et al.(2024)** إلى تحديد العلاقة بين مشاركة الشركات في الأنشطة البيئية والاجتماعية والحوكمة ESG وكفاءة الاستثمار, وتأثير عدم تماثل المعلومات على مستوى الشركة على هذه العلاقة, بالتطبيق على عينة مثلت ١٠٩٤ شركة غير مالية من ٢١ دولة في أوروبا للفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٩, وتوصلت إلى أن

هناك تأثير سلبي للأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة (كإجمالى ولكل بعد على حدى) على عدم كفاءة الاستثمار, وكان ذلك أكثر وضوحًا لإفراط الاستثمار مقارنة بنقص الاستثمار.

فى ضوء العرض السابق تبين أن غالبية الدراسات السابقة توصلت لوجود ارتباط ايجابي(سليبي) بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وكفاءة الاستثمار (عدم كفاءة الاستثمار) بما يتوافق ومنظور نظريتي الإشارة أصحاب المصالح, وتوصلت دراسة عبد الله محمد (٢٠٢١) على عدم وجود تأثير للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على كفاءة الاستثمار. وبالتركيز على تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على إفراط ونقص الاستثمار فقد تبينت نتائج الدراسات وانفقت الدراسات (Zamir et al.,2020) على أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يقلل من نقص استثمار, بينما انفقت الدراسات (Huang et al.,2023; Erdogan et al.,2024; Liu and Tian,2021; Zhong and Gao,2017) على أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يقلل من عدم كفاءة الاستثمار خاصة حالات إفراط الاستثمار. وبناء على ما سبق يمكن اشتقاق الفرض الأول: يوجد تأثير معنوى ذو دلالة احصائية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على كفاءة الاستثمار. ويشترك منه الفروض الفرعية التالية :

- يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وإفراط الاستثمار.
- يوجد تأثير معنوى ذو دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ونقص الاستثمار.

ثانياً: الدراسات التى تناولت الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وخطر انهيار أسعار الأسهم: هدفت دراسة (Chen(2020 لاستكشاف العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وخطر انهيار أسعار الأسهم بالتطبيق على عينة مثلت ٩٣٨١ من الشركات المدرجة بالصين للفترة من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٨, وتوصلت إلى أن هناك علاقة ارتباط عكسية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وخطر انهيار أسعار أسهمها, وهدفت دراسة (Murata and Hamori(2021 إلى تحديد العلاقة بين الإفصاح عن الأنشطة البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) وخطر انهيار أسعار الأسهم بالتطبيق على عينة من مؤشر

السوق الرئيسي في أوروبا والولايات المتحدة واليابان لفترة عام واحد، وتوصلت إلى أن الإفصاح عن الأنشطة البيئية والاجتماعية والحوكمة يقلل خطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل في أوروبا واليابان ولم تظهر قوة تنبؤية في الولايات المتحدة. وهدفت دراسة Xu et al.(2021) لتحديد تأثير الإفصاح الإنتقائي عن المعلومات البيئية على خطر انهيار أسعار الأسهم لعينة من ١٠١٠ شركة مدرجة ملوثة بالصين للفترة من ٢٠٠٧ إلى ٢٠١٧، وتوصلت إلى أن الإفصاح الإنتقائي يؤدي للتحيز في الإفصاح وعدم تماثل المعلومات وخلق مزيد من فرص حجب الأخبار السيئة ومع تراكمها يؤدي لانهايار أسعار الأسهم في المستقبل، وهدفت دراسة Feng et al.(2022) لدراسة العلاقة بين تصنيفات المسؤولية البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات (ESG) وخطر انهيار أسعار الأسهم بالتطبيق على عينة مثلت ٢٤١٩٣ مشاهدة للشركات المدرجة في الصين خلال الفترة من ٢٠٠٩-٢٠٢٠، وتوصلت إلى أن تصنيفات المسؤولية البيئية والاجتماعية والحوكمة مرتبطة بشكل سلبي باحتمال انهيار أسعار الأسهم بما يتفق مع نظرية أصحاب المصلحة، وهدفت دراسة حسين(٢٠٢٣) إلى تحيد تأثير ميول المستثمرين على خطر انهيار أسعار الأسهم واختبار الدور المعدل للإفصاح عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم بالتطبيق على عينة مثلت ٨٠ شركة بمؤشر EGX-100 للفترة من ٢٠١١-٢٠٢٠، وتوصلت إلى وجود أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات ليس له تأثير على خطر انهيار أسعار الأسهم. في ضوء العرض السابق تبين أن غالبية الدراسات السابقة اتفقت على وجود علاقة عكسية (ارتباط سلبي) بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وخطر انهيار أسعار الأسهم بما يتفق ومنظور نظريتي الإشارة وأصحاب المصالح، وتوصلت دراسة Xu et al.(2021) إلى أن الإفصاح الانتقائي عن المعلومات البيئية يزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم، وباستثناء دراسة Murata and Hamori,2021 التي استخدمت عينات لشركات في بيئات مختلفة والتي تباينت نتائجها نتيجة لأن سوق الأسهم قد تكون له محددات تعتمد على المناطق وتختلف في خصائصها، ودراسة هشام حسين(٢٠٢٣)توصلت لعدم وجود تأثير للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على خطر انهيار أسعار الأسهم. وبناء على ما سبق يمكن استنتاج الفرض الثاني: توجد علاقة ارتباط سالبة وذات تأثير معنوي بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وخطر انهيار اسعار الأسهم. نتائج الدراسة التطبيقية :

يتمثل مجتمع الدراسة التطبيقية في شركات المساهمة المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية والمدرجة بمؤشر EGX 100 EWI متساوى الأوزان، وتم اختيار عينة مثلت ٣٤ شركة للفترة من ٢٠١٧ إلى ٢٠٢١. واعتمدت الدراسة لقياس الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على الدرجة المعيارية التي حصلت عليها كل شركة من شركات مؤشر EGX 100 عن الأبعاد الثلاثة البيئي والاجتماعي والحوكمة (ESG Score)، ولقياس كفاءة الاستثمار وفقاً لنموذج دراسة (Biddle et al., 2009) لقياس كفاءة الاستثمار وفقاً لمعادلة الانحدار التالية:-

$$\text{Investment}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sales Growth}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

وقياس خطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً لمعامل الإلتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للأسهم ومقياس تقلب العوائد من أسفل إلى أعلى، ولأغراض التحكم وضبط تأثير بعض العوامل أو المتغيرات الحاكمة الأخرى لهذا التأثير تم تضمين النماذج التطبيقية والممثلة للعلاقات بين المتغيرات ببعض المتغيرات الرقابية والتي من المتوقع أن يكون لها تأثير محتمل على كفاءة الاستثمار وخطر انهيار أسعار الأسهم، علماً بأنها لا تدخل ضمن نطاق أو مجال الدراسة الحالية، وتم تحديد هذه المتغيرات وكيفية قياسها في ضوء الدراسات السابقة ومدى توافر البيانات اللازمة لقياسها بالتقارير والقوائم المالية للشركات محل الدراسة وتتمثل في (حجم الشركة، الرافعة المالية، العائد على الأصول، القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية، التدفقات النقدية التشغيلية).

### نتائج البحث :

١- ثبوت صحة الفرض الأول والذي ينص على " وجود تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على كفاءة الاستثمار " حيث تبين:- وجود تأثير إيجابي (سلبى) معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وكفاءة (عدم كفاءة) الاستثمار، ووجود أثر سلبى معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وإفراط الاستثمار، ووجود أثر سلبى معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ونقص الاستثمار، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج الدراسات السابقة (Samt and Benlemlih and Bitar, 2018؛ Jarbou, 2017؛ Khediri, 2021) كما أظهرت نتائج تحليل الانحدار وجود أثر سلبى للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وإفراط ونقص الاستثمار وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Samt and Jarbou, 2017). وتشير هذه النتائج بما يتوافق مع نظرية أصحاب المصالح إلى أن الشركات التي تقص عن المسؤولية الاجتماعية تستخدمها للتواصل بشكل أفضل مع أصحاب المصالح مما يؤدي لتحسين بيئة المعلومات وتقليل عدم تماثل المعلومات وتكاليف التمويل والحد من السلوك الإنتهازي للإدارة وتخفيض تكاليف الوكالة

وبالتالي يقلل من نقص وإفراط الاستثمار.

٢ - عدم ثبوت صحة الفرض الثاني والذي ينص على " وجود علاقة ارتباط سلبية وذات تأثير معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وخطر انهيار أسعار الأسهم". حيث تبين: وجود علاقة ارتباط موجبة وذات تأثير معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وخطر انهيار أسعار الأسهم. وأظهرت نتائج تحليل الانحدار وجود أثر إيجابي معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على خطر انهيار أسعار الأسهم بمقياسيه في ظل المتغيرات الرقابية، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Xu et al.,2021) , وتختلف مع ما توصلت له الدراسات (Khajavai et al.,2018؛ Bae et al.,2021؛ Feng et al.,2022؛ علاء حسين، ٢٠٢٠؛ عبد الله محمد ٢٠١٩) حيث توصلت لوجود علاقة سلبية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وخطر انهيار أسعار الأسهم، وتشير هذه النتيجة بما يتوافق مع منظور نظرية الوكالة إلى أن مديري الشركات يستغلون الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية لتحقيق أهداف ومناافع إدارية وتبالغ الإدارة في الاستثمار في أنشطة المسؤولية الاجتماعية لبناء سمعتها الشخصية واستخدامها لتشتيت انتباه المساهمين وأصحاب المصالح عن الأخبار السلبية المخفية وسوء سلوك الإدارة ومع تراكم هذه الأخبار والإفصاح عنها دفعة واحدة يؤدي إلى انهيار أسعار الأسهم.

### توصيات البحث:

- ١- ينبغي لهيئة سوق رأس المال توجيه الشركات لتعزيز مسؤوليتها الاجتماعية من خلال تقديم المزيد من الحوافز للاستثمارات في مجالات وأنشطة المسؤولية الاجتماعية والإفصاح عنها.
- ٢- الاهتمام بتحسين جودة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات المقيدة بالبورصة بصفة عامة والشركات المقيدة بمؤشر EGX 100 بصفة خاصة من خلال زيادة الإشراف والرقابة على جودة وشفافية الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية من خلال زيادة آليات حوكمة الشركات، وتفعيل الدور الإشرافي والرقابي للجنة المسؤولية الاجتماعية أو لجنة الاستدامة أو لجنة المسؤولية البيئية بالشركات، والإلزام بالمراجعة الداخلية والخارجية لتقرير ومعلومات الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، وقيام الجهات التنظيمية بتعزيز وعي الشركات بالإفصاح عن معلومات المسؤولية الاجتماعية وزيادة شفافية المعلومات وتقارير المسؤولية الاجتماعية والحد من إخفاء الأخبار والمعلومات السلبية حتى يمكن للمستثمرين التقييم السليم لهذه المعلومات وتجنب التحيز والمبالغة في ردود الفعل تجاه المعلومات السلبية مما يؤثر على عوائد الأسهم وتخفيف تقلبها وبالتالي يكون لها انعكاس في أسعار الأسهم واستقرار سوق المال.

### قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

البورصة المصرية. (٢٠١٩). الدليل الاسترشادي لأفصاح الشركات المقيدة عن الأداء المستدام، ٨.

<https://www.egx.com.eg/ar/Sustainability-Guidance.aspx>

- حسين, محمد ابراهيم محمد. (٢٠١٩). قياس تأثير جودة التقارير المالية وآليات حوكمة الشركات وخصائص المديرين التنفيذيين على كفاءة القرارات الاستثمارية: دراسة تطبيقية. *الفكر المحاسبى*, جامعة عين شمس, ٢٣ (٢), ٥٣٠.
- حسين, علاء على احمد. (٢٠٢٠). تحليل العلاقة بين غموض التقارير المالية, أداء المسؤولية الاجتماعية, ممارسات التجنب الضريبي, وبين خطر الانهيار المستقبلى لأسعار اسهم الشركات ذات التصنيف فى مؤشر البورصة المصرية للاستدامة. *الفكر المحاسبى*, ٢٤ (١), ١٧.
- حسين, هشام محمود عبده. (٢٠٢٣). قياس أثر الإفصاح عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات على العلاقة بين ميول المستثمرين ومخاطر انهيار أسعار الأسهم [رسالة دكتوراه غير منشورة]. جامعة القاهرة, ٧٦-٧٥.
- الرفاعى, ايمن محمد. (٢٠٢٢). أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة على عدم تماثل المعلومات مع دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة فى المؤشر المصرى لمسئولية الشركات. *مجلة البحوث المحاسبية*, جامعة طنطا, (٢), ١٠٢-٤٢.
- السخاوى, أحمد ايمن أحمد محمد. (٢٠١٧). تطور مفهوم المسؤولية الاجتماعية للشركات: مراجعة للأدبيات. *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*, جامعة الاسكندرية, ١ (١), ١٨٦-١٨٧.
- سليمان, حامد نبيل حامد. والجوهري, ابراهيم السيد محمد ابراهيم. (٢٠٢٢). الإفصاح عن أبعاد المسؤولية الاجتماعية وقيمة المنشأة: دور خصائص مجلس الإدارة بالتطبيق على شركات المساهمة المقيدة بالبورصة. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*, جامعة دمياط, ٣ (١), جزء ٢, ٩٧٤.
- شعبان, محمد رمضان محمد. (٢٠١٩). أثر الإفصاح عن الاستدامة على قيمة الشركة دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة فى مؤشر مسؤولية الشركات المصري. *مجلة البحوث المحاسبية*, جامعة طنطا, (١), ٨٥-٥٧.
- الصايغ, عماد سعد محمد. وعبد المجيد, حميدة محمد. (٢٠١٥). قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات. *مجلة المحاسبة والمراجعة*, جامعة بنى سويف, ٣ (١), ٦.
- الصباغ, أحمد عبده السيد. (٢٠١٩). أثر جودة المعلومات المحاسبية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *الفكر المحاسبى*, جامعة عين شمس, ٢٣ (٤), ص ٤.
- الطحان, ابراهيم محمد. (٢٠١٨). أثر الإفصاح الاختياري عن معلومات المسؤولية الاجتماعية للشركات على عدم تماثل المعلومات فى سوق الأوراق المالية: دراسة نظرية تطبيقية. *مجلة البحوث المحاسبية*, جامعة طنطا, (١), ٥٩٠-٦٥٤.
- طنطاوى, سعاد موسى. (٢٠٢٢). أثر المقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم دراسة تطبيقية. *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*, جامعة الاسكندرية, ٦ (٢), ٨٤.
- عبد المجيد, حميده محمد. (٢٠١٩). قياس أثر التبنى الإلزامى لمعايير التقرير المالي الدولية على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات السعودية. *مجلة البحوث المحاسبية*, الجمعية السعودية للمحاسبة, ١٤ (١), ٦٩-١٤٢.
- عبد المجيد, حميده محمد. (٢٠٢٠). قياس أثر القدرة الإدارية على الاستثمار دراسة تطبيقية على الشركات السعودية. *مجلة الإدارة العامة*, (١), ٦١, ٨٧-١٥٨.
- عبدالله, ياسر محمد أحمد. (٢٠١٨). الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وقيمة الشركة: أدلة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*, جامعة الاسكندرية, ٢ (٢), ٥٣٦.

محمد, عبد الله حسين يونس.(٢٠٢١). أثر الملكية الادارية على العلاقة بين ادراج الشركات بالمؤشر المصري للمسئولية الاجتماعية و كفاءة الاستثمار- دراسة تطبيقية/الفكر المحاسبي, جامعة عين شمس, ٢٥, (٢), ٩.

محمد, عبد الله حسين يونس.(٢٠١٩). أثر الإفصاح عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات على خطر انهيار سعر السهم-دراسة تطبيقية في بيئة الاعمال المصرية.مجلة المحاسبة المصرية, (١٦), ٧٣-١٥١.

محمد, عبد الله حسين يونس.(٢٠٢٠). أثر جودة التقارير المالية والقدرة الادارية على العلاقة بين ممارسات تجنب الضريبة وكفاءة القرارات الاستثمارية في بيئة الاعمال المصرية/الفكر المحاسبي, جامعة عين شمس, ٢٤, (٣), ١-٤٩.

مسعود, سناء ماهر محمدى.(٢٠٢٠). قياس أثر تبني معايير التقارير المالية الدولية على جودة التقرير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم- دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية/الفكر المحاسبي, جامعة عين شمس, ٢٤, (٣), ٢٣-٢٥.

مليجي, مجدى مليجي عبد الحكيم.(٢٠١٤). محددات الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية وأثره على أداء وسمعة البنوك في البيئة المصرية -دراسة نظرية وتطبيقية.مجلة العلمية للاقتصاد والتجارة, جامعة عين شمس (٤), ١-٨١.

نصير, عبدالناصر عبداللطيف محمد.(٢٠٢٢). أثر تطبيق لغة تقارير الأعمال الموسعة على خطر انهيار أسعار الأسهم: دليل من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي.مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية, جامعة الاسكندرية, ٦(١), ٢٤٥.

الهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة.(٢٠١٧). قانون الاستثمار رقم ٧٢ لسنة ٢٠١٧,

<https://www.gafi.gov.eg/Arabic/Pages/default.aspx>.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:

Al-Hadrami, A ,Rafiki, A. ,and Sarea, A.(2020).The impact of an audit committee's independence and competence on investment decision: a study in bahrain. *Asian Journal of Accounting Research*,5(2), 299-313. <https://doi.org/10.1108/AJAR-02-2020-0008>.

AlHiyari,A.,Ismail,A.I.,Kolsi,M.C.,andKehinde,O.H.(2023).Environmental,social and governance performance (ESG) and firm investment efficiency in emerging markets :The interaction effect of board cultural diversity. *Corporate Governance*,(23)1,650-673. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2022-0133>

Alkayed, H.A.M.(2018).The determinants and consequences of corporate social responsibility disclosure: The case of Jordan[Doctoral dissertation, University of Salford].1-236.

<https://salford-repository.worktribe.com/output/1384948>.

Ardianto, H., Harymawan, I., Paramitasari, Y.I., and Nasih, M.(2020).Financial reporting quality and investment efficiency :Evidence from Indonesian stock market. *Economics and Financial Indonesia*,66(2),112-122.

Azizul Islam, M.(2017). CSR reporting and legitimacy theory: Some thoughts on future research agenda. In: Aluchna, M., Idowu, S.(eds)*The Dynamics of Corporate Social Responsibility. CSR, Sustainability, Ethics & Governance*. Springer,Cham,5-9.[https://doi.org/10.1007/978-3-319-39089-5\\_17](https://doi.org/10.1007/978-3-319-39089-5_17).

- Bae, J., Yang, X., and Kim, M.(2021).ESG and stock price crash risk: Role of financial constraints. *Asia-pacific Journal of Financial Studies*,50,556-581. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12351>.
- Benlemlih, M., and Bitar ,M.(2018).Corporate social responsibility and investment efficiency. *Journal of Business Ethics*,148(3), 647-671. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3020-2>.
- Benlemlih, M., and Bitar ,M.(2018).Corporate social responsibility and investment efficiency. *Journal of Business Ethics*,148(3), 647-671. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3020-2>.
- Biddle, G.C., Hilary, G., and Verdi, R.S.(2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*,48(2-3),112-131. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001>
- Budiyono ,B .,and Maryam,D.(2017).Disclosure of corporate social responsibility(CSR)through company characteristics at company listed on LQ45 Indonesia stock exchange (IDX).*International Journal of Economics & Business and Accounting Research (IIEBAR)* ,2(1),2,21-33.<https://jurnal.stie-aas.ac.id/index.php/IJEBAR/article/view/275>.
- Chen ,J., Hong, H., and Stein, J.(2001).Forecasting crashes :Trading volume ,past returns ,and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial economics*,61,348.
- Chen, Z., Liu, L., Sun, Q., and Wang, Z.(2021).Influencing factors of stock price crash risk[paper presentation].Proceedings of The 3rd International Conference on Economic management and Cultural Industry(ICEMI2021),Advances in Economics, Business and Management Research, 203,631-636.
- Dai, J., Lu, C., and Qi, J.(2019).Corporate social responsibility disclosure and stock price crash risk: Evidence from china.*Sustainability*,11,448,3. <https://doi.org/10.3390/su11020448>.
- Dang, V.A., Lee, E., Liu, Y. ,and Zeng, C.(2018).Corporate debt maturity and stock price crash risk. *European Financial Management*,24(3),452 . <https://doi.org/10.1111/eufm.12134>
- Ellili, N.O.D.(2022).Impact of ESG disclosure and financial reporting quality on investment efficiency. *Corporate Governance*,22(5),1094-1111.<https://doi.org/10.1108/CG-06-2021-0209>
- Erdogan, S.B., Danisman, G.O., and Demir, E.(2024). ESG performance and investment efficiency: The impact of information asymmetry. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*,(91),101919,1-19. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2023.101919>.

- Fauziah, D.A., Sukoharsono, E.G., and Saraswati, E.(2021).Corporate social responsibility disclosure, investment efficiency, innovation and firm value. *Assets Jurnal Akuntansidan pendidikan*,10(1),11-٢٢. <http://doi.org/10.25273/jap.v10i1.6259>.
- Feng,J.,Goodell,J.W., and Shen,D. (2022).ESG rating and stock price crash risk: Evidence from China. *Finance Research Letters*,46 (B), 102476,1-8. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102476>
- Firmansyah, A.and Triastie, G.A.(2020).The role of corporate governance in emerging market: Tax avoidance, corporate social responsibility disclosures, risk disclosures, and investment efficiency. *Journal of Governance and Regulation*,9(3),1-19. <https://doi.org/10.22495/jgrv9i3art1>
- Freeman, R.E., and Dmytriyev, S.(2017).Corporate social responsibility and stakeholder theory: Learning from each other. *Symphonya Emerging Issue in Management*,(1),9-10. <https://doi.org/10.4468/2017.1.02freeman.dmytriyev>.
- Global Reporting Initiative.(2015).G4 sustainability reporting guidelines: Reporting Principles and standard disclosures.12-16. [www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org)
- Guariglia, A., and Yang, J.(2016).A balancing act: Managing financial constraints and agency costs to minimize investment inefficiency in the Chinese market. *Journal of Corporate Finance*,36,111-130. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.006>
- Gul, F.A., Krishnamurti, C., Shams, S., and Chowdhury ,H.(2020).Corporate social disclosure, overconfident CEO and empire building: Agency and stakeholder theoretic perspectives. *Journal of Business Research*,111,52-68. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.01.035>
- Habib, A., Jiang, H., and Hasan, M.M.(2018).Stock price crash risk: Review of the empirical literature. *Accounting and Finance*,58,211. <https://doi.org/10.1111/acfi.12278>.
- Hackston, D., and Milne, M.J.(1996).Some determinants of social and environmental disclosures in new Zealand companies. *Accounting, Auditing &Accountability Journal*,9(1),p 78. <https://doi.org/10.1108/09513579610109987>.
- Hammami, A., and Zadeh, M.H.(2020).Audit quality, media coverage, environmental, social, and governance disclosure, and firm investment efficiency evidence from Canada. *International Journal of Accounting &Information Management*,28(1),45-72. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-03-2019-0041>.
- Hamrouni, A., Bouattour, M., Ben Farhat Toumi, N., and Boussaada, R.(2022).Corporate social responsibility disclosure and information asymmetry: Does boardroom attributes matter? *Journal of Applied Accounting Research*,23(5),900. <https://doi.org/10.1108/JAAR-03-2021-0056>
- Harymawan, I., Nasih, M., Augstia, D., Putra, F.,K.G., and Diajadikerta, H.G.(2022).Investment efficiency and environmental, social, and governance reporting :Perspective from corporate integration management. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*,29(5),1186-1202. <https://doi.org/10.1002/csr.2263>.

- Herbert, J. and Harto, P.(2021).The effect of financial reporting quality and family ownership on investment efficiency with audit quality as moderating variable (empirical study on manufacture firms listed on Indonesia stock exchange in the year of 2015-2019.*Diponegoro Journal of Accounting* ,10(1),1-12.
- Ho, K-C., Li, H-M., and Gong, Y.(2022).How does corporate social performance affect investment efficiency? An empirical study of china market. *Borsa Istanbul Review*,22(3),515-524.
- Huang, F., Chen, M.Liu, R.(2023). The nature of corporate social responsibility disclosure and investment efficiency :Evidence from China. *Frontiers in Environmental Science*,11,-24. <https://doi.org/10.3389/fenvs.2023.1028745>.
- Khajavai,S.,Tghizadeh,R.,Mahrluie,S.M.,and Rezaee,G.(2018).Corporate social responsibility and stock price crash risk: Evidence from emerging market. *Iranian Journal of Accounting, Auditing and Finances*,2(1),97. [https://ijaaf.um.ac.ir/article\\_24852.html](https://ijaaf.um.ac.ir/article_24852.html).
- Khediri, K.B.(2021).CSR and investment efficiency in western European countries. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*,28(6),1770. <https://doi.org/10.1002/csr.2151>.
- Laan, S.V.D(2009).The role of theory in explaining motivation for corporate social disclosure :Voluntary disclosure vs solicited disclosure. *The Australasian Accounting Business & Finance Journal*,3(4),26.
- Lakhal, N.Guizani, A.Sghaier, A.Abdelli, M.E.and Slimene,I.(2021).The impact of CSR performance on efficiency of investment using machine learning[paper presentation].*proceeding of the international conference on business and financial*,2, Vietnam,567. <https://hal.science/hal-03375264>
- Lee, M-T.(2020).Corporate social responsibility and investment efficiency: evidence from an emerging Asian market. *DLSU Business & Economics Review*,29(2),3.
- Liao, Q.(2013).Overvaluation and stock price crashes: The effects of earring management.[Doctoral dissertation, university of Texas at Arlington].2-3. <http://hdl.handle.net/10106/24153>.
- Lins, K.V., Servaes, H., and Tamayo, A.(2017).Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during The financial crisis. *The Journal of Finance*,72(4),1785-1824. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>
- Liu, L., and Tian, G.G.(2021).Mandatory CSR disclosure, monitoring and investment efficiency: Evidence from china. *Accounting and Finance*,61,595-644. <https://doi.org/10.1111/acfi.12588>
- Mahmes, K.A.M.(2018).Corporate social responsibility disclosure: Theory and empirical insights from the Libyan extractive sector(2009-2014) and related

- accounting education consideration [Doctoral dissertation, University of Brighton].p41.  
[https://cris.brighton.ac.uk/ws/portalfiles/portal/5928535/Volume\\_1\\_thesis\\_the\\_final\\_submission.pdf](https://cris.brighton.ac.uk/ws/portalfiles/portal/5928535/Volume_1_thesis_the_final_submission.pdf)
- Mahmud, M.T.(2019).Legitimacy theory and its relationship to CSR disclosures: literature review,p3. . <http://www.researchgate.net/publication/332071103>.
- Mousa, G.A., and Hassan, N.T.(2015).Legitimacy Theory and Environmental Practices: Short note. *International Journal of Business and Statistical Analysis*,2(1),41-53. <http://dx.doi.org/10.12785/IJBSA/020104>.
- Ness, K.E., and Mirza, A.m.(1991).Corporate social disclosure: A note on a test of agency theory. *British Accounting Review*,23,pp212-216.
- Paragina, A.B., and Leon, F.M.(2020).The influence of CSR and corporate governance on the risk of share prices in banking in Indonesia. *The Management Journal of Binaniage*,.5(2),90. <https://doi.org/10.33062/mjb.v5i2.361>
- Pranawaningsih, R.R.Y.A., and Anas, E.P.(2020,september 14-16).*Analysis of the effect of agency problem on sustainability practices of public companies in Indonesia*[paper presentation].Proceedings of the 1<sup>st</sup> International Conference on Sustainable Management and Innovation,ICOSMI,Bogor,WestJava,Indonesia,3-4 <http://dx.doi.org/10.4108/eai.14-9-2020.2304402>
- Samet, M.and Jarboui, A.(2017).How does corporate social responsibility contribute to investment efficiency? *Journal Multinational Financial Management*,40,33-46. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2017.05.007>
- Shahzad, F.,Rehman, I.U,Colombage, S.,and Nawaz, F.(2019).Financial reporting quality, family ownership, and investment efficiency :An empirical investigation. *Managerial Finance*,45(4).515-516. <https://doi.org/10.1108/MF-02-2018-0081>
- Thuy, C.T.M., Trung, T.Q., Khuong, N.V.,and Liem, N.T.(2021).From corporate social responsibility to stock price crash risk : Modelling the mediating role of firm performance in an emerging market. *Sustainability*,13(22),3. <https://doi.org/10.3390/su132212557>.
- Wibowo, R.A.(2021).Disclosure of corporate social responsibility and factors that influence it :evidence in indonesia .*Journal of Business and Management Review*,2(11),789. <https://doi.org/10.47153/jbmr211.2692021>.
- Xu, F., Ji, Q., and Yang., M.(2021).The pitfall of selective environmental disclosure on stock price crash risk :Evidence from polluting companies in china. *Frontiers in Environmental Science*,9,1-19. <https://doi.org/10.3389/fenvs.2021.622345>.
- Yassin, M.Z.(2021).The association between audit committee characteristics and corporate social responsibility disclosure in GCC countries. *Journal of Commerce and Finance*, Tanta University,41(3),11-14.
- Yi, B.(2021).Factor affecting firm-specific stock price crashes :A review. *International Journal of Frontiers in Sociology*,3(19),4-8.
- Zamir, F., Shailer, G., and Saeed, A.(2020).Do corporate social responsibility disclosures influence investment efficiency in the emerging markets of Asia.

*International Journal of Managerial Finance*,18(1),30.  
<https://doi.org/10.1108/IJMF-02-2020-0084>

Zerbini, F.(2017).CSR Initiatives as Market Signals: A review and research agenda.  
*Journal of Business Ethics*,146(1),1-23. <http://www.jstor.org/stable/45022301>.

Zhang, Z., Su ,Z., Wang, K., and Zhang, Y.(2022).Corporate environmental information disclosure and stock price crash risk :Evidence from Chinese listed heavily polluting companies. *Energy Economics*,112,2.  
<https://doi.org/10.1016/j.eneco.2022.106116>.

Zhong, M., and Gao, L.(2017).Does corporate social responsibility disclosure improve firm investment efficiency? Evidence from china. *Review of Accounting and Finance*,16(3),350.<https://doi.org/10.1108/RAF-06-2016-0095>