



تأثير الإفصاح عن المخاطر على القيمة السوقية للشركة - دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية

د/ إبراهيم عبد المجيد على القليطي

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة المنوفية

أستاذ مشارك بقسم المحاسبة

كلية إدارة الأعمال - جامعة أم القرى

ملخص البحث

هدفت الدراسة إلى اختبار وتحليل تأثير الإفصاح عن المخاطر على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، بالإضافة إلى التعرف على طبيعة ونوع الإفصاح عن معلومات المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، والتعرف على مدى منفعة وترتيب مدى أهمية معلومات المخاطر المفصح عنها في التقارير السنوية للمستثمرين في سوق الأسهم المصرية. ومن أجل تحقيق هذه الأهداف قام الباحث بإجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من ٩٤ شركة بما يعادل ٥٤% من مجتمع الدراسة بعد استبعاد قطاع البنوك والخدمات المالية خلال العام ٢٠١٧. وباستخدام الأساليب الإحصائية المختلفة توصلت الدراسة إلى النتائج التالية، أولاً: أن الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية لا يزال منخفضاً، ولا سيما الإفصاح عن المخاطر غير المالية، وأن معلومات المخاطر المفصح عنها بالتقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية تعتبر معلومات مالية ومعظمها تعتبر معلومات سارة عن المخاطر. ثانياً: أن هناك اختلاف في مستوى الإفصاح عن معلومات المخاطر حسب القطاع، وأن هناك احتمال أن يكون للإفصاح عن المخاطر دوراً هاماً في التأثير على القيمة السوقية للشركات في كل قطاع من القطاعات محل الدراسة. ثالثاً: أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن كل من المخاطر المالية والمخاطر غير المالية والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، وأن الأثر الأكبر على القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة يرجع إلى تأثير الإفصاح عن مخاطر السوق ويأتي ذلك الربحية ثم الإفصاح عن مخاطر التشغيل. رابعاً: أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين

الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية. وفى ضوء النتائج السابقة أوصت الدراسة بضرورة اهتمام الشركات المدرجة في البورصة المصرية بتحسين الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية وذلك لأهميته للمستثمرين، وضرورة قيام الهيئات المهنية وغير المهنية بتطوير الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، حيث أن الهيكل الحالي للإفصاح المحاسبي يخلو من إطار متكامل للإفصاح عن المخاطر، وضرورة قيام الجهات المعنية بإعداد وإصدار معيار محاسبي للإفصاح عن المخاطر يكون هو المرجع الأساسي للشركات المدرجة في كيفية إعداد تقارير الإفصاح عن المخاطر وكيفية الإفصاح عن معلومات المخاطر

الكلمات الدالة: الإفصاح عن المخاطر، المخاطر المالية وغير المالية، القيمة السوقية.

Abstract

The study aimed to examine and analyze the effect of risk disclosure on the market value of the Egyptian listed companies, in addition to identify the nature and type of disclosure of risk information in the annual reports of the Egyptian listed companies and to identify the extent of the benefit and importance of risk information disclosed in the annual reports for investors in the Egyptian stock market. In order to achieve these objectives, the researcher conducted an empirical study on a sample of 94 companies, equivalent to 54% of the study population after excluding the financial firms during the year 2017. Based on the use of different statistical methods, the study found the following results: Firstly, the risk disclosure in the annual reports of the Egyptian listed companies is still low, in particular the disclosure of non-financial risks and the risk information disclosed in the annual reports of the Egyptian listed companies is considered financial information about the risks and most of them are good information about the risks. Secondly, there is a difference in the level of disclosure of risk information by the sector, and there is a possibility that risk disclosure will have an important role in influencing the market value of the companies

in each sector of study. Thirdly, there is a significant positive relationship between the disclosure of both financial risks and non-financial risks and the market value of the Egyptian listed companies. The most significant impact on the market value of listed companies is due to the impact of market risk disclosure followed by profitability and the disclosure of operational risk. Fourthly, there is a significant positive relationship between the disclosure of good information about the risks and market value of the Egyptian listed companies. In the light of the previous results, the study recommended that the Egyptian listed companies should pay attention to improve risk disclosure in annual reports because it is valuable to investors. The study recommended that professional and non-professional bodies should develop risk disclosure in the annual reports of the Egyptian listed companies, where the current structure of the accounting disclosure is devoid of an integrated framework for the disclosure of risk. The study recommended that the concerned parties should issue an Egyptian accounting standard for the disclosure of risks; this standard addresses how to prepare risk disclosure reports and how to disclose risk information, which will be the basic reference in this regard.

Keywords: Risk disclosure, Financial and non-financial risks, Market value.

مقدمة البحث

في الآونة الأخيرة، تزايد الاهتمام بموضوع الإفصاح عن المخاطر (e.g., Ali and Taylor, 2014; Abdel-Azim and Abdelmoniem, 2015; Abdullah et al., 2015; van Vuuren, 2016; Tan et al., 2017)، حيث أن المخاطر تعتبر عناصر لا مفر منها في أي مشروع استثماري، وبالإضافة إلى المخاطر المالية فإن الشركة معرضة أيضا للمخاطر التشغيلية، والمخاطر الاقتصادية، والمخاطر السياسية وغيرها من المخاطر غير المالية التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم والقيمة السوقية للشركات. ولم يعد الاهتمام بموضوع الإفصاح عن المخاطر قاصرا فقط على المؤسسات المالية. فهناك العديد من العوامل التي دفعت المؤسسات غير المالية إلى زيادة الاهتمام بالإفصاح عن المخاطر المالية وغير المالية مثل تغير البيئة الاقتصادية والتنظيمية، وتعدد هياكل الأعمال، وتزايد الاهتمام بإدارة المخاطر، وتزايد المعاملات الدولية والأزمات المؤسساتية، والكوارث الطبيعية، والحروب وعدم الاستقرار السياسي، والتغيرات في الطلب العالمي على بعض المنتجات وغيرها من الأحداث التي تؤثر على البقاء والاستدامة للشركات (Abdel-Azim and Abdelmoniem, 2015; Abdullah et al., 2015; Khlif and Hussainey, 2016; Tan et al., 2017). هذه العوامل السابقة أجبرت مجلس معايير المحاسبة الدولية (IASB) على إصدار المعيار الدولي لإعداد التقارير المالية IFRS 7 (الأدوات المالية: الإفصاحات). وهذا المعيار ألزم الشركات بالإفصاح عن المخاطر وخلق المزيد من الشفافية في التقارير السنوية، حيث أن زيادة الشفافية بشأن المخاطر وكيفية إدارتها في التقارير السنوية يعتبر أمر حيوي بالنسبة للقيمة السوقية للشركات (Abdel-Azim and Abdelmoniem, 2015; Abdullah et al., 2015).

وهناك العديد من العوامل الأخرى التي سلطت الضوء على قضية الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية ومدى تأثير ذلك على القيمة السوقية للشركات، ومن هذه العوامل الأزمة الأسيوية في أواخر التسعينات مروراً بانهيار "أنرون" وحتى الأزمة المالية العالمية الأخيرة والتي حدثت في عام 2007، حيث تبين أن من أهم الأسباب لتلك الأزمات والانهيارات هو عدم تطبيق الأطر الفاعلة لحوكمة الشركات وبصفة خاصة الفشل في إدارة المخاطر، وعدم تطوير استراتيجيات من أجل توقع المخاطر، وعدم كفاية الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات (Tan et al., 2017). بالإضافة إلى أن صدور مجموعة من الآليات قد ألقى الاهتمام على موضوع الإفصاح عن المخاطر ومدى أهمية ذلك بالنسبة لقيمة الشركة،

ومن هذه الآليات إصدار بازل 3 في عام 2010، وتطوير إطار COSO في العام 2013، وصدور المعيار الدولي لإدارة المخاطر أيزو 31000 (Abdel-Azim and Abdelmon- 2015; Abdullah et al., 2015; van Vuuren, 2016) لذلك أصبح من الضروري على الشركات الاهتمام باحتياجات أصحاب المصلحة من المعلومات عن المخاطر، وذلك لأنها تساهم في توقع المخاطر وتقييم الأداء المستقبلي للشركات مما يساعد المستفيدين على اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة. ومن هنا جاءت هذه الدراسة لاختبار وتحليل تأثير الإفصاح عن المخاطر على القيمة السوقية للشركات المدرجة.

مشكلة البحث

في الأدب المحاسبي أوضحت دراسة (Jankensgård et al., 2014; Elbannan and Elbannan, 2015; Abdullah et al., 2015; Alzead and Hussainey, 2017; Elshandidy et al., 2017;) أن نقص المعلومات عن المخاطر قد يتسبب في تضليل المستثمرين واتخاذهم قرارات استثمارية غير سليمة. ولقد كشفت بعض الدراسات (Amran et al., 2009; Domínguez and Gámez, 2014; Abdel-Azim and Abdelmoniem, 2015; Abdullah et al., 2015) أن نقص المعلومات عن المخاطر قد يعرض الشركة إلى نكسات قد تصل إلى التصفية أو يعرضها إلى تحمل خسائر لفترات طويلة، وكل ذلك يلحق الضرر بالمستثمرين. وهذا يوضح أهمية دراسة المخاطر التي تحيط بالشركة وكيفية إدارتها والإفصاح الكافي عنها وفي الوقت المناسب، والذي يساهم في تعزيز ورفع قدرات الاستجابة السريعة لإدارة المخاطر، وتعزيز ثقة المستثمرين بإدارة الشركة على قدرتها على مواجهة المخاطر وتقديم الحلول المناسبة، وهذا يعطى استقراراً للشركة وثقة في إدارتها على مجابهة المخاطر المحتملة دون التأثير على القيمة السوقية للشركة.

وكشفت دراسة (Solomon et al., 2011; Tan et al., 2017) أن المستثمرين يتقنون على أن زيادة الإفصاح عن المخاطر من شأنها أن تساعدهم في قراراتهم الاستثمارية واستثمار أموالهم في محافظ استثمارية مثلى والذي بدوره يمكن أن يؤدي إلى تعظيم الثروة عبر زيادة المنفعة، إضافة إلى التقليل من حجم المخاطر التي قد تواجه المستثمر (Orens and Lybaert, 2007). كما أظهرت بعض الدراسات (Abdel-Azim and Abdelmoniem, 2015; Abdullah, et al., 2015; Tan et al., 2017) أن الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات من العوامل الهامة التي تساعد المستثمرين على اتخاذ

قرارات استثمارية مناسبة مبنية على معلومات كاملة وشفافة، بالإضافة إلى أن الإفصاح عن المخاطر الذى يوفر معلومات كافية ودقيقة وفى الوقت المناسب عن المخاطر يؤثر بشكل مباشر على أسعار الأسهم وزيادة القدرة على التنبؤ بالعوائد السوقية لأسهم الشركات، مما يساعد المستثمرين على اتخاذ القرارات الاستثمارية الصائبة، وتجنب المخاطر وزيادة الأرباح وتحقيق الأهداف المالية، وبالتالي تنمية رأس المال.

ومع ذلك، وجدت دراسة (Moumen et al., 2015; Elshandidy et al., 2017; Tan et al., 2017) أن العديد من الشركات لا تزال تتجنب زيادة الإفصاح عن معلومات المخاطر، وتزعم هذه الشركات أن هذه المعلومات تكون عادة معلومات حساسة تجاريا والتي يمكن أن تعرض الأعمال والوضع الاقتصادي لهذه الشركات للخطر، وأنه لا يزال غير واضح صحة الحذر فيما يتعلق بالأثر السلبي للمزيد من الإفصاح عن المخاطر بين الشركات. وبالتالي، فإن الجدل بين المستثمرين والشركات بشأن الإفصاح عن المخاطر يعتبر الدافع والحافز للهدف الرئيسي من هذه الدراسة، والذي يتمثل في دراسة وتحليل تأثير الإفصاح عن المخاطر على القيمة السوقية للشركات. ولقد أكدت دراسة (Barakat and Hussainey, 2016; Togok et al., 2016; Elshandidy and Neri, 2015; 2013) على أن الشركات لن يكون لديها حافزا للتقرير عن معلومات حساسة إذا لم تكن متأكدة من رد فعل المستثمرين عند الإفصاح عن مثل هذه المعلومات. ويعتبر دراسة موضوع منفعة الإفصاح عن معلومات المخاطر وتأثيرها على القيمة السوقية للشركة من الموضوعات الحيوية بالنسبة للشركات والمستثمرين ويجب تناول مثل هذه القضايا المحاسبية خاصة وأن نتائج الدراسات السابقة فيما يتعلق بتقييم العلاقة بين الإفصاح وقيمة الشركة لاتزال بها بعض من الغموض، ويصعب تعميم هذه النتائج خاصة في سياق الإفصاح عن معلومات المخاطر (e.g., Hassan et al., 2009; Al-Akra and Ali, 2012; Uyar and Kilic, 2012; Bokpin, 2013; Qiu et al., 2016).

وفى ظل حالة التخوف التي قد تحيط بالتأثير السلبي للإفصاح عن المخاطر على قيمة الشركة وعدم إخضاع ذلك للدراسة التطبيقية، وندرة الدراسات التي تناولت قضية تقييم العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركة، فإن هناك حاجة لإجراء دراسة تطبيقية تتناول اختبار وتحليل تأثير الإفصاح عن المخاطر على القيمة السوقية للشركة. ويعتبر تقييم العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركة ذات أهمية كبيرة في بيئة الأعمال

المصرية، وخاصة أن الإفصاح عن المخاطر أصبح يمثل أساسا هاما من أسس الإفصاح المحاسبي، وأن هناك طلب متزايد من جانب المستثمرين بضرورة إدخال تحسينات في محتوى التقرير عن معلومات المخاطر. ففي بيئة الأعمال المصرية نجد أن قانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992، وقواعد القيد بالبورصة الصادرة عام 2014، وقواعد حوكمة الشركات الصادرة في عام 2016، وكذلك معايير المحاسبة المصرية المعدلة والصادرة في عام 2015 تتطلب من الشركات الإفصاح عن معلومات عامة عن إطار إدارة المخاطر والرقابة الداخلية. ولقد رأت هيئة التقارير المالية "FRC" Financial Reporting Council بلندن في المملكة المتحدة، أن الإفصاح عن معلومات عامة عن إطار إدارة المخاطر ليست كافية للمستثمرين لتقييم مستوى المخاطر بالشركة، فالمستثمرين يريدون المزيد من المعلومات المحددة حول المخاطر الرئيسية التي تواجهها الشركات وكيفية إدارة هذه المخاطر الرئيسية من قبل الشركات (FRC, 2011). وعلى هذا النحو، يهدف هذا البحث تحديدا إلى دراسة وتحليل تأثير الإفصاح عن المخاطر على القيمة السوقية للشركات في بيئة الأعمال المصرية. لذلك فإن هذا البحث يطرح التساؤلات التالية ويسعى إلى إيجاد إجابات وافية لها:

- ١- ما هي أنواع معلومات المخاطر المفصحة عنها في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية؟ وهل يختلف الإفصاح عن المخاطر طبقا للقطاع الذي تنتمي إليه الشركات المدرجة بالبورصة المصرية؟
- ٢- هل يوجد تأثير للإفصاح عن المخاطر على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية؟ وإذا كانت الإجابة على هذا التساؤل بنعم، فهل يوجد تأثير لنوع معين من معلومات المخاطر على القيمة السوقية للشركات دون غيرها من أنواع معلومات المخاطر المفصحة عنها في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية؟

أهداف البحث

يسعى هذا البحث إلى تحقيق الأهداف التالية:

- ١- التعرف على طبيعة ونوع الإفصاح عن معلومات المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية.
- ٢- الوقوف على مستوى الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، ومدى اختلاف مستوى الإفصاح عن المخاطر طبقا لقطاع السوق.

٣-دراسة وتحليل تأثير الإفصاح عن المخاطر على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية.

٤-التعرف على مدى منفعة وترتيب مدى أهمية معلومات المخاطر المفصح عنها في التقارير السنوية للمستثمرين في سوق الأسهم المصرية.

أهمية البحث

ترجع أهمية القيام بهذا البحث من الناحية العلمية والعملية إلى الاعتبارات التالية:

- ١- أن موضوع الإفصاح عن المخاطر يحظى باهتمام متزايد من قبل المساهمين والمستثمرين وغيرهم من مستخدمي التقارير السنوية وذلك بعد حدوث الأزمات والانهيارات المالية الأخيرة، حيث تبين أن من أهم الأسباب لتلك الأزمات والانهيارات هو عدم تطوير استراتيجيات من أجل توقع المخاطر، وعدم كفاية الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية مما ألقى الضوء على قضية الإفصاح عن المخاطر.
- ٢- أن الإفصاح عن المخاطر وكيفية إدارتها وتطوير استراتيجيات توقع المخاطر يعتبر ذات أهمية كبيرة في استقرار الشركة وتعزيز الثقة في إدارة الشركة على مجابهة المخاطر المحتملة دون التأثير على القيمة السوقية للشركة.
- ٣- أن دراسة وتحليل الإفصاح عن المخاطر في الشركات قد يساعد الجهات المهنية المعنية في تطوير المعايير المحاسبية المرتبطة بالإفصاح المحاسبي.
- ٤- أن هناك نقص في الدراسات العربية التي تتناول موضوع تقييم العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات مما يتطلب ضرورة القيام بمثل هذه الدراسة.
- ٥- تساهم هذه الدراسة في الأدب المحاسبي من خلال الاعتماد على مؤشر شامل للإفصاح عن المخاطر تم تطويره من قبل الباحث لقياس ممارسات الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات غير المالية المدرجة في البورصة المصرية.
- ٦- تعتبر هذه الدراسة في الأدب المحاسبي من الدراسات التي تقدم دليل تطبيقي عن تقييم العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات.

حدود البحث

- ١- البحث سوف يركز على تحليل الإفصاح عن المخاطر من حيث أنواع معلومات المخاطر المفصّل عنها في التقارير السنوية للشركات ومن حيث محتوى رسالة معلومات المخاطر المفصّل عنها في التقارير السنوية للشركات.
- ٢- تقتصر عينة البحث على الشركات المساهمة غير المالية المدرجة في البورصة المصرية والتي يتم تداول أسهمها في السوق المصري خلال العام 2017، ولقد تم استبعاد قطاع البنوك والخدمات المالية من عينة الدراسة وذلك لعدم توافر خصائص قابلة للمقارنة مع الشركات غير المالية بالإضافة إلى أن قطاع البنوك يخضع لتنظيم منفصل عن الشركات غير المالية وخاصة فيما يتعلق بالإفصاح عن المخاطر.

منهجية البحث

حتى يمكن تحقيق الأهداف التي يسعى إليها البحث، سوف يتم الاعتماد على المناهج التالية:

- ١- المنهج الوصفي: تعتمد الدراسة على المنهج الوصفي لدراسة وتحليل الدراسات السابقة التي تتناول موضوع الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات بغرض التوصل إلى مجموعة من المؤشرات التي يمكن الاعتماد عليها في الخطوات القادمة للبحث.
- ٢- المنهج المعياري: تسعى الدراسة الحالية من خلال الاعتماد على المنهج المعياري إلى تطوير مؤشر مقترح للإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية يمكن اتخاذه كمقياس للإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية.
- ٣- المنهج الإيجابي: تعتمد الدراسة على المنهج الإيجابي بغرض تحليل وتفسير العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية.

خطة البحث

لتحقيق أهداف البحث تم تقسيم البحث إلى الأقسام التالية:

- القسم الأول: الإفصاح عن المخاطر: المفهوم والقياس من منظور أصحاب المصالح.
- ١-١ مفهوم الإفصاح عن المخاطر.
 - ٢-١ أهمية وأهداف الإفصاح عن المخاطر.
 - ٣-١ قياس الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية.

١-٤ متطلبات الإفصاح عن المخاطر طبقاً للقوانين واللوائح والمعايير المحاسبية المصرية.

القسم الثاني: تحليل الدراسات السابقة وصياغة فروض البحث:

١-٢ تأثير الإفصاح عن المخاطر على القيمة السوقية للشركات

٢-٢ تأثير الإفصاح عن المخاطر (المالية/غير المالية) على القيمة السوقية للشركات.

٢-٣ تأثير الإفصاح عن المخاطر (السارة/غير السارة) على القيمة السوقية للشركات.

القسم الثالث: الدراسة التطبيقية:

٣-١ مجتمع وعينة الدراسة.

٣-٢ الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة.

٣-٣ نماذج الدراسة المقترحة.

٣-٤ قياس متغيرات الدراسة وطرق جمع البيانات.

٣-٥ تحليل النتائج الوصفية للدراسة.

٣-٦ التحليل الإحصائي واختبار فروض الدراسة.

٣-٧ نتائج وتوصيات الدراسة ومجالات البحث المستقبلية.

القسم الأول: الإفصاح عن المخاطر: المفهوم والقياس من منظور أصحاب

المصالح

١-١ مفهوم الإفصاح عن المخاطر

لقد بدأ تزايد المناقشات حول الإفصاح عن المخاطر وأهميته في عام 1997 عندما أصدر معهد المحاسبين القانونيين في إنجلترا وويلز (ICAEW, 1997) دراسة بعنوان "Financial Reporting of Risk – Proposals for a statement of Business Risk" وضحت هذه الدراسة كيفية العرض والإفصاح عن المخاطر لمديري الشركات في المملكة المتحدة وتحفيزهم على الإفصاح عن المخاطر وذلك بهدف تزويد المستثمرين وغيرهم من مستخدمي التقارير السنوية بمعلومات تساعدهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة. ولقد عرفت دراسة (Linsley and Shrivs, 2006) الإفصاح عن المخاطر وفقاً للتعريف الواسع للمخاطر بأنه توصيل معلومات للمستخدمين عن أية فرصة أو توقع أو خلل أو خطر أو ضرر أو تهديد قد أثرت بالفعل على الشركة أو قد تؤثر على الشركة في المستقبل، وكذلك توصيل معلومات للمستخدمين عن إدارة أية فرصة أو توقع أو خلل أو خطر أو ضرر أو

تهديد. وعرفت دراسة (Beretta and Bozzolan, 2004) الإفصاح عن المخاطر بأنه توصيل المعلومات المتعلقة باستراتيجيات الشركة وخصائصها وعملياتها والعوامل الخارجية الأخرى التي قد تؤثر على النتائج المتوقعة للشركة. وبالتالي فإن دراسة (Beretta and Bozzolan, 2004) أكدت على أن الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية يجب أن يتضمن معلومات عن الاستراتيجية والإجراءات والأداء المستقبلي المتوقع بالإضافة إلى المعلومات التي تركز بشكل خاص على المخاطر، في حين أن تعريف دراسة (Linsley and Shrivs, 2006) للإفصاح عن المخاطر يتمشى مع النظرة المتكاملة لمفهوم المخاطر حيث لا ينبغي النظر إلى مفهوم المخاطر على أنه مفهوم سلبي وإنما ينبغي التعامل معه من منظور إيجابي، فالمخاطر تعرف بأنها احتمال حدوث نتائج إيجابية (مكاسب) أو سلبية (خسائر) ناتجة عن أحداث مستقبلية لا يمكن التنبؤ بها مما تؤثر على قدرة الشركة في تحقيقها لأهدافها.

وعلى الرغم من وجود العديد من اللوائح والمتطلبات والمعايير التي تحكم عملية الإفصاح المحاسبي، فالإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية المنشورة للشركات يرتبط بالعديد من العوامل، على سبيل المثال، القانونية والاقتصادية والسياسية والثقافية بالإضافة إلى طبيعة ونوعية الأسواق المالية. ولقد أشارت دراسة (ICAEW, 2011) إلى أن الطلب المتزايد على تحسين الإفصاح عن المخاطر في العقود الأخيرة ليشمل المعلومات غير المالية، والمعلومات الكمية، والمعلومات المستقبلية، والمعلومات السارة وغير السارة يمثل جزء من الاتجاه العام عن عدم الرضا على النموذج التقليدي لإعداد التقارير المالية الذي يؤكد على المعلومات المالية التاريخية، وأشارت هذه الدراسة إلى أن الإفصاح عن المخاطر يتمثل في قيام الشركات بالإفصاح عن المخاطر بمعناها الواسع، وكذلك أهداف وسياسات وأساليب إدارة المخاطر والأساليب المستخدمة لقياس تلك المخاطر. ولقد عرفت دراسة (Hassan, 2009) الإفصاح عن المخاطر بأنه يتضمن قيام الشركة بالإفصاح عن معلومات تتعلق بتقديرات وأحكام إدارة الشركة المبنية على السياسات المحاسبية المستندة على السوق وذلك فيما يتعلق على سبيل المثال باضمحلال قيمة الأصول المالية، وتحوط المشتقات المالية، والأدوات المالية، والقيمة العادلة، والمخاطر المالية الأخرى بالإضافة إلى الإفصاح عن المخاطر التشغيلية، والمخاطر الاقتصادية، والمخاطر السياسية وغيرها من المخاطر غير المالية. وأكدت هذه الدراسة على

أن الإفصاح عن المخاطر أصبح جزءاً لا يتجزأ من الإفصاح المحاسبي لأنه يوفر المزيد من الشفافية ويزيد من ثقة المستثمرين.

ويعتبر الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية العنصر المحوري في عملية إدارة المخاطر، وفي هذا السياق، ترى دراسة (Pangestuti et al., 2017) أن الإفصاح عن المخاطر هو محاولة الشركة إعلام مستخدمي التقارير السنوية بشأن ما يهدد الشركة من مخاطر حالية ومستقبلية، لذلك يمكن أن يكون ذلك عاملاً هاماً في اعتبارات صنع القرار. ولقد أشارت دراسة كل من (Amran et al., 2009; Mokhtar and Mellett, 2013) إلى أنه يمكن تفسير الإفصاح عن المخاطر على أنه الإفصاح عن المخاطر التي تواجه الشركة أو التي من المحتمل أن تواجهها في المستقبل وكيف تنجم تلك المخاطر، بالإضافة إلى الإفصاح عن أهداف وأساليب إدارة المخاطر والطرق التي تستخدم في قياس المخاطر. ولقد أكدت دراسة (Abdullah et al., 2015; Pangestuti et al., 2017) على أن تزايد الاهتمام بالإفصاح عن المخاطر يعكس التوسع في إدارة المخاطر كنشاط منفصل وتزايد الثقة في كفاءة وفعالية إدارة المخاطر، لذلك من المهم أن يكون هناك حلول عملية لمشكلة كيفية تحسين الإفصاح عن المخاطر. وفي هذا السياق، اتخذت المنظمات والهيئات المهنية التي تصدر المعايير المحاسبية الدولية والجهات الرقابية والحكومية عدة خطوات لتحسين الإفصاح عن المخاطر، على سبيل المثال، أصدر مجلس معايير المحاسبة الدولية (IASB) ثلاثة معايير متعلقة بعرض الأدوات المالية وقياسها والإفصاح عنها، وهي المعيار المحاسبي الدولي IAS 32 (الأدوات المالية: العرض)، والمعيار المحاسبي الدولي IAS 39 (الأدوات المالية: الاعتراف والقياس) والمعيار الدولي لإعداد التقارير المالية IFRS 7 (الأدوات المالية: الإفصاحات). بالإضافة إلى ذلك، أصدرت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) في 1997 المنشور (FFR No.48) والمتعلق بالإفصاح عن مشتقات الأوراق المالية ومخاطر السوق، والتي تلزم الشركات أن تفصح عن المعلومات حول المخاطر التي من الممكن أن تتعرض لها الشركات. ومع ذلك، فإن هذه المتطلبات الإلزامية للإفصاح لا تغطي إلا مجموعة محدودة من المخاطر ولا تتناول في الغالب إلا المخاطر المالية، ولمعالجة هذا النقص في التقارير السنوية المنشورة، قام كل من معهد المحاسبين القانونيين في إنجلترا وويلز (ICAEW)، والمعهد الكندي للمحاسبين القانونيين (CICA) ومجلس معايير المحاسبة

الدولية (IASB)، بتقديم مبادرات لتوفير العديد من الإرشادات والإصدارات لتحقيق الشمولية في الإفصاح عن المخاطر وكيفية إدارتها.

وفي هذا السياق، تقترح دراسة (ICAEW, 2011) سبعة مبادئ يمكن للشركات أن تتبعها من أجل تحسين الإفصاح عن المخاطر، وهذه المبادئ تتمثل في التالي:

- الإفصاح عن معلومات المخاطر التي يحتاجها مستخدمي التقارير السنوية، ويجب أن تركز الشركات على هذا الهدف عند الإفصاح عن المخاطر.
- الإفصاح عن تحليلات أكثر تفصيلاً للبيانات الكمية التي تقدمها الشركة: فالتحليلات التفصيلية للبيانات الكمية التي تقدمها الشركة تعطي معلومات جديدة مفيدة في إدارة المخاطر، ولكن هذه ليست دعوة إلى إهمال المعلومات الوصفية.
- تكامل المعلومات عن المخاطر مع الإفصاحات الأخرى مثل الإفصاح عن المعلومات المستقبلية أو التوقعات المستقبلية لأداء الشركة أو الإفصاح عن الخطط والتطلعات المستقبلية للشركة.
- التفكير خارج نطاق دورة التقارير السنوية مثل نشر معلومات المخاطر وخاصة المعلومات عن المخاطر المتغيرة على الموقع الإلكتروني للشركة قد يكون أفضل من التقارير السنوية بحيث يسهل الاطلاع عليها عند الحاجة، ومع ذلك فإن التقارير السنوية تقدم الكثير من المعلومات عن المخاطر عند الحاجة.
- تركيز الإفصاح على المخاطر الرئيسية التي تواجه الشركة، ولكن لا ينبغي تثبيط إدارة الشركة عن الإفصاح عن أية مخاطر تعتبرها هامة.
- تسليط الضوء على المخاطر التي تشغل الاهتمامات الحالية داخل الشركة، فمن المحتمل أن يكون من مصلحة المستخدمين معرفة المخاطر التي تتم مناقشتها حالياً داخل الشركة.
- الإفصاح عن تجارب وخبرات الشركة مع المخاطر خلال السنة الماضية، ومناقشة الأخطاء والمشاكل التي حدثت، وتفسير إلى أي مدى تتوافق التجارب والخبرات للشركة مع الإفصاح عن المخاطر خلال نفس الفترة، وتوضيح الدروس المستفادة التي تعلمتها إدارة الشركة.

وفي مصر حدث تعديل على بعض المعايير المحاسبية في عام 2015 وخاصة المعايير المتعلقة بعرض الأدوات المالية وقياسها والإفصاح عنها، حيث تم تعديل معيار المحاسبة المصري رقم 25 وذلك بفصل الإفصاحات منه ليصبح اسم المعيار رقم 25 (الأدوات المالية):

العرض) بدلا من (الأدوات المالية: العرض والإفصاح). ولذلك تم إصدار معيار جديد وهو معيار المحاسبة المصري رقم (40) (الأدوات المالية: الإفصاحات) ويكملة معيار المحاسبة المصري رقم (26) المعدل (الأدوات المالية: الاعتراف والقياس) ويقابله المعيار الدولي لإعداد التقارير المالية 7 IFRS (الأدوات المالية: الإفصاحات) وقد تم تخصيص معيار المحاسبة المصري رقم (40) فقط للإفصاح عن الأدوات المالية والمخاطر الناتجة عن استخدام الأدوات المالية. وبالتالي فإن هذه المعايير لا تغطي إلا مجموعة محدودة من المخاطر ولا تتناول في الغالب إلا المخاطر المالية، ولم تتخذ الجهات المسؤولة عن إصدار وتطوير المعايير المصرية أي خطوة لتشجيع الإفصاح عن المخاطر غير المالية أو الإفصاح الاختياري عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات، وغياب الإرشادات المتعلقة بالإفصاح عن المخاطر يشكل عقبة رئيسية أمام تحسين الإفصاح عن المخاطر في مصر.

١-٢ أهمية وأهداف الإفصاح عن المخاطر

تعتبر المعلومات عن المخاطر من الركائز الأساسية التي يعتمد عليها أصحاب المصلحة في اتخاذ قراراتهم المستقبلية مع الشركة، وفي هذا السياق، أشارت دراسة (Tan et al., 2017; Pangestuti et al., 2017) إلى أن الإفصاح عن المخاطر يفيد أصحاب المصلحة من خلال تقديم معلومات عن المخاطر وكيفية إدارتها التي تساعدهم في التقييم السليم لمخاطر الشركة لاتخاذ قرارات الاستثمار وكذلك تحديد العوامل التي تؤثر على الأداء المستقبلي للمنظمة. وأكدت دراسة (Elshandidy et al., 2015, 2017) على العلاقة بين عملية إدارة المخاطر والإفصاح عن المخاطر حيث أن الإفصاح عن المخاطر يساهم في تحسين كفاءة وفعالية عملية إدارة المخاطر مما يكون له تأثير على نشاط واستدامة الشركة. وترى دراسة (Abdel-Azim and Abdelmoniem, 2015) أن الإفصاح عن المخاطر يعمل على تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح والتي يمكن أن يكون لمشكلة عدم تماثل المعلومات تأثير سلبي على القيمة السوقية للشركة. وفي ضوء نظرية الوكالة، ترى دراسة (Oliveira et al., 2013; Togok et al., 2016) أن الدافع من الإفصاح عن المخاطر هو الرغبة في تقليل عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين؛ وأن الإفصاح عن المخاطر سيقبل من تكاليف الوكالة. وترى دراسة (Kerle, 2015) أن الإفصاح عن معلومات المخاطر وخاصة المعلومات السارة في الوقت المناسب وبالاحتوى المطلوب يمكن أن يخلق ميزة تنافسية للشركة، وأكدت الدراسة على أنه

لتحقيق ذلك يجب الإفصاح عن تحليلات أكثر تفصيلاً للمعلومات عن المخاطر ومدى أهميتها والخطوات التي تتخذها الشركة والضوابط التي تضعها للحد من المخاطر وإدارتها. ولقد أكدت دراسة (Linsley and Shrivess, 2006) على أنه إذا أرادت الشركة تخفيض تكلفة رأس المال عن طريق زيادة ثقة السوق، يجب عليها الإفصاح عن المخاطر، فهذه الخطوة سوف تؤدي إلى تقليل مشكلة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين ومديري الشركة، وبالتالي تحسين علاقات المستثمرين وحوكمة الشركات. ويؤكد معهد المحاسبين القانونيين في اسكتلندا (ICAS) على أن الإفصاح عن المخاطر من شأنه أن يساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات أكثر فعالية حول تنويع الاستثمار والمخاطر (Abraham et al., 2012). في حين أشارت دراسة (Beretta and Bozzolan, 2004) إلى أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية المتعلقة بالمخاطر يؤثر إيجابياً على دقة توقعات المحللين فيما يتعلق بقيمة الشركة وأرباحها، وأن الإفصاح عن معلومات المخاطر وخاصة المعلومات المستقبلية منها سيساهم في تحسين حوكمة الشركات. وفي هذا السياق، أكدت دراسة (Lajili and Zeghal, 2005; Alzead and Hussainey, 2017) على أن الإفصاح عن المخاطر يعتبر عنصر رئيسي في حوكمة الشركات، حيث أن الإفصاح عن المخاطر يساعد المستثمرين وأصحاب المصلحة في تقييم الأداء المستقبلي للشركة والحكم على قدرة وكفاءة الإدارة على مواجهة المخاطر وتقديم الحلول المناسبة دون التأثير على القيمة السوقية للشركة.

ولقد أكدت دراسة (ICAEW, 2011) على أن دور الإفصاح عن المخاطر ليس فقط في خفض تكلفة رأس مال الشركة وتحسين المعلوماتية لدى المستثمرين، ولكن أيضاً في تحسين حوكمة الشركات، ويسهم الإفصاح عن المخاطر أيضاً في تحسين إدارة الشركات وتخصيص الموارد بشكل أكثر فاعلية وتحقيق المزيد من الاستقرار المالي.

وترى دراسة (Elshandidy et al., 2017) أن الإفصاح والشفافية فيما يتعلق بالمخاطر يعتبر من العناصر الهامة التي تنعكس بشكل مباشر على أداء سوق المال. وترى دراسة (Elshandidy and Neri, 2015; Tan et al., 2017) أن الإفصاح عن المخاطر من قبل الشركات يساعد المستثمرين في توزيع المخاطر من خلال التنويع في المحافظ الاستثمارية، وتؤكد هذه الدراسات على أن الإفصاح عن المخاطر يساهم بشكل فعال في الحد من تشوهات الأسواق المالية وزيادة كفاءة الأسواق المالية. وفي هذا السياق، أكدت دراسة (Barakat and Hussainey, 2013) على أن الإفصاح عن المخاطر يؤدي إلى تحسين

كفاءة السوق وذلك من خلال الطرق التالية: أن الإفصاح عن المخاطر يعتبر آلية خارجية لمراقبة سلوك الإدارة العليا، ويساعد المستثمرين على تقدير التغيرات المحتملة في التدفقات النقدية المستقبلية للشركة، بالإضافة إلى أن الإفصاح عن المخاطر يساعد أيضا في خفض تكلفة رأس المال للشركة، كما أن الإفصاح عن المخاطر يعمل على تعزيز الثقة لدى مجتمع المستثمرين في الشركة من خلال العمل على دعم شرعيتها وسمعتها.

ولقد ربطت دراسة (Ntim et al., 2013) بين أهمية الإفصاح عن المخاطر ونظريات الحوكمة، فمن منظور نظرية الوكالة، فالإفصاح عن المخاطر يساهم في الحد من مشاكل الوكالة وخاصة مشكلة عدم تماثل المعلومات، ومن منظور النظريات المؤسسية والشرعية لحوكمة الشركات، فإن الإفصاح عن المخاطر يمكن أن يعزز سمعة ومكانة الشركة والتي تساهم في تحقيق أهداف الشركة بالتعاون مع المجتمع ككل، ومن منظور نظرية أصحاب المصلحة، يمكن أن يساعد الإفصاح عن المخاطر في الحصول على دعم أصحاب المصلحة لتحقيق أهداف الشركة، ومن منظور نظرية الاعتماد على الموارد، يمكن للإفصاح عن المخاطر مساعدة الشركة في زيادة رأس المال بتكلفة مخفضة من السوق بسبب زيادة السمعة والتحسين في صورتها. ومن ثم يمكن القول بأن الإفصاح عن المخاطر يعتبر جزءا جوهريا في حوكمة الشركات.

ومن ناحية أخرى، هناك بعض الدراسات التي ترى أن الإفصاح عن المخاطر قد لا يكون دائما ذات منفعة للشركة، فلقد أشارت دراسة (Moumen et al., 2015; Elshandidy et al., 2017) إلى أن الإفصاح عن المخاطر قد يؤدي إلى إلحاق الضرر بمصالح الشركة، فعندما يكون المنافس في السوق على علم ودراية بمثل هذه المعلومات سوف تتضح له الخطط والاستراتيجيات الخاصة بالشركة مما يمنح ذلك ميزة للمنافسين في السوق. كما أن المعلومات عن المخاطر قد تكون أحيانا غير دقيقة نظرا لطبيعتها مما يؤدي إلى دخول إدارة الشركة في دعاوى ومنازعات قضائية تؤثر على مصداقية وسمعة الإدارة مما يجعلها القيام بالحد من أو تجنب الإفصاح عن المخاطر وذلك نقاديا لمثل هذه المنازعات القضائية. وفي هذا السياق، أشارت دراسة (Tanet al., 2017) إلى أنه قد يكون هناك تأثير سلبي للإفصاح عن المخاطر على القيمة السوقية للشركة وخاصة في الحالات التي تكون فيها معلومات المخاطر المفصح عنها غير دقيقة ومؤكدة لأنه في مثل هذه الحالات يفقد المستثمر الثقة في قدرة إدارة الشركة على التنبؤ بالاتجاهات والأحداث المستقبلية. وبالتالي، فإن الإفصاح عن

المخاطر ليس بدون تكلفة، وأن الشركات سوف تكون أقل حماسا لتقديم المزيد من المعلومات عن المخاطر إذا تجاوزت التكاليف الفوائد. ومع ذلك، يمكن القول أن الإفصاح عن معلومات المخاطر في ظل التغيرات المتسارعة في بيئة الأعمال يمثل مطلباً حيوياً للمساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح في الشركة، لأن هذه المعلومات تعتبر الركيزة الأساسية التي يعتمد عليها أصحاب المصالح في اتخاذ قراراتهم المتعلقة بمستقبل التعامل مع الشركة.

١-٣ قياس الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية

لقد اهتمت بعض الدراسات بقياس الإفصاح عن المخاطر وتقديم بعض المداخل لقياس الإفصاح عن المخاطر، ولقد اعتمدت معظم الدراسات في الأدب المحاسبي على استخدام أسلوب تحليل المحتوى Content Analysis اليدوي أو الإلكتروني لجمع البيانات من التقارير السنوية للشركات، حيث أن هذه الطريقة تستخدم على نطاق واسع في دراسات الإفصاح لأنها توفر الوثوقية والدقة في الاستنتاجات المستوحاة من البيانات (Steenkamp and Northcott, 2007)، بالإضافة إلى استخدام مؤشر الإفصاح عن المخاطر والذي يشير إلى قوائم من العناصر المختارة التي يمكن الإفصاح عنها في تقارير الشركات (Hassan and Marston, 2010)، ويعتبر مؤشر الإفصاح من المقاييس الموضوعية لقياس الإفصاح في التقارير السنوية للشركات. فعلى سبيل المثال، نجد أن دراسة (Miihkinen, 2012) تناولت مدى تأثير تطبيق معيار الإفصاح عن المخاطر في دولة فنلندا على مستوى جودة الإفصاح عن المخاطر لعينة من 99 شركة فنلندية مدرجة في OMX Helsinki Index في عامي 2005 و 2006، ولتحديد مستوى وجودة الإفصاح عن المخاطر استخدمت هذه الدراسة طريقة تحليل المحتوى لتحليل التقارير السنوية، واعتمدت الدراسة على ثلاثة أبعاد لقياس مستوى وجودة الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية لعينة الدراسة، ويتمثل البعد الأول في كمية الإفصاح (عدد الكلمات)، أما البعد الثاني فيتمثل في تغطية الإفصاح (عدد الأنواع الرئيسية من المخاطر التي يغطيها الإفصاح)، ويتمثل البعد الثالث في الخصائص الدلالية للإفصاح عن المخاطر ويحتوى هذا البعد على عنصرين هما عمق الإفصاح عن المخاطر (يتمثل في التأثير الاقتصادي لمحتوى المعلومات عن المخاطر على الأداء المستقبلي) والوضع المستقبلي (ويتمثل في الإجراءات المتخذة والبرامج المخططة من جانب إدارة الشركة لتقليل المخاطر).

ولقد تناولت دراسة (Domínguez and Gámez, 2014) تأثير آليات حوكمة الشركات على الإفصاح عن المخاطر للشركات غير المالية المدرجة في بورصة مدريد في الأعوام 2007 و2008 و2009، ولقياس الإفصاح عن معلومات المخاطر في التقارير السنوية للشركات استخدمت هذه الدراسة طريقة تحليل المحتوى واعتمدت على تطوير مؤشر للإفصاح يتكون من 6 بنود رئيسية لقياس مستوى الإفصاح عن المخاطر وهي (الخصائص الأساسية للمخاطر، سياسات إدارة المخاطر، معلومات عن تغطية المخاطر، المنهجية المستخدمة لقياس المخاطر، التقدير الكمي للمخاطر خلال العام، معلومات عن المخاطر المستقبلية)، وقد اعتمدت الدراسة على إحصاء عدد مرات الإفصاح عن بنود مؤشر الإفصاح وذلك وفقا لمقياس درجة الإفصاح عن المخاطر الذي يأخذ القيم من (صفر إلى 3)، حيث تشير القيمة (صفر) إلى عدم إفصاح الشركة عن البند المتعلق بنوع المخاطر المحددة في المؤشر المقترح، وتشير القيمة (1) إلى أن الشركة تقوم بالإفصاح عن المخاطر وفقا للمؤشر المقترح ولكن بطريقة عامة وغامضة ودون وجود تفاصيل إضافية، وتشير القيمة (2) إلى أن الشركة تقوم بالإفصاح عن المخاطر وفقا للمؤشر المقترح بشكل أكثر تحديدا، أما القيمة (3) فتشير إلى أن الشركة توفر تقديرات كمية ودرجة عالية من المعلومات التفصيلية عن المخاطر وفقا للمؤشر المقترح في التقارير السنوية.

وقامت دراسة (Abdallah, et al., 2015) بتقييم محددات الإفصاح عن المخاطر لعينة من 424 شركة من الشركات المدرجة في دول مجلس التعاون الخليجي، وأجرت هذه الدراسة تحليل لمحتوى التقارير السنوية للشركات المالية وغير المالية الداخلة في عينة الدراسة للعام 2008 باستخدام برنامج NUD*IST6 واعتمدت على المؤشر المقترح بواسطة دراسة (Hassan, 2009) بعد ادخال بعض التعديلات عليه، ويشتمل المؤشر على 45 بند من بنود الإفصاح عن المخاطر تم تجميعها في 7 أبعاد للإفصاح عن المخاطر وهي (السياسات المحاسبية، تحوط المشتقات، المخاطر المالية، معلومات عن المخاطر العامة، الأدوات المالية، الاحتياطات، المعلومات عن القطاعات)، وقامت الدراسة بإحصاء عدد الكلمات لكل نوع من أنواع المخاطر البالغ عددها 45 نوعا والتي تم الإفصاح عنها في التقرير السنوي للشركة لعام 2008 مقسوماً على إجمالي عدد الكلمات في هذا التقرير السنوي. وتعتبر مؤشرات الإفصاح من الأساليب التي تستخدم لقياس مستوى وجودة الإفصاح في الأدب المحاسبي، ومع ذلك لا يوجد إجماع حول أفضل تصميم لهذه المؤشرات.

وسعت دراسة (Al-Hadi et al., 2016) لبحث مدى تأثير خصائص لجنة المخاطر (وجود لجنة مستقلة، حجم اللجنة، استقلال أعضاء اللجنة، التأهيل العلمي والعملي لأعضاء اللجنة) على مستوى الإفصاح عن مخاطر السوق في التقارير السنوية لعينة من الشركات المدرجة في الأسواق المالية لدول مجلس التعاون الخليجي خلال الأعوام 2007-2011، ولقياس مستوى الإفصاح عن مخاطر السوق قامت الدراسة ببناء مؤشر للإفصاح في ضوء الدراسات السابقة ومتطلبات ومعايير الإفصاح عن المخاطر وخاصة المعيار الدولي لإعداد التقارير المالية IFRS7، وتم بناء مؤشر الإفصاح وفقا لنوع الإفصاح عن مخاطر السوق (النوعي أو الكمي) ووفقا لنظام الإفصاح (إلزامي أو اختياري). ويغطي القسم النوعي للمؤشر 14 بند من بنود الإفصاح الإلزامي والاختياري التي تتعلق بأشكال الإفصاح عن مخاطر السوق (القيمة المعرضة للمخاطر وتحليل الحساسية) وذلك وفقا للمعيار الدولي لإعداد التقارير المالية IFRS 7، ويغطي القسم الكمي للمؤشر خمسة جوانب للإفصاح عن القيمة المعرضة للمخاطر وثلاثة جوانب للإفصاح عن تحليل الحساسية.

ولقد اهتمت دراسة (Marzouk, 2016) ببحث ممارسات الإفصاح عن المخاطر وماهي محددات الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية لعينة من 31 شركة من الشركات المصرية المدرجة في البورصة المصرية خلال الأزمة السياسية في مصر في العام 2011. ولقد اعتمدت الدراسة على طريقة تحليل المحتوى لتحليل التقارير السنوية للشركات وقياس مستوى الإفصاح عن المخاطر، واستخدمت الدراسة عدد الجمل لتقييم الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية، حيث أن استخدام الجملة كوحدة للتحليل يعتبر أكثر كفاءة وأقل استهلاكاً للوقت. واعتمدت الدراسة في إحصاء الجمل التي تحتوي على معلومات المخاطر في التقارير السنوية على تعريف دراسة (Linsley and Shrivs, 2006) للإفصاح عن المخاطر وفقا للتعريف الواسع للمخاطر وعلى تصنيف المخاطر وفقا لدراسة (Linsley and Shrivs, 2006).

وهدفت دراسة (Mokhtar and Mellett, 2013) إلى قياس مدى تأثير المنافسة وحوكمة الشركات وهيكل الملكية على مستوى الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية لعينة من 105 شركة من الشركات غير المالية المصرية المدرجة في العام 2007، ولقياس مستوى الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية اعتمدت الدراسة على طريقة تحليل المحتوى (استخدام الجملة كوحدة للتحليل) بالإضافة إلى مؤشر غير مرجح للإفصاح استنادا إلى

المعيار المحاسبي المصري رقم 25 (الأدوات المالية: العرض والإفصاح) وإلى تعريف دراسة (Linsley and Shrivs, 2006) للإفصاح عن معلومات المخاطر وفقا للتعريف الواسع للمخاطر وعلى تصنيف المخاطر وفقا لدراسة (Linsley and Shrivs, 2006). واعتبرت الدراسة أن مستوى الإفصاح عن المخاطر متغير ثنائي التفرع حيث أن الشركات التي تفصح عن معلومات المخاطر تأخذ القيمة (1) بينما عدم الإفصاح عن المخاطر يأخذ القيمة (0)، وقامت الدراسة بإحصاء عدد الجمل التي تعبر عن المخاطر وفقا لبنود المؤشر المقترح وقسمتها على إجمالي عدد الجمل التي تعبر عن المخاطر في التقرير السنوي وذلك لتحديد نسبة الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات عينة الدراسة.

وترى معظم الدراسات السابقة التي تناولت موضوع قياس الإفصاح عن المخاطر أن التقارير السنوية للشركات تمثل المصدر الأساسي للإفصاح عن المخاطر. واتضح أيضا من الدراسات السابقة أن قياس الإفصاح عن المخاطر يتم عادة من خلال الاعتماد على أسلوبين رئيسيين هما: (1) أسلوب مؤشر الإفصاح حيث يتم بناء أو تطوير مؤشر للإفصاح عن المخاطر من خلال المنهج المعياري أو المنهج العملي أو الإثنين معا، (2) أسلوب تحليل المحتوى وهذا الأسلوب يستخدم في دراسات الإفصاح لقياس كمية ونوعية الإفصاح المحاسبي في التقارير السنوية للشركات، ويعتمد هذا الأسلوب على عدد أو نوعية الكلمات أو الجمل بالتقارير السنوية والتي تدل على معلومات الإفصاح التي قد يحتاج إليها متخذي القرارات. وعلى الرغم من اهتمام معظم الدراسات باتباع أسلوب مؤشر الإفصاح إلا أنها اختلفت فيما بينها في تحديد وحدة التحليل وعدد البنود التي يتضمنها المؤشر بالإضافة إلى الاختلاف فيما يتعلق بالأهمية النسبية للبنود أو المكونات الرئيسية لمؤشر الإفصاح المقترح أو طريقة بناء مؤشر الإفصاح المتعلقة بمعلومات المخاطر. وفي ضوء الدراسات السابقة سوف تعتمد الدراسة الحالية على طريقة تحليل المحتوى (Content Analysis) وذلك لتحليل محتوى الإفصاحات عن معلومات المخاطر في التقارير السنوية للشركات عينة الدراسة. وتعتمد الدراسة الحالية أيضا على مؤشر إفصاح Disclosure Index مقترح لقياس الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية. وأن هذا المؤشر المقترح للدراسة سوف يتم إعداده في ضوء الدراسات السابقة، ومعايير المحاسبة المصرية المتعلقة بالإفصاح عن المخاطر وهي: المعيار رقم (7) المعدل 2015، والمعيار رقم (13) المعدل 2015، والمعيار رقم (15) المعدل 2015، والمعيار رقم (26) المعدل 2015،

والمعيار رقم (40) 2015، ومتطلبات اللوائح والقوانين المصرية للإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات.

١-٤ متطلبات الإفصاح عن المخاطر طبقاً للقوانين واللوائح والمعايير المحاسبية المصرية

يخضع الإفصاح المحاسبي لقوانين ولوائح وأنظمة الدولة التي تعمل بها الشركات، ففي مصر أصدرت عدد من القوانين واللوائح والأنظمة والقواعد لتشجيع الاستثمار وتحسين الإفصاح المحاسبي في الشركات. ففي بيئة الأعمال المصرية يوجد عدد من القوانين والقواعد التي تنظم وتحكم الإفصاح المحاسبي هي قانون الشركات 159 لسنة 1981 (المعدل بالقانون رقم 3 لسنة 1998)، والقانون 95 لسنة 1992 الخاص بسوق رأس المال ولائحته التنفيذية، وقانون شركات قطاع الأعمال رقم 203 لسنة 1991 ولائحته التنفيذية، والقواعد الصادرة من الهيئة العامة للرقابة المالية، وقواعد القيد بالبورصة المصرية. فنجد أن كل من قانون الشركات 159 لسنة 1981 (المعدل بالقانون رقم 3 لسنة 1998) وقانون شركات قطاع الأعمال رقم 203 لسنة 1991 ولائحته التنفيذية لم يقدم أية قواعد أو إجراءات تنظم وتحكم شكل ومحتوى الإفصاح عن المخاطر. ويمكن القول أيضاً أن قانون سوق رأس المال 95 لسنة 1992 ولائحته التنفيذية لم يطلب صراحة من الشركات الإفصاح عن المخاطر كما هو سائد في الفكر المحاسبي ولم يحدد معالم الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية.

ومن خلال تحليل موقف القوانين وقواعد القيد بالبورصة المصرية من الإفصاح عن المخاطر، يتضح أن هذه القوانين والقواعد قد ألزمت الشركات المدرجة بالإفصاح عن بعض المعلومات التي قد تعبر ضمناً عن ظروف عدم التأكد أو المخاطر التي قد تواجه الشركة، ولم تركز على عناصر المخاطر ومصادر عدم التأكد التي يجب على الشركات الإفصاح عنها في التقارير السنوية ولم تطلب صراحة من الشركات الإفصاح عن المخاطر كما هو سائد في الفكر المحاسبي ولم تحدد معالم الإفصاح عن المخاطر. ولم تلزم القوانين وقواعد القيد بالبورصة المصرية الشركات بإعداد قائمة منفصلة تتضمن معلومات عن المخاطر كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية حيث أن هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية تلزم إدارة الشركات بإعداد قائمة مناقشات وتحليلات الإدارة من أجل القيد بجدول بورصة الأوراق المالية الأمريكية، وفي المملكة المتحدة تلتزم الشركات المدرجة وفقاً لقانون الشركات

بإعداد ونشر قائمة المراجعة المالية والتشغيلية. ويعتبر إصدار مثل هذه القوائم خطوة هامة وضرورية تجاه تحسين وتطوير الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية وتعتبر معايير المحاسبة المصرية من ضمن المصادر التي تحكم عملية الإفصاح للشركات المدرجة في البورصة المصرية، فلقد أصدرت معايير المحاسبة المصرية بقرار وزير الاستثمار رقم 243 لسنة 2006، وخلال العام 2015 تم إصدار نسخة معدلة من معايير المحاسبة المصرية بقرار وزير الاستثمار رقم 110 لسنة 2015 ويبدأ العمل بالنسخة المعدلة اعتباراً من الأول من يناير 2016. ولقد طالبت وألزمت معايير المحاسبة المصرية المعدلة والصادرة عام 2015 الشركات المدرجة في البورصة المصرية بالإفصاح عن المخاطر ولكن بشكل غير مباشر من خلال بعض المعايير المحاسبية مثل المعيار رقم (7) المعدل 2015، والمعيار رقم (13) المعدل 2015، والمعيار رقم (15) المعدل 2015، والمعيار رقم (26) المعدل 2015، والمعيار رقم (40) 2015 وليس من خلال معيار مخصص للإفصاح عن المخاطر، فلا يوجد حتى الآن معيار محاسبي مصري يلزم الشركات المدرجة بإعداد وإصدار تقرير عن المخاطر وكيفية إدارتها.

ويمكن القول أن معيار المحاسبة المصري رقم 40 (الأدوات المالية: الإفصاحات) لم يحدد نمط معين للإفصاح عن المخاطر أو موقعه في التقارير السنوية. علاوة على ذلك، أن المعايير المحاسبية المصرية الأخرى المرتبطة بالإفصاح عن المخاطر تلزم الشركات المدرجة بشكل غير مباشر بالإفصاح عن المخاطر المرتبطة بأنشطتها، وتتجاهل المعايير المحاسبية المصرية بشكل عام الأنواع المختلفة من المخاطر التي تواجه الشركات والتي قد يكون لها تأثير على أدائها. وعلى الرغم من أوجه التشابه الكبير بين المعايير المحاسبية المصرية والمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، إلا أنه لم يتم التعامل مع جوانب الإفصاح الأخرى في إطار معايير المحاسبة المصرية وغيرها من القوانين واللوائح التي تحكم عملية الإفصاح وكذلك التقارير التي تصدرها هيئات المحاسبة المهنية المصرية، ويمكن أن نرجع ذلك إلى عدم وجود مجلس مستقل لوضع وتطوير المعايير المحاسبية المصرية.

ومن الواضح أن قواعد الحوكمة وفقاً للدليل المصري لحوكمة الشركات الصادر في عام 2016 قد أولت الكثير من الاهتمام للإفصاح عن المخاطر وإدارة المخاطر حيث طالبت الشركات بالإفصاح عن معلومات المخاطر وتأثيراتها على أداء الشركة واستراتيجيات إدارة المخاطر. ومع ذلك، فإن قواعد الحوكمة وفقاً للدليل المصري لحوكمة الشركات الصادر في

عام 2016 لا تقدم شرحاً إضافياً لمفهوم المخاطر، وكيف يمكن قياس المخاطر والإفصاح عنها، وأنواع الإجراءات التي ينبغي على إدارة الشركة اتخاذها لإدارة المخاطر. علاوة على ذلك، فإن قواعد الحوكمة وفقاً للدليل المصري لحوكمة الشركات الصادر في عام 2016 هي بمثابة قواعد استرشادية وليست إلزامية للشركات حيث أن الشركات المصرية تسعى إلى تطبيق قواعد الحوكمة والالتزام بها ليس امتثالاً للقوانين والتعليمات الرقابية فحسب، ولكن أيضاً لما تحققة الحوكمة من منافع عديدة فضلاً عن تطوير مناخ الاستثمار وزيادة النمو الاقتصادي بشكل عام.

القسم الثاني: تحليل الدراسات السابقة وصياغة فروض البحث

تسعى الدراسة الحالية إلى اختبار وتحليل تأثير الإفصاح عن المخاطر على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية. وتركز الدراسة على تحليل الإفصاح عن المخاطر من حيث (1) أنواع معلومات المخاطر المفصحة عنها في التقارير السنوية للشركات إلى معلومات تتعلق بالمخاطر المالية ومعلومات تتعلق بالمخاطر غير المالية، (2) ومن حيث محتوى رسالة معلومات المخاطر المفصحة عنها في التقارير السنوية للشركات إلى معلومات سارة تتعلق بالمخاطر ومعلومات غير سارة تتعلق بالمخاطر. لذا ينبغي دراسة وتحليل الدراسات السابقة في الأدب المحاسبي ذات الصلة بموضوع البحث حتى يمكن معرفة النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسات والسعي نحو تعميمها على بيئة الأعمال المصرية والاسترشاد بها في صياغة الفروض وتحديد الإطار العام للدراسة وتحديد الإجراءات المنهجية المستخدمة في هذا البحث. ومن هنا سوف تركز هذه الدراسة على الدراسات السابقة التي تهتم بالإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية والتي تمت في بيئات اقتصادية مختلفة وخاصة التي تهتم بدراسة وتحليل العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات. لذلك يتناول هذا القسم ما يلي:

- ١-٢ تأثير الإفصاح عن المخاطر على القيمة السوقية للشركات.
- ٢-٢ تأثير الإفصاح عن المخاطر (المالية/غير المالية) على القيمة السوقية للشركات.
- ٣-٢ تأثير الإفصاح عن المخاطر (السارة/غير السارة) على القيمة السوقية للشركات.

٢-١ تأثير الإفصاح عن المخاطر على القيمة السوقية للشركات

لقد اهتم القليل من الدراسات في الأدب المحاسبي بالربط بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات، فعلى سبيل المثال، اهتمت دراسة (Uddin and Hassan, 2011) بفحص العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية وكل من سلوك أسعار الأسهم ومخاطر السهم (مخاطر السوق) على عينة من 36 شركة من الشركات المدرجة في بورصتي دبي وأبوظبي للعام 2005، واستخدمت هذه الدراسة معامل بيتا لقياس مخاطر السهم والتي قد تسمى مخاطر السوق أو المخاطر المنتظمة، ومعامل بيتا يقيس مدى حساسية عائد السهم للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن الإفصاح عن معلومات المخاطر في التقارير السنوية للشركات عينة الدراسة ليس له تأثير سلبي خطي على مستوى تقلبات أسعار الأسهم ومخاطر السوق (معامل بيتا)، وأن هناك تأثير غير خطي للإفصاح عن معلومات المخاطر على مستوى تقلبات أسعار الأسهم ومخاطر السوق (معامل بيتا)، وتشير نتائج هذه الدراسة أيضا إلى أن زيادة الإفصاح عن معلومات المخاطر الشركات قد يزيد بالفعل من عدم التأكد في الاستثمار في سوق الإمارات العربية المتحدة، ولكن المزيد من المعلومات تمكن المستثمرين بتنوع محافظهم الاستثمارية بشكل يحقق عوائد جيدة مع أقل مخاطر سوقية ممكنة.

وركزت دراسة (Miihkinen, 2013) على اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وعدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية لعينة من الشركات المدرجة في بورصة هلسنكي OMX Helsinki خلال الفترة 2006-2009، بالإضافة إلى أن الدراسة قامت بتحليل ما إذا كانت فائدة ومنفعة الإفصاح عن المخاطر تعتمد على عوامل مثل درجة المخاطرة التي تتعرض لها الشركة واهتمامات المستثمرين وحالة السوق. وتوصلت هذه الدراسة إلى أن الإفصاح عن المخاطر يؤثر تأثيرا سلبيا على عدم تماثل المعلومات في أسواق الأسهم في فنلندا، وأن منفعة الإفصاح عن المخاطر تتأثر بكل من درجة المخاطرة التي تتعرض لها الشركة واهتمامات المستثمرين وحالة السوق. واهتم (Al-Hadi et al., 2017) بدراسة العلاقة بين الإفصاح عن مخاطر السوق وكفاءة الاستثمار لعينة من الشركات المالية في الأسواق المالية لدول منطقة مجلس التعاون الخليجي خلال الفترة 2007-2011، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن الإفصاح عن مخاطر السوق يساهم في الحد من مشكلة عدم تماثل

المعلومات وذلك عن طريق تقليل مخاطر الاختيارات الخاطئة ومشاكل المخاطر الأخلاقية في الأسواق المالية، وبالتالي تحسين كفاءة الاستثمار.

ولقد اهتمت دراسة (Kravet and Muslu, 2013) بتحليل محتوى الإفصاحات عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات والتي تقدم لهيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) بين عامي 1994-2007، ودراسة تأثير الإفصاح عن المخاطر على كل من عوائد الأسهم وحجم التداول وتنبؤات المحللين وتوقعات المستثمرين، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن الزيادات السنوية في الإفصاح عن المخاطر ترتبط بالزيادة في تقلبات عوائد الأسهم وحجم التداول في السوق، وأن الزيادة في الإفصاحات عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات خلال فترة الدراسة لها تأثير على تحسين دقة تنبؤات المحللين الماليين وكذلك تساهم أيضا في تحسين توقعات المستثمرين فيما يتعلق بالأداء المستقبلي والقيمة السوقية للشركات. وفي نفس السياق ركزت دراسة (Campbell et al., 2014) على تحليل محتوى إفصاحات المخاطر في النموذج (K-10) (التقارير السنوية) وخاصة القسم المتعلق بعوامل المخاطرة Risk Factors للشركات الأمريكية المدرجة في سوق الأوراق المالية، ووجدت الدراسة أن الشركات الأمريكية التي تواجه مخاطر أكبر تميل إلى الإفصاح عن المزيد من معلومات المخاطر وأن هذا الاتجاه يتوقف على أنواع المخاطر التي تواجهها الشركات، وتوصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن معلومات المخاطر في التقارير السنوية تنعكس بشكل كبير في المخاطر المنتظمة والمخاطر النوعية ومشكلة عدم تماثل المعلومات وكذلك القيمة السوقية للشركات. وتوصلت الدراسة إلى نتيجة عامة وهي أن الإفصاح عن معلومات المخاطر في التقارير السنوية يساهم في زيادة الوعي لدى المستثمرين، وزيادة الموثوقية حول توقعات الأداء المستقبلي والقيمة السوقية للشركات.

وسعت دراسة (Tan et al., 2017) إلى تحديد مدى انعكاس معلومات المخاطر المفصح عنها بواسطة الشركات في عوائد الأسهم، ويتم قياس انعكاس معلومات المخاطر في عوائد الأسهم من خلال مؤشر قياس التزامن في اسعار الأسهم (Stock Price Synchronicity) (R2 -)، وباستخدام بيانات عينة من الشركات الصينية المدرجة خلال الفترة 2007-2011، توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح عن معلومات المخاطر والتزامن في أسعار الأسهم، أي أنه كلما زاد مستوى الإفصاح عن معلومات المخاطر وزادت الشفافية فيما يخص هذه المعلومات كلما قل التزامن وهذا يعنى انعكاس أكبر لمعلومات

المخاطر الخاصة بالشركات في أسعار الأسهم، وأشارت الدراسة إلى أنه كلما زاد مستوى الإفصاح والشفافية فيما يتعلق بمعلومات المخاطر فإن هذا يساعد المستثمرين على تمييز الشركات ذات الأداء الحسن وتلك ذات الاداء الضعيف، وهذا يوحى إلى أن الإفصاح عن معلومات المخاطر ذات أهمية كبيرة للمستثمرين. بالإضافة إلى ذلك، أظهرت نتائج هذه الدراسة أن فائدة معلومات المخاطر ذات دلالة إحصائية واقتصادية أعلى في حالة الشركات الدولية مقارنة بالشركات ذات التوجهات المحلية.

وعلى الرغم من أهمية الإفصاح بالنسبة للقيمة السوقية للشركات إلا أن بعض الدراسات ترى أن الإفصاح عن معلومات المخاطر قد يؤثر بالسالب على قيمة الشركة من خلال العديد من العوامل، فعلى سبيل المثال ترى دراسة (ICAEW, 2011) أن كثيرا ما يتصف الإفصاح عن معلومات المخاطر والمتطلبات الخاصة بالإفصاح بالتفاوت كما ونوعا، كما أن المتطلبات قد يشوبها بعض الغموض في كثيرا من الأحيان، بالإضافة إلى أن الإفصاح عن المخاطر في كثير من الأحيان لا يركز على المخاطر الجوهرية وأن الشركات كثيرا ما تستخدم ألفاظ عامة ومصطلحات نمطية في الإفصاح عن معلومات المخاطر مما قد يؤثر على القرارات الاستثمارية والتمويلية وبالتالي على قيمة الشركة. وترى دراسة (ICAEW, 2010; Hope et al., 2016) أن الشركات تركز فقط على تحقيق الامتثال لمتطلبات الإفصاح بدلاً من تقديم معلومات مفيدة تساعد المستثمرين في تقديرات القيمة السوقية للشركات، وأن متطلبات الإفصاح عن المخاطر كثيرا ما تكون مبهمه وواسعة النطاق وتترك للشركات مجالا واسعا لتقدير حدة المخاطر التي تواجهها، بالإضافة إلى أن الإفصاح عن المخاطر قد يكون مشتتا في أقسام عديدة من التقارير السنوية، وهذا الاختلاف في الإفصاح عن المخاطر من حيث الكمية والجودة والموقع قد يوفر وسائل محدودة للمستثمرين لتقييم المخاطر وقد يمثل عنصر تعقيد ونشويش على المستثمرين في تقديرات القيمة السوقية للشركات. وترى دراسة (Hope et al., 2016) أن بعض الشركات لكي تتحاشى الانتقادات والتكاليف المتعلقة بالسمعة والمنازعات القضائية المحتملة نتيجة للإفصاح عن معلومات غير دقيقة عن المخاطر، قد تميل الشركات إلى الإفصاح عن المخاطر بطريقة شاملة ومعممة مما يؤدي إلى تعذر قيام المستثمرين بالتحديد السليم للمخاطر الأساسية والجوهرية التي تتعرض لها الشركة ومن ثم الحكم بطريقة سليمة على القيمة السوقية للشركات. لذا يمكن القول أن قرار الإفصاح عن معلومات المخاطر يشكل معضلة لإدارة الشركات من منطلق تأثيره المتبادل والمباشر على كل

من القرارات الاستثمارية والتمويلية، والتي تؤثر بالتبعية على قيمة الشركة وثروة الملاك. وعلى الرغم من أن دراسة تأثير الإفصاح عن معلومات المخاطر على القيمة السوقية للشركات حظي باهتمام الباحثين، إلا أنه ما زال هناك جدل حول تأثير الإفصاح عن معلومات المخاطر على القيمة السوقية للشركات. وبالتالي فإن العلاقة بين الإفصاح عن معلومات المخاطر والقيمة السوقية لا تزال قضية لم تحسم بعد ولا تزال النتائج بشأنها متضاربة. وتتوقع هذه الدراسة من خلال التطبيق على الشركات المدرجة في البورصة المصرية أن تكون هناك علاقة إيجابية بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات من خلال الفرض التالي:

الفرض الأول: توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة

السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية

٢-٢ تأثير الإفصاح عن المخاطر (المالية/غير المالية) على القيمة

السوقية للشركات

الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات يمكن أن ينقسم من حيث أنواع معلومات المخاطر المفصح عنها في التقارير السنوية للشركات إلى الإفصاح عن المخاطر المالية والإفصاح عن المخاطر غير المالية، فترى دراسة (Cabedo and Tirado, 2004) أن الإفصاح عن المخاطر غير المالية يتمثل في الإفصاح عن المخاطر التي لا ترتبط مباشرة بالأصول والالتزامات النقدية، ولكن هذه المخاطر غير المالية لها تأثير على التدفقات النقدية المستقبلية في المدى الطويل، ويشتمل الإفصاح عن المخاطر غير المالية على كل من مخاطر الأعمال والمخاطر الاستراتيجية. ومن ناحية أخرى، ترى دراسة (Cabedo and Tirado, 2004) بأن الإفصاح عن المخاطر المالية له أهمية خاصة في القوائم المالية وهذه المخاطر لها تأثير مباشر على الأصول والالتزامات النقدية والتدفقات النقدية وأرباح الشركات، ويشتمل الإفصاح عن المخاطر المالية على كل من مخاطر السوق، ومخاطر الائتمان، ومخاطر التشغيل، ومخاطر السيولة. في حين أشارت دراسة (Linsley and Shrivs, 2006) إلى أن الإفصاح عن المخاطر المالية يتمثل في الإفصاح عن المخاطر التي ترتبط بالمركز المالي للشركة، وأن المخاطر المالية تتمثل في مخاطر السوق ومخاطر الائتمان ومخاطر السيولة، في حين أن الإفصاح عن المخاطر غير المالية يتمثل في الإفصاح عن مخاطر العمليات، ومخاطر التمكين، ومخاطر تكنولوجيا وتشغيل المعلومات، ومخاطر

الامتثال للقوانين والأنظمة، والمخاطر الاستراتيجية، بالإضافة إلى ضرورة قيام الشركة بالإفصاح عن المخاطر التي تواجهها أو التي من المحتمل أن تواجهها الشركة وكذلك أهداف الشركة والسياسات والطرق الخاصة بقياس وإدارة المخاطر حتى تستطيع الأطراف ذات المصلحة من تقييم الاستراتيجيات المطبقة من جانب الشركة.

ولقد أظهرت بعض الدراسات التي أجريت في مجال الإفصاح عن المخاطر أن هناك اختلافات جوهرية بين الشركات من حيث مستوى الإفصاح عن معلومات المخاطر المالية وغير المالية بالإضافة إلى مكان الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية المنشورة، حيث أن بعض الشركات تقوم بالإفصاح عن المخاطر في تقرير مجلس الإدارة السنوي والبعض الآخر تقوم بالإفصاح عن معلومات المخاطر ضمن الإيضاحات المتممة للقوائم المالية السنوية. فلقد قامت دراسة (Lajili and Zeghal, 2005) بتحليل الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية لعينة من 300 شركة كندية مدرجة، ومن خلال استخدام أسلوب تحليل المحتوى، وجدت الدراسة أن حوالي 85% من الشركات تقوم بالإفصاح عن المخاطر في الجزء الخاص بتحليلات ومناقشات مجلس الإدارة (MD&A)، وحوالي 82% من شركات العينة تقوم بالإفصاح عن المخاطر ضمن الإيضاحات المتممة للقوائم المالية السنوية، وأن حوالي 68% من شركات العينة تقوم بالإفصاح عن المخاطر في كلا القسمين. ولقد توصلت دراسة (Lajili and Zeghal, 2005) إلى أن الشركات الكندية تركز بشكل كبير على الإفصاح عن المخاطر المالية، وأن معظم القواعد الإلزامية المتعلقة بالإفصاح عن المخاطر في كل من كندا والولايات المتحدة تتعلق بشكل أساسي بالمخاطر المالية وخاصة مخاطر السوق، في حين أن معظم المخاطر غير المالية يتم الإفصاح عنها ضمن الإفصاح الاختياري عن المخاطر في إطار بند مناقشة الإدارة وتحليلها (MD&A) مع التركيز في الإفصاح عن المخاطر الرئيسية ومراعاة الأهمية النسبية عند الإفصاح عن المخاطر غير المالية مما قد يعطي الإدارة فرصة كبيرة لتقدير معلومات المخاطر المحتمل الإفصاح عنها في التقارير السنوية.

ولقد حاولت دراسة (Mohabbot, 2005) استكشاف ممارسات الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية لعينة من 90 شركة غير مالية من الشركات اليابانية المدرجة في بورصة طوكيو، وتوصلت الدراسة إلى أن مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية يفوق مستوى الإفصاح عن المخاطر المالية في الشركات اليابانية، كما أن بعض الشركات لا تقوم

بالإفصاح عن بعض أنواع المخاطر على الإطلاق مثل المخاطر المالية ومعلومات عن المخاطر المستقبلية والمعلومات السارة عن المخاطر. وفى نفس السياق، ركزت دراسة (Konishi and Ali, 2007) على دراسة العلاقة بين خصائص الشركات ومستوى الإفصاح عن المخاطر بالتطبيق على عينة من 100 شركة غير مالية من الشركات اليابانية المدرجة في بورصة طوكيو خلال العام 2003، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن الشركات اليابانية تركز في الإفصاح بشكل كبير على المخاطر غير المالية مقارنة بالمخاطر المالية، وتوصلت أيضا إلى أن حجم الشركة يؤثر إيجابيا على مستوى الإفصاح عن المخاطر، ولا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين خصائص الشركات الأخرى ومستوى الإفصاح عن المخاطر.

ولقد قامت دراسة (Linsley and Shrivs, 2006) بتحليل الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية لعينة من 79 من الشركات غير المالية البريطانية باستخدام أسلوب تحليل المحتوى، وتوصلت هذه الدراسة الى أن مستوى الإفصاح عن المخاطر المالية في الشركات البريطانية يقدر بحوالي 27% من إجمالي الإفصاح، في حين أن مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية في الشركات البريطانية يقدر بحوالي 73% من إجمالي الإفصاح. ولقد وجدت الدراسات السابقة (Abraham and Shrivs 2014; Amran et al., 2009; Ismail and Rahman 2011) أن الإفصاح عن معلومات المخاطر لا يزال منخفضا، ولا سيما الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالمخاطر غير المالية، حيث أن الإفصاح عن المخاطر غير المالية يندرج ضمن الإفصاح الاختياري في الأجزاء السردية للتقارير السنوية للشركات. ولقد ركزت دراسة (Alzead and Hussainey, 2017) على تناول قضية الإفصاح عن المخاطر لعينة من 88 شركة غير مالية مدرجة في السوق المالية السعودية، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن مستوى الإفصاح الإجمالي لعينة الدراسة بلغ في المتوسط 17%، وأن متوسط الإفصاح عن المخاطر المالية في التقارير السنوية للشركات بلغ 63%، في حين أن متوسط نسبة الإفصاح عن المخاطر غير المالية في التقارير السنوية للشركات بلغ 37%، وتؤكد هذه الدراسة أيضا على أن مستوى الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات لا يزال محدود وخاصة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالمخاطر غير المالية.

وتناولت بعض الدراسات تأثير الإفصاح عن المخاطر المالية وغير المالية على القيمة السوقية للشركات سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشر، فعلى سبيل المثال، هدفت دراسة (Jorion, 2002) إلى اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر المالية والتنبؤ بالتقلبات

المستقبلية للعائدات التجارية لعينة مكونة من 8 بنوك تجارية رئيسية أمريكية خلال الفترة 1995-1999، ولقد استخدمت الدراسة الإفصاح عن القيمة المعرضة للمخاطر كمقياس للمخاطر المالية، والقيمة المعرضة للمخاطر (VAR) تمثل أقصى خسارة محتملة عند مستوى ثقة معين خلال فترة زمنية محدودة، ولقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين الإفصاح عن المخاطر المالية (مقاييس القيمة المعرضة للمخاطر المفصح عنها) والتقلبات في أسعار الأسهم للبنوك عينة الدراسة، فوجدت الدراسة أن البنوك التي بها مقاييس القيمة المعرضة للمخاطر منخفضة فإنها تتعرض لمخاطر هبوط محدودة في أسعار الأسهم، بينما البنوك التي بها مقاييس القيمة المعرضة للمخاطر كبيرة فإنها تواجه تقلبات أكبر في أسعار الأسهم (أي عائدات التداول غير المتوقعة). وبالتالي، فإن مقاييس القيمة المعرضة للمخاطر المفصح عنها في التقارير المالية للبنوك تمثل مؤشرا مفيدا لمخاطر السوق التي تتعلق بأنشطة البنوك التجارية. وبالتالي، فإن هذه الدراسة تؤكد على أن الإفصاح عن المخاطر المالية يساهم بشكل كبير في تحديد القيمة السوقية للشركات.

وركزت دراسة (Abdelghany, 2005) على الإفصاح عن مخاطر السوق المتعلقة بأسعار الأسهم والتي تعرف بمقياس Beta في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، حيث أن هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) أصدرت في 1997 المنشور (FFR No. 48) والذي يتطلب من الشركات الأمريكية المدرجة الإفصاح عن معلومات مخاطر السوق النوعية والكمية والخاصة بمخاطر الخسارة الناجمة عن التغيرات السلبية في أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية، وأسعار السلع، وأسعار الأسهم، ولقد تم اختيار عينة من 323 شركة مدرجة في بورصة نيويورك لفحص العلاقة بين مخاطر السوق والمقاييس المحاسبية للمخاطر لتحديد المتغيرات المحاسبية التي يجب الإفصاح عنها كبديل لمخاطر السوق، ولقد توصلت هذه الدراسة إلى أنه من خلال تحديد المقاييس المحاسبية الأكثر ارتباطا بمقياس بيتا، قد يتمكن المدير المالي من التأثير على قيمة بيتا عن طريق تغيير المقاييس المحاسبية الناجمة في تحديد مخاطر السوق. ويمكن استخدام هذه النتيجة أيضا لتقدير قيمة بيتا للشركة في الحالات التي تكون فيها بيانات أسعار سوق الأوراق المالية التاريخية محدودة أو غير متوفرة. وتوصلت أيضا هذه الدراسة إلى أن الشركات التي لديها نسبة الأصول المتداولة إلى الالتزامات المتداولة عالية تميل إلى أن يكون لديها درجة عالية من مخاطر

السوق، وهذا قد يرجع إلى أن الشركات التي تتمتع بوضع مالي قوي في السوق تكون قادرة على الوصول إلى سوق الأوراق التجارية وإلى خطوط الائتمان المصرفي.

وهدفنا دراسة (Jankensgård et al., 2014) إلى اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر المالية (مخاطر تغير أسعار صرف العملات الأجنبية) وقيمة الشركة وذلك من خلال تحليل التقارير السنوية لعينة من 114 شركة سويدية مدرجة في بورصة ستوكهولم وتستخدم هذه الشركات مشتقات العملات الأجنبية خلال العام 2009. ولقد استخدمت الدراسة نسبة (Tobin's Q) لقياس القيمة السوقية للشركات، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ارتباط سلبية بين مستوى الإفصاح عن مخاطر العملات الأجنبية وقيمة الشركة مفاضة بواسطة نسبة (Tobin's Q)، ولذلك ترى الدراسة أنه عند أي مستوى معين من استخدام مشتقات العملات الأجنبية، فإن زيادة مستوى الإفصاح عن مخاطر تغير أسعار صرف العملات الأجنبية تنعكس بشكل سلبي على السوق، حيث تشير نتائج الدراسة إلى أنه مع ثبات العوامل الأخرى، فإن زيادة مستوى الإفصاح عن مخاطر تغير أسعار صرف العملات الأجنبية بنسبة 10%، فإن نسبة (Tobin's Q) تتناقص بنسبة تقارب من 1% إلى 3% وذلك في ضوء نموذج الدراسة. وبالتالي، فإن هذه الدراسة توصلت إلى أن زيادة مستوى الإفصاح عن المخاطر المالية (مخاطر تغير أسعار صرف العملات الأجنبية) تؤثر سلباً على قيمة الشركة ولا علاقة لها بمستوى استخدام المشتقات المالية، مما يوحي بأن رؤية السوق بالنسبة لاستخدام المشتقات المالية تكون محايدة في حالة مستويات الإفصاح المنخفضة أو المتوسطة، بينما رؤية السوق بالنسبة لاستخدام المشتقات المالية تكون سلبية وذلك في حالة زيادة مستويات الإفصاح عن المخاطر المالية.

وسعت دراسة (Elbannan and Elbannan, 2015) إلى بحث العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر المالية وكل من الأداء التشغيلي والقيمة السوقية لعينة من البنوك المصرية خلال الفترة 2002-2011، ويتمثل الإفصاح عن المخاطر المالية في الإفصاح عن مخاطر الائتمان، ومخاطر السيولة، ومخاطر السوق، ومخاطر سعر الفائدة. وتستخدم الدراسة مدخل بطاقة الأداء المتوازن لقياس الأداء التشغيلي للبنوك عينة الدراسة، وتستخدم نسبة (Tobin's Q) لقياس القيمة السوقية للبنوك عينة الدراسة، ولقد توصلت الدراسة إلى أن زيادة مستوى الإفصاح عن معلومات المخاطر المالية يؤثر إيجابياً على الأداء التشغيلي والقيمة السوقية للبنوك عينة الدراسة. وأشارت نتائج الدراسة إلى أن الإفصاح عن معلومات مخاطر الائتمان

تعتبر أكثر بنود الإفصاح تأثيراً على القيمة السوقية، وتقدم الدراسة دليل على الدور الهام للإفصاح عن المخاطر المالية في تحسين الأداء التشغيلي وكذلك التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للشركات في الاقتصاديات الناشئة.

وتناولت دراسة (Jizi and Dixon, 2017) اختبار مدى تأثير الإفصاح عن المخاطر المالية وغير المالية على تغير أسعار الأسهم وتقلبات العائد، باستخدام عينة من البنوك التجارية الوطنية الأمريكية خلال الفترة 2009-2010، ولقد قسمت الدراسة المخاطر حسب أنواع المخاطر وتغطية المعلومات المفصح عنها إلى مخاطر الائتمان، ومخاطر سعر الفائدة، ومخاطر السيولة، ومخاطر السوق، والمخاطر القانونية، والمخاطر التشغيلية، وتوصلت الدراسة إلى أن كل من الإفصاح عن المخاطر المالية (وخاصة الإفصاح عن مخاطر الائتمان، ومخاطر السيولة، ومخاطر سعر الفائدة)، والإفصاح عن المخاطر غير المالية (وخاصة الإفصاح عن المخاطر القانونية) يسهم في تعزيز عائدات الأسهم للشركات عينة الدراسة، وأن الإفصاح عن كل من المخاطر المالية (وخاصة الإفصاح عن مخاطر السيولة، ومخاطر سعر الفائدة)، والمخاطر غير المالية (وخاصة الإفصاح عن المخاطر التشغيلية) يساعد في إدارة تقلبات عوائد الأسهم. وتشير نتائج هذه الدراسة إلى أن الإفصاح عن محتوى أفضل لمعلومات المخاطر يزود المستثمرين بالمعلومات اللازمة للحد من عدم التأكد المتعلق ببيئة مخاطر استثماراتهم، وتعزيز القدرة على مراقبة ممارسات الإدارة، وتعزيز الثقة بإدارة الشركة على قدرتها على مواجهة المخاطر وتقديم الحلول المناسبة، وتقييم الاستثمارات، وهذا ينعكس في أسعار الأسهم، ويقلل من التقلبات في عوائد الأسهم، مما يؤدي إلى تحسين إجمالي عائد الاستثمار.

وعلى الرغم من الأدلة التجريبية المختلطة التي قدمتها الدراسات السابقة فيما يتعلق بالعلاقة بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات، فإن الوضع في مصر قد يكون مختلف من حيث بيئة الأعمال والقواعد واللوائح التي تحكم عملية الإفصاح المحاسبي عن المخاطر. وتتوقع هذه الدراسة من خلال التطبيق على الشركات المدرجة في البورصة المصرية أن تكون هناك علاقة إيجابية بين كل من الإفصاح عن المخاطر المالية وغير المالية والقيمة السوقية للشركات من خلال الفرضين التاليين:

الفرض الثاني: توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المخاطر المالية والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية.

الفرض الثالث: توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المخاطر غير المالية والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية.

٢-٣ تأثير الإفصاح عن المخاطر (السارة/غير السارة) على القيمة السوقية للشركات

الإفصاح عن المخاطر يمكن أن ينقسم من حيث محتوى رسالة معلومات المخاطر المفصح عنها في التقارير السنوية للشركات إلى الإفصاح عن المعلومات السارة وغير السارة المتعلقة بالمخاطر (Linsley and Shrivs, 2006; Konishi and Ali, 2007; Oliveira et al., 2011). فالإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر يتمثل في الإفصاح عن المخاطر أو الأحداث أو الفرص أو التوقعات التي قد أثرت تأثير إيجابيا بالفعل على الشركة أو قد تؤثر إيجابيا على الشركة في المستقبل (Linsley and Shrivs, 2006; Konishi and Ali, 2007). في حين أن الإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر يتمثل في الإفصاح عن المخاطر أو الأحداث أو الأضرار أو التهديدات التي قد أثرت تأثير سلبيًا بالفعل على الشركة أو قد تؤثر سلبيًا على الشركة في المستقبل (Linsley and Shrivs, 2006; Konishi and Ali, 2007; Dobler et al., 2011; Stoel et al., 2017). ومن المحتمل بشكل كبير أن تقوم الشركات بالإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر أكثر من الإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر في التقارير السنوية وذلك لطمأنه المستثمرين وإلا قد تواجه إدارة الشركات بمشاكل في حالة الحاجة لزيادة رأس المال وبالتالي ارتفاع تكاليف رأس المال.

فلقد أكدت دراسة (Linsley and Shrivs, 2006) على أن الشركات قد تختار عدم الإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر لأنها ترغب في الإشارة إلى الصورة الجيدة عن الإدارة من خلال التقارير السنوية وعدم تكبد تكاليف سمعة مفرطة وعدم فقدان الثقة في مقدرة الإدارة على التنبؤ بالاتجاهات والأحداث المستقبلية. وفي هذا السياق، ترى دراسة (Silva et al., 2015) أن التقارير السنوية للشركات التي تركز في الغالب على الإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر قد تمثل صورة غير جيدة عن الإدارة ومقدرتها على التنبؤ بالأحداث المستقبلية، وبالتالي، من المفترض أن تسعى أيضا إدارة الشركات إلى

الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر في التقارير السنوية. وقد تتمثل عملية الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر في الإفصاح عن الفرص الجيدة للشركة والمناقشات حول كيفية استغلال تلك الفرص وتحقيق عوائد غير متوقعة وتوضيح كيفية إدارة المخاطر بكفاءة وفعالية.

من ناحية أخرى، ترى دراسة (Mohabbot, 2005) أنه يبدو ظاهرياً أن الشركات قد تفضل عدم الإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر، إلا أن هذا لن يترجم دائماً إلى حجب المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر. فتري هذه الدراسة أن إدارة الشركة قد يكون لديها الدوافع أو الحوافز للإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر مثل: (1) فقد تكون هناك حاجة للإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر وخاصة إذا كانت تلك المعلومات هي تفسير للنتائج المالية للشركة، وربما حجب مثل هذه المعلومات من شأنه أن يثير الشكوك ويحتمل أن يضر بسمعة الإدارة إلى حد أكبر مقارنة بالإفصاح عن هذه المعلومات، (2) أن إدارة الشركة قد تفصح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر وترجع أسباب ذلك إلى العوامل الخارجية، وبالتالي إبعاد اللوم عن أعمال وقدرات الإدارة، وتدعم نظرية العزو Attribution Theory هذا الدافع من جانب إدارة الشركة للإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر وإرجاعها لعوامل خارجة عن سيطرة الإدارة، (3) إدارة الشركة قد تكون مستعدة للإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر من خلال التقارير السنوية وذلك إذا كانت إدارة الشركة تريد التحذير المسبق من الصعوبات المحتملة في المستقبل. وبالتالي فإن دراسة (Mohabbot, 2005; Silva et al., 2015) ترى أن هناك عدد من الأسباب التي قد تدفع إدارة الشركات للإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر في التقارير السنوية.

ولقد وجدت بعض الدراسات (Mohabbot, 2005; Linsley and Shrivess, 2006; Dobler et al., 2011; Silva et al., 2015; Stoel et al., 2017) في الأدب المحاسبي أنه من غير الممكن التحديد المسبق لنمط الإفصاح عن المعلومات السارة وغير السارة المتعلقة بالمخاطر في التقارير السنوية للشركات، فبعض الشركات تركز على الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر والبعض الآخر يركز على الإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر في التقارير السنوية، وبالتالي فإن نمط الإفصاح عن المعلومات السارة وغير السارة المتعلقة بالمخاطر في التقارير السنوية للشركات يعتبر متغير، وهذا يرجع

إلى مدى توافر كمية المعلومات عن كل فئة من هذه المعلومات في وقت إعداد التقارير السنوية للشركات وإلى كمية المعلومات عن المخاطر التي يتم حجب الإفصاح عنها في التقارير السنوية للشركات للعديد من الأسباب.

ولقد تناولت بعض الدراسات في الأدب المحاسبي طبيعة الإفصاح عن معلومات المخاطر من حيث محتوى رسالة معلومات المخاطر المفصوح عنها بالتقارير السنوية للشركات، فلقد تناولت دراسة (Linsley and Shrivess, 2006) الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات البريطانية، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن درجة الإفصاح عن المعلومات السارة وغير السارة المتعلقة بالمخاطر متغيرة من شركة إلى أخرى، ووجدت هذه الدراسة أن 72% من الشركات عينة الدراسة تركز على الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر بشكل أكبر من الإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر، في حين أن 28% من الشركات عينة الدراسة تركز على الإفصاح عن المعلومات غير السارة للمخاطر بشكل أكبر من الإفصاح عن المعلومات السارة للمخاطر وذلك في الشركات البريطانية. ووجدت دراسة (Konishi and Ali, 2007) أن الشركات اليابانية تركز بشكل كبير على الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر مقارنة بالإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر، وترى هذه الدراسة أن هذه النتيجة تعنى أن الإدارة قد ترغب في الإشارة إلى أنها قادرة وفعالة في إدارة مخاطر الشركة. ولقد أكدت أيضا دراسة (Oliveira et al., 2011) على أن الشركات البرتغالية تركز على الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر بشكل كبير مقارنة بالإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر. واهتمت دراسة (Abdullah et al., 2015) بتحليل الإفصاح الاختياري عن معلومات إدارة المخاطر لعينة من 395 شركة مدرجة في السوق الرئيسي لبورصة ماليزيا في عام 2011، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن غالبية الشركات الماليزية عينة الدراسة تركز على الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر.

وتناولت دراسة (Silva et al., 2015) تحليل الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات غير المالية المدرجة في بورصة برشلونة، وتوصلت هذه الدراسة أيضا إلى زيادة درجة الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر مقارنة بالإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر في التقارير السنوية للشركات البرتغالية خلال فترة الدراسة، وهذه النتائج تتماشى مع ما توصلت إليه نتائج دراسة كل من (Linsley and Shrivess,

(2006; Konishi and Ali, 2007; Oliveira et al., 2011) على أن الشركات تركز على الإفصاح عن المعلومات السارة بشكل كبير مقارنة بالإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر. وتناولت دراسة (Manes-Rossi et al., 2017) الإفصاح عن المخاطر في التقارير المتكاملة لعينة من 18 شركة إيطالية من الشركات المدرجة والتي تقوم بإعداد التقارير المتكاملة خلال العام 2015، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن نسبة الإفصاح عن المعلومات المحايدة المتعلقة بالمخاطر تمثل 71%، ونسبة الإفصاح عن معلومات المخاطر غير السارة تمثل 8%، وأن غالبية الإفصاح عن معلومات المخاطر تعتبر محايدة ليست معلومات سارة أو غير سارة وذلك لتجنب التكاليف القانونية أو فقدان السمعة، وعدم التأثير السلبي على التدفقات النقدية المستقبلية، وعدم الحاق الضرر بمصلحة الشركة في حالة إطلاع المنافسين على المعلومات غير السارة عن الشركة.

ولقد أكدت بعض الدراسات في الأدب المحاسبى (Mohabbot, 2005; Linsley and Shrivs, 2006; Konishi and Ali, 2007; Oliveira et al., 2011; Silva et al., 2015) على أن الشركات تركز على الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر وذلك لتجنب التأثير السلبي على القيمة السوقية للشركات. فلقد توصلت دراسة (Mohabbot, 2005) إلى أن الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر يزيد من ثقة المستثمرين في إدارة الشركة مما يكون له تأثير إيجابي على أسعار الأسهم والقيمة السوقية للشركة. وفي نفس السياق، أكدت دراسة (Manes-Rossi et al., 2017) أن الشركات الإيطالية تسعى إلى عدم الإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر وذلك لتجنب التأثير السلبي على التدفقات النقدية المستقبلية، وعلى توقعات المستثمرين عن الأداء المستقبلي للشركة ومن ثم تجنب التأثير السلبي على القيمة السوقية للشركة. وتوصلت دراسة (Abdullah et al., 2015) إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية معنوية بين الإفصاح الاختياري عن معلومات المخاطر السارة وقيمة الشركة، وهذه النتيجة تدعم النظرية القائلة بأن الشركات ستحاول التأثير على رد فعل أصحاب المصلحة عن طريق الإفصاح عن المعلومات السارة، وأن المستثمرين يقدرون بشكل جاد مثل هذه المعلومات خاصة فيما يتعلق باتخاذ قرارات الاستثمار. ووجدت هذه الدراسة عدم وجود علاقة معنوية بين الإفصاح الاختياري عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر وقيمة الشركة، والتفسير المحتمل لهذه النتيجة هو أن الشركة قد تقوم

بالإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر وفى نفس الوقت تقوم بالإفصاح على أن هذه المخاطر يتم إدارتها بشكل صحيح، وبالتالي يمكن السيطرة عليها. فى حين توصلت دراسة (Adelopo, 2017) إلى أن الإفصاح عن المعلومات السارة أو غير السارة المتعلقة بالمخاطر غير المالية لا يؤثر بشكل معنوي على الأداء الحالي والمستقبلي للشركات. وبما أنه من المتوقع أن تساعد المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر المستثمرين بشكل أفضل فى عملية صنع قراراتهم فيما يتعلق بأداء الشركات فى المستقبل، فتتوقع هذه الدراسة وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة فى البورصة المصرية. ومن ناحية أخرى، بما أنه من المتوقع أن يؤدي الإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر إلى جعل المستثمرين يتجنبون الاستثمار فى الشركات، فقد تتوقع هذه الدراسة وجود علاقة سلبية بين الإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة فى البورصة المصرية، وذلك من خلال الفرضين التاليين:

الفرض الرابع: توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة فى البورصة المصرية.

الفرض الخامس: توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة فى البورصة المصرية.

القسم الثالث: الدراسة التطبيقية

يهدف هذا القسم من الدراسة إلى عرض ومناقشة الجوانب التطبيقية لهذه الدراسة من أجل تقييم العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة فى البورصة المصرية، ولتحقيق ما يهدف إليه هذه القسم من الدراسة فقد اشتمل على ما يلي:

١-٣ مجتمع وعينة الدراسة.

٢-٣ الأساليب الإحصائية المستخدمة فى الدراسة.

٣-٣ نماذج الدراسة المقترحة.

٤-٣ قياس متغيرات الدراسة وطرق جمع البيانات.

٥-٣ تحليل النتائج الوصفية للدراسة.

٦-٣ التحليل الإحصائي واختبار فروض الدراسة.

٣-٧ نتائج وتوصيات الدراسة ومجالات البحث المستقبلية.

٣-١ مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة المدرجة في البورصة المصرية والتي يتم تداول أسهمها في السوق المصري خلال العام 2017، ولقد بلغ عدد الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال هذا العام 222 شركة. وتعتمد الدراسة على اختيار عينة من الشركات المدرجة والمتداولة في البورصة المصرية وذلك للعام 2017، ولقد تم استبعاد قطاع البنوك والخدمات المالية (47 شركة) عند حساب حجم العينة وذلك لعدم توافر خصائص قابلة للمقارنة مع الشركات غير المالية بالإضافة إلى أن قطاع البنوك يخضع لتنظيم منفصل عن الشركات غير المالية، وبالتالي أصبح مجتمع الدراسة بعد استبعاد قطاع البنوك والخدمات المالية يتكون من 175 شركة مدرجة ومتداولة في البورصة المصرية. وبلغ حجم العينة النهائي 94 شركة بما يعادل 54% من مجتمع الدراسة بعد استبعاد قطاع البنوك والخدمات المالية خلال فترة الدراسة. ولقد تم تحديد عينة الدراسة من الشركات المدرجة بالبورصة المصرية في ضوء المحددات التالية: (1) استمرار إدراج الشركة في السوق خلال فترة الدراسة، (2) استبعاد قطاع البنوك والخدمات المالية من مجتمع الدراسة، (3) توافر البيانات المطلوبة لقياس متغيرات الدراسة، (4) تنتهي السنة المالية لجميع الشركات محل الدراسة في 12/31 من كل عام. ويوضح الجدول رقم (1) توزيع عينة الدراسة حسب القطاع الذي تنتمي إليه الشركات ونسبة كل قطاع من عينة الدراسة.

جدول رقم (١) توزيع عينة الدراسة حسب القطاع

القطاع	العدد	%
الموارد الأساسية	5	5
الكيمويات والغاز والبتروول	7	7
التشييد ومواد البناء	12	13
الأغذية والمشروبات	15	16
الرعاية الصحية والأدوية	9	10
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	9	10
المنتجات المنزلية والشخصية	4	4
الإسكان والعقارات	15	16
التكنولوجيا والاتصالات	7	7
السياحة والترفيه	11	12
الإجمالي	94	100

ولقد حدد الباحث فترة الدراسة بالسنة المالية 2017، وذلك لأنه خلال العام 2015 تم إصدار نسخة معدلة من معايير المحاسبة المصرية بقرار وزير الاستثمار رقم 110 لسنة 2015 ويبدأ العمل بالنسخة المعدلة اعتباراً من الأول من يناير 2016. وقد اهتمت الدراسة أن تكون العينة موزعة على شركات القطاعات المختلفة والتي يتكون منها السوق المصري مما يزيد من إمكانية قابلية تعميم نتائج الدراسة. وتعتمد هذه الدراسة على البيانات الثانوية الواردة بالتقارير السنوية للشركات عينة الدراسة كمصدر أساسي لاختبار فروض الدراسة. وحصل الباحث على البيانات اللازمة للدراسة من المواقع التي تهتم بنشر التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية.

٣-٢ الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة

لأغراض التحليل الإحصائي تم استخدام برنامج SPSS للقيام بعمليات التحليل الإحصائي وذلك لاختبار فروض الدراسة إحصائياً عند مستوى معنوية 5% من خلال الاعتماد على الأساليب الإحصائية التالية:

أولاً: الأساليب الإحصائية الوصفية وتشمل: المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية والنسبة المئوية.

ثانياً: الأساليب الإحصائية التحليلية وتشمل:

- تستخدم الدراسة أسلوب تحليل التباين في اتجاه واحد ANOVA للتوصل إلى الفروق المعنوية بين الشركات عينة الدراسة فيما يتعلق بالإفصاح عن المخاطر وفقاً لاختلاف نوع القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة المقيدة بالبورصة المصرية.
- تعتمد الدراسة على (F-Test) من خلال تحليل التباين ANOVA للحكم على مدى ملائمة نماذج الدراسة المقترح لتقييم العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة.
- تستخدم الدراسة معامل التحديد المعدل Adjusted R Square للحكم على القدرة التفسيرية لنماذج الدراسة المقترحة.
- تعتمد الدراسة على معامل تضخم التباين VIF لكل متغير من المتغيرات المستقلة والرقابية للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الخطى المتعدد Multicollinearity بين المتغيرات المستقلة والرقابية.

- تعتمد الدراسة على اختبار Durbin Watson Test للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي (الأخطاء العشوائية) Autocorrelation.
- تعتمد الدراسة على نموذج الانحدار الخطى المتعدد لدراسة وتحليل تأثير الإفصاح عن المخاطر على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية.

٣-٣ نماذج الدراسة المقترحة

يتمثل الهدف الرئيسي لهذا البحث في دراسة وتحليل تأثير الإفصاح عن المخاطر على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، وذلك من خلال ثلاثة نماذج مقترحة، وتتمثل نماذج الانحدار الخطى المتعدد التي تستخدم لدراسة وتحليل تأثير الإفصاح عن المخاطر على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية في النماذج التالية:

النموذج رقم (١): نموذج تقييم العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات.

$$FV = \alpha + \beta_1 RD + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 PROFIT + \beta_5 GROWTH + \varepsilon$$

النموذج رقم (٢): نموذج تقييم العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر (المالية/غير المالية) والقيمة السوقية للشركات.

$$FV = \alpha + \beta_1 FINRD + \beta_2 NFINRD + \beta_3 SIZE + \beta_4 LEV + \beta_5 PROFIT + \beta_6 GROWTH + \varepsilon$$

النموذج رقم (٣): نموذج تقييم العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر (السارة/غير السارة) والقيمة السوقية للشركات.

$$FV = \alpha + \beta_1 GRD + \beta_2 BRD + \beta_3 SIZE + \beta_4 LEV + \beta_5 PROFIT + \beta_6 GROWTH + \varepsilon$$

حيث:

FV = القيمة السوقية للشركة.

α = الجزء المقطوع (ثابت المعادلة).

β_1 إلى β_6 = معامل الانحدار لكل متغير من المتغيرات المستقلة والرقابية المستخدمة في بناء النموذج.

RD = الإفصاح عن المخاطر.

FINRD = الإفصاح عن المخاطر المالية.

NFINRD = الإفصاح عن المخاطر غير المالية.

GRD = الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر.

BRD = الإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر.

SIZE = حجم الشركة.

LEV = نسبة المديونية.

PROFIT = معدل الربحية.

GROWTH = معدل النمو.

ϵ = تمثل الخطأ.

٣-٤ قياس متغيرات الدراسة وطرق جمع البيانات

تتمثل المتغيرات المستقلة للدراسة في الإفصاحات عن معلومات المخاطر، كما تمثل القيمة السوقية للشركات المتغير التابع، وتتمثل المتغيرات الرقابية للدراسة في حجم الشركة، ونسبة المديونية، وربحية الشركة، ونمو الشركة. وفيما يلي توضيح لكيفية قياس كل من المتغيرات المستقلة والمتغير التابع والمتغيرات الرقابية.

٣-٤-١ المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة)

تعتبر القيمة السوقية للشركة من المتغيرات التي تهتم المستثمرين الحاليين والمرقبين، ويعتبر تعظيم القيمة السوقية للشركة من ضمن الأهداف الاستراتيجية التي تسعى إدارة الشركة إلى تحقيقها وذلك للتعبير عن مدى كفاءتها في إدارة أصول الشركة. وهناك العديد من المقاييس التي تستخدم لقياس القيمة السوقية للشركة مثل نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للملكية، الرسملة السوقية Market Capitalization، ومقياس Tobin's Q.

وتستخدم الدراسة الحالية مقياس Tobin's Q لتحديد القيمة السوقية للشركة، ولقد استخدمت أيضا دراسات سابقة مثل دراسة (Jankensgård et al., 2014; Abdel-Azim and Abdelmoniem, 2015; Elbannan and Elbannan, 2015) مقياس Tobin's Q لقياس القيمة السوقية للشركات. والقيمة السوقية للشركة وفقا لمقياس Tobin's Q تساوي القيمة السوقية للأسهم العادية بالإضافة إلى القيمة الدفترية للالتزامات منسوبا إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول (Baek et al., 2004; Orens et al., 2009; Pathan and Faff, 2013). ويرجع اختيار مقياس Tobin's Q لتحديد القيمة السوقية للشركة لأن هذا المقياس يعتبر مقياس طويل الأجل يتناسب مع تقييم العلاقة بين محتوى الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات.

٣-٤-٢ المتغيرات المستقلة (الإفصاحات عن معلومات المخاطر)

تتمثل المتغيرات المستقلة للدراسة في (الإفصاحات عن معلومات المخاطر)، وسوف تعتمد هذه الدراسة على طريقة تحليل المحتوى (Content Analysis) وذلك لتحليل محتوى الإفصاحات عن معلومات المخاطر في التقارير السنوية لعينة الشركات محل الدراسة. وتعتمد الدراسة على مؤشر إفصاح Disclosure Index مقترح لقياس الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية. ولقد تم إعداد المؤشر المقترح في ضوء معايير المحاسبة المصرية المتعلقة بالإفصاح عن المخاطر وهي: المعيار رقم (7) المعدل 2015، والمعيار رقم (13) المعدل 2015، والمعيار رقم (15) المعدل 2015، والمعيار رقم (26) المعدل 2015، والمعيار رقم (40) 2015، ومتطلبات اللوائح والقوانين المصرية للإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات، وكذلك الدراسات السابقة في الأدب المحاسبي التي تناولت الإفصاح عن المخاطر (Linsley & Shrivess, 2006; Hadi et al., 2016; Alzead and Hussainey, 2017). ويحتوي مؤشر الإفصاح المقترح على 11 مجموعة رئيسية تحتوي على 60 بنود الإفصاح عن المخاطر موزعة على المجموعات. والجدول رقم (2) يوضح مجموعات وبنود المؤشر المقترح للإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية:

جدول رقم (٢) مكونات مؤشر الإفصاح عن المخاطر

المجموعات	بنود مؤشر الإفصاح
	الإفصاح عن المخاطر المالية
إدارة المخاطر	(١) الإفصاح عن إدارة المخاطر
	(٢) التنبؤ بالمخاطر التي قد تواجهها الشركة
الأدوات المالية	(٣) الإفصاح عن الأدوات المالية
مخاطر السيولة	(٤) الإفصاح عن مخاطر السيولة
مخاطر الائتمان	(٥) الإفصاح عن مخاطر الائتمان
مخاطر السوق	(٦) مخاطر الاستثمار
	(٧) مخاطر الأسواق المالية
	(٨) مخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية (مخاطر العملات)
	(٩) مخاطر سعر الفائدة
	(١٠) مخاطر التدفقات النقدية
	(١١) مخاطر أسعار الأسهم وحقوق الملكية
	(١٢) مخاطر الأسعار أو مخاطر أسعار السلع
	(١٣) مخاطر القيمة العادلة

الإفصاح عن المخاطر غير المالية	مخاطر التشغيل
(١٤) مخاطر توقف الأعمال الغير المتوقع	
(١٥) مخاطر التسويق	
(١٦) المخاطر الصناعية (المنافسة).	
(١٧) مخاطر علاقات ورضا العملاء	
(١٨) مخاطر موسمية الطلب	
(١٩) مخاطر فقدان العملاء الرئيسيين	
(٢٠) مخاطر الكفاءة والأداء	
(٢١) مخاطر نقص الموارد الطبيعية (مثل المياه)	
(٢٢) مخاطر المصادر (عدم كفاية الموارد والمواد الخام)	
(٢٣) مخاطر تقادم المخزون	
(٢٤) مخاطر الإمدادات الرئيسية وعدم تأمين الموردين	
(٢٥) مخاطر تطوير المنتج	
(٢٦) مخاطر فشل المنتج والخدمة	
(٢٧) مخاطر الاندماج والاستحواذ والتحالفات الجديدة والمشاريع المشتركة	
(٢٨) مخاطر عدم الالتزام بالعقود	
(٢٩) مخاطر الكوارث الطبيعية	المخاطر البيئية والاجتماعية
(٣٠) مخاطر استخدام المنتجات الحساسة بيئياً	
(٣١) مخاطر الظروف الجوية القاسية	
(٣٢) مخاطر الحوادث البيئية	
(٣٣) مخاطر البيئة الاجتماعية	
(٣٤) مخاطر القوانين والأنظمة الجديدة المتعلقة بالبيئة والنواحي الاجتماعية	
(٣٥) مخاطر الامتثال للقوانين والأنظمة المحلية	مخاطر الامتثال للقوانين والأنظمة
(٣٦) مخاطر الامتثال لمتطلبات الإفصاح عن حوكمة الشركات	
(٣٧) مخاطر التقاضي	
(٣٨) مخاطر تغيير المتطلبات القانونية الحالية	
(٣٩) مخاطر أخرى تتعلق بالامتثال للقوانين والأنظمة	
(٤٠) مخاطر الموارد البشرية	مخاطر التمكين والعمل
(٤١) مخاطر الاستعانة بمصادر خارجية	
(٤٢) مخاطر فقدان الموظفين الرئيسيين، أو المديرين، أو القادة	
(٤٣) مخاطر الموظفين وبيئة العمل	
(٤٤) مخاطر القيادة والادارة	
(٤٥) مخاطر نقص الكفاءات والمهارات	
(٤٦) مخاطر عدم كفاءة وعدم فعالية عملية الإدارة	
(٤٧) المخاطر التقنية ومخاطر فشل النظام	مخاطر المعلومات والتكنولوجيا
(٤٨) مخاطر التطور السريع في التكنولوجيا	

مخاطر الأمان والحماية	(٤٩)
مخاطر جاهزية نظام المعلومات	(٥٠)
مخاطر سلامة وتكامل الإجراءات خلال مرحلة تشغيل النظام	(٥١)
مخاطر سرية وخصوصية البيانات المخزنة في النظام	(٥٢)
المخاطر المرتبطة بنقص أو عدم توافر المعلومات	(٥٣)
المخاطر المرتبطة بعدم دقة المعلومات المستقبلية	(٥٤)
مخاطر البنية التحتية المعلوماتية والتكنولوجية	(٥٥)
مخاطر الحقوق الفكرية	(٥٦)
المخاطر الاستراتيجية	(٥٧)
المخاطر الاقتصادية (الداخلية أو الخارجية)	(٥٨)
المخاطر الحكومية	(٥٩)
المخاطر السياسية	(٦٠)
مخاطر أخرى	

واعتمدت الدراسة على أسلوب صدق المحكمين وذلك لاختبار مدى صدق المؤشر المقترح للإفصاح عن المخاطر، حيث تم عرض المؤشر المقترح على بعض المتخصصين للتأكد من قدرة المؤشر المقترح على قياس ما يدعى قياسه، بالإضافة إلى أن صدق المؤشر المقترح اعتمد على صدق المحتوى، حيث أظهر المؤشر المقترح قدرة محتوى المؤشر على قياس الأبعاد والمفاهيم المتعلقة بالإفصاح عن المخاطر. ولقد تم اختبار إمكانية تطبيق المؤشر المقترح من خلال تطبيقه على عينة عشوائية من (15) شركة مدرجة وتم إعطاء الوزن (1) للبند الذي يتم الإفصاح عنه و(صفر) للبند الذي لا يتم الإفصاح عنه، وفي ضوء ذلك تم احتساب الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية من خلال المعادلة التالية:

الإفصاح عن المخاطر = عدد البنود التي يتم الإفصاح عنها بواسطة الشركة / الحد الأقصى للبنود المتوقع الإفصاح عنها (طبقاً لمؤشر الإفصاح عن المخاطر)

ولقد اعتمدت الدراسة الحالية في تحليل الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية على مجموعة من القواعد والمفاهيم التالية:

- اعتمدت الدراسة الحالية في عملية إحصاء الجمل التي تحتوي على معلومات المخاطر على تعريف دراسة (Linsley and Shrivs, 2006) للإفصاح عن معلومات المخاطر وفقاً للتعريف الواسع للمخاطر.

- تصنف الجملة التي تحتوي على معلومات المخاطر على النحو التالي:

- الإفصاح عن المخاطر المالية يتمثل في الإفصاح عن المخاطر التي ترتبط بالمركز المالي للشركة، وتتمثل المخاطر المالية في المجموعات والبنود المحددة وفقا للمؤشر المقترح.
- الإفصاح عن المخاطر غير المالية يتمثل في الإفصاح عن المخاطر التي لا ترتبط مباشرة بالأصول والالتزامات النقدية للشركة، وتتمثل المخاطر غير المالية في المجموعات والبنود المحددة وفقا للمؤشر المقترح.

• تصنف الجملة التي تحتوي على معلومات المخاطر على النحو التالي:

- الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر يتمثل في الإفصاح عن المخاطر أو الأحداث أو الفرص أو التوقعات التي قد أثرت تأثير إيجابيا بالفعل على الشركة أو قد تؤثر إيجابيا على الشركة في المستقبل.
- الإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر يتمثل في الإفصاح عن المخاطر أو الأحداث أو الأضرار أو التهديدات التي قد أثرت تأثير سلبيا بالفعل على الشركة أو قد تؤثر سلبيا على الشركة في المستقبل.
- إذا كانت الجملة تحتوي على أكثر من تصنيف واحد محتمل، يتم تصنيف المعلومات في الفئة الأكثر تأكيدا في الجملة.
- أي إفصاح عن معلومات المخاطر يتكرر سوف يتم تسجيله على أنه جملة إفصاح عن المخاطر في كل مرة يتم مناقشته.
- إذا كان الإفصاح غامضا جدا في الإشارة إلى المخاطر، فلن يتم تسجيله كإفصاح عن المخاطر.

٣-٤-٣ المتغيرات الرقابية

تشتمل الدراسة على مجموعة من المتغيرات الرقابية والتي يمكن أن تؤثر في القيمة السوقية للشركة وهي كالاتي (Uyar and Hassan et al., 2009; Orens et al., 2009; ; Kilic, 2012; Al-Akra and Ali, 2012):

- **حجم الشركة:** ويتم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لحجم أصول الشركة.
- **ربحية الشركة:** ويتم قياسها من خلال العائد على الأصول.
- **نسبة المديونية:** وتقاس من خلال نسبة إجمالي الالتزامات المتداولة وطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول.

- نمو الشركة: ويقاس من خلال نسبة التغير في المبيعات عن السنة السابقة.

٣-٥ تحليل النتائج الوصفية للدراسة

٣-٥-١ التحليل الوصفي لمؤشر الإفصاح عن المخاطر

يوضح الجدول رقم (3) نتائج التحليل الوصفي لمؤشر الإفصاح عن المخاطر لعينة مكونة من ٩٤ شركة مدرجة في البورصة المصرية، ويلاحظ أن متوسط نسبة الإفصاح الإجمالي عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية 45%، وأن مستوى الإفصاح عن المخاطر المالية في الشركات المدرجة في البورصة المصرية يقدر بحوالي 64% من إجمالي الإفصاح، في حين أن مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية يقدر بحوالي 36% من إجمالي الإفصاح. وهذا يعنى أن الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية لا يزال منخفضاً، ولا سيما الإفصاح عن المخاطر غير المالية، حيث أن الإفصاح عن المخاطر غير المالية يندرج ضمن الإفصاح الاختياري في الأجزاء السردية للتقارير السنوية للشركات. وهذه النتيجة قد تؤدي إلى افتراض أن الشركات المدرجة في البورصة المصرية تقوم بالإفصاح عن معلومات المخاطر المالية للإشارة إلى قدراتها في تقدير وإدارة المخاطر المالية، ويدعم هذه النتيجة دراسة (Amran et al., 2009; Ismail and Rahman 2011; Abraham and Shrivs 2014; Abdallah et al., 2015; Alzead and Hussainey, 2017). ومع ذلك، قد يفضل بعض المديرين عدم الإفصاح عن المزيد من معلومات المخاطر غير المالية لأنهم يعتقدون أن هذه المعلومات لن تكون مفيدة للمستثمرين.

جدول رقم (٣) نتائج التحليل الوصفي لمؤشر الإفصاح عن المخاطر

الانحراف المعياري	الحد الأقصى	الحد الأدنى	المتوسط	عدد الشركات	بيان
0.11	0.63	0.18	0.45	94	الإفصاح الإجمالي عن المخاطر
0.65	0.84	0.32	0.64	94	الإفصاح عن المخاطر المالية
0.06	0.68	0.16	0.36	94	الإفصاح عن المخاطر غير المالية

٣-٥-٢ التحليل الوصفي لمؤشر الإفصاح عن المخاطر على مستوى المجموعات

يوضح الجدول رقم (٤) نتائج التحليل الوصفي لمؤشر الإفصاح على مستوى مجموعات مؤشر الإفصاح عن المخاطر. ولقد تم حساب مستوى الإفصاح عن المخاطر على مستوى المجموعات عن طريق قسمة بنود المجموعة المفصوح عنها على إجمالي عدد البنود وذلك للشركات عينة الدراسة.

جدول رقم (٤) نتائج التحليل الوصفي لمؤشر الإفصاح على مستوى المجموعات

مجموعات المؤشر	نسبة مستوى الإفصاح
الإفصاح عن المخاطر المالية	64%
إدارة المخاطر	12%
الأدوات المالية	8%
مخاطر السيولة	12%
مخاطر الائتمان	13%
مخاطر السوق	19%
الإفصاح عن المخاطر غير المالية	36%
مخاطر التشغيل	18%
المخاطر البيئية والاجتماعية	3%
مخاطر الامتثال للقوانين والأنظمة	4%
مخاطر التمكين والعمل	4%
مخاطر المعلومات والتكنولوجيا	1%
مخاطر أخرى	6%
الإجمالي	100%

يتضح من خلال نتائج التحليل الوصفي لمستوى الإفصاح على مستوى مجموعات مؤشر الإفصاح عن المخاطر في الجدول رقم (4) أن أعلى مستوى إفصاح يتعلق بالمجموعة الخاصة بالمعلومات عن مخاطر السوق حيث بلغت نسبة الإفصاح عن مخاطر السوق 19% يليها الإفصاح عن المخاطر التشغيلية بنسبة 18% من إجمالي الإفصاح عن المخاطر وفقا للمؤشر المقترح. ومن ناحية أخرى، يوضح الجدول رقم (4) أن أقل مستوى إفصاح على مستوى مجموعات المؤشر يتعلق بالمجموعة الخاصة بالإفصاح عن المخاطر البيئية والاجتماعية بنسبة 3% يليها الإفصاح عن مخاطر المعلومات والتكنولوجيا بنسبة 1% من إجمالي الإفصاح عن المخاطر وفقا للمؤشر المقترح.

٣-٥-٣ التحليل الوصفي لمستوى الإفصاح عن المخاطر وفقا لنوع القطاع

يوضح الجدول رقم (5) نتائج التحليل الوصفي لمستوى الإفصاح عن المخاطر وفقا للقطاعات التي يتكون منها السوق المصري. وسعت الدراسة إلى أن تكون كل القطاعات ممثلة في عينة الدراسة حتى يمكن تعميم النتائج التي يمكن التوصل إليها.

جدول رقم (٥) نتائج التحليل الوصفي لمستوى الإفصاح عن المخاطر وفقا لنوع القطاع

النسبة المئوية	متوسط الإفصاح عن المخاطر	القطاع
43%	26	الموارد الأساسية
45%	27	الكيمائيات والغاز والبتروك
47%	28	التشييد ومواد البناء
48%	29	الأغذية والمشروبات
51%	31	الرعاية الصحية والأدوية
42%	25	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
34%	20	المنتجات المنزلية والشخصية
48%	29	الإسكان والعقارات
54%	33	التكنولوجيا والاتصالات
45%	27	السياحة والترفيه

من خلال الجدول رقم (5) يتضح أن مستوى الإفصاح عن المخاطر وفقا لنوع القطاع تتراوح نسبته ما بين 34% إلى 54%، وأن أعلى القطاعات إفصاحا عن المخاطر هو قطاع التكنولوجيا والاتصالات وذلك بنسبة 54%، وأقل القطاعات إفصاحا عن المخاطر هو قطاع المنتجات المنزلية والشخصية بنسبة 34%، وهذا قد يرجع إلى أن صناعة التكنولوجيا والاتصالات تواجه بسرعة التغييرات في منتجاتها وخدماتها الجديدة، والتي يمكن أن تعرض الشركات العاملة في هذه الصناعة إلى مواجهة مخاطر غير متوقعة سواء أكانت مخاطر مالية أو غير مالية. وبالتالي، هذا سيزيد الضغط على المديرين للإفصاح عن المزيد من معلومات المخاطر سنويا. وتؤكد نتائج التحليل الوصفي لمستوى الإفصاح عن المخاطر وفقا لنوع القطاع على أن الإفصاح عن المخاطر ما زال دون الحد المطلوب، وهذا يستلزم أن تقوم الجهات المعنية بالمزيد من الجهود لتطوير الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة.

٣-٥-٤؛ الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم (6) نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة، فبالنسبة للمتغير التابع للدراسة (القيمة السوقية للشركة)، وجدت الدراسة أن متوسط قيمة الشركات وذلك وفقاً لمقياس Tobin's Q يساوى 1.305 وتتراوح القيمة السوقية للشركات في البورصة المصرية ما بين 0.102 كحد أدنى و 5.545 كحد أقصى، ويتضح وجود تباين كبير بين الشركات حيث بلغت قيمة الانحراف المعياري 0,841.

جدول رقم (٦) نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	المتوسط	الحد الأدنى	الحد الأقصى	الانحراف المعياري
القيمة السوقية للشركة	1.305	0.102	5.545	0.841
الإفصاح عن المخاطر	0.447	0.183	0.633	0.107
الإفصاح عن المخاطر المالية	0.640	0.319	0.841	0.065
الإفصاح عن المخاطر غير المالية	0.360	0.159	0.681	0.063
الإفصاح عن المخاطر (السارة)	0.760	0.547	0.85	0.042
الإفصاح عن المخاطر (غير السارة)	0.239	0.15	0.453	0.042
حجم الشركة	9.054	7.205	10.976	0.848
نسبة المديونية	0.458	0.003	0.983	0.23
الربحية	0.057	-0.157	0.298	0.079
معدل النمو	0.555	-0.791	3.515	0.588

وفيما يتعلق بالمتغيرات المستقلة للدراسة، يوضح الجدول رقم (6) أن متوسط نسبة الإفصاح الإجمالي عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية 45%، وأن مستوى الإفصاح عن المخاطر المالية في الشركات المدرجة في البورصة المصرية يقدر بحوالي 64% من إجمالي الإفصاح، في حين أن مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية يقدر بحوالي 36% من إجمالي الإفصاح. ومن حيث محتوى رسالة معلومات المخاطر المفصحة عنها بالتقارير السنوية، وجدت الدراسة أن معظم معلومات المخاطر المفصحة عنها بالتقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية تعتبر معلومات سارة عن المخاطر، حيث بلغ مستوى الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر حوالي 76% من إجمالي الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، ومستوى الإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة

بالمخاطر حوالي 24% من إجمالي الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية. وتؤكد نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة أن الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية ما زال دون الحد المطلوب ويغلب على معلومات المخاطر المفصح عنها بالتقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية بأنها معلومات مالية كما أن هذه المعلومات معظمها تعتبر معلومات سارة عن المخاطر.

وبالنسبة للمتغيرات الرقابية، أظهرت نتائج التحليل الوصفي أن متوسط حجم الشركة قد بلغ 9.054 والذي تم قياسه عن طريق اللوغاريتم الطبيعي لحجم أصول الشركات عينة الدراسة للعام 2017، ولقد بلغ الانحراف المعياري 0.848. وهذا يعنى أن هناك اختلاف كبير بين الشركات فيما يتعلق بحجم الشركة. وبلغ بالمتوسط نسبة المديونية 46% تقريبا ولقد تم قياس نسبة المديونية من خلال نسبة إجمالي الالتزامات المتداولة وطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، وبلغ الانحراف المعياري 0.230 مما قد يدل على عدم وجود تشتت عالي نسبيا بين الشركات فيما يتعلق بنسبة المديونية. وبلغت الربحية مقاسة من خلال معدل العائد على الأصول 6% ويوضح الانحراف المعياري عدم وجود تشتت عالي حيث يبلغ الانحراف المعياري 0.079، بينما بلغ متوسط نمو الشركات 0.555. كما يوضح الانحراف المعياري عدم وجود تباين كبير حيث يبلغ الانحراف المعياري 0.588.

٣-٥-٥ اختبار وجود فروق معنوية في مستوى الإفصاح عن المخاطر

وفقا لنوع القطاع

للإجابة على السؤال التالي: هل يختلف مستوى الإفصاح عن المخاطر طبقا للقطاع الذي تنتمي إليه الشركات المدرجة في البورصة المصرية؟ استخدمت الدراسة أسلوب تحليل التباين في اتجاه واحد ANOVA للتوصل إلى الفروق المعنوية بين الشركات عينة الدراسة فيما يتعلق بالإفصاح عن المخاطر وفقا لاختلاف نوع القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة المقيدة بالبورصة المصرية. فلقد تم القيام بتحليل ANOVA في اتجاه واحد على (10) مجموعات هي القطاعات محل الدراسة. ويظهر الجدول رقم (7) نتائج اختبار ANOVA في اتجاه واحد بين المجموعات.

جدول رقم (٧) تحليل التباين في اتجاه واحد بين المجموعات ANOVA

BRD		GRD		NFNRD		FINRD		المتغير
SD	Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD	Mean	القطاع
0.023	0.257	0.023	0.743	0.082	0.377	0.082	0.623	الموارد الأساسية
0.025	0.254	0.019	0.740	0.065	0.419	0.065	0.581	الكيمواويات والغاز والبتترول
0.047	0.277	0.047	0.723	0.056	0.380	0.069	0.632	التشييد ومواد البناء
0.042	0.239	0.042	0.761	0.060	0.362	0.062	0.640	الأغذية والمشروبات
0.026	0.236	0.026	0.764	0.047	0.343	0.047	0.655	الرعاية الصحية والأدوية
0.025	0.226	0.025	0.774	0.054	0.349	0.055	0.644	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
0.019	0.216	0.019	0.784	0.048	0.350	0.048	0.650	المنتجات المنزلية والشخصية
0.036	0.235	0.036	0.765	0.030	0.338	0.030	0.662	الإسكان والعقارات
0.024	0.222	0.024	0.778	0.027	0.335	0.027	0.665	التكنولوجيا والاتصالات
0.026	0.215	0.026	0.785	0.028	0.355	0.027	0.643	السياحة والترفيه
3.217		3.427		2.063		2.636		F
0.002		0.001		0.042		0.008		Sig.

وتوضح نتائج تحليل التباين في اتجاه واحد بين المجموعات ANOVA أن هناك اختلاف في مستوى الإفصاح عن معلومات المخاطر حسب القطاع، حيث أن قيمة (P.Value) أقل من مستوى المعنوية (5%). وهذا يشير إلى احتمال ان يكون للإفصاح عن المخاطر دورا هاما في التأثير على القيمة السوقية للشركات في كل قطاع من القطاعات محل الدراسة، وهذه النتيجة تتفق مع تزايد أهمية الإفصاح عن المخاطر بالنسبة للقيمة السوقية للشركات، وأنه قد يوجد تأثير لنوع معين من معلومات المخاطر على القيمة السوقية للشركات دون غيرها من أنواع معلومات المخاطر المفصح عنها في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية. وتشير النتائج السابقة إلى أن القطاعات محل الدراسة تركز على الإفصاح عن

المخاطر المالية وخاصة الإلزامية، ويغلب على معلومات المخاطر المفصّل عنها بالتقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية بأنها معلومات سارة عن المخاطر.

٣-٦ التحليل الإحصائي واختبار فروض الدراسة

٣-٦-١ نتائج اختبار الفرض الأول

• اختبارات التأكد من صحة وملائمة النموذج رقم (١)

يسعى النموذج الأول للدراسة إلى اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات. ويأخذ النموذج الأول للدراسة الصورة التالية:

$$FV = \alpha + \beta_1 RD + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 PROFIT + \beta_5 GROWTH + \varepsilon$$

وتستخدم الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد لتقدير مدى قدرة المتغيرات المستقلة والرقابية على تفسير التغير في المتغير التابع، ويوضح الجدول رقم (8) نتائج اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات عينة الدراسة. ويعتمد النموذج رقم (1) على معادلة الانحدار الخطي المتعدد في تحليل وتفسير العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة مما يتطلب التأكد من حسن الملائمة لنموذج الانحدار المتعدد، ومعرفة القدرة التفسيرية لنموذج الدراسة، والتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد، والتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بالنموذج المقترح، وفيما يلي اختبار صحة البيانات للتحليل الإحصائي:

جدول رقم (٨) نتائج اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر
والقيمة السوقية للشركات

FV= α + β 1RD+ β 2SIZE+ β 3LEV+ β 4PROFIT+ β 5GROWTH+ ϵ						
Model	β	SE	t	Sig.	Collinearity Statistics	
Constant	-1.41	0.608	-2.319	0.023	Tolerance	VIF
RD	4.418	0.069	9.828	0.000	0.712	1.405
SIZE	0.054	0.292	0.788	0.433	0.770	1.300
LEV	-0.099	0.785	-0.337	0.737	0.604	1.655
PROFIT	1.905	0.031	2.428	0.017	0.708	1.413
GROWTH	0.004	0.45	0.142	0.887	0.906	1.104
Adj. R 2	0.641					
DW	1.775					
F	34.222 *					
* Significant at 0.05 level						

يتضح من الجدول رقم (8) أن قيمة (F) وفقا لتحليل التباين معنوية إحصائيا (Sig=0) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، وهذا يوضح أن النموذج رقم (1) ملائم لدراسة العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية. ويتضح أيضا من الجدول رقم (8) أن معامل التحديد المعدل يساوى 64.1%، وهذا يعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 64.1% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة). وبصفة عامة، يمكن القول أن القدرة التفسيرية للنموذج رقم (1) تبلغ 64.1% وهي تعتبر جيدة في مثل هذه الدراسة.

وتعتمد الدراسة أيضا على معامل تضخم التباين (VIF) والتباين المسموح Tolerance للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الخطى المتعدد. ويتضح من الجدول رقم (8) عدم وجود أي قيمة تشير إلى وجود مشكلة الارتباط الخطى المتعدد، حيث أن جميع قيم المعامل VIF للمتغيرات المستقلة والرقابية أقل من 5 وأن قيمة التباين التسامح Tolerance للمتغيرات المستقلة والرقابية أكبر من 0.05 وبالتالي يتضح عدم وجود مشكلة الارتباط الخطى المتعدد، وأن نتائج نموذج الدراسة سوف تكون ليست ناتجة عن وجود ارتباط خطى متعدد بين

المتغيرات المستقلة والرقابية لنموذج الدراسة. ويظهر الجدول رقم (8) نتائج اختبار Durbin Watson للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بالنموذج المقترح. ويلاحظ من خلال نتائج اختبار Durbin Watson أن قيمة (DW) المحسوبة تساوي (1.775) وهي تقع بين (1.5، 2.5) وهذا يشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بالنموذج المقترح.

• اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية (الفرض الأول)

بعد التأكد من صحة النموذج رقم (1) وهو نموذج تقييم العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات، تأتي مرحلة تحليل وتفسير معالم نموذج تقييم العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات. وبعد أن أظهرت نتائج التحليل الوصفي لمستوى الإفصاح عن المخاطر وفقا لقطاعات السوق تفاوت الإفصاح عن المخاطر بين الشركات والقطاعات، يأتي التساؤل التالي: هل توجد علاقة بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية؟ وما هي نوعية هذه العلاقة؟ وللتوصل إلى إجابة عن هذا السؤال تمت صياغة الفرض الأول على النحو التالي:

الفرض الأول: توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية.

وفي ضوء نتائج اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، يوضح الجدول رقم (8) وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار للمتغير المستقل (الإفصاح عن المخاطر) ($\beta=4.418$) وهي قيمة موجبة، وبلغت قيمة اختبار (t) ($t=9.828$) وذلك عند مستوى معنوية ($\text{Sig}=0$) أقل من 5%، وهذه النتائج الإحصائية تؤكد على أن الإفصاح عن معلومات المخاطر في التقارير السنوية له تأثير إيجابي معنوي في تفسير التغير الذي قد يحدث في القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، وفي ضوء هذه النتيجة يتم قبول الفرض الأول للدراسة.

وتتفق هذه النتيجة مع ما أكدت عليه بعض الدراسات في الأدب المحاسبي مثل دراسة (Abraham and Shrivs, 2014; Moumen et al., 2015; Khlif and Hussainey, 2016; Elshandidy et al., 2017) على أن الإفصاح عن معلومات المخاطر يساهم في الحد من مشاكل الوكالة وخاصة مشكلة عدم تماثل المعلومات، ويزيد من

مصادقية الإفصاح المحاسبي، ويعزز مستوى شفافية الإفصاح المحاسبي مما يكون له أثر إيجابي على أسعار الأسهم ومن ثم على القيمة السوقية للشركات. وهناك العديد من المبررات لهذه النتيجة أهمها هي أنه وفقا لنظرية الإشارة، أن السبب الأساسي للتأثير الإيجابي للإفصاح عن المخاطر على قيمة الشركة قد يرجع إلى الإشارات المناسبة التي ترسلها الشركة من خلال الإفصاح عن معلومات المخاطر إلى المستثمرين والتي قد تساعدهم في تقييم مخاطر الشركة واتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.

وبالنسبة للمتغيرات الرقابية، تشير نتائج اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية كما هو موضح بالجدول رقم (8) إلى وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين الربحية والقيمة السوقية للشركات، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار للمتغير (الربحية) ($\beta=1.905$) وهي قيمة موجبة، وبلغت قيمة اختبار (t) ($t=2.428$) وذلك عند مستوى معنوية ($\text{Sig}=0.017$) أقل من 5% وهذه النتيجة الإحصائية تؤكد على أن ربحية الشركة تؤثر إيجابيا على قيمة الشركة، فكلما زادت أرباح الشركة زادت قدرتها على توزيع أرباح على المساهمين مما يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة.

٣-٦-٢ نتائج اختبار الفرض الثاني والثالث

• اختبارات التأكد من صحة وملائمة النموذج رقم (٢)

يسعى النموذج الثاني للدراسة إلى اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر المالية وغير المالية والقيمة السوقية للشركات. ويأخذ النموذج الثاني للدراسة الصورة التالية:

$$FV = \alpha + \beta_1 \text{FINRD} + \beta_2 \text{NFINRD} + \beta_3 \text{SIZE} + \beta_4 \text{LEV} + \beta_5 \text{PROFIT} + \beta_6 \text{GROWTH} + \varepsilon$$

وتعتمد الدراسة على نموذج الانحدار الخطى المتعدد لتفسير وتحليل العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر (المالية/غير المالية) والقيمة السوقية للشركات، ويوضح الجدول رقم (9) نتائج نموذج الانحدار الخطى المتعدد لاختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر (المالية/غير المالية) والقيمة السوقية للشركات على مستوى عينة الدراسة.

جدول رقم (٩) نتائج اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر (المالية/غير المالية) والقيمة السوقية للشركات

FV=α+β1FINRD+β2NFINRD+β3SIZE+β4LEV+β5PROFIT+β6GROWT H+ε						
Model	β	SE	t	Sig.	Collinearity Statistics	
Constant	2.770	0.753	3.678	0.000	Tolerance	VIF
FINRD	3.197	0.831	3.846	0.000	0.789	1.268
NFINRD	1.208	0.378	3.196	0.002	0.845	1.184
SIZE	0.104	0.074	1.403	0.164	0.754	1.326
LEV	0.173	0.323	0.538	0.592	0.744	1.344
PROFIT	3.463	0.899	3.850	0.000	0.831	1.204
GROWTH	0.024	0.037	0.650	0.517	0.849	1.178
Adj. R 2	0.446					
DW	1.723					
F	13.497*					
* Significant at 0.05 level						

ويعتمد النموذج رقم (2) على معادلة الانحدار الخطى المتعدد في تحليل وتفسير العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر (المالية/غير المالية) والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية مما يتطلب التأكد من حسن الملائمة لنموذج الانحدار المتعدد، ومعرفة القدرة التفسيرية لنموذج الدراسة، والتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بالنموذج المقترح. وفيما يلي اختبار صحة البيانات للتحليل الإحصائي:

يتضح من الجدول رقم (9) أن قيمة (F) وفقا لتحليل التباين معنوية إحصائيا (Sig=0) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، وهذا يبين أن النموذج ملائم لدراسة العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر المالية وغير المالية والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية. ويتضح من الجدول رقم (9) أن معامل التحديد المعدل يساوى 44.6%، وهذا يعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 44.6% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة)، وهذا يعنى أن القدرة التفسيرية لهذا النموذج تبلغ 44.6% وهي تعتبر جيدة نسبيا في مثل هذه الدراسة.

وتعتمد الدراسة على معامل تضخم التباين (VIF) والتباين المسموح Tolerance للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الخطى المتعدد. ويتضح من الجدول رقم (9) عدم وجود أي قيمة تشير إلى وجود مشكلة الارتباط الخطى المتعدد، حيث أن جميع قيم المعامل VIF للمتغيرات المستقلة والرقابية أقل من 5 وأن قيمة التباين التسامح Tolerance للمتغيرات المستقلة والرقابية أكبر من 0.05 وبالتالي يتضح عدم وجود مشكلة الارتباط الخطى المتعدد. ويظهر الجدول رقم (9) نتائج اختبار Durbin Watson للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي. ويلاحظ من خلال نتائج اختبار Durbin Watson أن قيمة (DW) المحسوبة تساوى (1.723) وهي تقع بين (1.5، 2.5) وهذا يشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بالنموذج المقترح.

• اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر المالية وغير المالية والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية (الفرض الثاني والثالث)

بعد التأكد من صحة النموذج رقم (2) وهو نموذج تقييم العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر المالية وغير المالية والقيمة السوقية للشركات، تأتي مرحلة تحليل وتفسير معالم النموذج. وبعد أن أظهرت نتائج التحليل الوصفي لمؤشر الإفصاح عن المخاطر أن مستوى الإفصاح عن المخاطر المالية في الشركات المدرجة في البورصة المصرية يقدر بحوالي 64% من إجمالي الإفصاح، في حين أن مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية يقدر بحوالي 36% من إجمالي الإفصاح. يأتي التساؤل التالي: هل توجد علاقة بين الإفصاح عن كل من المخاطر المالية وغير المالية والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية؟ وما هي نوعية هذه العلاقة؟ وللتوصل إلى إجابة عن هذا السؤال تمت صياغة الفرض الثاني والثالث على النحو التالي:

الفرض الثاني: توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المخاطر المالية والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية.

الفرض الثالث: توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المخاطر غير المالية والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية.

في ضوء نتائج اختبار العلاقة بين الإفصاح عن كل من المخاطر المالية وغير المالية والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، يوضح الجدول رقم (9) وجود علاقة

إيجابية ومعنوية بين الإفصاح عن المخاطر المالية والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار للمتغير المستقل (الإفصاح عن المخاطر المالية) ($\beta=3.197$) وهي قيمة موجبة، وبلغت قيمة اختبار (t) ($t=3.846$) وذلك عند مستوى معنوية ($Sig=0$) أقل من 5%، وهذه النتائج الإحصائية تؤكد على أن الإفصاح عن معلومات المخاطر المالية في التقارير السنوية له تأثير إيجابي معنوي في تفسير التغير الذي قد يحدث في القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، وفي ضوء هذه النتيجة يتم قبول الفرض الثاني للدراسة.

ويوضح الجدول رقم (9) وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين الإفصاح عن المخاطر غير المالية والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار للمتغير المستقل (الإفصاح عن المخاطر غير المالية) ($\beta=1.208$) وهي قيمة موجبة، وبلغت قيمة اختبار (t) ($t=3.196$) وذلك عند مستوى معنوية ($Sig=0.002$) أقل من 5%، وهذه النتائج الإحصائية تؤكد على أن الإفصاح عن معلومات المخاطر غير المالية في التقارير السنوية له تأثير إيجابي معنوي في تفسير التغير الذي قد يحدث في القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، وفي ضوء هذه النتيجة يتم قبول الفرض الثالث للدراسة.

وتتعارض نتائج اختبار الفرض الثاني والثالث السابقة مع ما توصلت إليه دراسة (Jankensgård et al., 2014) حيث توصلت هذه الدراسة إلى أن هناك علاقة ارتباط سلبية بين مستوى الإفصاح عن مخاطر العملات الأجنبية وقيمة الشركة مقاسة بواسطة نسبة (Tobin's Q)، وتتفق نتائج اختبار الفرض الثاني والثالث مع ما أكدت عليه بعض الدراسات في الأدب المحاسبي مثل دراسة (Elbannan and Elbannan, 2015; Jizi and Dixon, 2017) على أن الإفصاح عن معلومات المخاطر المالية وغير المالية يؤثر تأثيراً إيجابياً على قيمة الشركة، حيث أن الإفصاح عن محتوى أفضل لمعلومات المخاطر المالية وغير المالية يزود المستثمرين بالمعلومات اللازمة للحد من عدم التأكد المتعلق ببيئة مخاطر استثماراتهم، وتعزيز القدرة على مراقبة ممارسات الإدارة، وتعزيز الثقة بإدارة الشركة على قدرتها على مواجهة المخاطر وتقديم الحلول المناسبة، وتقييم الاستثمارات، وهذا ينعكس إيجابياً على أسعار الأسهم ومن ثم على القيمة السوقية للشركة.

وبالنسبة للمتغيرات الرقابية، تشير نتائج اختبار العلاقة بين الإفصاح عن كل من المخاطر المالية وغير المالية والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية كما هو موضح بالجدول رقم (9) إلى وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين الربحية والقيمة السوقية للشركات، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار للمتغير (الربحية) ($\beta=3.463$) وهي قيمة موجبة، وبلغت قيمة اختبار (t) ($t=3.850$) وذلك عند مستوى معنوية ($\text{Sig}=0.000$) أقل من 5%، وهذه النتيجة الإحصائية تؤكد على أن ربحية الشركة تؤثر إيجابيا على قيمة الشركة، فكلما زادت أرباح الشركة زادت قدرتها على توزيع أرباح على المساهمين مما يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة.

ولتحديد مدى أهمية تأثير كل نوع من أنواع معلومات المخاطر المالية وغير المالية على القيمة السوقية للشركات تم القيام بإجراء تحليل الانحدار المتعدد التدريجي Stepwise Multiple Regression، ويوضح الجدول رقم (10) نتائج تحليل الانحدار المتعدد التدريجي لاختبار العلاقة بين مكونات كل من المخاطر المالية وغير المالية والقيمة السوقية للشركات، ويتضح من نتائج تحليل الانحدار المتعدد التدريجي أن الإفصاح عن معلومات مخاطر السوق يحتل المرتبة الأولى ويفسر 30.8% من الاختلاف في القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة. وعندما دخل متغير الربحية في نموذج الانحدار فلقد فسّر هذا المتغير مع متغير الإفصاح عن معلومات مخاطر السوق 42.6% من الاختلاف في القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة. وعندما دخل متغير الإفصاح عن مخاطر التشغيل في نموذج الانحدار فلقد فسّر هذا المتغير مع متغير الإفصاح عن مخاطر السوق ومتغير الربحية 49.4% من الاختلاف في القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة. وعندما دخل متغير الإفصاح عن مخاطر الائتمان في نموذج الانحدار فلقد فسّر هذا المتغير مع متغير الإفصاح عن مخاطر التشغيل 53.7% من الاختلاف في القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة. وأخيرا دخل متغير الإفصاح عن مخاطر السيولة في نموذج الانحدار حيث فسّر هذا المتغير مع المتغيرات السابقة 56.3% من الاختلاف في القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة.

جدول رقم (١٠) نتائج تحليل الانحدار المتعدد التدريجي لاختبار العلاقة

بين مكونات كل من المخاطر المالية وغير المالية والقيمة السوقية للشركات

Sig.	قيمة (t)	قيمة معامل التحديد	ترتيب دخول العناصر المستقلة في نموذج الانحدار
0.040	2.087	0.308	مخاطر السوق
0.001	3.358	0.426	الربحية
0.001	3.511	0.494	مخاطر التشغيل
0.010	2.646	0.537	مخاطر الائتمان
0.015	2.484	0.563	مخاطر السيولة

وتوضح نتائج تحليل الانحدار المتعدد التدريجي السابقة أن الأثر الأكبر على القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة يرجع إلى تأثير الإفصاح عن مخاطر السوق وبلي ذلك الربحية ثم الإفصاح عن مخاطر التشغيل، وهذا يشير إلى ضرورة زيادة الاهتمام من جانب الشركات عينة الدراسة بالإفصاح عن معلومات مخاطر السوق والمخاطر التشغيلية، وضرورة تزايد الوعي لدى إدارة الشركات بأن الإفصاح عن محتوى أفضل لمعلومات المخاطر المالية وغير المالية ينعكس في أسعار الأسهم، ويقلل من التقلبات في عوائد الأسهم، مما يؤدي إلى تحسين إجمالي عائد الاستثمار.

٣-٦-٣ نتائج اختبار الفرض الرابع والخامس

• اختبارات التأكد من صحة وملائمة النموذج رقم (٣)

يسعى النموذج الثالث للدراسة إلى اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر (السارة/غير السارة) والقيمة السوقية للشركات. ويأخذ النموذج الثالث للدراسة الصورة التالية:

$$FV = \alpha + \beta_1 GRD + \beta_2 BRD + \beta_3 SIZE + \beta_4 LEV + \beta_5 PROFIT + \beta_6 GROWTH + \varepsilon$$

وتعتمد الدراسة على نموذج الانحدار الخطى المتعدد لتحليل وتفسير العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر (السارة/غير السارة) والقيمة السوقية للشركات، ويوضح الجدول رقم (11) نتائج نموذج الانحدار الخطى المتعدد لاختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر (السارة/غير السارة) والقيمة السوقية للشركات على مستوى عينة الدراسة. ويعتمد النموذج رقم (3) على معادلة الانحدار الخطى المتعدد في تحليل وتفسير العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر

(السارة/غير السارة) والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية مما يتطلب التأكد من حسن الملائمة لنموذج الانحدار المتعدد، ومعرفة القدرة التفسيرية لنموذج الدراسة، والتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الخطى المتعدد، والتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بالنموذج المقترح، وفيما يلي اختبار صحة البيانات للتحليل الإحصائي:

يتضح من الجدول رقم (11) أن قيمة (F) وفقا لتحليل التباين معنوية إحصائيا (Sig=0) وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، وهذا يبين أن النموذج ملائم لدراسة العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر (السارة/غير السارة) والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، وأن النموذج يصلح لاختبار فروض الدراسة. ويتضح من الجدول رقم (11) أن معامل التحديد المعدل يساوى 42.5%، وهذا يعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 42.5% من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (القيمة السوقية للشركة)، وهذا يعنى أن القدرة التفسيرية لهذا النموذج تبلغ 42.5% وهي تعتبر جيدة نسبيا في مثل هذه الدراسة.

جدول رقم (11) نتائج اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر (السارة/غير السارة) والقيمة السوقية للشركات

FV=α+β1GRD+β2BRD+β3SIZE+β4LEV+β5PROFIT+β6GROWTH+ε						
Model	β	SE	t	Sig.	Collinearity Statistics	
Constant	3.937	0.933	4.219	0.000	Tolerance	VIF
GRD	5.775	1.087	5.314	0.000	0.862	1.160
BRD	0.662	0.624	1.061	0.292	0.939	1.065
SIZE	0.018	0.074	0.239	0.811	0.799	1.251
LEV	0.410	0.321	1.276	0.205	0.780	1.282
PROFIT	3.855	0.910	4.237	0.000	0.843	1.186
GROWTH	0.031	0.038	0.833	0.407	0.855	1.170
Adj. R 2	0.425					
DW	1.925					
F	12.456*					
* Significant at 0.05 level						

وتعتمد الدراسة على معامل تضخم التباين (VIF) والتباين المسموح Tolerance للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الخطى المتعدد. ويتضح من الجدول رقم (11) عدم وجود أي قيمة تشير إلى وجود مشكلة الارتباط الخطى المتعدد، حيث أن جميع قيم المعامل VIF للمتغيرات المستقلة والرقابية أقل من 5 وأن قيمة التباين التسامح Tolerance للمتغيرات المستقلة والرقابية أكبر من 0.05 وبالتالي يتضح عدم وجود ارتباط خطى متعدد بين المتغيرات المستقلة والرقابية لنموذج الدراسة. ويظهر الجدول رقم (11) نتائج اختبار Durbin Watson للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي. ويلاحظ من خلال نتائج اختبار Durbin Watson أن قيمة (DW) المحسوبة تساوى (1.925) وهي تقع بين (1.5، 2.5) وهذا يشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بالنموذج المقترح.

• اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر (السارة/غير السارة) والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية (الفرض الرابع والخامس)

بعد التأكد من صحة النموذج رقم (3) وهو نموذج تقييم العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر (السارة/غير السارة) والقيمة السوقية للشركات، تأتي مرحلة تحليل وتفسير معالم النموذج. فلقد أظهرت نتائج التحليل الوصفي للإفصاح عن المخاطر أن نسبة الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر تقدر بحوالي 76% من إجمالي الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية. في حين أن نسبة الإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر تقدر بحوالي 24% من إجمالي الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية. وفي ضوء ذلك، تطرح الدراسة التساؤل التالي: هل توجد علاقة بين الإفصاح عن المخاطر (السارة/غير السارة) والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية؟ وما هي نوعية هذه العلاقة؟ وللتوصل إلى إجابة عن هذا السؤال تمت صياغة الفرض الرابع والخامس على النحو التالي:

الفرض الرابع: توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية.

الفرض الخامس: توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية.

وفي ضوء نتائج اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر (السارة/غير السارة) والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، يوضح الجدول رقم (11) وجود علاقة

إيجابية ومعنوية بين الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار للمتغير المستقل (الإفصاح عن المخاطر السارة) ($\beta=5.775$) وهي قيمة موجبة، وبلغت قيمة اختبار (t) ($t=5.314$) وذلك عند مستوى معنوية ($\text{Sig}=0$) أقل من 5%، وهذه النتائج الإحصائية تؤكد على أن الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر له تأثير إيجابي معنوي في تفسير التغير الذى قد يحدث في القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، وفي ضوء هذه النتيجة يتم قبول الفرض الرابع للدراسة. وتوضح النتائج الإحصائية في الجدول رقم (11) عدم وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، وفي ضوء هذه النتيجة يتم رفض الفرض الخامس للدراسة.

وهذه النتيجة تتعارض مع ما توصلت إليه دراسة (Adelopo, 2017) من أن الإفصاح عن المعلومات السارة أو غير السارة المتعلقة بالمخاطر غير المالية لا يؤثر بشكل معنوي على الأداء الحالي والمستقبلي للشركات. وتتفق هذه النتيجة مع ما أكدت عليه العديد من الدراسات السابقة (Mohabbot, 2005; Linsley and Shrivs, 2006; Konishi and Oliveira et al., 2011; Silva et al., 2015; Ali, 2007) من أن الشركات تركز على الإفصاح عن المعلومات السارة عن المخاطر وذلك لتجنب التأثير السلبي على القيمة السوقية للشركات. ومع ما توصلت دراسة (Mohabbot, 2005; Manes-Rossi et al., 2017) من أن الإفصاح عن المعلومات السارة عن المخاطر يزيد من ثقة المستثمرين في إدارة الشركة مما يكون له تأثير إيجابي على أسعار الأسهم والقيمة السوقية للشركة، وما توصلت دراسة (Abdullah et al., 2015) من وجود علاقة ارتباط إيجابية معنوية بين الإفصاح الاختياري عن معلومات المخاطر السارة وقيمة الشركة، وهذه النتيجة تدعم النظرية القائلة بأن الشركات ستحاول التأثير على رد فعل أصحاب المصلحة عن طريق الإفصاح عن المعلومات السارة، وأن المستثمرين يقدررون بشكل جاد مثل هذه المعلومات خاصة فيما يتعلق باتخاذ قرارات الاستثمار. وأن الشركات تسعى إلى عدم الإفصاح عن المعلومات غير السارة عن المخاطر وذلك لتجنب التأثير السلبي على التدفقات النقدية المستقبلية، وعلى توقعات المستثمرين عن الأداء المستقبلي للشركة ومن ثم تجنب التأثير السلبي على القيمة السوقية للشركة.

وبالنسبة للمتغيرات الرقابية، تشير نتائج اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر (السارة/ غير السارة) والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية كما هو موضح بالجدول رقم (11) إلى وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين الربحية والقيمة السوقية للشركات، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار للمتغير (الربحية) ($\beta=3.855$) وهي قيمة موجبة، وبلغت قيمة اختبار (t) ($t=4.237$) وذلك عند مستوى معنوية ($\text{Sig}=0$) أقل من 5%، وهذه النتيجة الإحصائية تؤكد على أن ربحية الشركة تؤثر إيجابيا على قيمة الشركة، فكلما زادت أرباح الشركة زادت قدرتها على توزيع أرباح على المساهمين مما يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة.

٣-٧ نتائج وتوصيات الدراسة ومجالات البحث المستقبلية

٣-٧-١ نتائج الدراسة

تتمثل أهم نتائج الدراسة فيما يلي:

١- أن متوسط نسبة الإفصاح الإجمالي عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية يقدر بحوالي 45%، وأن مستوى الإفصاح عن المخاطر المالية في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية يقدر بحوالي 64% من إجمالي الإفصاح، في حين أن مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية يقدر بحوالي 36% من إجمالي الإفصاح. وهذا يعني أن الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية لا يزال منخفضا، ولا سيما الإفصاح عن المخاطر غير المالية، حيث أن الإفصاح عن المخاطر غير المالية يندرج ضمن الإفصاح الاختياري في الأجزاء السردية للتقارير السنوية للشركات.

٢- أن أعلى القطاعات إفصاحا عن المخاطر هو قطاع التكنولوجيا والاتصالات وذلك بنسبة 54%، وأقل القطاعات إفصاحا عن المخاطر هو قطاع المنتجات المنزلية والشخصية بنسبة 34%، وهذا قد يرجع إلى أن صناعة التكنولوجيا والاتصالات تواجه بسرعة التغييرات في منتجاتها وخدماتها الجديدة، والتي يمكن أن تعرض الشركات العاملة في هذه الصناعة إلى مواجهة مخاطر غير متوقعة سواء أكانت مخاطر مالية أو غير مالية. وبالتالي، هذا سيزيد الضغط على المديرين للإفصاح عن المزيد من معلومات المخاطر سنويا.

٣- أن أعلى نسبة إفصاح على مستوى مجموعات مؤشر الإفصاح المقترح تتعلق بالإفصاح عن مخاطر السوق بنسبة 19% يليها الإفصاح عن المخاطر التشغيلية بنسبة 18% من

إجمالي الإفصاح عن المخاطر. وأن أقل نسبة إفصاح على مستوى مجموعات المؤشر تتعلق بالإفصاح عن المخاطر البيئية والاجتماعية بنسبة 3% يليها الإفصاح عن مخاطر المعلومات والتكنولوجيا بنسبة 1% من إجمالي الإفصاح عن المخاطر وفقا للمؤشر المقترح.

٤- هناك اختلاف في مستوى الإفصاح عن معلومات المخاطر طبقا للقطاع الذي تنتمي إليه الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، وأن القطاعات محل الدراسة تركز على الإفصاح عن المخاطر المالية وخاصة الإلزامية، ويغلب على معلومات المخاطر المفصوح عنها بالتقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية بأنها معلومات سارة عن المخاطر.

٥- هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية. وهذا يعنى أن الإفصاح عن معلومات المخاطر له أثر إيجابي على أسعار الأسهم ومن ثم على القيمة السوقية للشركات، وهو ما يثبت صحة الفرض الأول للدراسة.

٦- هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن كل من المخاطر المالية والمخاطر غير المالية والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية. وهذا يعنى أن الإفصاح عن معلومات المخاطر المالية وغير المالية يؤثر تأثيرا إيجابيا على قيمة الشركة، وهو ما يثبت صحة الفرض الثاني والفرض الثالث للدراسة.

٧- أن الأثر الأكبر على القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة يرجع إلى تأثير الإفصاح عن مخاطر السوق ويلي ذلك الربحية ثم الإفصاح عن مخاطر التشغيل، وهذا يشير إلى ضرورة زيادة الاهتمام من جانب الشركات عينة الدراسة بالإفصاح عن معلومات مخاطر السوق والمخاطر التشغيلية.

٨- هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المعلومات السارة عن المخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، وهذا يعنى أن الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر يزيد من ثقة المستثمرين في إدارة الشركة مما يكون له تأثير إيجابي على أسعار الأسهم والقيمة السوقية للشركة، وهو ما يثبت صحة الفرض الرابع للدراسة. وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية

بين الإفصاح عن المعلومات غير السارة المتعلقة بالمخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، مما يثبت عدم صحة الفرض الخامس للدراسة.

٣-٧-٢ التوصيات

في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها، توصى الدراسة بما يلي:

١- ضرورة قيام الشركات المدرجة في البورصة المصرية بتحسين وزيادة الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية، وخاصة الإفصاح عن المخاطر غير المالية حيث أن المستثمر بسوق الأسهم يعطى أهمية لبعض معلومات المخاطر غير المالية عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.

٢- قيام الهيئات المهنية وغير المهنية بتطوير الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، حيث أن الهيكل الحالي للإفصاح المحاسبي يخلو من إطار متكامل للإفصاح عن المخاطر.

٣- ضرورة قيام الجهات المعنية بإعداد وإصدار معيار محاسبي للإفصاح عن المخاطر يكون هو المرجع الأساسي للشركات المدرجة في كيفية إعداد تقارير الإفصاح عن المخاطر وكيفية الإفصاح عن معلومات المخاطر.

٤- قيام الهيئة العامة للرقابة المالية المصرية بتطوير القوانين واللوائح والتعليمات التي تنظم تسجيل الشركات في البورصة المصرية وكذلك متطلبات الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية.

٣-٧-٣ مجالات البحث المستقبلية

في ضوء نتائج وتوصيات الدراسة، يرى الباحث ضرورة القيام بالمزيد من الدراسات والبحوث المستقبلية عن الإفصاح عن المخاطر مثل:

- ١-دراسة العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وتكلفة رأس المال.
- ٢-دراسة العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وحوكمة الشركات.
- ٣- محددات الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات.
- ٤- تأثير الإفصاح عن المخاطر على جودة التقرير المالي في الشركات.
- ٥-تأثير الإفصاح عن المخاطر على الفرص الاستثمارية للشركات المدرجة.

مراجع الدراسة

- Abdallah, A. A. N., Hassan, M. K., & McClelland, P. L. (2015). Islamic financial institutions, corporate governance, and corporate risk disclosure in Gulf Cooperation Council countries. *Journal of Multinational Financial Management*, 31, 63- 82
- Abdel-Azim, M., & Abdelmoniem, Z. (2015). Risk management and disclosure and their impact on firm value: the case of Egypt. *International Journal of Business, Accounting, & Finance*, 9(1), 1-14.
- Abdelghany, K. (2005). Disclosure of market risk or accounting measures of risk: an empirical study. *Managerial Auditing Journal*, 20(8), 867-875.
- Abdullah, M., Abdul Shukor, Z., Mohamed, Z. M., & Ahmad, A. (2015). Risk management disclosure: A study on the effect of voluntary risk management disclosure toward firm value. *Journal of Applied Accounting Research*, 16(3), 400-432.
- Abraham, S., & Shrides, P. J. (2014). Improving the relevance of risk factor disclosure in corporate annual reports. *The British accounting review*, 46(1), 91-107.
- Abraham, S., Marston, C., & Darby, P. (2012). Risk reporting: Clarity, relevance and location. *Institute of Chartered Accountants of Scotland*.
- Adelopo, I. (2017). Non-financial risk disclosure: The case of the UK's distressed banks. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 11(2), 23-42.
- Al-Akra, M., & Ali, M. (2012). The value relevance of corporate voluntary disclosure in the Middle East: The case of Jordan. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(5), 533-549.
- Al-Hadi, A., Hasan, M. M., & Habib, A. (2016). Risk committee, firm life cycle, and market risk disclosures. *Corporate Governance: An International Review*, 24(2), 145-170.
- Al-Hadi, A., Hasan, M. M., Taylor, G., Hossain, M., & Richardson, G. (2017). Market Risk Disclosures and Investment Efficiency: International Evidence from the Gulf Cooperation Council Financial

Firms. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(3), 349-393 .

- Ali, M. M., & Taylor, D. (2014). Content analysis of corporate risk disclosure in Malaysia. In fourth Annual International Conference on Accounting and Finance, Global Science & Technology Forum, 15-24.
- Alzead R., & Hussainey, K. (2017). Risk disclosure practice in Saudi non-financial listed companies. *Corporate Ownership & Control*, 14(4-1), 262-275.
- Amran, A., Manaf Rosli Bin, A., & Che Haat Mohd Hassan, B. (2009). Risk reporting: An exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. *Managerial Auditing Journal*, 24(1), 39-57.
- Baek, J., Kang, J., & Park, K. (2004). Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics*, Vol. 71 No. 2. 265-313.
- Bagnoli, M., & Watts, S. G. (2007). Financial reporting and supplemental voluntary disclosures. *Journal of Accounting Research*, 45(5), 885-913.
- Barakat, A., & Hussainey, K. (2013). Bank governance, regulation, supervision, and risk reporting: Evidence from operational risk disclosures in European banks. *International Review of Financial Analysis*, 30, 254-273.
- Beretta, S., & Bozzolan, S. (2004). A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, 39(3), 265-288.
- Bokpin, G. A., (2013). Determinants and value relevance of corporate disclosure: Evidence from the emerging capital market of Ghana. *Journal of Applied Accounting Research*, 14(2), 127-146.
- Cabedo, J., & Tirado, J. (2004, June). The disclosure of risk in financial statements. *Accounting Forum*, 28(2), 181-200.

- Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H. M., & Steele, L. B. (2014). The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 396-455.
- Dobler, M., Lajili, K., & Zéghal, D. (2011). Attributes of corporate risk disclosure: An international investigation in the manufacturing sector. *Journal of International Accounting Research*, 10(2), 1-22.
- Domínguez, L. R., & Gámez, L. C. N. (2014). Corporate reporting on risks: Evidence from Spanish companies. *Revista de Contabilidad*, 17(2), 116-129.
- Elbannan, M. A., & Elbannan, M. A. (2015). Economic consequences of bank disclosure in the financial statements before and during the financial crisis: Evidence from Egypt. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 30(2), 181-217.
- Elshandidy, T., & Neri, L. (2015). Corporate governance, risk disclosure practices, and market liquidity: comparative evidence from the UK and Italy. *Corporate Governance: An International Review*, 23(4), 331-356.
- Elshandidy, T., Fraser, I., & Hussainey, K. (2015). What drives mandatory and voluntary risk reporting variations across Germany, UK and US? *The British Accounting Review*, 47(4), 376-394.
- Elshandidy, T., Shrivés, P., Bamber, M., & Abraham, S. (2017). Risk reporting: A review of the literature and implications for future research. *Journal of Accounting Literature*.
- Financial Reporting Council (FRC) (2011), Boards and risk: a summary of discussions with firms, investors and advisors, FRC, London, September.
- Hassan, M. K. (2009). UAE corporations-specific characteristics and level of risk disclosure. *Managerial Auditing Journal*, 24(7), 668-687.
- Hassan, O. & Marston, C. (2010). Disclosure Measurement in the Empirical Accounting Literature -A Review Article. Working Paper, SSRN.

- Hassan, O., Romilly, P., Giorgioni, G., & Power, D. (2009). The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt. *The International Journal of Accounting*, 44(1), 79-102.
- Hope, O. K., Hu, D., & Lu, H. (2016). The benefits of specific risk-factor disclosures. *Review of Accounting Studies*, 21(4), 1005-1045.
- Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW) (1997). *Financial Reporting of Risk: Proposals for a Statement of Business Risk*, Institute of Chartered Accountants in England and Wales, London. ICAEW.
- Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW). (2011). *Reporting Business Risks: Meeting Expectations*. London: ICAEW.
- Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW). (2010). *Audits of Banks: Lessons from the Crisis*. London: ICAEW.
- Ismail, R., & Rahman, R. A. (2011). Institutional investors and board of directors' monitoring role on risk management disclosure level in Malaysia. *IUP Journal of Corporate Governance*, 10(2), 37.
- Jankensgård, H., Hoffmann, K., & Rahmat, D. (2014). Derivative Usage, Risk Disclosure, and Firm Value. *Journal of Accounting and Finance*, 14(5), 159.
- Jizi, M. I., & Dixon, R. (2017). Are Risk Management Disclosures Informative or Tautological? Evidence from the US Banking Sector. *Accounting Perspectives*, 16(1), 7-30.
- Jorion, P. (2002). How informative are value-at-risk disclosures? *The Accounting Review*, 77(4), 911-931.
- Kerle, K. (2015). Enhancing the quality of risk reporting: The roles of the risk decision maker and the accountable executive. *Journal of Securities Operations & Custody*, 8(1), 35-40.
- Khlif, H., & Hussainey, K. (2016). The association between risk disclosure and firm characteristics: a meta-analysis. *Journal of Risk Research*, 19(2), 181-211.

- Konishi, N., & Ali, M. M. (2007). Risk reporting of Japanese companies and its association with corporate characteristics. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 4(3), 263-285.
- Kravet, T., & Muslu, V. (2013). Textual risk disclosures and investors' risk perceptions. *Review of Accounting Studies*, 18(4), 1088-1122.
- Lajili, K., & Zéghal, D. (2005). A content analysis of risk management disclosures in Canadian annual reports. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 22(2), 125-142
- Linsley, P. M., & Shrides, P. J. (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*, 38(4), 387-404.
- Manes-Rossi, F., Nicolò, G., & Orelli, R., (2017). Reshaping Risk Disclosure through Integrated Reporting: Evidence from Italian Early Adopters. *International Journal of Business and Management*; Vol. 12, No. 10; pp.11-23.
- Marzouk, M. (2016). Risk reporting during a crisis: evidence from the Egyptian capital market. *Journal of Applied Accounting Research*, 17(4), 378-396.
- Miihkinen, A. (2012). What drives quality of firm risk disclosure? the impact of a national disclosure standard and reporting incentives under IFRS. *The International Journal of Accounting*, 47(4), 437-468.
- Miihkinen, A. (2013). The usefulness of firm risk disclosures under different firm riskiness, investor interest, and market conditions: New evidence from Finland. *Advances in Accounting*, 29(2), 312-331.
- Mohobbot, A. (2005). Corporate risk reporting practices in annual reports of Japanese companies. *Japanese Journal of Accounting*, 16(1), 113-133.

- Mokhtar, E. & Mellett, H. (2013). Competition, corporate governance, ownership structure and risk reporting. *Managerial Auditing Journal*, 28(9), 838-865.
- Moumen, N., Othman, H. B., & Hussainey, K. (2015). The value relevance of risk disclosure in annual reports: evidence from MENA emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 34, 177-204.
- Ntim, C.G., Lindop, S., & Thomas, D. A. (2013). Corporate governance and risk reporting in South Africa: A study of corporate risk disclosures in the pre and post-2007/2008 global financial crisis periods. *International Review of Financial Analysis*, 30, 363-383.
- Oliveira, J., Rodrigues, L. L. & Craig, R. (2011). Risk related disclosure by Non-finance Companies: Portuguese practices and disclosure characteristics. *Managerial Auditing Journal*, 26(9), pp. 817-839.
- Oliveira, J., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2013). Company Risk-related Disclosures in a Code Law Country: A Synopsis. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 7(1), 123-130.
- Orens, R., Aerts, W. and Lybaert, N. (2009), "Intellectual capital disclosure, cost of finance and firm value", *Management Decision*, Vol. 47 No. 10, 1536-1554.
- Pangestuti, D., Takidah, E. & Anggraini ZR, R. (2017). Firm Size, Board Size, and Ownership Structure and Risk Management Disclosure on Islamic Banking in Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Islam*, 5(2), 121-141.
- Pathan, S. and Faff, R. (2013), Does board structure in banks really affect their performance? *Journal of Banking and Finance*, Vol. 37 No. 5, 1573-1589.
- Qiu, Y., Shaukat, A., & Tharyan, R. (2016). Environmental and social disclosures: Link with corporate financial performance. *The British Accounting Review*, 48(1), 102-116.
- Silva, M., Albuquerque, F. H., Marcelino, M. M. & Quirós, J. T. (2015). Risk Disclosure in the Financial Statements: An Analysis of the Notes of Portuguese Non-Financial Corporations, *Journal of Educa-*

tion and Research in Accounting, REPeC, Brasília, v. 9, n. 3, art. 6, 320-341.

- Solomon, J. F., Solomon, A., Norton, S. D., & Joseph, N. L. (2011). Private climate change reporting: an emerging discourse of risk and opportunity. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 24(8), 1119-1148.
- Steenkamp, N., & Northcott, D. (2007). Content analysis in accounting research: the practical challenges. *Australian Accounting Review*, 17(43), 12-25.
- Stoel, M. D., Ballou, B., & Heitger, D. L. (2017). The Impact of Quantitative versus Qualitative Risk Reporting on Risk Professionals' Strategic and Operational Risk Judgments. *Accounting Horizons*, 31(4), 53-69.
- Suijs, J. (2007). Voluntary disclosure of information when firms are uncertain of investor response. *Journal of Accounting and Economics*, 43(2-3), 391-410.
- Tan, Y., Zeng, C., & Elshandidy, T. (2017). Risk disclosures, international orientation, and share price informativeness: Evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 29, 81-102.
- Togok, S. H., Isa, C., & Zainuddin, S. (2016). Enterprise risk management adoption in Malaysia: A disclosure approach. *Asian Journal of Business and Accounting*, 9(1), 83-104.
- Uddin, M. H., & Hassan, M. K. (2011). Corporate risk information in annual reports and stock price behavior in the United Arab Emirates. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 15(1), 59-84.
- Uyar, A., & Kılıç, M. (2012). Value relevance of voluntary disclosure: evidence from Turkish firms. *Journal of Intellectual Capital*, 13(3), 363-376.
- Van Vuuren, H. J. (2016). Risk management disclosure practices in accordance with King II and III: the case of selected JSE listed companies. *International Journal of Economics and Finance Studies*, 8(2), 159-174.