

دراسة تحليلية للعلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر المنشأة¹

إعداد الباحث

رمضان رجب عبدالفتاح عبدالرازق

المدرس المساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة القاهرة

إشراف

أ. د. أحمد محمد أحمد أبوطالب

أستاذ المحاسبة المالية

كلية التجارة - جامعة القاهرة

المستخلص

يستهدف هذا البحث دراسة وتحليل العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر المنشأة، ولتحقيق هذا الهدف، فقد اعتمد الباحث على منهج الدراسة النظرية من خلال استعراض ما ورد بالأدب المحاسبي لاستقراء وتحليل الدراسات السابقة المرتبطة بمتغيرات البحث. ولقد توصل الباحث إلى أن الإفصاح عن الاستدامة يساهم في تخفيض مخاطر المنشأة، من خلال تحسين بيئة المعلومات داخل المنشأة، والحد من عدم تماثل المعلومات وعدم التأكد بشأن العوامل التي تؤثر على قيمة المنشأة وتدفعاتها النقدية؛ مما يساهم في تخفيض تقلبات عوائد الأسهم وتخفيض تكلفة رأس المال، الأمر الذي ينعكس على تخفيض مخاطر المنشأة. كما أن الإفصاح عن الاستدامة يؤكد على الالتزام بالعقد الاجتماعي القائم بين المنشأة والمجتمع الذي تعمل فيه، مما يساعد على إضفاء الشرعية على أنشطة المنشأة، ويساهم في تحسين سمعة المنشأة، والتي تولد رأسمال أخلاقي يوفر حماية شبيهة بالتأمين تُقلل من تعرض المنشأة للمخاطر. وبالرغم من ذلك، وفي ضوء نظرية الانتهازية الإدارية فقد يستخدم المديرون الإفصاح عن الاستدامة لتحقيق مصالحهم الشخصية، والاستمرار في مناصبهم الإدارية؛ وبالتالي زيادة تكاليف الوكالة ومخاطر المنشأة. على الجانب الآخر، فإن المخاطر المرتفعة للمنشأة قد تدفع الإدارة إلى توفير مزيد من الإفصاح عن الاستدامة

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

من أجل تخفيض عدم تماثل المعلومات؛ وبالتالي تخفيض المخاطر، مما يُشير إلى وجود علاقة متبادلة بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر المنشأة.

كلمات الفهرسة: الإفصاح عن الاستدامة Sustainability Disclosure؛ مخاطر المنشأة Firm Risk.

Abstract

An analytical study of the relationship between sustainability disclosure and firm risk.

This paper aims to study and analyze the relationship between sustainability disclosure and firm risk. to achieve this goal, the researcher has relied on the theoretical study approach by reviewing and analyzing what was stated in the literature review with regard to this relationship. The researcher concluded that, the sustainability disclosure contributes to reducing the risk of the firm, by improving the information environment and reducing information asymmetry and uncertainty about the factors that affect the value of the firm and its cash flows, This contributes to reducing the volatility of stock returns and reducing the cost of capital, which is reflected in reducing the firm's risk. Also, the sustainability disclosure confirms the commitment to the existing social contract between the firm and the community, which helps to legitimize the firm's activities, and contributes to improving the firm's reputation, which can generate moral capital or goodwill among stakeholders, which provide insurance-like protection that reduces a firm's risk exposure. Nevertheless, and based on the theory of managerial opportunism, managers may use sustainability disclosures to achieve their personal interests and continue in their

managerial positions. Thus increasing agency costs and firm risk. On the other hand, higher firm risk may lead management to provide more sustainability disclosure in order to reduce information asymmetry; Consequently, reduced the risk, which indicates to presence of Bidirectional effects between sustainability disclosure and firm risk.

Keywords: Sustainability Disclosure; Firm Risk; Analytical Study.

مقدمة

تزايد الإفصاح عن الاستدامة في السنوات الماضية، حتى أصبح الآن ممارسة مألوفة بين الشركات في جميع الدول المتقدمة والنامية على حد سواء. ويرجع التوسع في الإفصاح عن الاستدامة إلى زيادة اهتمام أصحاب المصلحة بأداء الشركات البيئي والاجتماعي والحوكمي، بجانب أدائها المالي (Dhaliwal et al., 2014)، وتستجيب الشركات في هذا النوع من الإفصاح إلى ضغوط أصحاب المصلحة من أجل تجاوز التقارير المالية السنوية والكشف عن المعلومات غير المالية مثل القضايا الاجتماعية والبيئية وقضايا الحوكمة (Bualley et al., 2020)، لاسيما في أعقاب الانهيارات المالية والاقتصادية التي شهدتها العالم مؤخراً، والتي أثارت الشكوك حول مدى قدرة التقارير المالية التقليدية على إظهار الأداء الحقيقي للشركة، وتوفير صورة كافية عن الأبعاد المختلفة لقيمة المنشأة في الوقت الحاضر (Allen et al., 2008). حيث تُظهر الأدلة أن دمج المعلومات المالية وغير المالية يوفر فهماً أفضل لجهود الاستدامة التي تبذلها الشركات، كما أنه يُساهم في تقييم أفضل للأداء طويل الأجل للشركة (Shoaf, et al., 2018).

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

ومع تزايد الإفصاح عن الاستدامة، تمايلاء المزيد من الاهتمام للآثار الاقتصادية لاستدامة الشركات، ليس فقط من قبل أصحاب المصلحة في الشركات بما في ذلك المستثمرين والموردين والموظفين، ولكن أيضاً من قبل الباحثين والأكاديميين (Tzouvanas, 2020). في الواقع فإن شعبية استدامة الشركات والزيادة السريعة في الطلب على الإفصاح عن الاستدامة، قد أثارت التساؤل عن سبب اختيار الشركات أن تكون مسؤولة اجتماعياً وبيئياً بدلاً من مجرد التركيز على تعظيم الأرباح فقط؟ وعن الفوائد التي تجنيها الشركات من خلال تأمين تصنيف عالٍ للإفصاح عن الاستدامة؟

وتمشيًا مع هذا الاتجاه فقد أكدت العديد من الدراسات الأكاديمية في مجال الإفصاح الطوعي عن أهمية تقارير الاستدامة، والتي تؤدي إلى زيادة شفافية ومساءلة الشركات (Dhaliwal et al., 2012) وتحقيق العديد من المنافع بما يساهم في زيادة القيمة السوقية وتحسين الوضع التنافسي للشركة (Martínez–Ferrero et al., 2017)، حيث أشارت دراسة Adel et al. (2019) إلى أن تقارير الاستدامة تسمح بتخفيض عدم تماثل المعلومات بين المديرين وأصحاب المصالح؛ مما يؤثر على عملية صنع القرار، وتحسين العلاقات مع أصحاب المصالح ومقابلة توقعاتهم، وتحسين الثقة في الأسواق المالية، وقد أكد على ذلك كلٌّ من (Martínez–Ferrero et al., 2017; Michaels and Grüning, 2017).

وقد أشار البعض إلى أن الإفصاح عن الاستدامة يؤدي إلى تحسين الأداء المالي للشركة؛ بسبب تفضيل العملاء لمنتجات الشركة التي تقي بمسئولياتها الاجتماعية والتزاماتها البيئية، الأمر الذي ينعكس على ارتفاع المبيعات وزيادة الحصة السوقية للشركة ومن ثم تحسين الأداء المالي (Platonova et al., 2018; Lasker and Maji, 2018).

كما أكدت نتائج العديد من الدراسات على أن الإفصاح عن الاستدامة يؤثر بشكل إيجابي على التصنيفات الائتمانية للشركة، وتدفعاتها النقدية؛ مما ينعكس على تخفيض تكلفة رأس المال (Monti et al., 2019; Plumlee et al., 2015; Dhaliwal et al., 2011). وبالتالي، إذا اعتبرتمخاطر الشركة أحد المحددات الهامة لتكلفة رأس المال، فسيكون للإفصاح عن الاستدامة تأثير على قيمة المساهمين من خلال التأثير على مخاطر الشركة (Sassen et al., 2016). علن هذا الخلفية، يرى الباحث أن ممارسات الاستدامة (والتي تشمل الإفصاح عن الاستدامة) في إستراتيجية الشركة يناسب المفهوم الشامل لإدارة المخاطر، والذي يتضمن إدارة وتخفيض المخاطر من أجل تحقيق التوازن بين أهداف أصحاب المصلحة المختلفين.

وفي هذا الصدد، توصل (Harjoto and Laksmana, 2018) إلى إن ممارسات الاستدامة، تؤدي إلى تخصيص موارد الشركة بشكل متكافئ لتلبية احتياجات أصحاب المصلحة المستثمرين وغير المستثمرين، وبالتالي توجه القرارات الإدارية نحو المستوى الأمثل للمخاطرة. بمعنى آخر، تقلل استدامة الشركات من المخاطرة عندما يكون مستوى المخاطرة للشركات مرتفعًا

للغاية (أي تخصيص الكثير من الموارد للمساهمين)، وتشجع على المخاطرة عندما يكون مستوى المخاطرة منخفضًا (أي تخصيص الكثير من الموارد لأصحاب المصلحة غير المستثمرين). وبالتالي فإن استدامة الشركات ترتبط سلبياً بالانحراف عن المستوى الأمثل للمخاطرة.

هذا، ويميل بعض الباحثين إلى النظر إلى الإفصاح عن الاستدامة كإستراتيجية لإدارة المخاطر تعمل على تحسن سمعة الشركة، وتولد رأسمال أخلاقي يمكن أن يوفر حماية تشبه التأمين لتدفقاتها النقدية، مما يقلل من مخاطرها تجاه السوق (Godfrey, 2005)؛ وبالتالي التأثير على المخاطر النظامية للشركة (Jo and Na 2012; Oikonomou et al. 2012). كما أن هناك رأي في الأدبيات بأن الاستثمارات في الأنشطة المتعلقة بالاستدامة والتيساعد على بناء علاقات جيدة مع أصحاب المصلحة في الشركة هي بمثابة خيار حقيقي يمكن أن تستخدمه الشركة لتقليل تكاليفها التشغيلية وأسعار مدخلاتها؛ وبالتالي تقليل مخاطر الشركة التشغيلية (المخاطر غير النظامية) (Husted, 2005; Cheung, 2016).

وقد أكد على ذلك دراسات (Sassen et al., 2016; Lueg et al., 2019) والتي أوضحت أن الشفافية في الإفصاح عن القضايا المرتبط بأداء الاستدامة تخلق ردود فعل إيجابية تساعد على بناء الثقة والسمعة الجيدة للشركة فيما يتعلق بهذا الأداء؛ وبالتالي تساهم في إدارة وتخفيض مخاطر الشركة. كما أشارت دراسة (Christensen, 2016) إلى أن الإفصاح عن الاستدامة يعمل على توفير حماية لأسعار أسهم الشركة عند حدوث تصرفات سيئة من قبل إدارة الشركات، حيث توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي سبق لها إصدار تقارير استدامة واجهت أسعار أسهمها رد فعل سلبي أقل من الشركات التي لم تصدر تقارير استدامة من قبل، وذلك عند حدوث تصرفات انتهازية من قبل إدارة تلك الشركات.

وبالرغم من ندرة الدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر الشركة، إلا أن نتائج هذه الدراسات جاءت متضاربة حيث توصلت بعض الدراسات إلى وجود علاقة سلبية (على سبيل المثال: Cui, et al., 2017; Harjoto and Laksmana, 2018)، بينما توصلت دراسات أخرى إلى وجود علاقة إيجابية (على سبيل المثال: Nguyen and Bolton (2013)؛ في حين توصلت دراسة (Nguyen, 2015; Ayadi et al., 2015)، في حين توصلت دراسة (Bolton (2013) إلى عدم وجود علاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية - والتي تمثل البعد الأكثر أهمية بين

أبعاد الاستدامة - والمخاطر. مما يفتح مجالاً لدراسة وتحليل تلك العلاقة للتعرف على المبررات النظرية التي تُفسر وتدعم النتائج المختلفة التي توصلت إليها الدراسات السابقة.

وبناءً على ما سبق، يمكن للباحث عرض مجموعة من التساؤلات والتي تمثل مشكلة البحث:

- ما هي المبررات التي تُفسر العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر الشركة؟
- ما هو مقياس المخاطر الذي يتأثر بالإفصاح عن الاستدامة؟ هل المخاطر النظامية، أم المخاطر غير النظامية؟
- هل العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر الشركة علاقة تبادلية؟

هدف البحث

يتمثل الهدف الرئيس للبحث في دراسة وتحليل العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر المنشأة، وينبثق من هذا الهدف الرئيس مجموعة من الأهداف الفرعية والتي تتمثل في:

- التعرف على المبررات التي تدعم العلاقة السلبية والعلاقة الإيجابية بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر المنشأة.
- التعرف على نوع المخاطر (المخاطر النظامية، المخاطر غير النظامية) التي تتأثر بالإفصاح عن الاستدامة.
- التعرف على اتجاه العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر المنشأة.

خطة البحث

في ضوء مشكلة البحث، وتحقيقاً لأهدافه، تم تقسيم ما تبقي من البحث على النحو التالي:

1. الدراسات السابقة.
2. الإفصاح عن الاستدامة (مفهومه ودوافعه).
3. مفهوم مخاطر المنشأة.
4. العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر المنشأة.
5. خلاصة البحث.
6. المراجع.

1. الدراسات السابقة

يمكن تناول أهم الدراسات السابقة في مجال العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر المنشأة على النحو التالي:

1/1 دراسة (Ayadi et al. 2015)

استهدفت الدراسة فحص العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وتحمل المخاطر Risk Taking بالإضافة إلى دراسة تأثير الاختلاف في هيكل الحوكمة على تلك العلاقة. وقد تم التطبيق على عينة مكونة من 10106 ملاحظة (سنة/ شركة) تمثل 1959 شركة أمريكية في الفترة من 1995 حتى 2009؛ وذلك لاختبار العلاقة بين المتغيرات التالية: المتغير التابع: تحمل المخاطر، وقد تم قياسها باستخدام أربعة مؤشرات وهي: تقلبات الأرباح للشركة، فجوة الأرباح (الفرق بين الحد الأدنى والأقصى للأرباح على مدى خمس سنوات)، توقع عدم السداد المتكرر (Expected default frequency (EDF) (احتمال تخلف الشركة عن سداد التزاماتها المتعلقة بالديون)، المخاطر غير النظامية. المتغير المستقل: المسؤولية الاجتماعية: تم قياسها بالاعتماد على مؤشر KLD للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات.

من خلال التحليل الإحصائي للبيانات والذي تم باستخدام تحليل الانحدار المتعدد، وتحليل المربعات الصغرى؛ توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات ومخاطر الشركة، حيث تزداد المخاطر مع زيادة نقاط القوة في المسؤولية الاجتماعية بينما تنخفض المخاطر بزيادة نقاط الضعف في المسؤولية الاجتماعية. بالإضافة إلى أن الأبعاد الفردية للمسؤولية الاجتماعية ليس لها نفس التأثير على المخاطر.

2/1 دراسة (Nguyen and Nguyen 2015)

استهدفت الدراسة اكتشاف العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات ومخاطر الشركة. وقد تم التطبيق على عينة مكونة من 3728 مشاهدة لما يقرب من 650 شركة أمريكية والتي تم تصنيفها من قبل مؤشر KLD خلال الفترة من 1991 إلى 2003؛ وذلك لاختبار العلاقة بين المتغيرات التالية: المتغير التابع: مخاطر الشركة، والتي تم قياسها بالانحراف المطلق عن الأداء المتوقع

للشركة. **المتغير لمستقل:** المسؤولية الاجتماعية للشركات، تم قياسه بالاعتماد على مؤشر KLD للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات.

من خلال التحليل الإحصائي للبيانات والذي تم باستخدام تحليل الانحدار توصلت الدراسة إلى: أن الأبعاد المتنوعة للمسؤولية الاجتماعية ليس لها نفس التأثير على مخاطر الشركة، وأن أكثر الأبعاد تأثيراً هي التنوع والعلاقات مع الموظفين، وتشير الدراسة إلى أن كل من نقاط القوة والضعف المرتبطة بالتنوع والعلاقات مع الموظفين ترتبط بعلاقة إيجابية مع مخاطر الشركة، فمن ناحية فإن عدم الاهتمام بالعلاقات مع الموظفين والتنوع يشير إلى التركيز قصير الأجل - الذي قد يكون ناجم عن الحوافز المالية - وهو ما قد يدفع الشركات إلى التضحية بمسئولياتها تجاه الموظفين؛ الأمر الذي قد يترتب عليه زيادة الالتزامات في الأجل الطويل، ومن ناحية أخرى فإن زيادة الالتزام تجاه الموظفين يقابله تكلفة ثابتة مرتفعة تتحملها الشركة يترتب عليها نقل مخاطر الشركة إلى مساهميها.

3/1 دراسة (2016) Sassen et al.,

استهدفت الدراسة اكتشاف تأثير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي (ESG) للشركات على المخاطر السوقية للشركات الأوروبية. وقد تم التطبيق على عينة مكونة من 8752 ملاحظة للشركات الأوروبية، خلال الفترة من 2002 إلى 2014، وذلك لاختبار العلاقة بين المتغيرات التالية: **المتغير التابع:** مخاطر الشركة، والتي تم قياسها بالمقاييس الثلاثة للمخاطر، المخاطر الكلية (مقاسة بالانحراف المعياري السنوي لعوائد الأسهم اليومية على مدار 12 شهر السابقة)، المخاطر النظامية (تم قياسها باستخدام Beta الشركة بالاعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية)، المخاطر غير النظامية (مقاسة بالانحراف المعياري للقيمة المتبقية من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية). **المتغير المستقل:** الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي ESG، تم قياسه من خلال مؤشرات الأداء الثلاثة (البيئية والاجتماعية وحوكمة الشركات) والتي تم الحصول عليها من قاعدة بيانات Thomson Reuters Asset 4.

من خلال التحليل الإحصائي للبيانات والذي تم باستخدام تحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى؛ توصلت الدراسة إلى أن ارتفاع الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي للشركات يخفض من المخاطر الكلية والمخاطر غير النظامية للشركات، وبالنظر إلى التأثير الفردي لكل بُعد فقد أشارت

النتائج إلى أن الأداء الاجتماعي له تأثير سلبي كبير على المقاييس الثلاثة للمخاطر، وأن الأداء البيئي بشكل عام يخفض من المخاطر غير النظامية، بينما المخاطر الكلية والمخاطر النظامية تتأثر فقط في الصناعات ذات الحساسية البيئية، في المقابل لم تتوصل الدراسة إلى وجود تأثير كبير لأداء حوكمة الشركات على مخاطر الشركة.

4/1 دراسة (Benlemlih et al., 2018)

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين الإفصاح البيئي والاجتماعي ومخاطر الشركة. وقد تم التطبيق على عينة مكونة من 1755 مشاهدة (سنة/شركة) للشركات المدرجة في المملكة المتحدة خلال الفترة من 2005 إلى 2013؛ لاختبار العلاقة بين المتغيرات التالية: **المتغير التابع**: مخاطر الشركة، وقد استخدمت الدراسة ثلاثة مقاييس للمخاطر؛ المخاطر الكلية (والتي تم قياسها بالانحراف المعياري لعائد الأسهم اليومي للشركة)، المخاطر النظامية (والتي تم قياسها باستخدام قيمة Beta لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية)، المخاطر غير النظامية (والتي تم قياسها بالانحراف المعياري للقيمة المتبقية من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية). **المتغير المستقل**: مستوى الإفصاح البيئي والاجتماعي، والذي تم قياسه بالاعتماد على مؤشر الإفصاح الذي تم تطويره بواسطة Bloomberg.

من خلال التحليل الإحصائي للبيانات والذي تم باستخدام تحليل الانحدار توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين الإفصاح البيئي والاجتماعي والمخاطر النظامية، بينما توصلت إلى وجود علاقة سلبية بين الإفصاح البيئي والاجتماعي ومخاطر الشركة سواء الكلية أو غير النظامية.

5/1 دراسة (Chollet and Sandwidi 2018)

استهدفت الدراسة فحص العلاقة بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي (ESG) والمخاطر المالية، وقد افترضت الدراسة وجود علاقة دائرية (تبادلية) بين الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي والمخاطر التي تتعرض لها الشركة. وقد تم التطبيق على عينة مكونة من 23194 ملاحظة (سنة/شركة) تمثل 3787 شركة من 40 قطاع منتشرة في 60 دولة حول العالم، في الفترة من 2003 إلى 2012؛ وذلك لاختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة والمتمثلة في: **الأداء البيئي**

والاجتماعي والحوكومي، تم قياسه باستخدام بيانات مؤشر ESG الصادرة عن Thomson Reuters Asset4، المخاطر المالية، تم قياسها باستخدام ثلاث مقاييس؛ المخاطر النظامية (مقاسه باستخدام BETA الشركة من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية)، المخاطر غير النظامية (مقاسه بالانحراف المعياري للتقديرات المتبقية من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية)، المخاطر الكلية (مقاسه بالانحراف المعياري لعائدات الأسهم اليومية خلال السنة السابقة).

من خلال التحليل الإحصائي للبيانات، والذي تم باستخدام a panel vector autoregressive (VAR) model with generalized method of moments (GMM) estimations. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة تبادلية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات ومخاطر الشركة خاصة المخاطر الكلية، بشكل أكثر تحديداً فقد أشارت النتائج إلى أن الأداء الاجتماعي الجيد والحوكمة الجيدة تخفف من مخاطر الشركة، وأن المخاطر المنخفضة تساعد على تخطيط أفضل وتوقع أدق للتدفقات النقدية وبالتالي تعزيز الالتزام بالمسؤولية الاجتماعية للشركات لاسيما الممارسات البيئية والحوكمة الجيدة.

6/1 دراسة (Harjoto and Laksmana (2018)

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات ومخاطر الشركة، وقد افترضت الدراسة أن المسؤولية الاجتماعية ترتبط بشكل سلبي مع الانحراف عن المستوى الأمثل للمخاطر؛ حيث تقوم بتخفيض المخاطر عندما تكون مرتفعة بشكل كبير كما أنها تقوم بتشجيع الشركة على تقبل المخاطر في حالة انخفاضها بشكل كبير قد يؤثر على أرباح الشركة. وقد تم التطبيق على عينة مكونة من 1718 شركة في الفترة من 1998 إلى 2011؛ وذلك لاختبار العلاقة بين المتغيرات التالية: المتغير التابع: الانحراف عن المستوى الأمثل للمخاطر، والذي تم قياسه من خلال الاعتماد على نموذج انحدار (Bargeron et al. (2010 والذي يتضمن خمسة مقاييس للمخاطر تتمثل في: النفقات الرأسمالية، نفقات البحوث والتطوير، الإنفاق على الاستحواذ، تقلب العائد المحاسبي، تقلبات عائد السهم، والقيمة المطلقة المتبقية من هذه المعادلة تمثل الانحراف عن المستوى الأمثل من المخاطر. المتغير المستقل: المسؤولية الاجتماعية، وقد تم قياسها بالاعتماد على مؤشر KLD للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات.

من خلال التحليل الإحصائي للبيانات والذي تم باستخدام تحليل الانحدار المتعدد وتحليل المسار والمربعات الصغرى؛ توصلت الدراسة إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات ترتبط بشكل سلبي مع الانحراف عن المستوى الأمثل للمخاطر، وأن هذه النتيجة تكون مدفوعة ببعدي التنوع والقضايا البيئية للمسؤولية الاجتماعية، ومن خلال تحليل المسار توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية غير مباشرة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وقيمة الشركة، وذلك من خلال تأثير المسؤولية الاجتماعية على مخاطر الشركة؛ حيث تقوم المسؤولية الاجتماعية بتخفيض المخاطر المفترضة كما أنها تقوم بتشجيع الشركة لتقبل المخاطر في حالة تجنب الشركة للمخاطر بشكل يؤثر على حملة الأسهم.

7/1 دراسة (Lueg et al., 2019)

استهدفت الدراسة اكتشاف العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر الشركة، حيث يجادل الباحثون بوجود تأثيرات متبادلة بين كلا المتغيرين، لاسيما بعد فصل أبعاد الاستدامة الثلاثة (البيئي، الاجتماعي، الحوكمي). وقد تم التطبيق على عينة مكونة من 59 شركة (259 سنة/ شركة) مدرجة ببورصة جوهانسبرج بجنوب أفريقيا، خلال الفترة من 2012 إلى 2016؛ وذلك لاختبار العلاقة بين المتغيرات التالية: المتغير التابع: مخاطر الشركة، وقد استخدمت الدراسة كل من المخاطر الكلية (مقاسة بالانحراف المعياري لعائدات الأسهم الشهرية على مدار السنة)، المخاطر النظامية (مقاسة من خلال Beta السوق)، المخاطر غير النظامية (من خلال استخدام نموذج Fama and French, 2017). المتغير المستقل: الإفصاح عن الاستدامة، تم قياسه في ضوء مؤشر الإفصاح المقدم من قاعدة بيانات Bloomberg's ESG.

من خلال التحليل الإحصائي للبيانات والذي تم باستخدام تحليل الانحدار؛ توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن الاستدامة بشكل عام، والإفصاح الاجتماعي بشكل خاص يؤدي إلى تخفيض المخاطر الكلية والمخاطر النظامية في الفترة اللاحقة، كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثيرات أحادية وثنائية الاتجاه، مما يشير إلى أن ارتفاع المخاطر الكلية أو النظامية أو غير النظامية؛ يدفع الشركات إلى الإفصاح عن الاستدامة لاسيما القضايا الاجتماعية في الفترات اللاحقة، في الوقت نفسه أشارت الدراسة إلى أن المخاطر النظامية العالية تقود إلى إفصاح أقل عن قضايا حوكمة الشركات.

8/1 دراسة (2020) Tzouvanas et al.,

استهدفت الدراسة فحص تأثير الإفصاح البيئي على المخاطر غير النظامية لشركات التصنيع الأوروبية، وقد تم التطبيق على عينة مكونة من 288 شركة من 17 دولة أوروبية خلال الفترة من 2005 إلى 2016؛ وذلك لاختبار العلاقة بين المتغيرات التالية: **المتغير التابع**: المخاطر غير النظامية، من خلال استخدام نموذج (Carhart, 1997)، تم قياس المخاطر غير النظامية باعتبارها الانحراف المعياري لباقي النموذج. **المتغير المستقل**: الإفصاح البيئي وقد تم قياسه في ضوء مؤشر الإفصاح الصادر عن قاعدة بيانات Bloomberg.

من خلال التحليل الإحصائي للبيانات والذي تم باستخدام تحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى؛ فقد توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح البيئي يساهم بشكل كبير في تخفيض المخاطر غير النظامية. هذه العلاقة السلبية يمكن تبريرها على نحو أفضل في ضوء نظرية أصحاب المصلحة ونظرية الشرعية، وبشكل أكثر تحديداً، يمكن أن يقوي الإفصاح البيئي الروابط مع المستثمرين والعملاء والموردين والمنظمين (نظرية الشرعية) وبالتالي الشركات أقل عرضة للصدمات الخارجية والداخلية. في المقابل، تعد العلاقة الجيدة بين الشركة وأصحاب المصلحة (نظرية أصحاب المصلحة) بمثابة ضمانة تساعد الشركات على الحفاظ على ميزتها التنافسية وتحقيق أهدافها المالية. ومن ثم تنظر الإدارة في توفير معلومات بيئية شفافة كوسيلة للحد من المخاطر.

9/1 دراسة (2021) Chang et al.

استهدفت الدراسة اختبار تأثير الإفصاح عن المعلومات البيئية على مخاطر الشركة، وقد تم التطبيق على عينة مكونة من 2438 شركة صينية (13326 ملاحظة) خلال الفترة من 2009 إلى 2015؛ وذلك لاختبار العلاقة بين المتغيرات التالية: **المتغير التابع**: مخاطر الشركة، وقد استخدمت الدراسة المخاطر الكلية كمقياس لمخاطر الشركة، بالإضافة إلى استخدام المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية. **المتغير المستقل**: الإفصاح عن المعلومات البيئية، وقد تم

قياسه باستخدام تحليل المحتوى في ضوء مؤشر الإفصاح البيئي الذي قدمه Clarkson et al. (2008) والذي يضم 45 عنصر للإفصاح البيئي معده في ضوء (GRI, 2006).

ومن خلال التحليل الإحصائي للبيانات والذي تم باستخدام تحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى؛ فقد توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن المعلومات البيئية يخفض من عدم تماثل المعلومات بين الشركات والمستثمرين؛ وبالتالي يُخفض بشكل كبير من مخاطر الشركة بمقاييسها المختلفة، علاوة على ذلك فإن التأثير السلبي للإفصاح البيئي على مخاطر الشركة يكون أكثر وضوحًا للشركات في الصناعات عالية النمو مقارنة بالنظر في الصناعات منخفضة النمو.

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

- هناك تضارب في نتائج الدراسات السابقة حول العلاقة بين الاستدامة بأبعادها المختلفة والمخاطر؛ حيث توصلت بعض الدراسات إلى وجود علاقة سلبية (Jo and Na, 2012; Sassen et al., 2016; Harjoto and Laksmana, 2018; Change et al., 2021)، بينما توصلت دراسات أخرى (Nguyen and Nguyen, 2015; Ayadi et al., 2015) إلى وجود علاقة إيجابية. وهو ما يتوافق مع نظرية أصحاب المصلحة ونظرية الانتهازية الإدارية على التوالي.
- اتفاق الدراسات على أن الأبعاد المختلفة للاستدامة (البعد البيئي، البعد الاجتماعي، البعد الحوكمي، البعد الاقتصادي)، وكذلك الأبعاد المتنوعة للمسئولية الاجتماعية للشركات (التنوع، علاقات الموظفين، حقوق الإنسان، المجتمع) لها تأثير مختلف على مستوى المخاطر التي تتعرض لها المنشأة.
- توصلت بعض الدراسات إلى وجود اختلاف في نتيجة العلاقة بين الاستدامة بأبعادها المتنوعة والمخاطر، وذلك باختلاف نوع المخاطر (المخاطر الكلية، المخاطر النظامية، المخاطر غير النظامية)، حيث يؤثر الأداء البيئي والاجتماعي بشكل سلبي على المخاطر الكلية وغير النظامية، بينما لا تتأثر المخاطر النظامية بذلك الأداء وهو ما أشار إليه كل من Sassen et al., (2016); Benelmlih et al., (2018).
- توصل كل من (Lueg et al., 2019); Chollet and Sandwidi (2018) إلى وجود علاقة تبادلية بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر المنشأة، حيث أن الإفصاح عن الاستدامة

يخفف من مخاطر المنشأة، كما أن ارتفاع المخاطر يدفع المنشآت إلى الاهتمام بأداء الاستدامة والإفصاح عنه.

2. الإفصاح عن الاستدامة (مفهومه ودوافعه).

يمكن اعتبار مفهوم استدامة الشركات بمثابة نقل لفكرة التنمية المستدامة إلى مستوى الأعمال أو الشركات، وهذا يعني أن هوية الشركة المستدامة لها منظور متعدد الأبعاد، والذي يحدد كيفية دمج الأبعاد الاقتصادية والاجتماعية والبيئية في عمليات وأنشطة المنشأة (Przychodzen and Przychodzen, 2013)، علاوة على ذلك، عند نقل فكرة الاستدامة إلى مستوى الشركة، ينبغي أن تلبي الشركة احتياجات جميع الأطراف أصحاب المصلحة، دون المساس بقدرة الشركة على تلبية احتياجات تلك الأطراف في المستقبل (Swarnapali, 2017).

هـذا، ويتفق دكتورنا الباحث على أن استدامة الشركات تشمل الأبعاد الاقتصادية والاجتماعية والبيئية، فيما يعرف بدعائم الاستدامة الثلاث أو التقرير ثلاثي الأبعاد Triple Bottom Line والذي عرضه ELKington عام 1994 (على سبيل المثال: Bansal, 2005; Hubbard, 2011; Bualley et al., 2020). في حين ترى مجموعة أخرى من الدراسات أن استدامة الشركات تتضمن بالإضافة إلى الأبعاد السابقة بُعد حوكمة الشركات والذي يُعد ضروريًا لضمان تحقيق النزاهة والشفافية، واحترام حقوق أصحاب المصالح (على سبيل المثال: Buallay, 2019; Johari and Komathy, 2019; Rezaee, 2017).

1/2 مفهوم الإفصاح عن الاستدامة

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

ولقد تطورت تقارير الاستدامة على مدى عقود عديدة؛ ففي السبعينيات ومع ظهور مصطلح المسؤولية الاجتماعية للشركات كان التركيز على التقارير الاجتماعية، وبحلول بداية الثمانينيات، وسع مفهوم الاستدامة تركيزه من إعداد التقارير الاجتماعية ليشمل التقارير البيئية؛

وبحلول التسعينيات، بدأت الشركات في الإفصاح عن التقارير ثلاثية الأبعاد TBL: الاجتماعية والبيئية والاقتصادية، وفي الآونة الأخيرة، أصبحت ممارسات الإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي والاقتصادي معروفة باسم تقارير الاستدامة أو تقارير الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي (ESG) (Aifuwa, 2020; Johari and Komathy, 2019).

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

حيث عرفت دراسة (Rossi and Harjoto, 2020) تقارير الاستدامة بأنها التقارير التي تكشف من خلالها الشركات عن الأداء غير المالي، وتحديدًا الأداء البيئي والاجتماعي وأداء حوكمة الشركات (ESG)، وذلك في إطار جهود الشركات لزيادة شفافية وتحسين بيئة المعلومات. كما عرفت دراسة (García-Sánchez et al., 2019) بأنها وثائق تهدف إلى إعلام مختلف أصحاب المصالح بالآثار الاقتصادية والاجتماعية والبيئية لأداء الشركات، فيما يتعلق بفترة زمنية معينة. ويمثل هذا الإفصاح اتصالات الإدارة مع مجموعات أصحاب المصلحة بشأن الأمور التي تتجاوز المعلومات التي تم الإفصاح عنها من خلال أرباح الشركة لتوفير معلومات حول كيفية تحقيق هذه الأرباح.

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

2/2 دوافع الإفصاح عن الاستدامة.

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

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

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

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

3/ مفهوم مخاطر المنشأة

يمكن تعريف مخاطر الشركة على أنها درجة تعرض الشركة للعوامل الداخلية أو الخارجية التي قد تؤثر على ربحية الشركة وقيمة أسهمها. على سبيل المثال، قد تؤدي استراتيجيات الشركة المصاحبة لاستثمار كبير إلى تقلبات شديدة في سعر السهم. هذا، ويشير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) إلى أن إجمالي مخاطر الشركة يتكون من نوعين من المخاطر: المخاطر النظامية (المخاطر المنهجية) والمخاطر غير النظامية (المخاطر الخاصة بالشركة)، وبينما ترتبط المخاطر النظامية بظروف السوق فإن المخاطر غير النظامية ترتبط بالظروف الخاصة بالشركة (Sharpe, 1964).

على وجه التحديد، تعكس المخاطر النظامية التباين في عوائد أسهم الشركة مع السوق أو حساسية عائد الأسهم لاتجاهات السوق، مثل التعديلات في أسعار الصرف أو أسعار الفائدة والتغيرات في أسعار الطاقة. في حين تعكس المخاطر غير النظامية التباين في عوائد أسهم الشركة الناتجة عن أحداث خاصة بالشركة، مثل ضعف المشاركة، أو إضراب العمال، أو عيوب المنتج. وبينما يمكن القضاء على المخاطر غير النظامية من خلال محفظة متنوعة بشكل جيد، فإن المخاطر النظامية مرتبطة بالسوق ولا يمكن تنوعها (Park et al., 2017).

4/ العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر الشركة.

ترتبط عوائد الأسهم ارتباطاً وثيقاً بمخاطر الشركة، حيث يمكن الاستدلال على مستوى المخاطر الكلية للشركة بمستوى تقلب عوائد الأسهم. وفي ظل هذا المدخل يمكن تعريف المخاطر الكلية للشركة على أنها الانحراف المعياري لعوائد الأسهم خلال الفترة أو السنة المالية (Guenther et al., 2017). وعلى الجانب الآخر، تُشير دراسة (Pantzalis and Wang, 2017) إلى أن مستوى الإفصاح والشفافية يمثل أحد أهم العوامل التي تؤثر على عوائد الأسهم ومخاطر الشركة؛ وبالتالي فإن غياب أو نقص المعلومات قد يكون أحد أسباب تقلبات عوائد الأسهم ومخاطر الشركة. وفي ضوء هذه الحجة، فإن الإفصاح عن الاستدامة والذي يوفر المزيد من المعلومات غير المالية المرتبطة بالأداء البيئي والاجتماعي والحوكومي؛ يُحسن من بيئة المعلومات داخل الشركة ويُعزز من شفافيتها، ويُخفض من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصلحة المختلفين، مما ينعكس في النهاية على تخفيض مخاطر الشركة.

استناداً إلى ما سبق، وفي ضوء استقرار أدبيات الاستدامة والمسئولية الاجتماعية للشركات، يُمكن للباحث استنباط مجموعة من المبررات النظرية التي تُفسر تأثير الإفصاح عن الاستدامة على مخاطر الشركة. وسوف يقوم الباحث بتقسيم وعرض تلك المبررات في ضوء تفسيرها لطبيعة العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر الشركة. وذلك على النحو التالي:

المجموعة الأولى: المبررات التي تفسر العلاقة السلبية بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر الشركة

يتم دعم العلاقة العكسية بين ممارسات الاستدامة والمخاطر من قبل العديد من المبررات:

أولاً: الحد من عدم تماثل المعلومات، تنشأ تكاليف الوكالة نتيجة تعارض المصالح بين المديرين والمساهمين والتي تُخفض من قيمة الشركة على المدى الطويل، وحيث أن تكاليف الوكالة تتفاقم بسبب المعلومات غير المتماثلة بين المديرين وأصحاب المصلحة، خاصة عندما تكون تكلفة الحصول على المعلومات مرتفعة (Healy and Palepu, 2001)، فإن الإفصاحات غير المالية مثل الإفصاح عن الاستدامة (وفقاً لنظرية الإشارة) تكون بمثابة إشارة حول جودة وشفافية بيئة المعلومات داخل الشركة، مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة الحصول على المعلومات، والحد من عدم تماثل المعلومات، وهو ما ينعكس على تخفيض مخاطر الشركة وتكاليف الوكالة (Bouslah et

al., 2018; Tzouvanas et al., 2020; Rossi and Harjoto, 2020; Devie et al., (2018).

في الواقع، من وجهة نظر جودة المعلومات، يُظهر (2009) Pastor and Veronesi أن التحسن في جودة المعلومات حول ربحية الشركة يؤدي إلى انخفاض عدم تماثل المعلومات وانخفاض تقلبات عوائد الأسهم الخاصة بالشركة (Benlemlih and Girerd–Potin, 2017). ومن منظور استدامة الشركات، تُظهر دراسة (Cho et al., 2013) أن عدم تماثل المعلومات من المرجح أن يكون أكثر حدة في الشركات منخفضة الاستدامة. كما توصل (Cui et al. (2017) إلى انخفاض درجة عدم تماثل المعلومات بارتفاع درجة التزام الشركة بالأنشطة الاجتماعية والبيئية والإفصاح عنها.

ومن ثم، فإن الحد من عدم تماثل المعلومات يوفر دليل لدعم الدور الذي يلعبه الإفصاح عن الاستدامة في تخفيض تقلبات عوائد الأسهم ومخاطر الشركة. ويؤكد على هذا الرأي العديد من الدراسات (Benlemilh et al., 2018; Sassen et al., 2016; Cui et al., 2017;) (Chollet and Sandwidi, 2018) من خلال التوصل إلى أن الشركات التي تفصح عن الاستدامة ترتبط بمخاطر إجمالية وغير نظامية منخفضة.

ثانياً: تحسين سمعة الشركة، تُشير هذه الحجة إلى أن استثمارات الشركة في الاستدامة (بما في ذلك الإفصاح عن الاستدامة) تعمل على تحسين سمعة الشركة وتطويرها، وكواحدة من أهم موارد الشركة وأصولها غير الملموسة، فإن السمعة يمكن أن تولد رأس مال أخلاقي أعلى، والذي يُترجم إلى تقييم أكثر ملائمة للشركة في نظر مجموعات أصحاب المصلحة المختلفة (مثل المستهلكين والمنظمين والمستثمرين)، مما يوفر حماية شبيهة بالتأمين تُقلل من تعرض الشركة للمخاطر (Bouslah et al., 2018; Godfrey, 2005; Liu and Lu, 2019).

هذا الرأس مال الأخلاقي، يخلق ثروة من العلاقات بين مجموعات أصحاب المصلحة المختلفة وبأشكال مختلفة (على سبيل المثال؛ الالتزام العاطفي بين الموظفين، تعزيز الشرعية بين الشركات والمجتمعات، والثقة مع الموردين، والمصادقية وتعزيز العلامة التجارية مع العملاء، وجاذبية أعلى

للمستثمرين)؛ مما يخفض من عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المستقبلية للشركة، وبالتالي التخفيض من مخاطر الشركة (Godfrey, 2005; Rehman et al., 2020).

وفي هذا الصدد، يرى الباحث أن السمعة لجيدة للشركة تساعد في تحسين واستقرار واستدامة الشركة، وتزود الشركة بحسن نية يُخفف من ردود الأفعال السلبية لأصحاب المصلحة في حالة وقوع الأحداث السلبية، حيث تعمل سمعة الشركة كوسيط مثالي في العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر الشركة وهو ما أكدت عليه نتائج بعض الدراسات (Rehman et al., 2020; Liu and Lu, 2019).

ثالثاً: تخفيض تكلفة رأس المال، تُشير دراسة (Monti et al., 2019) إلى أن أحد أهم الآثار المترتبة على علاقة ممارسات الاستدامة بمخاطر الشركة ترتبط ارتباطاً وثيقاً بتكلفة رأس مال الشركة. حيث يُساعد الإفصاح عن الاستدامة على تخفيض عدم تماثل المعلومات وعدم التأكد بشأن العوامل التي تؤثر على قيمة الشركة والتدفقات النقدية المستقبلية؛ مما يُخفض من تكلفة رأس المال، والذي يُساهم بدوره في تخفيض مخاطر الشركة (Dhaliwal et al., 2011). ولقد توصل (Sharfman and Fernando (2008 إلى أن الشركات الأمريكية يمكنها الاستفادة من تحسين إدارة المخاطر من خلال خفض تكلفة رأس المال، ويؤكد (EL Ghouli et al., 2011) على هذه النتيجة ويُضيفون أن الشركات ذات التصنيفات الاجتماعية العالية تُظهر أيضاً تكلفة أقل لرأس المال.

وفي هذا الصدد، توصلت دراسات (Attig et al., 2013; Hsu and Chen, 2015; Jiraporn et al., 2014) إلى أن أنشطة المسؤولية الاجتماعية تؤثر بشكل إيجابي على التصنيفات الائتمانية للشركة؛ وبالتالي تخفيض مخاطر الشركة وتكلفة رأس مالها. حيث تقلل التحسينات الناتجة عن الاستدامة طويلة الأجل من احتمالية التخلف عن السداد وتعزز الصحة المالية للشركات (Bouslah et al., 2018).

رابعاً: الوفاء بالعقد الاجتماعي وتخفيف مطالب المجتمع، تعمل الشركة داخل المجتمع وتستمد منه مواردها الأساسية، وبالتالي يتعين عليها المساهمة في تحقيق رفاهية المجتمع والحفاظ على البيئة، وفي ضوء نظرية الشرعية، فإن ممارسات الاستدامة والإفصاح عنها، يُعد جزء من

حوار العقد الاجتماعي، وعندما تقوم الشركة بتنفيذ العقد سيساعد على إضفاء الشرعية على عمليات الشركة، ويقوي الروابط مع المستثمرين والعملاء والموردين والمنظمين، وبالتالي يجعل الشركات أقل عرضة للصدمات الداخلية والخارجية (Tzouvanas et al., 2020)، والتخفيض من عدد المطالبين المحتملين على التدفقات النقدية للشركة (مثل، الغرامات المحتملة، التعويضات، تكاليف الامتثال) (Sharfman and Fernando, 2008)؛ مما يؤدي إلى تعزيز سمعة الشركة والميزة التنافسية، وتخفيض المخاطر (Devie et al., 2018).

خامساً: تحقيق التوازن بين مصالح مختلف أصحاب المصلحة (تحقيق المستوى الأمثل

من المخاطرة)، تقترح نظرية أصحاب المصلحة أن المديرين يجب أن يوازنوا بين مصالح المساهمين والموظفين والعملاء والمجتمع لضمان بقاء المنشأة ونجاحها (Freeman, 1984). كما تُشير نظرية الاعتماد على الموارد إلى أن الوصول إلى الموارد التي تحتاجها المنشآت والتحكم فيها عنصران أساسيان لنجاح المنشأة، ويجب على الشركات تنفيذ الاستراتيجيات بعناية للحفاظ على الوصول إلى هذه الموارد (Harjoto and Laksmana, 2018). وحيث يمتلك أصحاب المصلحة الرئيسيون، مثل المساهمين والموظفين والعملاء والموردين، السيطرة على الموارد المختلفة التي تحتاج إليها الشركات (مثل، الوصول إلى أسواق العمل والمنتج ورأس المال)، فإن التزام الشركات بالمسؤولية البيئية والاجتماعية يمكن أن يكون بمثابة آلية لتحقيق التوازن بين مصالح أصحاب المصلحة المتعددين (Mason and Simmons 2014).

كما تُشير دراسة (Benlemlih et al., 2018) إلى أن تقارير الاستدامة من خلال تعزيز شفافية الشركات وبناء الثقة مع أصحاب المصالح، يمكن أن تساعد في تقليل المخاطر التشغيلية الناشئة عن تضارب التوزيعات المحتملة مع أصحاب المصلحة في الشركة.

في الواقع، فإن إرضاء مجموعة واحدة من أصحاب المصلحة يمكن أن يُزيد من خطر فقدان المنفعة لأصحاب المصلحة الآخرين (Gramlich and Finster, 2013)، وفي هذا الإطار، أشار Harjoto et al., (2018) إلى أن السعي لتحقيق عوائد أعلى للمساهمين (مجموعة واحدة معينة من أصحاب المصلحة) قد يؤدي إلى الدخول في استثمارات محفوفة بالمخاطر، وبالتالي زيادة المخاطر الإجمالية للشركة.

سادسًا: زيادة الطلب على أسهم الشركات المسؤولة اجتماعيًا وبالتالي انخفاض المخاطر والعائد المتوقع، تُشير دراسة (Bouslah et al., 2018) إلى وجود اختلافات في تفضيلات المستثمرين يمكن أن تؤدي إلى تجزأت سوق رأس المال إلى قطاعات بناءً على أداء الاستدامة. على وجه التحديد، يتخذ المستثمرون التقليديون قرارات استثمارية تستند فقط إلى المعايير المالية (العوائد المتوقعة)، بينما يتخذ المستثمرون المسؤولون اجتماعيًا قرارات الاستثمار بناءً على المعايير المالية وغير المالية (على سبيل المثال، أداء الاستدامة). وفي ضوء النماذج النظرية للعلاقة بين ممارسات الاستدامة والعوائد المتوقعة (Faman and French, 2007) والتي تتنبأ بوجود فروق في الأسعار ناجمة عن اختلافات في الطلب لأنواع مختلفة من الأسهم. سيكون لدى الأسهم المسؤولة اجتماعيًا طلب فائض يؤدي إلى انخفاض المخاطر والعائد المتوقع. على النقيض من ذلك، فإن الأسهم غير المسؤولة اجتماعيًا سيكون عليها طلب ضعيف بسبب "تأثير الإهمال من قبل فئة من المستثمرين"، مما يؤدي إلى زيادة المخاطر والعوائد المتوقعة للتعويض عن فرص تقاسم المخاطر المنخفضة.

المجموعة الثانية: المبررات التي تفسر العلاقة الإيجابية بين ممارسات الاستدامة ومخاطر الشركة.

على عكس الحجج المذكورة أعلاه، والتي تؤيد العلاقة السلبية بين ممارسات الاستدامة ومخاطر الشركة، فإن هناك القليل من الحجج التي تؤيد العلاقة الإيجابية والتي يمكن إيجازها فيما يلي:

أولًا: ارتفاع تكاليف الإفصاح، تأسست الرابطة الإيجابية للعلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر الشركة على الرأي القائل بأن توفير معلومات الاستدامة يمكن أن يكون مكلفًا (Cormier and Magnan, 2015). على وجه التحديد، فإن تصميم آلية إعداد التقارير وتشغيلها وصيانتها أمر مكلف. بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن يزيد الإفصاح عن الاستدامة (خاصة الإفصاح البيئي) من تكلفة رأس المال لأنه يوفر معلومات للمنافسين حول الاستراتيجيات البيئية المحددة للشركة، وقد يكون علامة سلبية للعديد من المساهمين (peters and Romi, 2014).

ثانيًا: الاستثمار المفرط (حجة الانتهازية الإدارية القائمة على نظرية الوكالة)، قد يختار المديرين تحسين ممارسات الاستدامة لشركاتهم بشكل انتهازى لتحقيق مصالحهم الخاصة متجاهلين

مصالح المساهمين وأصحاب المصلحة الآخرين، حيث يُفرض المديرون في الاستثمار في ممارسات الاستدامة من أجل تحسين سمعتهم الشخصية كمواطنين اجتماعيين (Tzouvanas et al., 2020). أو للحصول على دعم من قبل النُشطاء الاجتماعيين والبيئيين، من أجل تخفيض احتمالية استبدالهم في فترة مستقبلية (Harjoto and Jo, 2011).

وتؤكد على ذلك دراسة (Surroca and Tribo, 2008) والتي قدمت دليلاً تجريبياً يُشير إلى أن ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات قد تُشكل جزءاً من إستراتيجية ترسيخ المدير، وتوصلت أيضاً إلى أن الجمع بين استراتيجيات الترسخ و الاهتمام بالمسؤولية الاجتماعية له آثار سلبية على الأداء المالي، وأثار إيجابية على مخاطر الشركة. في الواقع يُسئ المديرون استخدام الموارد المالية، مما يؤدي بعد ذلك إلى زيادة مخاطر الشركة (Lueg et al., 2019).

ويدعم (Tzouvanas et al., 2020) الحجة السابقة، من خلال الإشارة إلى أن المديرون قد يبالغوا في الإنفاق البيئي بشكل غير فعال لتحقيق مصالحهم الخاصة، ونظراً لأن زيادة التكلفة تُقلص الأرباح، فهذا يعني ضمناً أن الإفصاح البيئي يُزيد من مخاطر الشركة.

وفي هذا الصدد، أشارت دراسة (Mc Williams et al., 2006) إلى أنه بسبب مشكلة الوكالة، قد يتمتع المديرون بمزايا المسؤولية الاجتماعية للشركات، بينما يتحمل المساهمين المخاطر والتكاليف المرتبطة بها؛ لأنه من الصعب تحديد ما إذا كان دافع الإدارة من وراء استثمارات الاستدامة تحقيق مصلحتها الخاصة، أم تحقيق مصالح أصحاب المصلحة المختلفين. وفي ضوء ذلك يمكن اعتبار المسؤولية الاجتماعية صورة من صور تكلفة الوكالة، كما أنها تُضعف من قدرة المنشأة التنافسية وتُزيد من مخاطر الشركة.

في ضوء العرض السابق للحُجج والمبررات التي تفسر تأثير الإفصاح عن الاستدامة على مخاطر الشركة، يرى الباحث أن تأثير إفصاحات الاستدامة على مخاطر الشركة (إيجاباً وسلباً) يتوقف على دوافع الإدارة من تلك الإفصاحات. ففي ضوء نظرية الانتهازية الإدارية، يستخدم المديرون الإفصاح عن الاستدامة لتحقيق مصالحهم الشخصية، والاستمرار في مناصبهم الإدارية؛ وبالتالي زيادة تكاليف الوكالة ومخاطر الشركة.

في المقابل، ووفقاً لنظرية الإشارات ونظرية الوكالة، تستخدم الشركات الإفصاح عن الاستدامة للحد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصلحة المختلفين، مما يُحسن من بيئة المعلومات، ويُخفض من تكلفة الحصول عليها، ويُزيد من الشفافية في القرارات الإدارية، الأمر الذي يُزيد من الحافز لدى المديرين لمواءمة مصالحهم مع مصالح أصحاب المصلحة؛ وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة، وتكلفة رأس المال، وتخفيض مخاطر الشركة.

وفي ضوء نظرية الشرعية، توفر الإدارة إفصاحات الاستدامة من أجل الوفاء بالعقد الاجتماعي بين الشركة والمجتمع وأصحاب المصلحة، بما يضمن تأمين احتياجات الشركة من الموارد المختلفة والتي يُسيطر عليها أصحاب المصلحة المختلفين (المساهمين، العملاء، الموردين، الموظفين)، وكذلك الحصول على الشرعية للعمل داخل المجتمع. أما وفقاً لنظرية أصحاب المصلحة، فإن الإفصاح عن الاستدامة يُساهم في تحسين سمعة الشركة بين أصحاب المصلحة المختلفين، هذه السمعة الطيبة تولد حماية شبيهة بالتأمين؛ مما يُعزز استقرار التدفقات النقدية للشركة، ويقلل من احتمال تعرض الشركة لضائقة مالية، وتعمل كضمان للشركات أثناء الأحداث السلبية. وبناءً عليه، يرى الباحث أن الإفصاح عن الاستدامة يُعد درعاً جيداً للحفاظ على الشركات من المخاطر التي تواجهها.

يتضح من العرض السابق، أن الحُجج النظرية تميل إلى تأييد التأثير السلبي للإفصاح عن الاستدامة على مخاطر الشركة، وفي هذا الصدد تطرح دراسة (Benlemlih et al., 2018) تساؤلاً عن مقياس المخاطر الذي يتأثر بذلك الإفصاح، هل المخاطر النظامية أم المخاطر غير النظامية؟

من منظور نظرية أصحاب المصلحة، من المهم دراسة العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة وكلا مقياسي المخاطر. أولاً: بالرغم من أن المخاطر النظامية قد تبدو للوهلة الأولى أنها ذات أهمية فقط (أو في الغالب) للمستثمرين الحاليين في الشركات. إلا أنه مع استمرار الاستثمار المسئول اجتماعياً في النمو في جميع أنحاء العالم، مع ثبات العوامل الأخرى، يمكن أن يساعد الإفصاح عن الاستدامة على تعزيز شفافية الشركة وإبراز دورها في المحافظة على البيئية وتنمية المجتمع؛ ومن ثم توجيه المزيد من الأموال للشركات التي يُنظر إليها على أنها مسؤولة اجتماعياً،

مما يوفر حماية شبيهة بالتأمين لتدفقاتها النقدية ويقلل من مخاطرها تجاه السوق، وبالتالي التأثير على المخاطر المالية و النظامية للشركة (Jo and Na 2012).

ثانياً: إذا كانت إفصاحات الاستدامة ترتبط بانخفاض المخاطر غير النظامية (المخاطر التشغيلية) للشركة، بما يتوافق مع نظرية الاعتماد على الموارد (Barney, 1991)، فإن هذا يعكس أنشطة بناء السمعة والثقة من جانب الشركة مع أصحاب المصلحة الرئيسيين مثل الموظفين والموردين والعملاء، مما يولد رأس مال أخلاقي يقلل من ردود الأفعال السلبية تجاه الشركة في حالة تعرضها للأزمات (Benlemlih et al., 2018). هذا الاستنتاج سيوفر دعماً لتأكيد (Husted, 2005) بأن الاستثمارات في المسؤولية الاجتماعية للشركات (التي يفترض أنها ستشمل أيضاً الاستثمار في الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية) والتي تساعد على بناء علاقات جيدة مع أصحاب المصلحة في الشركة، تشكل خياراً حقيقياً يمكن أن يساعد الشركة على تخفيض المخاطر غير النظامية (التشغيلية).

هذا، ويتفق الباحث مع ما جاء بدراسة (Benlemlih et al., 2018) حيث يرى الباحث أن المخاطر غير النظامية تتشكل من خلال خصائص الشركة، كما أنها مدفوعة بسياسات وقرارات الشركة؛ وبالتالي ينبغي أن تؤدي القرارات الصحيحة (الاهتمام بممارسات الاستدامة والإفصاح عنها) إلى تقليل المخاطر غير النظامية. على الجانب الآخر يُعزز الإفصاح عن الاستدامة من صورة الشركة وسمعتها، مما يجعل الشركة أقل عرضة للتقلبات الاقتصادية حيث يتم دعمها من قبل المزيد من أصحاب المصلحة والعملاء الراضين والمخلصين، مما يعزلها أو يخفف من حدة تأثرها بتقلبات السوق؛ وبالتالي التأثير على المخاطر النظامية.

على الجانب الآخر، تفترض بعض الدراسات (Chollet and Sandwidi, 2018; Lueg et al., 2019) أن العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر الشركة علاقة تبادلية. وأن هذه العلاقة يمكن تفسيرها في ضوء العديد من النظريات، مثل نظرية الإدارة الجيدة (ونظرية الموارد الراكدة، والنظرية المؤسسية).

ففي ضوء نظريتي الإدارة الجيدة والنظرية المؤسسية، يرى (Chollet and Sandwidi, 2018) أن المسؤولية الاجتماعية للشركات قد تخفف مخاطر الشركة (من خلال الإدارة الجيدة

لحملة الأسهم) وبالتالي تساهم في زيادة مواردها (مما يتيح لها ركود في الموارد)، ومن ثم توفير فرصة للقيام باستثمارات طويلة الأجل، من بينها الاستثمار في المسؤولية الاجتماعية للشركات. باختصار، توصلت نتائج تلك الدراسة إلى أن الإفصاح الاجتماعي الجيد يُخفف من مخاطر الشركة، وأن المخاطر المنخفضة تساعد على تخطيط أفضل وتوقع أدق للتدفقات النقدية؛ وبالتالي تعزيز الالتزام بالمسؤولية الاجتماعية لاسيما الممارسات البيئية والحوكمة الجيدة.

بينما يرى (Lueg et al. (2019) أنه في حين تُفسر النظريات الاقتصادية تأثير الإفصاح عن الاستدامة على مخاطر الشركة، فإن النظرية المؤسسية يمكن استخدامها لتفسير العلاقة العكسية، حيث يكون لدى الشركات التي تواجه مخاطر عالية حافزاً لزيادة الإفصاح كممارسة (أو رد فعل) تقليدية هدفها الحد من عدم تماثل المعلومات ومن ثم تقييم أفضل للمخاطر من قبل المشاركين في السوق. وفي ضوء النظرية المؤسسية، فما إن يُنظر إلى الشركات ذات المخاطر العالية في قطاع معين على استخدام الإفصاح عن الاستدامة لتخفيض تلك المخاطر، تحذو شركات الأقران حذوها. وعلى نفس المنوال، قد يتم إجبار الشركات ذات المخاطر العالية على تحسين الإفصاح عن الاستدامة من قبل أصحاب المصلحة المعنيين مثل الحكومات.

5. خلاصة البحث

من خلال العرض السابق فقد توصل الباحث إلى الآتي:

- تميل المبررات التي تفسر العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر الشركة إلى افتراض وجود علاقة سلبية، حيث يُساهم الإفصاح عن الاستدامة في تخفيض مخاطر الشركة من خلال توفير المزيد من المعلومات غير المالية وتحسين بيئة المعلومات داخل الشركة؛ وبالتالي الحد من عدم تماثل المعلومات بين الشركة وأصحاب المصلحة، مما ينعكس على تخفيض تكلفة رأس المال، وتخفيض تقلبات عوائد الأسهم، وبالتالي تخفيض مخاطر الشركة.
- أن الإفصاح عن الاستدامة يُساهم في تحسين سمعة الشركة، والتي تولد رأس مال أخلاقي يوفر حماية شبيهة بالتأمين في حالة تعرض الشركة لأي حدث سلبي؛ ومن ثم تخفيض عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، وتخفيض تكلفة رأس المال.

- أن الإفصاح عن الاستدامة يُساعد الشركة على الوفاء بالعقد الاجتماعي، وتخفيف مطالب المجتمع، بالإضافة إلى تحقيق التوازن بين مصالح مختلف أصحاب المصالح، بما يضمن تأمين الحصول على الموارد اللازمة والضرورية لنجاح واستمرارية الشركة.
- بالرغم من تعدد المبررات التي تدعم العلاقة السلبية بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر الشركة، إلا أن السلوك الانتهازي للمديرين، قد يدفعهم إلى الإفراط في ممارسات الاستدامة؛ من أجل تحسين سمعتهم والحفاظ على وظائفهم، وبذلك يزيدون من مخاطر الشركة. فضلاً عن أن ارتفاع تكاليف الإفصاح قد يدفع الشركات إلى الإحجام عن الإفصاح عن الاستدامة.
- يؤثر الإفصاح عن الاستدامة على كلٍ من المخاطر النظامية (من خلال تحسين صورة الشركة مما يجعلها أقل عرضة للتقلبات الاقتصادية) والمخاطر غير النظامية (من خلال بناء الثقة بين الشركة وأصحاب المصالح، والتي تولد رأس مال أخلاقي يقلل من ردود الأفعال السلبية تجاه الشركة في حالة تعرضها للأزمات)
- العلاقة بين الإفصاح عن الاستدامة ومخاطر الشركة علاقة ثنائية الاتجاه، حيث يُساعد الإفصاح عن الاستدامة على تخفيض مخاطر الشركة، على الجانب الآخر فإن الشركات التي تتعرض لمخاطر مرتفعة قد تلجأ إلى توفير المزيد من الإفصاح عن الاستدامة (باعتباره أحد أنواع الإفصاح الاختياري) من أجل تخفيض عدم تماثل المعلومات، وتخفيض مخاطر الشركة. كما أن انخفاض مخاطر الشركة يُساعد على تخطيط أفضل وتوقع أدق للتدفقات النقدية؛ وبالتالي تعزيز الالتزام بالمسئولية الاجتماعية وزيادة الإفصاح عن الاستدامة.

6. المراجع

أولاً: المراجع العربية:

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

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Adel, C., Hussain, M. M., Mohamed, E. K., and Basuony, M. A. (2019). Is corporate governance relevant to the quality of corporate social responsibility disclosure in large European companies?. *International Journal of Accounting and Information Management*, 27(2), 301-332.
- Aifuwa, H.O. (2020). Sustainability reporting and firm performance in developing climes: A review of literature. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, 9(1), 9–29.
- Allen, L., Guo, H., &Weintrop, J. (2008). The information content of quarterly earnings in syndicated bank loan prices. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 15(2), 91-121.
- Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., and Suh, J. (2013). Corporate social responsibility and credit ratings. *Journal of Business Ethics*, 117(4), 679–694.
- Bansal, P. (2005). Evolving sustainably: a longitudinal study of corporate sustainable development. *Strategic Management Journal*, 26(3), 197–218.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage. *Journal of Management*, 17(1), 771–792.
- Benlemlih, M., and Girerd-Potin, I. (2017). Corporate social responsibility and firm financial risk reduction: On the moderating role of the legal environment. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(7-8), 1137-1166.
- Benlemlih, M., Shaukat, A., Qiu, Y., and Trojanowski, G. (2018). Environmental and social disclosures and firm risk. *Journal of Business Ethics*, 152(3), 613-626.
- Buallay, A. (2019). Between cost and value: Investigating the effects of sustainability reporting on a firm's performance. *Journal of Applied Accounting Research*, 20(4), 481-496.
- Buallay, A., Fadel, S. M., Alajmi, J., and Saudagaran, S. (2020). Sustainability reporting and bank performance after financial crisis. *Competitiveness Review: An International Business Journal*. Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print.

- Bouslah, K., Kryzanowski, L., and M'Zali, B. (2018). Social performance and firm risk: Impact of the financial crisis. *Journal of Business Ethics*, 149(3), 643-669.
- Bolton, B. J. (2013). Corporate social responsibility and bank performance. Available at SSRN 2277912.
- Calabrese, A., Costa, R., Levaldi, N., and Menichini, T. (2016). A fuzzy analytic hierarchy process method to support materiality assessment in sustainability reporting. *Journal of Cleaner Production*, 121, 248-264.
- Chang, Y., Du, X., and Zeng, Q. (2021). Does environmental information disclosure mitigate corporate risk? Evidence from China. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 17(1), 100239.
- Cheung, A. (2016). Corporate social responsibility and corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 37, 412-430.
- Cho, S. Y., Lee, C., and Pfeiffer Jr, R. J. (2013). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 71-83.
- Chollet, P., and Sandwidi, B. W. (2018). CSR engagement and financial risk: A virtuous circle? *International evidence. Global Finance Journal*, 38, 65-81.
- Christensen, D. M. (2016). Corporate Accountability Reporting and High-Profile Misconduct. *Accounting Review*, 91(2), 377-399.
- Cormier, D., and Magnan, M. (2015). The economic relevance of environmental disclosure and its impact on corporate legitimacy: an empirical investigation. *Business Strategy and the Environment*. 24 (6), 431-450.
- Cui, J., Jo, H., and Na, H. (2017). Corporate social responsibility, religion, and firm risk. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 46(2), 305-340.
- Devie, D., Liman, L.P., Tarigan, J. and Jie, F. (2018), "Corporate social responsibility, financial performance and risk in Indonesian natural resources industry", *Social Responsibility Journal*, 16(1), 73-90.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., and Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The accounting review*, 86(1), 59-100.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., and Yang, Y. G. (2014). Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of

- stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), 328-355.
- Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., and Yang, Y. G. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The accounting review*, 87(3), 723-759.
 - El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C.C. and Mishra, D.R. (2011), “Does corporate social responsibility affect the cost of capital?”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 35 No. 9, pp. 2388-2406.
 - Elkington, J. (1994). Towards the sustainable corporation: Win-win-win business strategies for sustainable development. *California management review*, 36(2), 90-100.
 - Fama, E. F., & French, K. R. (2007). Disagreement, tastes and asset prices. *Journal of Financial Economics*, 83, 667–689.
 - García-Sánchez, I. M., Hussain, N., Martínez-Ferrero, J., and Ruiz-Barbadillo, E. (2019). Impact of disclosure and assurance quality of corporate sustainability reports on access to finance. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(4), 832-848.
 - Godfrey, P. C. (2005). The relationship between corporate philanthropy and shareholder wealth: A risk management perspective. *Academy of management review*, 30(4), 777-798.
 - Godfrey, P. C., Merrill, C. B., & Hansen, J. M. (2009). The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strategic management journal*, 30(4), 425-445.
 - Gramlich, D., and Finster, N. (2013). Corporate sustainability and risk. *Journal of Business economics*, 83(6), 631-664.
 - Guenther, D. A., Matsunaga, S. R., and Williams, B. M. (2017). Is tax avoidance related to firm risk?. *The Accounting Review*, 92(1), 115-136.
 - Harjoto, M. A., & Jo, H. (2011). Corporate governance and CSR nexus. *Journal of business ethics*, 100(1), 45-67.
 - Harjoto, M. A., and Laksmana, I. (2018). The impact of corporate social responsibility on risk taking and firm value. *Journal of Business Ethics*, 151(2), 353-373.
 - Harjoto, M. A., Laksmana, I., and Yang, Y. W. (2018). Board diversity and corporate investment oversight. *Journal of Business Research*, 90, 40-47.

- Healy, P. M., and Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 405-440.
- Hsu, F., Chen, Y. (2015). Is a firm's financial risk associated with corporate social responsibility?. *Management Decision*, 53(9), 2175-2199.
- Hubbard, G. (2011). The quality of the sustainability reports of large international companies: An analysis. *International Journal of Management*, 28(3), 824-848.
- Husted, B. W. (2005). Risk management, real options, corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 60(2), 175-183.
- Jiraporn, P., Jiraporn, N., Boeprasert, A., & Chang, K. (2014). Does corporate social responsibility (CSR) improve credit ratings? Evidence from geographic identification. *Financial Management*, 43, 505–531.
- Jo, H., and Harjoto, M. A. (2011). Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 103(3), 351– 383.
- Jo, H., and Na, H. (2012). Does CSR reduce firm risk? Evidence from controversial industry sectors. *Journal of business ethics*, 110(4), 441-456.
- Johari, J., and Komathy, M. (2019). Sustainability reporting and firm performance: Evidence in Malaysia. *International Journal of Accounting, Finance and Business*, 4(17), 32-45.
- Laskar, N., and Maji, S. G. (2018) Disclosure of corporate sustainability performance and firm performance in Asia. *Asian Review of Accounting*, 26(4), 414-443.
- Liu, M., and Lu, W. (2019). Corporate social responsibility, firm performance, and firm risk: the role of firm reputation. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 1-21.
- Lueg, K., Krastev, B., and Lueg, R. (2019). Bidirectional effects between organizational sustainability disclosure and risk. *Journal of Cleaner Production*, 229, 268-277.
- Martínez-Ferrero, J., Villarón-Peramato, Ó., and García-Sánchez, I. M. (2017). Can investors identify managerial discretion in corporate social responsibility practices? The moderate role of investor protection. *Australian Accounting Review*, 27(1), 4–16.

- Mason, C., and Simmons, J. (2014). Embedding corporate social responsibility in corporate governance: A stakeholder systems approach. *Journal of Business Ethics*, 119(1), 77–86.
- McWilliams, A., Siegel, D. S., & Wright, P. M. (2006). Corporate social responsibility: Strategic implications. *Journal of management studies*, 43(1), 1-18.
- Michaels, A., and Grüning, M. (2017). Relationship of corporate social responsibility disclosure on information asymmetry and the cost of capital. *Journal of Management Control*, 28, 251–274.
- Monti, A., Pattitoni, P., Petracci, B., & Randl, O. (2019). Does Corporate Social Responsibility Impact Equity Risk? International Evidence. (January 31, 2019). SSRN, 1-39
- Nguyen, P., and Nguyen, A. (2015). The effect of corporate social responsibility on firm risk. *Social Responsibility Journal*, 11(2), 324-339.
- Oikonomou, I., Brooks, C., and Pavelin, S. (2012). The impact of corporate social performance on financial risk and utility: A longitudinal analysis. *Financial Management*, 41(2), 483-515.
- Pantzalis, C., and Wang, B. (2017). Shareholder coordination, information diffusion and stock returns. *Financial Review*, 52(4), 563-595.
- Park, S., Song, S., & Lee, S. (2017). Corporate social responsibility and systematic risk of restaurant firms: The moderating role of geographical diversification. *Tourism Management*, 59, 610-620.
- Pastor, L., and Veronesi, P. (2009). Learning in financial markets. *Annual Review of Financial Economics*, 1, 361–381.
- Peters, G.F., and Romi, A.M., (2014). Does the voluntary adoption of corporate governance mechanisms improve environmental risk disclosures? Evidence from greenhouse gas emission accounting. *Journal of Business Ethics*, 125 (4), 637–666.
- Platonova, E., Asutay, M., Dixon, R., & Mohammad, S. (2018). The impact of corporate social responsibility disclosure on financial performance: Evidence from the GCC Islamic banking sector. *Journal of Business Ethics*, 151(2), 451-471.
- Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R. M., and Marshall, R. S. (2015). Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. *Journal of accounting and public policy*, 34(4), 336-361.

- Przychodzen, J., and Przychodzen, W. (2013). Corporate sustainability and shareholder wealth. *Journal of Environmental Planning and Management*, 56(4), 474–493.
- Rehman, Z. U., Khan, A., and Rahman, A. (2020). Corporate social responsibility's influence on firm risk and firm performance: the mediating role of firm reputation. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(6), 2991-3005.
- Rezaee, Z. (2017). Corporate Sustainability: Theoretical and Integrated Strategic Imperative and Pragmatic Approach. *The Journal Of Business Inquiry*, 16(1 Spec), 60-87 .
- Rossi, F., and Harjoto, M. A. (2020). Corporate non-financial disclosure, firm value, risk, and agency costs: evidence from Italian listed companies. *Review of Managerial Science*, 14(5), 1149-1181.
- Sassen, R., Hinze, A. K., and Hardeck, I. (2016). Impact of ESG factors on firm risk in Europe. *Journal of business economics*, 86(8), 867-904.
- Sharfman, M. P., & Fernando, C. S. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, 29, 569–592.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Shoaf, V., Jermakowicz, E. K., and Epstein, B. J. (2018). Toward sustainability and integrated reporting. *Review of Business*, 38(1), 1-15.
- Surroca, J., & Tribo, J. A. (2008). Managerial entrenchment and corporate social performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35, 748–789.
- Swarnapali, N. (2017). Corporate sustainability: A Literature review. *Journal for Accounting Researchers and Educators*, 1 (1), 1-16.
- Tzouvanas, P., Kizys, R., Chatziantoniou, I., and Sagitova, R. (2020). Environmental disclosure and idiosyncratic risk in the European manufacturing sector. *Energy Economics*, 87, 104715.