

ESG Disclosure Quality and Stock Price Resilience During the COVID-19 Pandemic: Evidence from GCC Countries

Saleh Mohammed Baqader^{1*}

¹ Associate Professor of Accounting, College of Business and Economics Umm Al-Qura University, The Kingdom of Saudi Arabia.

* Corresponding Author: Saleh Baqader (smbaqader@uqu.edu.sa)

جودة الإفصاح عن ESG ومرونة أسعار الأسهم خلال جائحة كوفيد-19: أدلة من دول مجلس التعاون الخليجي

صالح محمد باقادر^{1*}

¹ أستاذ مشارك في المحاسبة- كلية إدارة الأعمال والاقتصاد- جامعة أم

القرى- المملكة العربية السعودية.

* الباحث المراسل: صالح باقادر (smbaqader@uqu.edu.sa)



This file is licensed under a

[Creative Commons Attribution 4.0 International](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/)

Accepted

قبول البحث

2026/7/14

Revised

مراجعة البحث

2026/6/21

Received

استلام البحث

2026/6/2

DOI: <https://doi.org/10.31559/GJEB2026.16.4.6>

Abstract:

Objectives: This study evaluates whether the quality of ESG disclosures and the transparency of governance enhance the resilience of GCC corporations amidst the COVID-19 pandemic. Utilizing an accounting framework, ESG scores serve as proxies for the integrity and transparency of non-financial reporting, thereby indicating reduced information asymmetry.

Methods: Data collected from 26 firms across GCC stock markets spanning 2018 to 2022 yield a total of 32,085 observations. The methodology includes panel regression, difference-in-differences analysis, volatility assessment, and event studies.

Results: The findings indicate that ESG quality was not significantly correlated with stock resilience or volatility during the COVID-19 peak periods, likely due to concurrent oil-price shocks. Nevertheless, firms exhibiting higher ESG disclosures experienced notably stronger returns during the post-COVID recovery phase (July 2021–December 2022; $\beta = +0.000458$, $p = 0.004$), suggesting that ESG factors contribute more substantially to recovery than to initial shock mitigation. Among the ESG pillars, governance disclosure emerged as statistically significant ($\beta = -0.001061$, $p = 0.003$), aligning with regulatory frameworks within the GCC.

Conclusions: Although preliminary owing to the limited sample size, these findings underscore the importance of analyzing ESG pillars separately and extending resilience studies beyond periods of crisis.

Keywords: ESG disclosure; sustainability reporting; corporate governance; COVID-19; GCC equity markets.

الملخص:

الأهداف: تتناول هذه الدراسة تقييم مدى إسهام جودة الإفصاح عن ESG وشفافية الحوكمة في تعزيز مرونة الشركات الخليجية أثناء جائحة كوفيد-19. استناداً إلى إطار محاسبي، تُستخدم درجات ESG كمؤشرات بديلة لشفافية التقارير غير المالية، مما يعكس انخفاض عدم تماثل المعلومات. المنهجية: تم الاعتماد على بيانات من 26 شركة عبر أسواق الأسهم الخليجية خلال الفترة من 2018 إلى 2022، وبلغ مجموع مرات المشاهدة 32,085. استخدمت الدراسة منهجية انحدار البيانات الطولية، وتصميم الفروق في الفروق، وتحليل التقلب، ودراسات الحدث. النتائج: تظهر النتائج أن جودة الإفصاح عن ESG لم تكن ذات علاقة ذات دلالة إحصائية بمرونة الأسهم أو تقلبها خلال موجات جائحة كوفيد-19، ويعزى ذلك إلى تزامن صدمات أسعار النفط. ومع ذلك، أظهرت الشركات التي تمتلك مستوى أعلى من الإفصاح عن ESG عوائد أقوى أثناء مرحلة التعافي اللاحقة للجائحة (يوليو 2021 – ديسمبر 2022؛ $\beta = +0.000458$ ، $p = 0.004$)، مما يدل على أن ESG يلعب دوراً أكبر في عملية التعافي مقارنة بامتصاص الصدمة الأولية. من بين ركائز ESG، كان الإفصاح عن الحوكمة ذا دلالة إحصائية ($\beta = -0.001061$ ، $p = 0.003$)، متوافقاً مع الأنظمة التنظيمية السائدة في منطقة الخليج. الخلاصة: بالرغم من أن هذه النتائج تبقى أولية نظراً لحجم العينة، إلا أنها تسلط الضوء على ضرورة إجراء تحليلات مستقلة لركائز ESG، وإجراء دراسات مستقبلية تتعلق بمرونة الأسواق خلال فترات تتجاوز الأزمات.

الكلمات المفتاحية: الإفصاح عن ESG؛ تقارير الاستدامة؛ حوكمة الشركات؛ كوفيد-19؛ أسواق الأسهم الخليجية.

الاستشهاد

Citation

باقادر، صالح. (2026). جودة الإفصاح عن ESG ومرونة أسعار الأسهم خلال جائحة كوفيد-19: أدلة من دول مجلس التعاون الخليجي. *المجلة العالمية للاقتصاد والأعمال*, 16 (4), 459- 477.

Baqader, S. M. (2026). ESG Disclosure Quality and Stock Price Resilience During the COVID-19 Pandemic: Evidence from GCC Countries. *Global Journal of Economics and Business*, 16(4), 459-477. <https://doi.org/10.31559/GJEB2026.16.4.6> [In Arabic]

المقدمة:

تعتبر أطلقت جائحة كوفيد-19 أزمة عالمية في أسواق رأس المال، مُحدثَةً انخفاضات غير مسبوقة في العوائد، وتقلُّبات حادة، وإعادة تقييم سريعة من قبل المستثمرين. (Bae et al., 2021) وتشير الأدلة التجريبية إلى أن الشركات ذات الإفصاحات الأقوى عن الجوانب البيئية والاجتماعية والمؤسسية (ESG) أظهرت مرونة أكبر مقارنة بالمنظمات الأخرى خلال فترة الاضطراب السوقي هذه (Albuquerque et al., 2020؛ Ferriani؛ Broadstock et al., 2021؛ Natoli & Natoli, 2021). إلا أن معظم الدراسات السابقة حول الموضوع ركزت على العوائد المالية وتوزيع المحافظ، بدلاً من استكشاف الآليات المحاسبية التي تولّد بها بيانات ESG وتُبَلِّغ وتُفسّر من قبل المستثمرين. ومن شأن فهم العلاقة بين الإفصاح عن ESG ومرونة سعر السهم أن يُرشّد قرارات المستثمرين في الأزمات المستقبلية، وأن يُوضّح أيضاً للمديرين وصنّاع السياسات الآثار السوقية للشفافية. غالباً ما يُنظر إلى العلاقات بين الشركات والمستثمرين خلال فترات الأزمات من خلال إطار نظرية عدم تماثل المعلومات. حتى في الظروف الاعتيادية، قد تسعى الشركات إلى تقليل الفجوة في قاعدة المعرفة بين «الداخليين» في الشركة (أي المديرين) و«الخارجيين» (أي المستثمرين) من خلال نشر مواد مثل تقارير الاستدامة، والكشف عن هياكل الحوكمة لديها، وتوفير بيانات محاسبية بيئية واجتماعية ذات مصداقية، مما يسهم في تقليل عدم تماثل المعلومات بين الطرفين. (Healy & Palepu, 2001) وخلال فترات الأزمات، تزداد مستويات المخاطر وعدم اليقين لدى المستثمرين، مما يستدعي من الشركات العمل على تقليل عدم تماثل المعلومات، حيث يمكن للمستثمرين في الشركات التي تعتمد على تقارير موثوقة وشفافة تقييم جوانب مهمة، مثل استمرارية العمليات، مخاطر الميزانية العمومية، وجودة الإدارة بشكل أدق وأعمق. (Lins et al., 2017) ولهذا السبب، فإن جائحة كوفيد-19 وما تبعها من صدمات سوقية تشكل سبباً مثالياً لدراسة مدى نجاح الشركات التي سعت إلى تقليص فجوة عدم تماثل المعلومات من خلال الإفصاح عن معلومات ESG في تعزيز مرونتها خلال الاضطرابات السوقية.

في دول مجلس التعاون الخليجي، تفاقم الأثر الشديد لجائحة كوفيد-19 الناتج عن انخفاض الطلب على النفط نتيجة حرب أسعار مرتبطة بها. ومن ثم، يمكن القول إن هذه الفترة تمثل اختبار إجهاد أشد من الأزمة المالية لعام 2008 لهذه المنطقة. ومع ذلك، لا تزال العلاقة بين الإفصاحات عن معايير البيئة والمجتمع والحوكمة (ESG) والمرونة في دول الخليج غير واضحة نسبياً. لذلك، تقوم هذه الدراسة بجمع بيانات الإفصاح عن ESG وتقويمها من الشركات المدرجة في بورصات ثلاث من دول المجلس، وهي المملكة العربية السعودية، والإمارات العربية المتحدة، وقطر، وتحليلها بمقارنة أداء سوق الأسهم، بهدف اختبار ما إذا كان يمكن تحديد ارتباط بين الإفصاح عن ESG والمرونة خلال فترة جائحة كوفيد-19. كما أن دراسة العلاقة بين الإفصاح والمرونة في دول الخليج تعتبر ذات صلة وثيقة، لا سيما أن أسواق الأسهم في الدول الأعضاء تمثل بيئة مؤسسية متميزة، تجمع بين الأسواق الناشئة التي تعتمد على الهيدروكربونات، والاقتصادات التي تتغير بسرعة نتيجة لإصلاحات حوكمة نشطة، وذلك من خلال برامج مثل رؤية 2030 في المملكة العربية السعودية والحياد المناخي 2050 في الإمارات العربية المتحدة. وتُظهر ممارسات الإفصاح عن ESG الحالية في دول الخليج تفاوتاً واسعاً، من تقارير استدامة مستقلة وشاملة إلى إفصاحات محدودة في التقارير السنوية، مما يتيح وجود تفاوت ذي معنى في جودة الإفصاح ضمن بيئة حوكمة نسبياً متجانسة (KPMG International, 2020). كما أن البنية التحتية للبيانات الخاصة بـ ESG في دول المجلس في مرحلة النمو، حيث يجري إعداد متطلبات الإفصاح الإلزامية في المملكة العربية السعودية ضمن إطار رؤية 2030، وسيتم وضع أطر للاستدامة في إطار برنامج الحياد المناخي 2050 في الإمارات، ومن المتوقع اعتماد معايير المجلس الدولي لمعايير الاستدامة (ISSB) المعياران IFRS S1/S2 في المنطقة.

وعلى الرغم من وفرة البيئة البحثية، لم تُجر سوى دراسات محاسبية تجريبية قليلة تتعلق بالإفصاحات غير المالية في دول مجلس التعاون الخليجي (Arayssi et al., 2020؛ Farooq et al., 2021؛ Alatawi et al., 2025). وتتبع هذه الدراسة نهجاً ذو توجّه محاسبي، إذ تُعامل درجات ESG بوصفها مؤشرات بديلة لتقييم جودة الإفصاح غير المالي وشفافية تقارير الحوكمة، وليس كمعايير مستقلة للاستدامة. ومن ثم، تعيد صياغة مسألة العلاقة المحتملة بين الإفصاح عن ESG والمرونة كفضية بحثية محاسبية تركز على جودة الإفصاح غير المالي وشفافية بيئة المعلومات، وليس كمسألة تتعلق بأداء الحافظات. توفر الدراسة أيضاً عملية التحقق من مصادر المعلومات ذات الصلة بالمعايير البيئية والاجتماعية وأسس الحوكمة على مستوى الشركة، بالإضافة إلى إجراء التدقيق اليدوي لضمان جودة الإفصاحات ضمن عينة الدراسة. ويُعد ذلك بمثابة إطار استدلال يميز بالاتجاه المحاسبي، خاصة في ظل الظروف التي تفتقر إلى توفر البيانات بشكل كاف. وتُعتبر الدراسة الركيزة المتعلقة بالحوكمة من خلال إفصاحات المعايير البيئية والاجتماعية وأسس الحوكمة بمثابة آلية محاسبية فريدة، حيث تتم عرض نتائجها بشكل شفاف، مع التفريق بين البيانات التي يمكن دعمها والتحديات التي تعيق ذلك. ويتوافق هذا المنهج مع نتائج دراسات Dhaliwal et al (2011) وBeyer et al (2010) فيما يخص حدود الاعتماد على الإفصاحات الطوعية.

مشكلة الدراسة:

بالنظر إلى ما تم ذكره سابقاً، تكمن المشكلة البحثية في عدم وضوح طبيعة العلاقة بين جودة الإفصاح عن الجوانب البيئية والاجتماعية والمؤسسية (ESG) ومرونة الشركات المدرجة في أسواق الأسهم الخليجية خلال جائحة كوفيد-19، ومدى مساهمة هذا الإفصاح في الحد من آثار الأزمة وتحقيق التعافي اللاحق للشركات. وبناءً عليه، يتضح أن السؤال الرئيس للدراسة يتمثل في: إلى أي مدى ساهمت جودة الإفصاح عن ESG في تعزيز مرونة الشركات الخليجية المدرجة خلال جائحة كوفيد-19؟ يُعالج موضوع الدراسة من خلال بُعدين رئيسيين: الأول هو مستوى عوائد الأسهم (المرونة والتعافي)، والثاني هو تقلُّب العوائد (المخاطر). كما تُحدد الدراسة الركائز الثلاثة لـ ESG (البيئية والاجتماعية والحوكمة) التي ترتبط بشكل أكثر قوة بهذه المرونة. ويتم عرض الأسئلة الفرعية المنبثقة عن السؤال الرئيسي بالتفصيل في قسم (أسئلة الدراسة) بهدف تفادي التكرار وتحقيق التناسق بين مشكلة الدراسة وأسئلتها.

أهمية الدراسة:

- تحظى الدراسة بأهمية خاصة من خلال مجموعة من النقاط التي يمكن تلخيصها كما يلي:
- الأهمية العلمية: تساهم الدراسة في سد فجوة محددة في الأدبيات المحاسبية العربية والخليجية من خلال تقديم إطار يعتمد على جودة الإفصاح، وليس على حجمه فقط، لقياس مرونة الشركات في سوق ناشئة يعاني من قلة الدراسات، بالإضافة إلى تمييز أثر ESG خلال فترات الأزمة والتعافي.
- الإسهام المنهجي: تجمع الدراسة بين الترميز اليدوي لجودة الإفصاح وتقييمات Refinitiv، وتوظف مزيجاً من منهجيات انحدار البيانات الطويلة وتصميم الفروق في الفروق ودراسة الأحداث، مما يوفر منهجية قابلة للتكرار في الأسواق الناشئة.
- الأهمية العملية: تقدم الدراسة أدلة محددة تفيد المستثمرين وصانعي السياسات والهيئات التنظيمية في دول الخليج العربي، بهدف ترتيب أولويات متطلبات الإفصاح، لا سيما فيما يتعلق بالإفصاح عن الحوكمة، لتعزيز شفافية الأسواق ومرونتها في مواجهة الأزمات.

أهداف الدراسة:

- قياس تأثير جودة الإفصاح عن معايير البيئة والمجتمع والحوكمة (ESG) على مرونة مستوى عوائد الأسهم للشركات الخليجية المدرجة خلال فترتي الأزمة والتعافي من جائحة كوفيد-19.
- تحديد أي من الركائز ضمن معايير ESG، وخصوصاً الحوكمة، تُعد الأكثر تفسيراً لمرونة الشركات خلال فترة الجائحة.
- قياس تأثير جودة الإفصاح عن معايير ESG على تقلبات (مخاطر) عوائد الأسهم خلال فترة الجائحة، باعتباره بعداً مستقلاً عن مستوى العوائد كما ورد في الهدف الأول.

أسئلة الدراسة:

- السؤال الرئيسي: هل ساهمت جودة الإفصاح عن معايير البيئة والمجتمع والحوكمة (ESG) في تعزيز مرونة الشركات الخليجية المدرجة خلال جائحة كوفيد-19؟ وينبثق عن ذلك ثلاثة أسئلة فرعية متميزة:
- السؤال الفرعي الأول: ما هو تأثير جودة الإفصاح عن ESG على مستوى مرونة عوائد الأسهم للشركات الخليجية المدرجة خلال مرحلتَي الأزمة والتعافي من كوفيد-19؟ (بُعد مستوى العوائد).
- السؤال الفرعي الثاني: هل هناك ارتباط بين ارتفاع جودة الإفصاح عن ESG وانخفاض تذبذب عوائد الأسهم خلال فترة الأزمة؟ (بُعد المخاطر والتقلب، وهو مستقل عن بُعد مستوى العوائد المشار إليه في السؤال الأول).
- السؤال الفرعي الثالث: أي من ركائز ESG (البيئية، الاجتماعية، الحوكمة) يرتبط بشكل أقوى بمرونة الشركات أثناء فترة الجائحة؟ (بُعد الركائز).

فرضيات الدراسة:

- ويشتق استناداً إلى الفجوات المعرفية المحددة في مراجعة الأدبيات، واعتماداً على نظرية عدم تماثل المعلومات وفرضية بيئة المعلومات، بالإضافة إلى نظرية أصحاب المصلحة، يُفترض وضع سلسلة من الفرضيات التي تتناول العلاقات بين الإفصاح عن المعلومات البيئية والاجتماعية والحوكمة وأداء سعر السهم في السياق الخليجي. أولاً، وبناءً على الأنماط التي حددتها الدراسات في سياقات سوقية أخرى (Buallay, 2019)؛ (Broadstock et al., 2021)، يمكن القول إن الشركات الخليجية التي أظهرت مستوى أعلى من جودة الإفصاح عن ESG خلال أزمة جائحة كوفيد-19 كانت أكثر عرضة لامتلاك مرونة أعلى في عوائد الأسهم. ويُفهم هذا الرابط من منظور عدم تماثل المعلومات والإشارة، حيث يُشير ذلك إلى أن الإفصاح الأفضل يقلل من عدم اليقين وفجوات المعلومات، كما أنه يقدم إشارة موثوقة على جودة أداء الشركة ويقلل من المخاطر خلال أوقات الأزمات مثل جائحة كوفيد-19. ومن خلال تعزيز الشفافية، يدعم الإفصاح عن ESG ثقة المستثمرين، مما يساهم في تعزيز عوائد الأسهم. وبناءً عليه، يُفترض وجود الفرضية التالية:
- الفرضية الأولى (H1):** تشير إلى أن جودة الإفصاح المرتفعة عن خلال الشركات الخليجية ترتبط ارتباطاً إيجابياً بمرونة عوائد الأسهم أثناء فترة أزمة كوفيد-19. وبالمثل، يمكن القول إن الشركات الخليجية التي تتمتع بمستوى أعلى من جودة الإفصاح عن ESG كانت أقل تقلباً في العوائد خلال فترة الجائحة، حيث أن الشفافية قللت من عدم تماثل المعلومات وعدم اليقين لدى المستثمرين. وتشير فرضية بيئة المعلومات ونظرية البنية الدقيقة للسوق إلى أن تحسين جودة الإفصاح يعزز من فعالية اكتشاف الأسعار ويقلل من تداول الضوضاء عبر زيادة دقة المعلومات المتاحة للمستثمرين عن الشركة. ومن ثم، فإن الانخفاض في درجة عدم اليقين يرتبط بانخفاض في تقلب عوائد الأسهم، وبالتالي تتضح الفرضية التالية:
- الفرضية الثانية (H2):** تتعلق بارتباط جودة الإفصاح العالي عن ESG بين الشركات الخليجية بتقليل تقلب العوائد خلال فترة أزمة كوفيد-19. وللتوضيح، فإن الفرضية الأولى (H1) تتناول بُعد مستوى العوائد (المرونة/التعافي)، في حين تتناول الفرضية الثانية (H2) بُعد تقلب العوائد (المخاطر). وهما بعدان مفهومان ومستقلان يُقاسان باستخدام متغيرات تابعة مختلفة، ولذلك فإن الفرضيتين لا تتداخلان.
- وأخيراً، من بين الركائز الثلاث لتقارير ESG، يُرجح أن تلعب الحوكمة الدور الأهم في التأثير على أسعار الأسهم، حيث تمثل الرابط الأوثق بحماية المستثمرين خلال الأزمات. ووفقاً لنظرية الوكالة، تسهم آليات الحوكمة الفعالة في كبح الانتهازية الإدارية وتعزيز جودة الرقابة، مما يعزز من ثقة المستثمرين. ويُعد الإفصاح عن الحوكمة ذا أهمية خاصة خلال الأزمات؛ لأنه يعكس فعالية الضوابط الداخلية، ورقابة مجلس الإدارة، وأنظمة إدارة المخاطر. لذلك، تُفترض الفرضية التالية:

الفرضية الثالثة (H3): يتجاوز معامل التفاعل (إفصاح الحوكمة × كوفيد) القيمة المطلقة والدلالة الإحصائية مقابل معامل التفاعل (الإفصاح البيئي × كوفيد) لدى الشركات الخليجية المدرجة خلال فترة الأزمة، ويتم اختبار هذا الفرق رسميًا باستخدام اختبار والد (Wald test) للتأكد من تساوي المعاملين.

مصطلحات الدراسة:

- الإفصاح عن ESG: مستوى وشفافية الإفصاح غير المالي المتعلق بالجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة، ويُقاس بدرجات ESG السابقة للأزمة.
- مرونة الشركات: قدرة الشركة على مقاومة الصدمة والتعافي منها، ويُقاس ذلك بعوائد الأسهم وتقلباتها خلال الجائحة وما بعدها.
- الإفصاح عن الحوكمة: مستوى شفافية الشركة فيما يتعلق بهياكل الحوكمة والرقابة وإدارة المخاطر، ويُقاس بدرجة الحوكمة ضمن تصنيف ESG.

الإطار النظري والدراسات السابقة:

تشير الأدبيات المحاسبية ذات الصلة بالإفصاح الطوعي إلى أن المؤسسات تعمل على تقليل عدم تماثل المعلومات من خلال تحسين جودة تقاريرها ومصداقيتها (Healy & Palepu, 2001). وقد زاد الاهتمام بمناقشة الإفصاح غير المالي، الذي يشمل بيانات ESG وتقارير الاستدامة وبيانات حوكمة الشركات، ضمن هذا السياق. وفي الدراسات السابقة، تبين أن جودة الإفصاح عن ESG مرتبطة بالفروق الأقل في أسعار العرض والطلب، وذلك تماشيًا مع الهدف في تقليل عدم تماثل المعلومات (Cho et al., 2013). وتشير نتائج أخرى إلى أن المؤسسات التي تنشر تقارير استدامة مستقلة تظهر تشبهاً أقل في توقعات المحللين، مما يعكس فائدة مباشرة على بيئة المعلومات (Dhaliwal et al., 2011). وتدلل هذه النتائج على أن درجات ESG تعكس شفافية تواصل المؤسسات مع المستثمرين بالإضافة إلى أدائها الأخلاقي. لم يُنظر إلى أهمية الإفصاح عن المعلومات غير المالية من منظور نظرية عدم تماثل المعلومات فحسب، بل كذلك من منظور نظرية أصحاب المصلحة (Freeman, 1984). وتشير نظرية أصحاب المصلحة إلى أن الشركات التي تستثمر في علاقاتها مع أصحاب المصلحة تُبنى عليها رأس مال اجتماعي يعمل كوسيلة للحماية خلال الأزمات، على غرار وجود وثيقة تأمين (Lins et al., 2017). ويختلف هذا المنظور جوهريًا عن منظور عدم التماثل، حيث تتجلى دلالاته المحاسبية الأساسية في أن جودة تقارير الاستدامة تُقدم إشارات على جودة الإدارة، وتقلل من احتمالية الخيارات المعاكسة، وتؤكد توقعات المستثمرين في ظل ظروف عدم اليقين. ومن ثم، يُحوّل التركيز من البعد الأخلاقي للإفصاح عن ESG إلى أداة تستمد من العلاقة بين المنظمة وأصحاب المصلحة فيها.

أداء ESG والإفصاح والمرونة في الأزمات:

تبين أن الأدلة الداعمة للعلاقة بين الإفصاح عن معايير البيئة والمجتمع والحوكمة الشركات (ESG) والمرونة خلال جائحة كوفيد-19 كانت متسقة عبر مختلف السياقات السوقية. على سبيل المثال، أظهر Albuquerque وزملاؤه (2020) أن الشركات المدرجة في مؤشر S&P 500 والتي كانت أكثر شفافية في الإفصاح عن ESG حققت انخفاضات أقل في العوائد خلال الأزمة السوقية في شهري فبراير ومارس 2020. وعزا الباحثون هذا النمط إلى وفاء العملاء وتفاني الموظفين الناتج عن الاستثمار المسبق في الإفصاح عن ESG. كما أثبت وجود أدلة مماثلة في أسواق الأسهم الصينية (Broadstock وزملاؤه، 2021)، حيث تبين أن المحافظ ذات الإفصاح العالي عن ESG كانت تتفوق بشكل جوهري على نظيراتها ذات الإفصاح المنخفض في بداية الجائحة. وأظهرت دراسة أخرى أن تدفقات صناديق الاستثمار المرتبطة بمعايير ESG زادت خلال أزمة كوفيد-19، الأمر الذي يتوافق مع ديناميات الهروب نحو الاستثمارات ذات الجودة، والتي تفضل الشركات التي تتميز بالإفصاح الأفضل والشفافية الحوكمية الأعلى (Ferriani, Natoli, 2021). قبل حدوث الجائحة، قدمت الدراسات التي تناولت الأزمة المالية في عامي 2008–2009 أدلة أساسية على بعض عوامل المرونة، حيث أظهرت دراسة Lins وآخرون (2017) أن الشركات ذات رأس المال الاجتماعي العالي، والذي يُقاس من خلال سجلها في المسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR)، حققت أداءً أقوى. وقد جادل الباحثون بأن ذلك يعزى إلى الثقة المرتبطة بعلاقات قوية مع أصحاب المصلحة، والتي تتولد من خلال تقارير موثوقة. استندت دراساتهم إلى فهم Bae وآخرون (2021) لأزمة كوفيد-19، حيث تبين أن سجل الشركة في المسؤولية الاجتماعية مرتبط بشكل أكبر بأداء سعر السهم، خاصة عبر قناة الحوكمة. ويتفق ذلك مع المفهوم أن الشفافية في الحوكمة تقلل من عدم اليقين لدى المستثمرين، مما يدعم الإطار المحاسبي للدراسة الحالية.

الإفصاح عن الحوكمة والشفافية ومرونة السوق:

في الدراسات المحاسبية، حظيت ركيزة الحوكمة من ESG بشكل عام باهتمام بحثي أكبر مقارنة بالعناصر البيئية والاجتماعية. وتبين أن هناك عدة أبعاد للحوكمة تؤثر مباشرة على جودة التقارير المالية، مثل استقلالية المجلس، وجودة لجنة المراجعة، ومصداقية إفصاح الإدارة، وشفافية معاملات الأطراف ذات العلاقة (Klein, 2002). في السياق الخليجي، يُعد فهم كيفية تأثير الإفصاح عن الحوكمة وجوانب الشفافية الأخرى على مرونة السوق أمراً مهماً بشكل خاص، خاصة أن ممارسات الإفصاح تتطور في سوق تميز تقليدياً بمعدلات إفصاح منخفضة ومعلومات غير متماثلة (Aljifri & Hussainey, 2007). على سبيل المثال، قامت هيئة السوق المالية السعودية (CMA)، لائحة حوكمة الشركات (2017)، وهيئة الأوراق المالية والسلع الإماراتية (SCA)، دليل حوكمة الشركات)، وهيئة قطر للأسواق المالية (QFMA)، ميثاق حوكمة الشركات) تدريجيًا بتعزيز متطلبات الحوكمة للشركات. وتهدف هذه الإصلاحات إلى إحداث تباين في جودة تقارير الحوكمة للشركات المدرجة (Arayssi et al., 2020). ومع ذلك، لم تدخل المتطلبات الإلزامية حيز التنفيذ تمامًا بعد، ولا يزال الإفصاح الطوعي متفاوتًا، مما يخلق وضعًا سوقيًا معقدًا يتطلب مزيدًا من الدراسات لفهم الديناميكيات القائمة. أظهرت دراسات سابقة أن شفافية الشركات والإفصاحات المتعلقة بـ ESG قد تؤثر على المرونة المالية خلال الصدمات النظامية. ففي ظل جائحة كوفيد-19، اعتقد أن

الشركات ذات الاستدامة و ESG الأقوى ستكون أكثر حماية من تذبذبات السوق، إلا أن نتائج الأبحاث كانت متفاوتة. على سبيل المثال، يُظهر Demers et al. (2021) أن أداء ESG لم يقلل بشكل جوهري من تعرض الشركات لخسائر سوق الأسهم أثناء كوفيد-19، مما يعزز أهمية الأساسات المالية في تعزيز المرونة أثناء الأزمات. وتشير أدلة من دراسات دولية إلى أن الإفصاح عن الاستدامة يرتبط بتقييم سوق أعلى ومرونة محسنة أثناء الأزمات، خاصةً للشركات ذات الأرباح السلبية (Phang et al., 2023). تشير الأدبيات الواسعة حول الأزمات إلى أن الشفافية وجودة الإفصاح يمكن أن يقللا من عدم تماثل المعلومات ويزيدا من ثقة المستثمرين خلال فترات الأزمات المالية، مما يؤثر بدوره على تكلفة تمويل الشركات وإدراك المخاطر (El Ghoul et al., 2011; Khanchel & Lassoued, 2022). بشكل عام، تبرز الأدبيات أن العلاقة بين الإفصاح غير المالي والمرونة تتسم بطابع سياقي، وقد تختلف تبعاً لهياكل السوق، وتنفيذ الأنظمة، وشدة الصدمات، خاصة في الاقتصادات الناشئة مثل دول الخليج.

أبحاث ESG في الأسواق الخليجية:

لم تُنجز سوى بحوث محاسبية ومالية تجريبية محدودة تركز على الإفصاح عن ESG في الأسواق الخليجية (Aljifri & Hussainey, 2007; Arayssi, 2007). وأشارت الدراسات المرتبطة بالمؤسسات المصرفية في سياقات متنوعة إلى أن الإفصاح عن ESG يُبدي إشارة إيجابية بمعامل توبين Q (الأداء السوقي)، غير أن تأثيراته كانت متباينة على مؤشرات الأداء المحاسبي مثل العائد على الأصول (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE) (Bualay, 2019). كما استعرضت دراسة سابقة لـ Hahn و Kühnen (2013) محددات تقارير الاستدامة عبر سياقات متعددة محددة، معرقاً ضغط أصحاب المصلحة والإطارات المؤسسية كمحفزات رئيسية. ويمكن اعتبار هذه العوامل ذات صلة بفهم التفاوت في الإفصاح عن ESG في دول الخليج. وأظهرت الدراسة أيضاً أن الإفصاح البيئي القوي يرتبط بأداء اقتصادي محسّن، مما يدعم فرضية بيئة المعلومات في السياق المحاسبي (Al-Tuwaijri, 2004). وتلخص فرضية بيئة المعلومات أن تحسين مستويات الإفصاح يسهم في الحد من عدم تماثل المعلومات بين الشركات والمستثمرين، مما يؤدي إلى أسواق أكثر كفاءة وتسعير أدق للأوراق المالية. وحتى تاريخه، لم يُجر تحليل منهجي يُعنى بمرونة أسواق الأسهم الخليجية خلال فترات الأزمات باستخدام بيانات الإفصاح عن ESG، وفقاً لما هو وارد في الأدبيات الحالية. توصلت مراجعة الأدبيات المشار إليها إلى نتائج غير متسقة يمكن تفسيرها وفقاً للسياق الخاص بكل سوق. ففي حين توثق دراسات الأسواق المتقدمة (Albuquerque وآخرون، 2020; Broadstock وآخرون، 2021) دوراً وقائياً ملفف ESG في فترات الانهيارات، تقدم دراسات أخرى (Demers وآخرون، 2021) أدلة معاكسة، حيث تعزو المرونة إلى الأساسيات المالية والأصول غير الملموسة بدلاً من ESG. ويُتوقع أن يكون هذا التفاوت ناتجاً عن اختلاف هياكل السوق، ودرجة تنفيذ اللوائح، وطبيعة الصدمة، وهي عوامل تجعل من غير المناسب تعميم نتائج الأسواق المتقدمة على أسواق الخليج. وتكشف مراجعة الدراسات السابقة عن وجود فجوة بحثية محددة، تتمثل في التركيز على فترة الانهيار وحدها وعلى الأسواق المتقدمة، مع ندرة في البحوث التي تفصل أثر ESG خلال الأزمة عن تأثيره أثناء فترة التعافي، خاصة في الأسواق الناشئة المعرضة لصدمات أسعار النفط والتي تهيمن عليها التنظيمات المركزة على الحوكمة، مثل أسواق الخليج. وتسعى الدراسة الحالية إلى معالجة هذه الفجوة، وهو ما يبرر تصميمها المنهجي المعروض في القسم التالي.

منهجية الدراسة وإجراءاتها:

منهجية الدراسة:

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي بوصفه المنهج الرئيسي، وذلك من خلال استعراض الأدبيات والدراسات السابقة ذات الصلة بالإفصاح عن الجوانب البيئية والاجتماعية والمؤسسية (ESG) ومرونة الشركات أثناء الأزمات المالية والاقتصادية. بالإضافة إلى ذلك، تم تحليل الأطر النظرية ذات الصلة، خاصة نظرية عدم تماثل المعلومات ونظرية أصحاب المصلحة. كما استندت الدراسة إلى المنهج الكمي القياسي لاختبار الفرضيات وتحليل العلاقة بين جودة الإفصاح عن الجوانب البيئية والاجتماعية والمؤسسية (ESG) ومرونة الشركات المدرجة في أسواق الأسهم الخليجية خلال جائحة كوفيد-19. استخدمت الدراسة بيانات فعلية لعينة من الشركات المدرجة في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة من عام 2018 إلى عام 2022، مع تطبيق مجموعة من الأساليب الإحصائية والقياسية، منها انحدار البيانات الطولية (Panel Data Regression)، ونموذج التأثيرات الثابتة (Fixed Effects Model)، وتصميم الفروق في الفروق (Difference-in-Differences)، وتحليل التقلبات المتدرجة، بهدف قياس أثر جودة الإفصاح عن ESG على عوائد الأسهم وتقلباتها خلال فترة الأزمة وفترة التعافي اللاحقة. وقد تم اختيار هذين المنهجين بعناية لملاءمتها مع طبيعة الدراسة وأهدافها، حيث يُتيح المنهج الوصفي التحليلي بناء الإطار النظري وتفسير الظاهرة قيد الدراسة، في حين يوفر المنهج الكمي القياسي أدوات موضوعية لاختبار الفرضيات وتحليل العلاقات بين المتغيرات، مما يُسهم في التوصل إلى نتائج أكثر دقة وموثوقة. إن مبررات اختيار الأساليب وتسلسلها التحليلي تُعتمد على أن انحدار البيانات الطولية باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة يُعتبر النموذج الرئيسي لاختبار الفرضيتين الأولى والثانية، لأنه يضبط الخصائص الثابتة غير الملحوظة للشركات. يُستخدم تصميم الفروق في الفروق (DiD) كأداة لاختبار السبب بطريقة مقارنة الشركات ذات الإفصاح العالي والمنخفض حول حدث كوفيد. يُخصص تحليل التقلب المتدرج لاختبار بُعد المخاطر (الفرضية الثانية)، في حين تلتقط دراسة الحدث والعوائد التراكمية غير الطبيعية (CAR) الاستجابة القصيرة الأجل للانهيار. أما اختيار الفترة الزمنية بين 2018 و2022، فهو مبرر، لأنه يغطي المرحلة التي تسبق الأزمة (2018-2019) بهدف تحديد قاعدة أساسية، ومرحلة الصدمة (2020 - منتصف 2021)، ومرحلة التعافي (منتصف 2021-2022)، مما يتيح الفصل بين تأثير ESG أثناء الأزمة وتأثيره خلال مرحلة التعافي.

عينة الدراسة:

تم تحديد مجتمع الدراسة، الذي يشتمل على جميع الشركات المدرجة في أسواق الأسهم بدول مجلس التعاون الخليجي الست خلال الفترة من عام 2018 إلى عام 2022. وقد أُسندت العينة النهائية، التي بلغ عددها 26 شركة، استناداً إلى تطبيق معايير الإدراج الموضحة أدناه، وهي عينة غرضية تعتمد على توافر البيانات وليس على الاختيار العشوائي. فيما يخص المبررات المنهجية للقرارات: (أ) استُخدمت درجات ESG للسنة المالية 2019، التي تسبق الأزمة، كأساس لتحديد مستوى جودة الإفصاح قبل وقوع الصدمة بهدف تجنب السببية العكسية الناتجة عن تأثير الأزمة على عملية الإفصاح. (ب) تم الاعتماد على مصدر Yahoo Finance، لكونه المصدر الوحيد المتاح الذي يوفر بيانات أسعار يومية متسقة وقابلة للقراءة آلياً عبر الأسواق الخليجية الست خلال مدة الدراسة كاملة، مع إجراء التحقق من العينة من خلال مقارنة البيانات مع بيانات البورصات. (ج) تعتمد البيانات على بنية لوحة شركة-يوم، بحيث تشمل 26 شركة عبر أيام التداول، بإجمالي 32,085 مشاهدة شركة-يوم، بدلاً من بنية شركة-سنة. (د) نظراً لاشتقاق جزء من درجات الإفصاح من تقارير الشركات، يُقر البحث بوجود احتمالية لتحيز في الاختيار الذاتي، والذي يُعالج من خلال مناقشة آثاره في قسم القيود. للاختبار الفرضيات المتعلقة بالعلاقات، تم جمع عينة الدراسة من الشركات المدرجة في السوق المالية بالمملكة العربية السعودية، بورصة قطر، سوق دبي المالي، سوق أبوظبي للأوراق المالية في الإمارات، بورصة الكويت، وبورصة البحرين. وُضعت معايير لإدراج الشركات، الأول هو توافر بيانات أسعار الأسهم اليومية على منصة Yahoo Finance طوال مدة الدراسة الممتدة من عام 2018 إلى عام 2022، والثاني هو توفر تصنيفات ESG أو مقاييس الإفصاح عن الحوكمة للسنة المالية 2019 من خلال تصنيفات Refinitiv أو التقارير السنوية وتقارير الاستدامة التي تصدرها الشركات المعنية. وتم استبعاد الشركات التي لم تلتزم بكل المعايير. تم تحديد سبع شركات، منها ثلاث في سوق أبوظبي للأوراق المالية، وثلاث في سوق مسقط للأوراق المالية، وواحدة في بورصة البحرين، إلا أنها أُستبعدت لعدم توافر بيانات أسعار يومية قابلة للقراءة آلياً على Yahoo Finance خلال فترة الدراسة.

بعد تطبيق المعايير المعتمدة، تم تشكيل العينة النهائية المكونة من 26 شركة. وأُجريت فحوصات للتأكد من خلو العينة من التكرارات، وعدم وجود أسعار إغلاق مفقودة أو غير صالحة لكل شركة، بالإضافة إلى ضرورة أن تتفرد كل شركة بما لا يقل عن 100 مشاهدة. كما تم جمع بيانات أسعار الإغلاق المعدلة يومياً مباشرة من منصة Yahoo Finance للفترة الممتدة من عام 2018 إلى عام 2022، مما أدى إلى تجميع مجموع قدره 32,085 مشاهدة للشركات خلال يوم واحد عبر مختلف الشركات. وتجدر الإشارة إلى أن شركة أرامكو السعودية (SR.2222) أتمت طرحها العام الأولي على منصة تداول في 11 ديسمبر 2019، وبذلك تمثل هذه الشركة 763 مشاهدة ليوم تداول، مقارنة بمتوسط البيانات البالغ 1,234، مع عدم توفر بيانات سابقة لأسعار عملية الطرح. من بين هذه الشركات الـ 26، كانت اثنتا عشرة شركة مقرها المملكة العربية السعودية، وسبع شركات في قطر، وثلاثة في الإمارات، وثلاثة في الكويت، وشركة واحدة في البحرين. وقد تنوعت مجموعة الشركات عبر قطاعات التمويل، والاتصالات، والعقارات، والمرافق، والطاقة، والمواد، وإنفاق السلع الكمالية. وتُعرض تفاصيل العينة، بما في ذلك عدد المشاهدات المتاحة، في جدول (1).

جدول (1): تكوين العينة حسب الدولة والقطاع

اسم الشركة	الرمز	الدولة	القطاع	عدد المشاهدات
Al Jazira Bank	1120.SR	SA	Financials	1,269
Al Rajhi Bank	1180.SR	SA	Financials	1,269
Riyad Bank	1010.SR	SA	Financials	1,269
Saudi British Bank (SABB)	1060.SR	SA	Financials	1,268
Saudi Basic Industries (SABIC)	SR.2010	SA	Materials	1,268
Maaden	1211.SR	SA	Materials	1,269
Sipchem	2280.SR	SA	Materials	1,268
Saudi Kayan Petrochemical	2350.SR	SA	Materials	1,268
Saudi Telecom Company (STC)	4030.SR	SA	Communication	1,269
Jarir Marketing	4240.SR	SA	Consumer Discretionary	1,269
Saudi Electricity Company	7010.SR	SA	Utilities	1,269
Saudi Aramco	2222.SR	SA	Energy	763
Qatar Islamic Bank	QIBK.QA	QA	Financials	1,266
Industries Qatar	IQCD.QA	QA	Materials	1,266
The Commercial Bank	CBQK.QA	QA	Financials	1,266
Masraf Al Rayan	MARK.QA	QA	Financials	1,266
Ooredoo	ORDS.QA	QA	Communication	1,266
Qatar Electricity & Water	QEWS.QA	QA	Utilities	1,266
QNB Group	QNBK.QA	QA	Financials	1,266
Emaar Properties	EMAAR.AE	UAE	Real Estate	1,252
du (Emirates Integrated Telecom)	DU.AE	UAE	Communication	1,251
Dubai Islamic Bank	DIB.AE	UAE	Financials	1,249
National Bank of Kuwait (NBK)	NBK.KW	KW	Financials	1,249
Kuwait Finance House (KFH)	KFH.KW	KW	Financials	1,249
Zain Group	ZAIN.KW	KW	Communication	1,249
Ahli United Bank	AUB.BH	BH	Financials	1,006

تم تجميع البيانات المالية من أسواق الأسهم في دول الخليج الخمس خلال الفترة التي سبقت أزمة كوفيد-19 (2018-2019)، وفي ذروتها (2020-2021)، وخلال فترة ما بعد كوفيد (2022). تتيح النافذة الزمنية الممتدة حتى عام 2022 تحديد آثار ESG التي قد تظهر خلال فترة التعافي، بدلاً من الاعتماد فقط على فترة الصدمة أو إضافتها إليها.

مجتمع الدراسة:

ملاحظة تنظيمية: تم تحديد مجتمع الدراسة وتشكيله على أساس غرضي، كما هو موضح في بند «عينة الدراسة» المشار إليه سابقاً، بهدف تجنب التكرار. يُخصص هذا البند لعرض التفاصيل المتعلقة بالشركات المشمولة بالدراسة، مع شرط أن تتوفر لدى كل شركة على الأقل 100 مشاهدة يومية صالحة، لضمان دقة كافية في تقدير التغيرات المتحركة والاتجاهات الطويلة. تم جمع بيانات ESG من تصنيفات شركة Refinitiv، ومقارنتها مرجعياً مع تقارير الاستدامة والتقارير السنوية المنشورة من قبل الشركات لعام 2019 (انظر جدول 2). وتعكس تقارير الاستدامة بشكل عام مستوى أعلى من الالتزام بالإبلاغ من قبل الشركة، بالإضافة إلى تقديم بيانات أكثر تفصيلاً، بما يتوافق مع Hahn and Kühnen (2013). كما أن استخدام درجات ESG قبل فترة الأزمة ساعد في التخفيف من المخاوف الاندوجينية والسببية العكسية الناتجة عن التحديد المتزامن لدرجات ESG وأداء الأسهم خلال فترة الجائحة ذاتها.

جدول (2): مصادر بيانات درجات الإفصاح عن ESG

اسم الشركة	مصدر بيانات ESG	سنة التقرير	نوع الإفصاح	درجة ESG	درجة الحوكمة
Al Jazira Bank	Al Jazira Bank Annual Report 2019	2019	Annual report	41	46
Al Rajhi Bank	Al Rajhi Bank Annual Report 2019; Corporate Governance Report	2019	Annual report + governance appendix	58	72
Riyad Bank	Riyad Bank Annual Report 2019; Corporate Governance Report 2019	2019	Annual report + governance section	50	60
Saudi British Bank (SABB)	SABB Annual Report 2019	2019	Annual report	53	64
Saudi Basic Industries (SABIC)	SABIC Sustainability Report 2019; Refinitiv ESG 2020	2019	Standalone sustainability report	61	66
Maaden	Maaden Sustainability Report 2019	2019	Standalone sustainability report	55	57
Sipchem	Sipchem Annual Report 2019	2019	Annual report	44	44
Saudi Kayan Petrochemical	Saudi Kayan Annual Report 2019	2019	Annual report	38	40
Saudi Telecom Company (STC)	STC Sustainability Report 2019; Refinitiv ESG 2020	2019	Standalone sustainability report	63	78
Jarir Marketing	Jarir Marketing Annual Report 2019	2019	Annual report	35	40
Saudi Electricity Company	Saudi Electricity Company Annual Report 2019	2019	Annual report	49	50
Saudi Aramco	Aramco Sustainability Report 2019; Refinitiv ESG 2020	2019	Integrated sustainability report	52	54
Qatar Islamic Bank	QIB Annual Report 2019	2019	Annual report + governance section	53	65
Industries Qatar	Industries Qatar Sustainability Report 2019; Refinitiv ESG 2020	2019	Standalone sustainability report	59	63
The Commercial Bank	The Commercial Bank Annual Report 2019	2019	Annual report	52	64
Masraf Al Rayan	Masraf Al Rayan Annual Report 2019	2019	Annual report	55	69
Ooredoo	Ooredoo Sustainability Report 2019	2019	Standalone sustainability report	61	70
Qatar Electricity & Water	QEWS Annual Report 2019	2019	Annual report	50	49
QNB Group	QNB Sustainability Report 2019; Refinitiv ESG 2020	2019	Standalone sustainability report	64	80
Emaar Properties	Emaar Sustainability Report 2019; Refinitiv ESG 2020	2019	Standalone sustainability report	57	62
du (Emirates Integrated Telecom)	du Annual Report 2019	2019	Annual report	54	58
Dubai Islamic Bank	Dubai Islamic Bank Sustainability Report 2019	2019	Standalone sustainability report	60	76
National Bank of Kuwait (NBK)	NBK Sustainability Report 2019; Refinitiv ESG 2020	2019	Standalone sustainability report	57	70
Kuwait Finance House (KFH)	KFH Annual Report 2019; Corporate Governance Report 2019	2019	Annual report + governance section	51	62
Zain Group	Zain Group Sustainability Report 2019	2019	Standalone sustainability report	56	64
Ahli United Bank	AUB Annual Report 2019	2019	Annual report	47	59

الأساليب الإحصائية:

تقدم إيضاحات منهجية حول الأساليب الإحصائية: (1) يُعد الإفصاح عن معايير ESG متغيراً كمياً مستمراً يُدمج في النماذج الأساسية، في حين يُستخدم متغير ثنائي (مرتفع/منخفض) في تصميم الفروق وتحليل التقلبات لأغراض الجمع والتجميع، وذلك لتجنب الالتباس بين التعريفين. (2) تم تحديد فترة الأزمة من يوم 11 مارس 2020، وهو تاريخ إعلان منظمة الصحة العالمية عن الجائحة، وحتى 30 يونيو 2021، تماشيًا مع مراحل التعافي الإقليمية، مع إجراء اختبار قوة لنواخذ بديلة. (3) تمت معالجة القيم المتطرفة عبر تقنية التقليم (winsorizing) عند الطرفين بهدف الحد من تأثير

المشاهدات الشاذة. (4) استُخدمت أخطاء معيارية مجمعة على مستوى الشركة لمعالجة الارتباط التسلسلي. (5) بالرغم من عدم دلالة اختبار هاوسمان، إلا أنه تم الاحتفاظ بنموذج التأثيرات الثابتة لضبط التباين غير الملحوظ بين الشركات، وامتثالاً للأساس النظري للدراسة. تماشيًا مع التركيز المحاسبي للدراسة، عُدلت درجات ESG باعتبارها مؤشرات بديلة لجودة الإفصاح غير المالي وشفافية الحوكمة. كما تم اختبار ركنية الحوكمة بشكل مستقل نظرًا لأهميتها القصوى للشفافية وحماية المستثمرين. تم جمع متغيرات الضبط المالي من التقارير السنوية المدققة للسنة المالية 2019، وتشمل العائد على الأصول (ROA) الذي يمثل صافي الدخل كنسبة مئوية من إجمالي الأصول، والرافعة المالية (إجمالي الدين مقسومًا على إجمالي الأصول)، ونسبة القيمة الدفترية إلى السوقية (القيمة الدفترية لحقوق الملكية مقسومة على القيمة السوقية)، وحجم الشركة باستخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول بملايين الدولارات الأمريكية. كان المتغير التابع الرئيسي هو عائد السهم اللوغاريتمي اليومي $\{R_{it}\} = \ln(P_{it}) / P_{i,t-1}$ ، حيث P_{it} هو سعر الإغلاق المعدل، وقد استُخدمت بيانات هذا المتغير من Yahoo Finance، باستخدام أرقام معدلة للتوزيعات الأرباح والتجزئة. قُيِّم تقلب العوائد باستخدام الانحراف المعياري المتدرج لمدة 30 يومًا للعوائد اللوغاريتمية اليومية، محسوبًا من العوائد اليومية ومحوّلًا إلى أساس سنوي بضربه في الجذر التربيعي لـ 252 يوم تداول. تم حساب درجة ESG مجمعة باستخدام بيانات Refinitiv وتقارير الشركات، والتي تتراوح من 0 إلى 100. كما استُخدمت الطريقة ذاتها لكل من ركانز ESG الثلاث للحصول على درجات مستقلة لكل ركنية.

تم تحويل درجة الإفصاح الإجمالية عن معايير ESG إلى درجة موحدة من خلال حساب المتوسط الحسابي للعينة وتقسيمه على الانحراف المعياري، مما يُنتج درجة z (متوسطها صفر، وانحرافها المعياري واحد). يمكن مراجعة جدول (2) للاطلاع على التفاصيل. وبالمثل، تم حساب درجة الحوكمة المعيارية باستخدام نفس الأسلوب (انظر الجدول 2). وفيما يتعلق بجودة البيانات، سجلت شركتان مدرجتان في الإمارات، وهما بنك دبي الإسلامي ودو للاتصالات، حركات غير معتادة في أسعار الأسهم ليوم واحد، حيث بلغت -148% و-344% في 2 فبراير 2020، تلا ذلك انعكاسات كاملة في اليوم التالي، 3 فبراير 2020. ويُعزى ذلك إلى تأثير تعديل الأسعار الناتج عن توزيعات الأرباح في سلسلة الإغلاق المعدلة بواسطة Yahoo Finance، بدلاً من الاعتماد على العوائد السوقية الفعلية. تم اعتبار المشاهدات اليومية الأربعة المتأثرة (شركتان وتاريخان) علامات مفقودة واستُبعدت من جميع التحليلات والنماذج، دون الحاجة إلى إجراء تعديلات إضافية على البيانات. كما تم تصنيف مؤشر أزمة كوفيد كمتغير ثنائي القيمة، حيث يُمنح القيمة 1 أو 0 وفقًا لحالة التاريخ، سواء كانت داخل أو خارج النافذة المحددة لكوفيد (11 مارس 2020 – 30 يونيو 2021)، على التوالي. بالإضافة إلى ذلك، تم اعتبار مؤشر الإفصاح العالي عن معايير ESG كمتغير ثنائي، يُعطى القيمة 1 إذا كانت درجة الإفصاح عن ESG الخاصة بالشركة تساوي أو تتجاوز الوسيط الخاص بالعينة، و0 خلاف ذلك. كما تم تقييم مؤشر الإفصاح العالي عن الحوكمة بنفس الطريقة، باستخدام درجة الإفصاح عن الحوكمة، ومنح القيمة 1 إذا كانت الدرجة تساوي أو تتجاوز الوسيط، و0 خلاف ذلك. وأخيرًا، تم حساب التفاعل بين درجات جودة الإفصاح عن معايير ESG ومؤشرات أزمة كوفيد (المقدر الأساسي). تم تطبيق أساليب الانحدار على البيانات الطولية، مع الاعتماد على التأثيرات الثابتة على مستوى الشركات، وتصميم الفروق في الفروق (DiD)، وتحليل التقلب المتحرك. كما تم استبعاد المشاهدات ذات البيانات غير المكتملة من التحليل. وتم حساب المواصفة الأساسية لأنموذج الانحدار على النحو التالي.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_1(ESG_i \times COVID_t) + \beta_2 ESG_i + \beta_3 COVID_t + \gamma' X_i + \delta_s +$$

$$\varepsilon_{it} \quad (1)$$

حيث إن R_{it} تمثل العائد اللوغاريتمي اليومي للشركة i في اليوم t ؛ α_i يشير إلى التأثيرات الثابتة الخاصة بالشركة؛ و ESG_i تمثل درجة الإفصاح المعيارية عن ESG قبل الأزمة؛ و $COVID_t$ هو مؤشر فترة الأزمة؛ و β_1 هو معامل يهتم بزيادة الآثار التفاضلية للعائدات بناءً على جودة الإفصاح خلال الأزمة؛ و X_i تمثل متجه الضوابط قبل الأزمة على مستوى الشركة؛ و δ_s تمثل التأثيرات الثابتة لكل قطاع؛ و ε_{it} هو حد الخطأ. كما أن الأخطاء المعيارية تكون مجمعة عند مستوى الشركة. تم استبدال مواصفة الفرق في الاختلافات (DiD) لدرجة ESG_z المستمرة بمؤشر ثنائي $high_esg$ (1) إذا كانت درجة ESG $\leq$ وسيط العينة، مع تحديد متوسط أثر المعالجة لكون الشركة ذات إفصاح مرتفع عن ESG خلال الأزمة مقارنةً بالفترة قبل الأزمة. وتم اختبار فرضية الاتجاهات المتوازية، أي أن الشركات ذات الإفصاح المرتفع والمنخفض كانت تتبع مسارات عوائد متشابهة قبل الأزمة، باستخدام بيانات ما قبل كوفيد ضمن العينة. لم يرفض اختبار هاوسمان ($\chi^2 = 0.124$ ، $p = 0.940$) فرضية وجود تأثيرات عشوائية ($p \geq 0.05$). لذلك، لم يُقدّم هذا الاختبار أدلة على تفضيل نموذج التأثيرات الثابتة على أساس إحصائي. ومع ذلك، تم الاحتفاظ بالتأثيرات الثابتة للشركة ضمن جميع المواصفات الرئيسية كمتغير محافظ، لضبط جميع التباينات غير المرصودة الثابتة زمنيًا للشركة، وتُعتبر ممارسة قياسية في الدراسات المحاسبية للبيانات الطولية ذات الأطر الزمنية القصيرة ($T < 30$). ويجب تفسير النموذج 2 وفقًا لذلك، وعدم اعتباره "مفضلًا وفقًا لنتائج هاوسمان".

عرض نتائج الدراسة ومناقشتها:

تعتمد النتائج على لوحة تتضمن 26 شركة خليجية مدرجة، تم رصدها خلال الفترة الممتدة من عام 2018 إلى عام 2022، وتشتمل على 32,085 مشاهدة شركة-يوم. وتشمل جميع التحليلات تأثيرات ثابتة خاصة بكل شركة وأخطاء معيارية متجمعة على مستوى الشركة، ما لم يُذكر خلاف ذلك. تُعرض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الرئيسية في الجدول رقم 3. وبناءً على المواصفات الرئيسية، يُفترض أن تكون جودة الإفصاح عن معايير ESG أعلى (الفرضية 1) مرتبطة إيجابيًا بمرونة عوائد الأسهم خلال فترة الأزمة الناتجة عن جائحة كوفيد-19 (مارس 2020 – يونيو 2021)، إلا أن ذلك لم يتم

التأكد منه. الغرض من الإحصاءات الوصفية: يقتصر جدول (3) على وصف خصائص توزيع المتغيرات (المتوسط، الانحراف المعياري، الحدود الأدنى والأقصى) بهدف الرصد الدقيق لمستوى التشتت والقيم المتطرفة قبل إجراء التحليل متعدد المتغيرات. يُوجّل تفسير العلاقات واختبار الفرضيات إلى قسّي النتائج والمناقشة لتجنب الالتباس بين تقديم البيانات وتفسيرها. كان معامل تفاعل ESG×COVID في نموذج التأثيرات الثابتة للشركة (النموذج 2) $\beta = -0.000314$ ($p = 0.070$)، وهو دالّ هامشياً لكن بإشارة سلبية، ما يشير إلى أن الشركات ذات التصنيف العالي في ESG لم تحقق عوائد أفضل خلال فترة الانهيار مقارنةً بنظيراتها ذات التصنيف الأقل في ESG. وأظهر النموذج الثنائي DiD (النموذج 5)، الذي يُعد الاختبار الأنسب للفرضية 1، معامل قدره -0.000105 ($p = 0.748$)، مما لا يقدم دعماً للفرضية. وبناءً عليه، فإن الفرضية 1 غير مدعومة خلال فترة الصدمة الحادة. ومع ذلك، برز أثر إيجابي وذو دلالة إحصائية لـ ESG في فترة التعافي بعد جائحة كوفيد (يوليو 2021 – ديسمبر 2022)، حيث كان $\beta = +0.000458$ ($p = 0.004$) وتشير هذه النتيجة إلى أن جودة الإفصاح عن ESG تعمل كآلية مرونة مؤجلة؛ إذ لم تتعرض الشركات ذات التصنيف العالي في ESG لصدمة أصغر، لكنها استعادت وضعها بشكل أسرع وأقوى عند عودة الظروف إلى طبيعتها. ملاحظة $p < 0.01$ ***، $p < 0.05$ **، $p < 0.10$ * تُعرض الأخطاء المعيارية بين قوسين (HC3) لنماذج M1/M3/M4؛ مجتمعة على مستوى الشركة لنماذج M2/M5) كما تُدرج جميع النماذج ضوابط تتعلق بالدولة والقطاع. عدد المشاهدات هو 32,085 شركة-يوم عبر 26 شركة للفترة 2018–2022. تمت دراسة فترة التعافي ذات الموصفة من يوليو 2021 إلى ديسمبر 2022، والتي تمثل فترة المعالجة، حيث كانت النتائج $\beta = +0.000458$ ***، $p = 0.004$.

جدول (3): الإحصاءات الوصفية

المتغير	N	المتوسط	الانحراف المعياري	الأدنى	p25	p50	p75	الأعلى
عائد السهم اليومي	32,085	0.0003	0.0161	-0.2213	-0.0064	0.0000	0.0070	0.1779
التقلب المتحرك لمدة 30 يوماً	31,725	0.2282	0.1150	0.0000	0.1529	0.2080	0.2769	1.1648
درجة الإفصاح عن ESG	32,085	52.9350	7.3036	35.0000	50.0000	54.0000	58.0000	64.0000
درجة الإفصاح البيئي	32,085	38.0795	5.2388	25.0000	36.0000	39.0000	42.0000	46.0000
درجة الإفصاح الاجتماعي	32,085	49.8172	6.7947	33.0000	47.0000	51.0000	55.0000	60.0000
درجة الإفصاح عن الحوكمة	32,085	60.9509	10.9079	40.0000	54.0000	63.0000	69.0000	80.0000
العائد على الأصول	32,085	3.9411	3.2821	0.8000	1.6000	2.8000	5.2000	14.2000
العائد على حقوق الملكية	32,085	12.2166	5.7658	4.5000	8.1000	10.8000	14.8000	28.6000
الرافعة المالية	32,085	0.5973	0.2311	0.1500	0.4400	0.5200	0.8800	0.9000
نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية	32,085	1.0919	0.4004	0.4200	0.7200	1.0500	1.4200	1.8500
حجم الشركة (لوغاريتم الأصول)	32,085	13.2591	0.6886	11.9200	12.7800	13.3000	13.7100	14.8200

ملاحظة: تظل درجات ESG والحوكمة ثابتة على مستوى الشركة، وتم قياسها خلال السنة المالية 2019. وتغطي مشاهدات العوائد اليومية الفترة الممتدة من عام 2018 إلى عام 2022 (N = عدد مشاهدات الشركة-يوم). وقد تم تطبيق عملية التشذيب المستمر (winsorize) عند المئين الأول والتاسع والتسعين. وتشير القيم p25 و p50 و p75 إلى المئين الخامس والعشرين، والخمسين (الوسيط)، والخامس والسبعين، على التوالي.

أظهرت ارتباطات بيرسون الثنائية للمتغيرات الرئيسية (انظر جدول 4) ارتباطاً قوياً بين درجات ESG الإجمالية ودرجة الحوكمة، مما يعكس الأساس المشترك لقياسهما ضمن إطار تصنيف شركة Refinitiv. تم معالجة ذلك باستخدام نماذج انحدار منفصلة، حيث تضمن النموذج 3 درجات لكل من ركائز ESG الثلاث (البيئية والاجتماعية والحوكمة) بشكل متزامن، في حين استخدم النموذج 4 درجة الحوكمة فقط. يُعدّ جدول (4) بمثابة مقدمة لاختبار الفرضيات، حيث يعرض معاملات ارتباط بيرسون بين المتغيرات؛ ويهدف إلى رصد الارتباطات الثنائية الأولية والكشف عن الخطئية المتعددة المحتملة قبل تطبيق نماذج الانحدارات متعددة المتغيرات، دون السعي لاستنتاج علاقات سببية.

جدول (4): مصفوفة ارتباط بيرسون

المتغير	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
عائد السهم اليومي	1.000	0.029	0.001	0.001	0.001	0.001	-0.008	0.007	0.006	-0.001
التقلب المتحرك لمدة 30 يوماً	0.029	1.000	-0.010	-0.007	-0.003	-0.012	0.033	-0.025	-0.026	0.062
درجة الإفصاح عن ESG	0.001	-0.010	1.000	0.448	0.945	0.932	-0.190	0.324	0.171	0.000
درجة الإفصاح البيئي	-	-0.007	0.448	1.000	0.157	0.104	-0.082	-0.347	-0.317	0.014
درجة الإفصاح الاجتماعي	0.001	0.003	0.945	0.157	1.000	0.973	-0.168	0.458	0.262	-0.000
درجة الإفصاح عن الحوكمة	0.001	-0.012	0.932	0.104	0.973	1.000	-0.187	0.506	0.344	-0.009

العائد على الأصول	-	0.033	0.190-	0.082-	0.168-	0.187-	1.000	0.746-	0.690-	0.018
	0.008									
الرافعة المالية	0.007	0.025-	0.324	0.347-	0.458	0.506	0.746-	1.000	0.891	0.030-
نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية	0.006	0.026-	0.171	0.317-	0.262	0.344	0.690-	0.891	1.000	0.043-
COVID Dummy	-	0.062	0.000	0.014	0.000-	0.009-	0.018	0.030-	0.043-	1.000
	0.001									

ملاحظات: تتوافق أرقام الأعمدة والصفوف من 1 إلى 10 مع المتغيرات المدرجة في عناوين الصفوف، وهي كما يلي: (1) العائد اليومي للسهم؛ (2) التقلب المتدرج خلال 30 يوماً؛ (3) درجة الإفصاح عن معيار ESG؛ (4) درجة الإفصاح البيئي؛ (5) درجة الإفصاح الاجتماعي؛ (6) درجة الإفصاح عن الحوكمة؛ (7) العائد على الأصول؛ (8) مستوى الرافعة المالية؛ (9) نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية؛ و(10) المتغير الوهمي المرتبط بجائحة كوفيد-19. تُظهر القيم معاملات ارتباط بيرسون (r)، وتفاوتات بين -1 و +1، مع أن القيم على القطر تساوي 1.000.

بمقتضى التصميم (حيث يكون كل متغير مرتبط ارتباطاً تاماً بنفسه)، وكدليل عام، تُعتبر قيمة $|r| \geq 0.50$ مؤشرًا على علاقة خطية قوية، في حين أن قيمة $|r| \geq 0.30$ تُشير إلى علاقة متوسطة. ولا يتم ذكر اختبارات الدلالة الإحصائية للارتباطات الثنائية الفردية، إذ أن درجات ESG والحوكمة تمثل مقاييس ثابتة على مستوى المؤسسة ولا تتغير مع مرور الوقت، وتُكرر عبر جميع المشاهدات اليومية، مما يؤدي إلى إنتاج قيم p صغيرة بصورة اصطلاحية لا تعكس الدلالة الإحصائية بشكل صحيح. يوجد ثلاث ارتباطات تستوجب الانتباه لأغراض صياغة النموذج، أولاً، أن الدرجة الإجمالية لـ (3) ESG مرتبطة ارتباطاً عالياً بكل من الدرجة الاجتماعية (5) ($r = 0.945$) ودرجة الحوكمة (6) ($r = 0.932$)، مما يعكس تشابه بنائها ضمن إطار تصنيف Refinitiv؛ لذلك، لا يُدرج في النموذج الانحداري نفسه. ثانياً، الرافعة المالية (8) ونسبة القيمة الدفترية إلى السوق (9) مرتبطتان ارتباطاً قوياً ($r = 0.891$)، وكلاهما مرتبط سلبيًا بالعائد على الأصول (7) ($r = -0.746$ و -0.690 على التوالي)، وهو ما يتسق مع دوره ك مؤشرين للحالة المالية. ثالثاً، يُظهر متغير كوفيد الوهمي (10) ارتباطات قريبة من الصفر مع جميع متغيرات ESG والعوائد، مما يؤكد أن توقيت الأزمات غير مرتبط بخصائص الإفصاح على مستوى الشركة، حسب نطاق التفاعل. تم استخدام نماذج انحدار منفصلة (M3)، (M4) لمنع إدراجها بشكل متزامن. يعرض الجدول 5 الاختبار الرئيسي للفرضية الأولى من خلال نماذج انحدار البيانات الطولية؛ ويقتصر هذا الجزء على تقديم النتائج، على أن يتم تفسيرها في قسم المناقشة. بالنسبة لنتائج انحدار البيانات الطولية الأساسية، كان المعامل الرئيسي موضوع اهتمام هو β_1 لتفاعل الإفصاح عن ESG × كوفيد. لقد عكس هذا الأداء التفاضلي للعوائد للشركات ذات الإفصاح الأعلى خلال فترة الأزمة (انظر الجدول 5). وتُعرض الأخطاء المعيارية الصامدة ضد عدم تجانس التباين (HC3) لمواصفات المربعات الصغرى العادية المجمعة، والأخطاء المعيارية المضمنة على مستوى الشركة لمواصفات التأثيرات الثابتة للشركة.

جدول (5): نتائج انحدار البيانات الطولية لجودة الإفصاح عن ESG ومرونة عوائد الأسهم

Notes	N	Adj-R ²	R ²	p-val	SE	ESG×COVID	p-val	SE	ESG β	Specification
β_1										
HC3 robust SE; country + sector FE; no financial controls	32,085	0.0010	0.0014	0.1932	0.00024	0.00032-	0.8571	0.00014	0.00003	Model 1: Pooled OLS (HC3, country+sector FE)
Conservative specification; entity FE absorbs time- invariant ESG score	32,085	—	0.0010	*0.0695	0.00017	0.00031-	—	—	—	Model 2: Firm FE (clustered SE at firm level)
Pillar scores entered separately; entity FE absorbs main pillar effects	32,085	—	0.0012	E: 0.912 S: 0.836 G: ***0.003	E: 0.00023 S: 0.00042 G: 0.00203	E: 0.00023 S: 0.00042 G: -0.00106	—	—	—	Model 3: E, S, G Pillars (Firm FE, clustered SE)
Governance pillar score as standalone predictor; entity FE	32,085	—	0.0011	***0.0004	0.00013	0.00047-	—	—	—	Model 4: Governance- Only (Firm FE, clustered SE)

Tests H2:	31,725	0.0240	0.0248	0.7613	0.00755	0.00229-	—	—	—	Model 5: Dep
ESG×COVID										= 30-Day
on volatility										Rolling
(different DV										Volatility (Firm
from M1-										FE, clustered
M4)										SE)

ملاحظات: *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.10$. ودرجات ESG معيارية (المتوسط = 0، الانحراف المعياري = 1). الأخطاء المعيارية: حسنة M1 لـ HC3 (المربعات الصغرى المجمعة مع متغيرات وهمية للدولة والقطاع)؛ ومتجمعة على مستوى الشركة لـ M2 و M3 و M4 و M5. وتشير العلامة — في أعمدة β ESG لـ M2 إلى أن درجة ESG الثابتة زمنياً على مستوى الشركة مستوعبة بالكامل في التأثيرات الثابتة للوحدة ولا يمكن تقديرها على حدة. ويعكس معامل β_1 لـ ESG×COVID الفرق في أداء العوائد (أو التقلب، في M5) للشركات ذات الإفصاح الأعلى خلال فترة الأزمة مقارنة بالأساس السابق للأزمة. ويستخدم M5 متغيراً تابعاً مختلفاً (التقلب المتدرج السنوي لـ 30 يوماً) عن M1-M4 (العائد اللوغاريتمي اليومي)، وأدرج لاختبار الفرضية 2 إلى جانب نتائج الفرضية 1 الرئيسية.

يعرض جدول 6 اختبار التعرف السببي للفرضية الأولى من خلال تصميم الفروق في الفروق، مكملاً نتائج الجدول 5 ومعززاً إياها. فيما يخص نتائج معامل DiD التي تشير إلى متوسط العائد اليومي التفاضلي للشركات ذات الإفصاح المرتفع عن ESG بالمقارنة مع تلك ذات الإفصاح المنخفض خلال فترة حدث كوفيد. وتتماشى النتائج عبر جميع مواصفات DiD الثلاثة (انظر الجدول 6) مع التقارير السابقة: حيث لا يلاحظ وجود أثر دالٍ لـ ESG خلال ذروة فترة الأزمة. وتم اختبار فرضية الاتجاهات المتوازنة باستخدام اختبار وهي بتاريخ أزمة زائف في مارس 2019 (قبل عام كامل من صدمة كوفيد-19 الفعلية)، حيث أظهر الاختبار قيمة $p > 0.32$ في جميع المواصفات. ويؤكد ذلك أن الشركات ذات ESG المرتفع والمنخفض كانت تمتلك أنماط عوائد متشابهة قبل كوفيد، مما يدعم صحة تطبيق تصميم DiD.

جدول (6): نتائج الفروق في الفروق DiD

Notes	N	N (obs)	R ²	t-stat	p-val	SE	DiD β	Treatment Group	Specification
	(firms)								
Clustered SE at firm level; country + sector controls	26	32,085	0.0001	0.321-	0.7484	0.000327	0.000105-	High ESG disclosure (above median)	High vs low ESG disclosure × COVID
Tests whether governance disclosure quality is specifically associated with resilience	26	32,085	0.0001	1.552-	0.1208	0.000312	0.000484-	High governance disclosure (above median gov_score)	High vs low governance score × COVID
Alternative threshold (top vs bottom tercile)	17	22,489	0.0004	0.840-	0.4004	0.000430	0.000361-	Top ESG disclosure tercile	Top vs bottom tercile × COVID

ملاحظة: يعرض الجدول 7 تقلب العوائد السنوي للشركات ذات الإفصاح المرتفع والمنخفض عن ESG خلال فترتي ما قبل كوفيد وكوفيد. وبعد إزالة أربع قيم متطرفة حُدثت بوصفها آثار تعديل أسعار من Yahoo Finance (انظر ملاحظة جودة البيانات في المنهجية)، يبلغ متوسط التقلب السنوي عبر جميع الشركات والفترات 22.8%. وتبلغ الشركات ذات ESG المرتفع تقلباً سنوياً في فترة كوفيد قدره 25.5%، مقارنة بـ 25.4% للشركات ذات ESG المنخفض، وهو فرق يقل عن نقطة مئوية واحدة وأصغر بكثير من الفجوة السابقة لكوفيد (20.8% مقابل 23.0%). واقصدياً، يدعم هذا الاتجاه الفرضية 2، لكن الفرق صغير، ويشير انحدار البيانات الطولية إلى أنه لا يختلف إحصائياً عن الصفر.

يختص جدول 7 باختبار الفرضية الثانية (بُعد التقلب/المخاطر)، وهو بُعد مستقل عن بُعد مستوى العوائد الذي تناولته الجداول السابقة. يعرض جدول 7 التقلبات السنوية للعوائد للشركات التي تلتزم بمتطلبات الإفصاح المرتفعة والمنخفضة بخصوص معايير ESG خلال فترتي ما قبل الجائحة وخلالها. ولا يظهر أي من النموذجين علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن معايير ESG والتقلبات المتحركة خلال فترة الجائحة. ففي نموذج المربعات الصغرى العادية المجمعة بدون تأثيرات الشركة الثابتة، يكون تفاعل ESG×COVID سالباً غير أنه غير دالٍ إحصائياً ($\beta = 0.002274$)، $SE = 0.001803$ ، $p = 0.207$ وعند إدراج التأثيرات الثابتة الخاصة بالشركة في النموذج V2، يظل غير دالٍ إحصائياً ($\beta = 0.002293$)، $SE = 0.007546$ ، $p = 0.761$). وعلى الرغم من أن الإشارة تشير إلى أن الإفصاح الأعلى عن معايير ESG يرتبط بتقلب أكبر قليلاً، فإن الأثر ضئيل ولا يمكن تمييزه إحصائياً عن الصفر في كلا النموذجين. يتوافق ذلك مع النمط الظاهر في الجدول 7، حيث تقل فجوة التقلب خلال فترة الجائحة بين الشركات ذات الإفصاح المرتفع والمنخفض عن معايير ESG بنسبة أقل من نقطة مئوية واحدة. وبناءً عليه، فإن الفرضية H2 غير مدعومة؛ حيث إن عينة مكونة من 26 شركة ودرجات ESG ثابتة عبر الزمن لا تملك قوة إحصائية كافية لرصد أثر التقلب داخل الشركة الواحدة، كما أن الفروق المقطعية الصغيرة ليست موثوقة عند ضبط التباين غير الملحوظ بين الشركات.

جدول (7): التقلب السنوي للعوائد للشركات ذات الإفصاح المرتفع مقابل المنخفض عن ESG

السنوي	اليومي	متوسط العائد	عدد الشركات	عدد المشاهدات	الفترة	مجموعة ESG
0.2084	0.0154	0.0000	13	12,114	Pre-COVID	High ESG disclosure
0.2546	0.0169	0.0011	13	4,275	COVID	High ESG disclosure
0.2296	0.0164	0.0001	13	11,521	Pre-COVID	Low ESG disclosure
0.2542	0.0166	0.0012	13	4,175	COVID	Low ESG disclosure

ملاحظات: التقلب السنوي = الانحراف المعياري للعائد اليومي $\times \sqrt{252}$. واستُخدمت نافذة متدرجة مدتها 30 يوماً للمقارنات الزمنية.

بعد ذلك، أُجريت تحليلات انحدارات على مستوى القطاع بهدف تقييم مرونة الشركات ذات مستويات الإفصاح العالية والمنخفضة فيما يتعلق بمعايير البيئة والمسؤولية الاجتماعية والحوكمة (ESG) ونظرًا لاحتواء القطاع المالي فقط على العدد الكافي من الشركات (12 شركة) لدعم تحليل موثوق داخل القطاع، تم تقديم تحليل انحدار خاص بقطاع المالية فقط؛ أما جميع القطاعات الأخرى التي تتضمن خمسة شركات أو أقل، فتُختصر في الوصف بشكل يتسم بالاختصار (انظر جدول 8). ونظرًا لعدم توافر عدد كافٍ من الشركات حتى في القطاع المالي، فإنه من الضروري تفسير هذه النتائج بحذر. إيضاح حول تحليل القطاعات: اقتصر تقدير الانحدار داخل القطاع على القطاع المالي فقط، حيث إنه القطاع الوحيد الذي يضم عددًا كافيًا من الشركات (اثني عشر شركة)، في حين تم تلخيص باقي القطاعات (خمس شركات أو أقل لكل منها) بشكل وصفي فقط. ولذلك، يعرض جدول 8 مزيجًا من نتائج الانحدار للقطاع المالي وإحصاءات وصفية لباقي القطاعات، ويجب عدم تفسير القيم الوصفية على أنها معاملات دالة إحصائية.

جدول (8): انحدارات الإفصاح عن ESG والمرونة على مستوى القطاع

Notes	p-val	ESG × COVID	Mean ESG	No. of Obs.	No. of Firms	Sector
Insufficient firms for a reliable sector-specific regression; descriptive only.	N/A	Descriptive only	58.50	5,035	4	Communication
Insufficient firms for a reliable sector-specific regression; descriptive only.	N/A	Descriptive only	35.00	1,269	1	Consumer Discretionary
Insufficient firms for a reliable sector-specific regression; descriptive only.	N/A	Descriptive only	52.00	763	1	Energy
HC3 SE; 12 firms; results should be considered exploratory	0.454	0.0005-1	53.42	14,892	12	Financials
Insufficient firms for a reliable sector-specific regression; descriptive only.	N/A	Descriptive only	51.40	6,339	5	Materials
Insufficient firms for a reliable sector-specific regression; descriptive only.	N/A	Descriptive only	57.00	1,252	1	Real Estate
Insufficient firms for a reliable sector-specific regression; descriptive only.	N/A	Descriptive only	49.50	2,535	2	Utilities

بالنسبة للمقارنات الوصفية على مستوى الدولة لخصائص العوائد والتقلب خلال فترتي ما قبل كوفيد وخلال فترة كوفيد عبر الأسواق الخليجية، لم تُقدَّر أي انحدارات نظرًا لعدم إمكانية استنتاج استدلال إحصائية من عينات فرعية صغيرة الحجم (12 شركة سعودية، وسبع شركات قطرية، وثلاث شركات إماراتية، وثلاث شركات كويتية، وشركة بحرينية واحدة). ولهذا السبب، يُغتفر أن تكون المقارنات بين الدول المعروضة في جدول 9 مجرد خلفية سياقية فحسب. تأكيد على الطبيعة غير الاستدلالية: تُعتبر المقارنات القطرية في الجدول 9 وصفية بحتة، ولا يُعترف لها بأي انحدارات إحصائية؛ إذ أن حجم العينات الفرعية صغير جدًا، حيث تقتصر البحرين على شركة واحدة، مما يعيق أي استدلال إحصائي. كما يُعرض خصائص العوائد والتقلبات لكل دولة، في سياق يتصل بهدف الدراسة المتعلقين بمستوى العوائد وتقلبها، وليس كتوصيف لنتائج قابلة للتعميم.

جدول (9): المقارنة الوصفية على مستوى الدولة

Return Std. Dev. (COVID)	Return Std. Dev. (Pre-COVID)	Mean Return (COVID)	Mean Return (Pre-COVID)	Mean Gov. Score	Mean ESG Score	No. of Obs.	No. of Firms	Country
0.0173	0.0174	0.0015	0.0001-	55.9	49.9	14,718	12	Saudi Arabia (Tadawul)
0.0145	0.0149	0.0009	0.0001	65.7	56.3	8,862	7	Qatar (QSE)
0.0190	0.0142	0.0008	0.0000-	65.3	57.0	3,752	3	UAE (DFM)
0.0161	0.0137	0.0009	0.0003	65.3	54.7	3,747	3	Kuwait (KSE)
0.0190	0.0144	0.0008	0.0010	59.0	47.0	1,006	1	Bahrain (BHB)

فحوصات المتانة:

تم إجراء العديد من الفحوصات للتحقق من متانة النتائج الأساسية، كما هو موضح في الجدول 10. وشملت هذه الفحوصات: نوافذ أزمة كوفيد المختلفة (الانهيار الحاد فقط، من مارس إلى ديسمبر 2020؛ والنوافذ الممتدة، من مارس 2020 إلى ديسمبر 2021)؛ والعوائد المعدلة وفقاً للسوق (باستثناء عائد سوق الدولة مُوزَّناً بالتساوي)؛ والعوائد المعدلة وفق القطاع (باستثناء متوسط عوائد القطاع، مع ظهور تأثير هامشي لـ ESG عند قيمة $p = 0.098$)؛ والتقلب الشرطي باستخدام نموذج GARCH(1,1)، بدلاً من الانحراف المعياري المتداول لمدة 30 يومًا؛ والمخاطر الجانب السلبي فقط (الانحراف شبه المعياري)؛ وانحدارات فاما-ماك بيت المقطعية؛ وعوائد الحدث التراكمية غير الاعتيادية (CAR) حول فترة الانهيار الحاد. وفي جميع المواصفات، لم يكن تفاعل ESG×COVID خلال فترة الانهيار دالاً عند مستوى 5 %، مما يؤكد متانة النتيجة الأساسية للفرضية 1 خلال فترة الصدمة الشديدة. وتظل نتيجة نافذة التعافي، التي كانت $\beta = +0.000458$ ، وقيمة $p = 0.004$ ، متسقة عبر مختلف المواصفات. كما تقدم نتيجة العوائد المعدلة وفق القطاع دعماً أقوى للفرضية 1 خلال نفس فترة الأزمة، مع قيمة p تُقدَّر بـ 0.098^* . تنظيم فحوصات المتانة وتفسيرها بحذر: تُصنَّف فحوصات المتانة إلى أربع فئات رئيسية: (أ) النوافذ الزمنية البديلة للأزمات وفترات التعافي؛ (ب) المتغيرات التابعة البديلة (مثل العوائد المعدلة وفق السوق والقطاع، ومخاطر الجانب السلبي)؛ (ج) طرائق تقدير بديلة (GARCH)، و Fama-MacBeth، و (د) العينات الفرعية. وتظل النتيجة الصفرية للفرضية الأولى خلال فترة الانهيار ثابتة عبر هذه الفئات ضمن حدود العينة الاستكشافية، دون أن تعني تعميمها. أما الأثر الهامشي في نتيجة العوائد المعدلة وفق القطاع ($p = 0.098$) فليس من المناسب المبالغة في تفسيره، إذ إنه لا يصل إلى مستوى الدلالة الإحصائية المعتاد (5%) المستعمل في التحليل، مما يتطلب عدم التسرع في استخلاص النتائج.

جدول (10): ملخص فحوصات المتانة

Notes	No. of Firms	No. of Obs.	R ²	p-val	SE	ESG × COVID β	Specification
Main specification	26	32,085	0.0002	*0.0695	0.00017	0.00031-	Baseline (FE + clustered SE)
Shorter COVID window	26	32,085	0.0001	0.5454	0.00023	0.00014-	Acute crash window (Mar–Dec 2020)
Tested sector confounds	14	17,193	0.0003	0.2007	0.00018	0.00023-	Excluded financial firms
Substituted governance score as disclosure quality proxy (gov_z × covid_dummy)	26	32,085	0.0003	***0.0004	0.00013	0.00047-	Governance disclosure
Used alternative threshold: Q75 vs Q25	15	18,739	0.0007	0.4553	0.00049	0.00037-	Quartile ESG threshold (top vs bottom Q)
Used alternative dependent variable: realized volatility	26	31,725	0.0248	0.7613	0.00755	0.00229-	Dep = volatility (rolling σ)
اختبار المتانة الخاصة بالدولة	12	14,718	0.0009	0.2586	0.00019	0.00021-	Used only Saudi Arabia

ملاحظة: *** $p < 0.01$ ، ** $p < 0.05$ ، * $p < 0.10$.

مناقشة النتائج:

تسلط نتائج هذه الدراسة، على الرغم من كونها استكشافية نظراً لحجم العينة، الضوء على عدة نقاط مثيرة للاهتمام. وتتوافق النتيجة الأساسية، وهي أن جودة الإفصاح عن معايير ESG لم تكن مرتبطة بشكل جوهري بمرونة عوائد الأسهم خلال صدمة COVID-19 الحادة في الأسواق الخليجية، مع بعض الأبحاث التي تتساءل عما إذا كان ESG يوفر حماية خلال الاضطرابات السوقية النظامية السريعة. (Demers et al., 2021) وفي السياق الخليجي، تبرر هذه النتيجة الصفرية خلال فترة الصدمة بشكل خاص، حيث تزامن انهيار سوق الأسهم الخليجي نتيجة لجائحة كوفيد مع انخفاض أسعار النفط في مارس 2020، مما أدى إلى تراجع واسع النطاق في جميع القطاعات وأنواع الشركات، وهو ما قد يكون قد تجاوز أي مزايا مرتبطة بالإفصاح عن مؤشرات ESG على مستوى الشركة. وعند تقليل صدمة شاملة مدفوعة بالسلع من التباين في العوائد بين الشركات المختلفة، يقل تأثير إشارات ESG على عملية التسعير. وتتعلق النتيجة الأبرز بفترة التعافي بعد جائحة كوفيد (يوليو 2021 – ديسمبر 2022). حيث أظهرت الشركات التي تلتزم بمعايير ESG مرتفعة أداءً جوهرياً خلال هذه المرحلة من التعافي ($\beta = +0.000458$)، ($p = 0.004$)، وهو نتيجة لم تكن واضحة في التحليلات السابقة التي انتهت في عام 2021. ويؤكد ذلك دراسة Lins وآخرون (2017)، الذين أشاروا إلى أن رأس المال الاجتماعي المتراكم من خلال أنشطة المسؤولية الاجتماعية يحقق عوائد بعد حدوث صدمة الثقة وليس خلال الأزمة المباشرة.

التفسير هنا هو أن جودة الإفصاح عن ESG تعمل كإشارة مصداقية مؤجلة؛ إذ يعيد المستثمرون تقييم أساسيات الشركة وجودة الحوكمة بمجرد انقضاء الصدمة المباشرة، وتجذب الشركات ذات الإفصاحات القوية قبل الأزمة تدفقات رأس مالية غير متناسبة خلال فترة التعافي. ويُعد هذا التمييز بين آثار ESG خلال مرحلتَي الأزمة والتعافي المساهمة التجريبية الرئيسية لفترة الدراسة الممتدة من 2018 إلى 2022. تنبيه تفسيري: إن آليات إعادة التسعير وتدفق رؤوس الأموال المطروحة هنا، التي تُستخدم لتفسير أثر التعافي، تعد تفسيرات محتملة استنتجت من النتائج ولم تُختبر مباشرة في الدراسة. ونظراً لصغر حجم العينة (26 شركة) وللمعاني الهامشية لبعض النتائج، فإن الاستنتاجات تُطرح على أنها علاقات مرتبطة وليست علاقات سبب ونتيجة، مع

تجنب التعميم المطلق. كما يُحتمل أيضاً أن يكون غياب الدعم خلال فترة الانهيار فيما يتعلق بالفرضية الأولى مرتبطاً بالإطار الزمني المختار والتركيز المحدد على صدمة الخليج. إذ تُعتبر النافذة الضيقة لفترة كوفيد المستخدمة في الدراسة (مارس 2020 – يونيو 2021) عن كل من الانهيار الأولي والتعافي الجزئي؛ فيما تُظهر نافذة الحدث الأقصر والأكثر تركيزاً (فبراير – مارس 2020 فقط) أن الشركات ذات الأداء العالي وفقاً لمعايير ESG قد سجلت متوسط عائد تراكمي غير معتاد أعلى (+1.2%) مقارنة بالشركات ذات الأداء المنخفض وفقاً لمعايير (-2.1%) ESG خلال فترة الانهيار الشديد، على الرغم من أن هذا الفرق لا يُعتبر ذا دلالة إحصائية نظراً لحجم العينة المكونة من 26 شركة. ومن المحتمل أن يؤدي مع زيادة حجم العينة إلى تحقق نتيجة أكثر موثوقية وإشارةً دالة، رغم ضعف قوتها حالياً، وعندما كان معامل التفاعل بين ESG و COVID دالاً إحصائياً ($p \leq 0.10$)، دعمت النتائج فرضية 3: إذ كانت الحوكمة وحدها من بين مكونات ESG الثلاثة التي أظهرت ارتباطاً دالاً ($\beta = -0.001061$ ، $p = 0.003$). أما تفاعلات المكونين البيئي والاجتماعي فكانت غير دالة إحصائياً (البيئي: $p = 0.910$ ؛ الاجتماعي: $p = 0.837$).

على الرغم من أن اختبار والد الرسي لفكرة عدم وجود اختلاف ذات دلالة إحصائية في معامل الحوكمة مقارنة بالمعامل البيئي ($p = 0.269$)، والذي يُعزى غالباً إلى صغر حجم العينة، فإن نمط النتائج يتوافق بشكل موضوعي مع الفرضية H3. ويتناغم ذلك مع البيئة التنظيمية في دول مجلس التعاون الخليجي، حيث تُعتبر مدونات حوكمة الشركات (الهيئة السعودية للسوق المالية CMA، الهيئة القطرية للأسواق المالية QFMA، والهيئة الإماراتية للأوراق المالية والسلع SCA) القوة الدافعة وراء الإفصاح غير المالي الإلزامي، مما يسهم في جعل شفافية الحوكمة عاملاً من عوامل ESG الأكثر تأثيراً على المستثمرين في الأسهم بدول الخليج. ومع ملاحظة أن عينة الدراسة المكونة من 26 شركة تجعل النتائج استكشافية، فمن المثير للاهتمام رصد الفروق على مستوى الدول في علاقة ESG×COVID تظهر أن الشركات المدرجة في الكويت سجلت أقوى نتيجة على مستوى العينات الفرعية ($\beta = -0.000606$)، ($p = 0.084$)، مما يشير إلى أن الإفصاح عن الحوكمة ربما حظي بتقدير خاص في الأسواق ذات المتطلبات التنظيمية الأقل تطوراً فيما يتعلق بـ ESG عند إجراء الدراسة. وعلى العكس، فإن المملكة العربية السعودية، التي تُعد أكبر أسواق الخليج وأكثرها سيولة، بالإضافة إلى أن لديها متطلبات الإفصاح عن الحوكمة الأشد رسوخاً، لا تظهر لها تأثيرات دالة ذات صلة بـ ESG في أي اتجاه ($p = 0.259$). ويُوافق هذا الاتجاه سوقاً يُسعر فيه الإفصاح بكفاءة أكبر، حيث تنعكس معلومات ESG في الأسعار بالفعل قبل وقوع حدث الأزمة. وفيما يتعلق بالعلاقة المفترضة بين جودة الإفصاح وتقلب سعر السهم (الفرضية 2)، فإن النتائج لا تدعم هذه الفرضية في أي من مواصفي النموذج. حيث يُظهر كلٌّ من نتائج المربعات الصغرى المجمعة ($\beta = -0.002274$)، ($SE = 0.001803$)، ($p = 0.207$) ونموذج التأثيرات الثابتة للمؤسسة ($\beta = -0.002293$)، ($SE = 0.007546$)، ($p = 0.761$) معاملات غير دالة لحد التفاعل بين ESG و COVID. وعلى الرغم من أن الإشارة تتطابق مع التوقعات (سلبية)، مما يدل على تقلب أدنى للشركات ذات معايير ESG الأعلى)، إلا أن حجم العينة الصغير الذي بلغ 26 شركة يُقيد القوة الإحصائية، مما يصعب من استبعاد التباين الناتج عن عينة الدراسة. وبالتالي، فإن الفرضية 2 لا تقتصر على الدعم.

الخاتمة:

تُسهّم الدراسة بشكل هام في نظرية الممارسة، بالرغم من نتائجها الاستكشافية. ويتمثل الإسهام الأساسي لها في تطوير إطار واضح مبني على أسس محاسبية لتقييم جودة الإفصاح عن معايير ESG في أسواق الأسهم الخليجية. يشمل هذا الإطار التحقق من مصادر ESG على مستوى الشركة، والتميز اليدوي لجودة الإفصاح (انظر الملحق أ)، مع تقديم تفسير واضح لقيود القياس. بالإضافة إلى ذلك، يُعزز الإسهام النظري من أدبيات الإفصاح والمرونة ليشمل أسواق الأسهم الخليجية، التي تتميز بسمات هيكلية فريدة مثل التفاعل مع أسعار النفط، وتركز الملكية، وأنظمة الإفصاح غير المالي المدفوعة بالحوكمة. تم الإشارة إلى أن مستوى المساهمات يكتنفه بعض التحفظات، حيث تُعرض هذه المساهمات بشكل استكشافي نظراً لحجم العينة المحدود؛ وبالتالي، تظل الآثار التنظيمية والسياساتية المستنتجة محكومة وروتينية، ويُمنع تعميم النتائج على جميع الشركات الخليجية المدرجة قبل التحقق من ذلك باستخدام عينات أكبر. تُوضح النتائج أن تأثيرات تقييم الأداء البيئي والاجتماعي والحكومي (ESG) تؤثر على عمليات التعافي بدلاً من عوائد فترة الأزمة، مما يميز بين ESG كوسيلة للحماية من الانهيار (Albuquerque et al., 2020؛ Broadstock et al., 2021) و ESG كعامل ميسر للتعافي (Lins et al., 2017). تشير الدراسة إلى أن هذا التمييز قد يكون أكثر أهمية في الأسواق الناشئة المعرضة للسلع، حيث يمكن للصدمات النظامية أن تتجاوز الإشارات على مستوى الشركات. فيما يتعلق بالسياسات والتنظيمات المحاسبية، أظهرت النتائج أن الإفصاح عن الحوكمة يرتبط ارتباطاً دالاً إحصائياً بمرونة سعر السهم، مما يدعم متطلبات التقارير الإلزامية والموحدة للحوكمة عبر البورصات الخليجية. كما يميز التباين في جودة الإفصاح بين الشركات التي تصدر تقارير استدامة مستقلة وأخرى تقدم إفصاءات ضئيلة في التقارير السنوية، وذلك عبر عدة أبعاد تتعلق بالإفصاح عن ESG في الخليج يمكن معالجتها من خلال سياسات محددة. بالإضافة إلى ذلك، وبما يتماشى مع دراسة Beyer et al. (2010) حول دقة الإفصاح الطوعي، تشير النتائج إلى إمكانية تقييم جودة إفصاحات ESG بدلاً من الاقتصار على قياس حجمها، مما يستدعي أن تتضمن التنظيمات الخليجية المستقبلية معايير مثل الأهمية النسبية وقابلية المقارنة إلى جانب الحد الأدنى للإفصاح.

أولاً: النتائج

بحثت هذه الدراسة في ما إذا كانت جودة الإفصاح عن المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة وشفافية الحوكمة مرتبطة بمرونة سوق الأسهم خلال جائحة كوفيد-19 بين ست وعشرين شركة خليجية مدرجة في المملكة العربية السعودية والإمارات وقطر والكويت والبحرين خلال الفترة من عام 2018

إلى عام 2022، وتشمل 32,085 مشاهدة شركة-يوم. من خلال معالجة درجات ESG كمؤشرات بديلة لجودة الإفصاح غير المالي وشفافية المعلومات، توفر هذه الدراسة، المستندة إلى مبادئ المحاسبة، إطاراً لفهم قيود الإفصاح وقيود البيانات في سياق أسواق ناشئة قليلاً ما حُظيت بالدراسة. وتم اختبار ثلاث فرضيات باستخدام انحدار البيانات الطولية مع التأثيرات الثابتة على مستوى الشركة، ومنهج الفروق في الفروق، ونموذج العائدات التراكمية غير الطبيعية، بالإضافة إلى اختبارات أخرى تتضمن تقلب GARCH، وتحليل ثبات بيتا، وتقديرات سرعة التعافي. تُعرض النتائج التالية على أنها استكشافية وارتباطية نظراً لحجم العينة (26 شركة)، إذ تعتبر الأكثر صلاحية نتيجة لفترة التعافي، إلا أن جميعها تتطلب تحققاً لاحقاً باستخدام عينات أكبر قبل تعميمها. تنبثق ثلاث نتائج رئيسية. أولاً، لم تكن جودة الإفصاح عن ESG مرتبطة بصورة جوهرية بمرونة عوائد الأسهم أو تقلبها خلال فترة صدمة كوفيد-19 في الأسواق الخليجية. ويدعم ذلك فكرة أن انهياراً متزامناً في أسعار النفط تسبب في صدمة نظامية، قللت التباين المقطعي وغطت على إشارات الإفصاح على مستوى الشركة. ثانياً، والأهم، أظهرت الشركات ذات جودة الإفصاح الأعلى عن معايير ESG قبل الأزمة عوائد أقوى بشكل جوهري خلال فترة التعافي التي أعقبت جائحة كوفيد-19 ($\beta = +0.00045819$)، ($p = 0.004$)، مما يشير إلى أن معايير ESG تعمل كآلية مرونة مؤجلة، تدعم عملية التعافي بدلاً من توفير الحماية من الصدمة الأولية. ولم تُلاحظ هذه النتيجة إلا عند استخدام نافذة بيانات عام 2022 الموسعة. ثالثاً، من بين الركائز الثلاث لمعايير ESG، كان الإفصاح عن الحوكمة المكون الوحيد الذي أظهر ارتباطاً دالاً إحصائياً عبر مختلف النماذج ($p = 0.003$) ويتوافق ذلك مع الإطار التنظيمي القائم على الحوكمة لأسواق الأسهم الخليجية، ويؤيد فرضية 3، حتى في ظل عدم دلالة اختبار والد الرسمي لتساوي الركائز.

ثانياً: القيود

تشتمل هذه الدراسة على عدد من القيود التي تؤكد على الحاجة إلى إجراء بحوث مستقبلية للتحقق من نتائجها الاستكشافية والتوسع فيها. أولاً، يعكس الحجم الصغير للعينة البالغ 26 شركة مدرجة عبر خمس دول من دول مجلس التعاون الخليجي (المملكة العربية السعودية، قطر، الإمارات، الكويت، والبحرين) محدودية توفر بيانات الإفصاح عن معايير البيئة، الاجتماعية والحوكمة (ESG) المتاحة داخل الأسواق الخليجية. كما أن هذا الحجم الصغير يقلل من القوة الإحصائية للدراسة ويُعَوِّق القدرة على استنتاج نتائج موثوقة فيما يتعلق بالقطاعات أو الدول. الاختبارات المقطعية (CAR)، والحد الأقصى للتراجع، وسرعة التعافي (تقتصر على جمع 25-26 نقطة بيانات ذات قوة ضعيفة للغاية؛ ومن المتوقع أن يتطلب الأمر وجود ما لا يقل عن 100-150 شركة لمراقبة أحجام الأثر المرصودة هنا عند مستويات الدلالة المعتادة. وقد تم استبعاد ثلاث شركات من سوق أبوظبي للأوراق المالية، وثلاث من سوق مسقط للأوراق المالية، وواحدة من بورصة البحرين، بسبب عدم توفر بيانات أسعار قابلة للقراءة آلياً في قاعدة البيانات. لذلك، لم يثمر تحليل الدراسة على مستوى القطاع والدولة عن سوى مقارنات وصفية. ومع مواصلة عمليات الإصلاح في بعض دول الخليج، وزيادة توافر بيانات الإفصاح عن الحوكمة البيئية والاجتماعية والمؤسسية، ينبغي على البحوث المستقبلية الاستفادة من عينات أوسع، وبيانات طولية حول ESG، واعتماد منهجيات المتغيرات الأداة لمعالجة مخاطر الاندوجينية. أما الإشارة إلى ضرورة وجود 100-150 شركة، فهي تقدير استرشادي يعتمد على أحجام الأثر الملحوظة في العينة الحالية (وليس اختبار قوة إحصائية رسمياً)، والهدف من ذلك هو بيان الحاجة إلى عينات أكبر للكشف عن آثار من هذا الحجم عند مستويات الدلالة المعتادة. هناك قيد آخر يتمثل في أن استنتاج درجات ESG استناداً إلى تقارير الاستدامة الخاصة بالشركات يُعرض لخطر تحيز الاختيار الذاتي، حيث إن الشركات ذات ممارسات ESG الأقوى تميل أكثر إلى نشر تقارير استدامة مفصلة. ويعني ذلك أن الاختلافات في الدرجات قد تكون انعكاساً لاستعداد الشركة للإفصاح عن المعلومات بدلاً من أدائها الفعلي. ويمكن للأبحاث المستقبلية معالجة هذه المسألة باستخدام نماذج تصحيح الاختيار لـ هيكرمان لمراعاة الفروق المنهجية بين الشركات التي تصدر تقارير استدامة وتلك التي لا تفعل، أو من خلال تطوير تقييمات مستقلة لممارسات ESG من قبل أطراف ثالثة استناداً إلى خصائص قابلة للملاحظة على مستوى الشركة، مثل هيكل المجلس، وكثافة الانبعاثات، وسياسات القوى العاملة، بدلاً من الاعتماد على الإفصاحات التي تقدمها الشركات. وأخيراً، تُبرز النتائج أهمية تقييم شفافية الحوكمة، لكنها لا تُبين ما إذا كان ذلك يُترجم إلى إرشادات عملية لإدارة المخاطر. ويمكن للباحثين المستقبليين السعي إلى تكرار النتائج الاستكشافية لهذه الدراسة باستخدام عينة أكبر للتأكد مما إذا كانت درجات شفافية الحوكمة تُترجم مباشرة إلى إرشادات عملية لإدارة المخاطر. تم عرض قيود الدراسة المذكورة أعلاه، وتخصُّص الفقرة التالية التوصيات الإجرائية المميزة.

ثالثاً: التوصيات

- للجهات التنظيمية الخليجية: توحيد متطلبات الإفصاح عن الحوكمة والزاميتها عبر البورصات.
- للباحثين: بناء لوحات ESG طويلة الأمد لعدة سنوات، واستخدام عينات أكبر عابرة للحدود، وتوظيف مناهج المتغيرات الأداة ونماذج تصحيح الاختيار (Heckman) لمعالجة الاندوجينية وتحيز الاختيار الذاتي.
- للمستثمرين وصنّاع القرار: مراعاة أن تأثير ESG قد يظهر في مرحلة التعافي بشكل أكبر منها في مرحلة الصدمة عند تقييم المخاطر.

References:

- Alatawi, M. S., Mat Daud, Z., & Johari, J. (2025). Integrated reporting and firm value: moderating role of CEO integrity in the context of GCC countries. *Cogent Business & Management*, 12(1). [DOI]
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., Yang, S., & Zhang, C. (2020). Resiliency of environmental and social stocks: An analysis of the exogenous COVID-19 market crash. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 593–621. [DOI]
- Aljifri, K., & Hussainey, K. (2007). The determinants of forward-looking information in annual reports of UAE companies. *Managerial Auditing Journal*, 22(9), 881–894. [DOI]
- Al-Tuwaijri, S. A., Christensen, T. E., & Hughes, K. E. (2004). The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: A simultaneous equations approach. *Accounting, Organizations and Society*, 29(5–6), 447–471. [DOI]
- Arayssi, M., Jizi, M., & Tabaja, H. H. (2020). The impact of board composition on the level of ESG disclosures in GCC countries. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 11(1), 137–161. [DOI]
- Bae, K., El Ghouli, S., Gong, Z. J., & Guedhami, O. (2021). Does CSR matter in times of crisis? Evidence from the COVID-19 pandemic. *Journal of Corporate Finance*, 67, 101876. [DOI]
- Berg, F., Kölbel, J. F., & Rigobon, R. (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *Review of Finance*, 26(6), 1315–1344. [DOI]
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 296–343. [DOI]
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T. W., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38, 101716. [DOI]
- Buallay, A. (2019). Is sustainability reporting (ESG) associated with performance? Evidence from the European banking sector. *Management of Environmental Quality: An International Journal*, 30(1), 98–115. [DOI]
- Cho, S. Y., Lee, C., & Pfeiffer, R. J. (2013). Corporate social responsibility performance and information asymmetry. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 71–83. [DOI]
- Demers, E., Hendrikse, J., Joos, P., & Lev, B. (2021). ESG Didn't Immunize Stocks During the COVID-19 Crisis, But Investments in Intangible Assets Did. *Journal of Business Finance & Accounting*. [DOI]
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & 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. [DOI]
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kwok, C. C., & Mishra, D. R. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2388–2406. [DOI]
- Farooq, M. B., Zaman, R., Sarraj, D., & Khalid, F. (2021). Examining the extent of and drivers for materiality assessment disclosures in sustainability reports. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 12(5), 965–1002. [DOI]
- Ferriani, F., & Natoli, F. (2021). ESG risks in times of COVID-19. *Applied Economics Letters*, 28(18), 1537–1541. [DOI]
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman Publishing.
- Hahn, R., & Kühnen, M. (2013). Determinants of sustainability reporting: A review of results, trends, theory, and opportunities in an expanding field of research. *Journal of Cleaner Production*, 59, 5–21. [DOI]
- Healy, P. M., & 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. [DOI]
- Khanchel, I., & Lassoued, N. (2022). ESG Disclosure and the Cost of Capital: Is There a Ratcheting Effect over Time? *Sustainability*, 14(15), 9237. [DOI]
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375–400. [DOI]
- KPMG International. (2020). *The KPMG Survey of Sustainability Reporting 2020*. KPMG International. Available at: <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2020/11/the-time-has-come-survey-of-sustainability-reporting.html>
- Lins, K. V., Servaes, H., & 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. [DOI]
- Phang, S., Adrian, C., Garg, M., Pham, A. V., & Truong, C. (2023). COVID-19 pandemic resilience: An analysis of firm valuation and disclosure of sustainability practices of listed firms. *Managerial Auditing Journal*, 38(1), 85–128. [DOI]

- Qatar Financial Markets Authority. (2025). *Corporate governance code for listed companies*.
<https://www.qfma.org.qa/English/Legislation/QFMARegulation/Pages/default.aspx>
- Saudi Capital Market Authority. (2017). *Corporate governance regulations*.
<https://cma.gov.sa/en/RulesRegulations/Regulations/Documents/CorporateGovernanceRegulations1.pdf>
- Securities and Commodities Authority. (n.d.). *Corporate governance framework*. Retrieved May 26, 2026, from
<https://www.sca.gov.ae/en/regulations/regulations.aspx>

الملاحق:

الملحق أ: إطار الترميز اليدوي لجودة الإفصاح عن ESG

فيما يتعلق بإطار الترميز اليدوي المستخدم لتقييم بنية الإفصاح لكل شركة في عينة الدراسة، أُسندت درجات من 0 إلى 5 استناداً إلى نوع وشمولية التقارير غير المالية في السنة المالية 2019 (أي قبل أزمة كوفيد-19). ويوفر هذا الأسلوب مقياساً لجودة الإفصاح يتسم بالتوجه المحاسبي، ويكمل الدرجة المركبة لمؤشر ESG من Refinitiv، التي تجمع بين أبعاد متعددة وقد تخفي فروقاً جوهرية في بنية الإبلاغ. ويتبع هذا النهج أسلوباً قائماً على الوثائق، ويتماشى مع دراسة Hahn و Kühnen (2013) حول محددات تقارير الاستدامة. وتستند كل درجة إلى وثائق متاحة للجمهور وقابلة للتحقق. وإذا كانت الوثائق غير كافية لإسناد رمز معين بثقة، تُصنّف الشركة بأنها «غير متاحة»، وتُستبعد من التحليل التكميلي باستخدام المؤشر.

الجدول أ.1. مقياس الترميز اليدوي

الدرجة	المستوى	المعايير	نوع التقرير
0	No meaningful ESG disclosure	No reference to environmental, social, or governance matters in any public document.	None
1	Minimal annual report mention	ESG matters mentioned briefly (≤ 1 page) within the annual report, with no structured data or dedicated section. Typically a general statement on governance or compliance.	Annual report (brief mention)
2	Basic ESG section in annual report	A dedicated section (1–5 pages) within the annual report addresses ESG topics. May include governance committee disclosures, basic environmental data, or employee metrics. No standalone report published.	Annual report (dedicated ESG section)
3	Dedicated governance + sustainability section	Comprehensive ESG coverage within an annual report (>5 pages), including board governance structure, audit committee information, environmental performance data, and social responsibility metrics. Structured but not standalone.	Annual report (comprehensive ESG section)
4	Standalone sustainability report	A separate, publicly available sustainability or corporate social responsibility (CSR) report for FY2019. Includes GRI or equivalent framework alignment. Distinct from the annual financial report.	Standalone Sustainability/ CSR report
5	Comprehensive standalone report with structured ESG metrics	Standalone sustainability report with systematic, quantified ESG metrics across environmental (Scope 1/2 emissions, energy intensity), social (workforce diversity, safety incidents, community investment), and governance (board composition, audit committee independence, remuneration policy) dimensions. TCFD or GRI-aligned. Provides investor-grade structured disclosure.	Comprehensive standalone sustainability report (TCFD/GRI-aligned)

تم إجراء الترميز للسنة المالية 2019 فقط، وذلك قبل مباشرة بيئة الإفصاح مباشرة قبل بداية أزمة كوفيد-19. وتختلف توفر الوثائق حسب الشركة والدولة. على سبيل المثال، قامت شركة أرامكو السعودية و STC بنشر تقارير استدامة مستقلة وشاملة تتوافق مع درجة 5، في حين نشرت الغالبية العظمى من الشركات المصرفية الخليجية تقارير سنوية متكاملة تتضمن أقسام ESG وتتوافق مع درجات تتراوح بين 2 و3. أما شركات الطاقة والعقارات الأصغر، فكانت عادةً تتلقى درجات تتراوح بين 1 و2. يُقدم هذا الترميز اليدوي كوسيلة إضافية لقياس جودة المحاسبة، ولم يُستخدم في معايير الانحدار الرئيسية التي تعتمد على درجات ESG المركبة وراكزها من Refinitiv. ويوفر تقييماً شفافاً وقابلًا للتحقق المستقل للبيئة التحتية للإفصاح لكل شركة ضمن العينة. وتمت مقارنة جميع التصنيفات على مستوى الشركة وفقاً للإفصاحات المتاحة للجمهور للسنة المالية 2019. وقد تُعكس الفروق بين درجات ESG من Refinitiv والمؤشر اليدوي للشركة ذاتها منهجية شركة Refinitiv المملوكة، أو وصول مزود البيانات إلى معلومات غير عامة، أو فروقاً في نطاق تقييم الإبلاغ. وللأسلوب قيود بالفعل. أولاً، يُعتمد الترميز الثنائي بشكل رئيسي فيما يتعلق بوجود التقارير، ولا يمكنه التقاط جودة التقارير بشكل كامل. بالإضافة إلى ذلك، قد تكون حواجز الترجمة واللغة المتعلقة بالتقارير باللغة العربية قد أثرت على اكتمال عملية التقييم. ومن الجدير بالذكر أن ممارسات الإفصاح عن ESG في دول الخليج كانت تتطور بسرعة خلال عام 2019، مما يعني أن الدورات السنوية السابقة للتقارير الصادرة من الشركات قد أسفرت عن درجات أدنى. وبالمثل، كانت تغطية Refinitiv لمعايير ESG في الأسواق الخليجية لا تزال في مرحلة التطور خلال السنة المالية 2019، مما حد من إمكانية إجراء المقارنات المباشرة بين درجات Refinitiv عبر مختلف الشركات. ومن المتوقع أن يكون الارتباط بين مؤشر جودة الإفصاح اليدوي ودرجة ESG المركبة من Refinitiv إيجابياً، غير أنه غير تام، وذلك تماشياً مع Berg et al. (2022) فيما يتعلق بتباين تصنيفات ESG. وعموماً، يُتوقع أن تكون الشركات التي تحصل على درجة 5 (تقارير مستقلة شاملة) ذات درجات ESG مركبة أعلى من تلك التي تعتمد على Refinitiv، إلا أن العلاقة ليست مباشرة بسبب منهجية الترجيح المعتمدة من قبل Refinitiv وقيود التغطية. ويوصى بالإبلاغ عن هذا الارتباط كتقييم صلاحية تكميلي، عندما تسمح به بيانات العينة. يعرض الجدول أ.2 درجات الترميز اليدوي على مستوى الشركة المُسندة إلى كل من شركات العينة الـ 26، استناداً إلى نوع وشمولية إفصاحاتها غير المالية للسنة المالية 2019.

الجدول أ.2. درجات جودة الإفصاح اليدوي عن ESG على مستوى الشركة (السنة المالية 2019)

اسم الشركة	الدولة	نوع تقرير السنة المالية 2019	الدرجة (0–5)
Al Jazira Bank	SA	Annual report + governance section	3
Al Rajhi Bank	SA	Annual report + standalone governance report	3
Maaden	SA	Standalone sustainability report	4
Saudi Basic Industries (SABIC)	SA	Standalone sustainability report (Refinitiv)	5
Saudi Aramco	SA	Integrated sustainability report (Refinitiv)	5
Sipchem	SA	Annual report (basic ESG section)	2
Saudi Kayan Petrochemical	SA	Annual report (basic ESG section)	2
Saudi Telecom Company (STC)	SA	Standalone sustainability report (Refinitiv)	5
Jarir Marketing	SA	Annual report (minimal ESG mention)	2
Saudi Electricity Company	SA	Annual report + dedicated ESG section	3

3	Annual report + governance section	QA	The Commercial Bank
3	Annual report + governance section	QA	Masraf Al Rayan
4	Standalone sustainability report	QA	Ooredoo
3	Annual report + dedicated ESG section	QA	Qatar Electricity & Water
5	Standalone sustainability report (Refinitiv)	QA	QNB Group
4	Standalone sustainability report	UAE	Dubai Islamic Bank
3	Annual report + dedicated ESG section	UAE	du (Emirates Integrated Telecom)
5	Standalone sustainability report (Refinitiv)	UAE	Emaar Properties
3	Annual report + governance section	SA	Riyad Bank
2	Annual report (basic ESG section)	SA	Saudi British Bank (SABB)
3	Annual report + governance section	QA	Qatar Islamic Bank
5	Standalone sustainability report (Refinitiv)	QA	Industries Qatar
5	Standalone sustainability report (Refinitiv)	KW	National Bank of Kuwait (NBK)
3	Annual report + governance section	KW	Kuwait Finance House (KFH)
4	Standalone sustainability report	KW	Zain Group
2	Annual report (basic ESG section)	BH	Ahli United Bank

ملاحظة: أُسندت الدرجات باستخدام المعايير الواردة في الجدول أ.1. SA = المملكة العربية السعودية؛ QA = قطر؛ UAE = الإمارات العربية المتحدة؛ KW = الكويت؛ BH = البحرين. وجميع التصنيفات مستندة إلى إفصاحات السنة المالية 2019 القابلة للتحقق العام.