

نموذج مقترح لقياس أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر والمنافسة والوقتية على عوائد الأسهم
وتكلفة المديونية
بالتطبيق على الشركات المسجلة في السوق المالية السعودية

**A Suggested Model for Measuring the Impact of Voulntary Risk
Disclosure and the Competition and Timliness on the Stock Return and Cost
of Debt Applying on the Suadi Stock Market listed Companies**

أحمد جمعه أحمد رضوان

أستاذ المحاسبة المساعد بكلية التجارة وإدارة الأعمال جامعة حلوان

ملخص البحث:

تمثلت مشكلة البحث في أنه بالرغم من وجود العديد من الدراسات التي تناولت أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية إلا أنها لم تتناول في معظمها أثر المنافسة وتوقيت إصدار التقارير المالية كعوامل يمكن أن تعدل من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، واستهدف البحث تقديم دليل ميداني عن الأثر المحتمل للإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، وعن الأثر المعدل لكل من المنافسة وتوقيت إصدار التقارير المالية على الأثر المحتمل للإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات غير المالية المدرجة في السوق المالية السعودية تمثلت في عدد ٦٥ شركة خلال الفترة من ٢٠١٣-٢٠١٨، واستخدم البحث المنهج الإيجابي في تفسير أثر الإفصاح الاختياري عن معلومات المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، وأثر المنافسة وتوقيت إصدار التقارير المالية في تعزيز أو تخفيف أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، ولتحقيق هدف البحث الرئيس والأهداف الفرعية تم صياغة ست فروض على شكل فروض العدم، واستخدم الباحث أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لاختبار فروض البحث.

وانتهى البحث إلى ما يلي:

١. وجود تأثير سلبي معنوي للإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم.
٢. وجود تأثير إيجابي معنوي للإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية.
٣. أن ارتفاع مستوى المنافسة التي تتعرض لها الشركات يحد من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية.
٤. وجود تأثير سلبي معنوي للتأخير في إصدار التقرير المالية على عوائد الأسهم.
٥. أن التأخير في إصدار التقارير المالية يحد من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية .

المصطلحات الأساسية:

الإفصاح الاختياري عن المخاطر- المنافسة- الوقئية - عوائد الأسهم- تكلفة المديونية

نموذج مقترح لقياس أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر والمنافسة والوقتية على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية

أولاً: الإطار العام للبحث

١/١ مقدمة:

ترتب على كبر حجم منشآت الأعمال وتعقد وانتشار عملياتها وزيادة حجم وأنواع المخاطر التي تواجهها وارتفاع مستوى عدم التأكد المرتبط بأدائها وتدفعاتها النقدية المستقبلية ضرورة قيام الشركات بتوفير مزيد من المعلومات عن تلك المخاطر لتحسين شفافية تقاريرها المالية وتعزيز جودتها وهو ما تطلب تدخل المنظمات المسؤولة عن وضع المعايير المحاسبية بإصدار المعايير التي تساعد على تعزيز الشفافية حتى لا تفقد التقارير المالية أهميتها باعتبارها المصدر الأساسي لتوفير المعلومات التي تساعد المستخدمين على اتخاذ القرارات (Domínguez and Gámez, 2014).

بالرغم من إصدار المنظمات المهنية عدد من المعايير المحاسبية التي تلزم منشآت الأعمال بالإفصاح عن المخاطر إلا أن تلك المعايير ركزت على المخاطر السوقية والمخاطر المالية (FAS 119, FAS 133, IFRS 9, IFRS 7, IAS 32)، وتجاهلت المخاطر الأخرى التي يمكن أن تؤثر بشكل كبير على أداء منشآت الأعمال، وهو ما دفع المستثمرين والمقرضين وغيرهم من أصحاب المصالح للمطالبة بالتوسع في الإفصاح عن المخاطر الأخرى التي تتعرض لها منشآت الأعمال بخلاف مخاطر السوق للحصول على المعلومات التي تساعد على تقييم قدرة المنشآت على تحديد وتقييم وإدارة تلك المخاطر وتجنب أو الحد من آثارها السلبية على أدائها وتدفعاتها النقدية المستقبلية، وخاصة بعد الانهيارات المالية المتتالية وغير المتوقعة لعدد من كبرى الشركات العالمية مع مطلع الألفية الثالثة والتي أثارت الكثير من التساؤلات عن نطاق وجدوى الإفصاح عن المخاطر في التقارير المالية (Deumes, 2008)، واستجابة لتلك المطالب أصدر مجلس معايير المحاسبة الدولي (IASB, 2010) بيان ممارسات المعايير الدولية للتقرير المالي، وهو تقرير وصفي غير ملزم تعرض الإدارة من خلاله تعهداتها عن القوائم المالية وتوفر من خلاله بيانات وصفية تساعد المستخدمين على تقييم مستقبل الشركات والمخاطر العامة التي تواجهها وذلك بهدف تحقيق التوافق بين الشركات فيما يتعلق بالتقرير عن المخاطر، نتيجة لما سبق زادت أهمية الإفصاح الاختياري عن المخاطر وأصبح أمر شائع في التقارير الدورية لمنشآت الأعمال باعتباره من متطلبات الحوكمة التي تمثل أفضل الممارسات، وزاد اهتمام الباحثين والمشاركين في السوق بموضوع الإفصاح عن المخاطر في التقارير المالية (Ellili and Nobanee, 2017).

ويرى البعض أن التوسع في الإفصاح الاختياري وخاصة الإفصاح عن المخاطر يلعب دوراً جوهرياً في علاج قصور الإفصاح الإلزامي وتحسين شفافية التقارير المالية وتضييق الفجوة المتعلقة بعدم التأكد الناتجة عن عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وغيرهم من أصحاب المصالح وخاصة المستثمرين والمقرضين وبالتالي مساعدتهم على ترشيد قراراتهم المتعلقة بالاستثمار في الأسهم أو المتعلقة بتوفير التمويل اللازم لمنشآت الأعمال وتكلفة ذلك التمويل، وهو ما يساعد على تحسين كفاءة توزيع الموارد وتطوير الأسواق المالية وزيادة السيولة فيها والحد من تقلب العوائد وغيرها من الآثار الاقتصادية المرغوبة (Kothari et al. 2009; Kravet and Mouslu, 2013).

ويرى البعض أن المنافسة (Competition) في مجال الأعمال قد تدفع الإدارة إلى حجب أو عدم الإفصاح عن بعض المعلومات المتعلقة بالمخاطر والفرص والتهديدات المستقبلية واستراتيجيتها في مواجهة تلك الفرص والتهديدات خوفاً من استغلال المنافسين لمثل هذه المعلومات بما يضر بمركزها التنافسي (Marshall and Weetman, 2007)، وبالتالي فإن المنافسة تعتبر أحد أسباب قصور وضعف الإفصاح الاختياري عن المخاطر، وهو ما قد يؤثر بالسلب على ملاءمة معلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها بشكل اختياري للمستثمرين والمقرضين وغيرهم من أصحاب المصالح.

وطبقاً للإطار المفاهيمي للمحاسبة المالية الصادر عن مجلس معايير المحاسبة الدولي تعتبر الوقتية أو التوقيت المناسب (Timeliness) أحد الخصائص الداعمة للخصائص النوعية الأساسية للمعلومات المفيدة المتمثلة في الملاءمة والتعبير الصادق (IASB 2018)، وطبقاً للبعض فإن طول الفترة ما بين تاريخ نهاية السنة المالية وتاريخ إصدار التقارير المالية يمكن أن يؤدي إلى زيادة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستخدمين الخارجيين وعلى رأسهم المستثمرين والمقرضين وهو ما قد يؤثر بالسلب على ملائمة المعلومات التي يتم الإفصاح عنها لهؤلاء المستخدمين (Evans, 2016; Khlif et al., 2015).

٢/١ مشكلة الدراسة:

تتمثل مشكلة الدراسة في أنه بالرغم من وجود العديد من الدراسات التي اختبرت أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على أسعار وعوائد الأسهم أو على تكلفة المديونية، إلا أن اختلاف نتائجها وتطبيق معظمها على الشركات المسجلة في أسواق المال في الدول المتقدمة والتي تختلف في طبيعتها وطبيعتها المشاركين فيها عن الأسواق المالية الناشئة في الدول النامية، كما وأن تجاهل معظم هذه الدراسات لتأثير المنافسة وتوقيت إصدار التقارير المالية كعوامل معدلة لتأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على قرارات المستثمرين والمقرضين وانعكاس ذلك على عوائد الأسهم من جانب وتكلفة المديونية من جانب آخر، دفع الباحث لمحاولة قياس واختبار أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، ولقياس أثر المنافسة وتوقيت إصدار التقارير المالية كعوامل معدلة لأثر ذلك الإفصاح على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية في ظل الندرة النسبية للدراسات المتعلقة بهذا المجال وخاصة في الأسواق الناشئة وعلى رأسها السوق المالية السعودية التي تعتبر من أكبر الأسواق الناشئة، ولسد الفجوة البحثية المتعلقة بتجاهل الدراسات السابقة لتأثير المنافسة وتوقيت إصدار التقارير المالية على ملاءمة الإفصاح الاختياري عن المخاطر للمستخدمين وخاصة المستثمرين والمقرضين.

مما سبق يمكن تلخيص مشكلة الدراسة في شكل التساؤل الرئيس التالي والذي تسعى الدراسة للإجابة عليه:

هل يؤثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، وهل تُعدل المنافسة ويُعدل توقيت إصدار التقارير المالية من تأثير ذلك الإفصاح على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية؟

الإجابة على التساؤل الرئيس السابق يستدعي الإجابة على التساؤلات الفرعية التالية:

١. هل يؤثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم؟
٢. هل يؤثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية؟
٣. هل تُعدل المنافسة من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم؟
٤. هل تُعدل المنافسة من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية؟
٥. هل يُعدل توقيت إصدار التقارير المالية من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم؟
٦. هل يُعدل توقيت إصدار التقارير المالية من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية؟

٣/١ أهداف البحث:

يتمثل الهدف الرئيس للبحث في قياس واختبار أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر والمنافسة وتوقيت إصدار التقارير المالية كعوامل معدلة على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، ولتحقيق الهدف الرئيس للبحث يجب تحقيق الأهداف الفرعية التالية:

١. اختبار أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم.
٢. اختبار أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية.
٣. اختبار أثر المنافسة كعامل معدل لتأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم.
٤. اختبار أثر المنافسة كعامل معدل لتأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية.

٥. اختبار أثر توقيت إصدار التقارير المالية كعامل معدل لتأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم.

٦. اختبار أثر توقيت إصدار التقارير المالية كعامل معدل لتأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية.

٤/١ منهج البحث:

يتكون منهج البحث من ثلاث عناصر أساسية هي نموذج البحث وأداة البحث ووسيلة البحث، ويتحدد نموذج البحث في ضوء هدف البحث وهو قياس أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر والمنافسة وتوقيت إصدار التقارير المالية كعوامل معدلة على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، وبالتالي يستخدم هذا البحث المنهج الإيجابي في تحليل وتفسير أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية وتحليل وتفسير أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية كعوامل معدلة لتأثير ذلك الإفصاح على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، أما من حيث أدوات البحث المستخدمة فيستخدم البحث بعض مفاهيم نظرية التمويل ومجموعة من الأساليب الإحصائية في بناء واختبار نموذج للتنبؤ بأثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر والمنافسة وتوقيت إصدار التقارير المالية كعوامل معدلة على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، أما من حيث وسيلة البحث فتعتمد الدراسة على أسلوب الدراسة المكتبية عند مناقشة الإطار النظري واشتقاق فروض البحث، وأسلوب تحليل المحتوى للكشف عن معلومات المخاطر المفصوح عنها بشكل اختياري في التقارير السنوية للشركات محل الدراسة، وأسلوب الدراسة الميدانية من خلال تطبيق النموذج المقترح على عينة من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي لمحاولة الوصول إلى أدلة ميدانية عن تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، وعن الأثر المتوقع للمنافسة وتوقيت إصدار التقارير المالية في تعزيز أو التخفيف من أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية.

٥/١ حدود البحث:

تتمثل الحدود الزمنية للبحث في قياس أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر والأثر المعدل للمنافسة وتوقيت إصدار التقارير المالية على عوائد الأسهم وتكلفة الميونية خلال الفترة من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٨ وهي فترة كافية للوصول لنتائج يمكن الاعتماد عليها، وتتمثل الحدود المكانية للبحث في تطبيق النموذج المقترح على الشركات غير المالية المدرجة في سوق المال السعودي خلال الفترة من ٢٠١٣ إلى ٢٠١٨، وتتمثل الحدود الموضوعية للبحث في قياس أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، وأثر المنافسة والوقتية كعوامل معدلة لتأثير ذلك الإفصاح على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، ولن يتم دراسة أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على التغيرات في كميات أو قيم التداول خلال فترة الدراسة.

٦/١ أهمية الدراسة:

١. ترجع أهمية الدراسة إلى أهمية الموضوع الذي تتناوله وخاصة في ظل الاهتمام المتزايد الذي توليه

كل من المنظمات المهنية والجهات المشرفة على أسواق المال ومستخدمي القوائم المالية والباحثين بموضوع الإفصاح عن المخاطر ودوره في تعزيز المعلومات التي تساعد المستثمرين والمقرضين وغيرهم من أصحاب المصالح على فهم وتقييم قدرة الشركات على تحديد وإدارة كافة أنواع المخاطر التي تواجهها، وبالتالي ترشيد قراراتهم الاقتصادية.

٢. كما ترجع أهمية الدراسة من الناحية العلمية إلى أنها تعتبر امتداد للدراسات السابقة المتعلقة

بالإفصاح الاختياري عن المخاطر والأثر المتوقع له على قرارات المستثمرين والمقرضين، كما وأنها تعتبر الدراسة الوحيدة على حد علم الباحث على مستوى الدراسات العربية التي تم تطبيقها على الدول النامية بوجه عام وعلى المملكة العربية السعودية بوجه خاص التي تتناول أثر المنافسة وتوقيت إصدار التقارير المالية كعوامل معدلة لتأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على قرارات

المستثمرين والمقرضين وانعكاساتها على عوائد الأسهم من ناحية وتكلفة المديونية من ناحية أخرى وهو ما يبرز أهميتها العلمية والعملية.

٣. وتتمثل الأهمية العملية في أنه من المتوقع أن تساعد الأدلة الميدانية التي ستتوصل إليها الدراسة الجهات التنظيمية والمشاركين في السوق على تحسين فهمهم إلى أي مدى يؤثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على قرارات المستثمرين والمقرضين، وإلى أي مدى يمكن أن تعدل المنافسة وتوقيت إصدار التقارير المالية من أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على تلك القرارات وانعكاساتها على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، وهو ما يساعد تلك الجهات في وضع متطلبات الإفصاح التي يجب أن تلتزم بها الشركات، ويشجع الشركات على تحسين شفافية تقاريرها المالية بالتوسع في الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالمخاطر التي تواجهها والأثر المتوقع لهذه المخاطر على أرباحها وتدفقاتها النقدية المستقبلية.

٧/١ خطة البحث:

لتحقيق أهداف البحث واشتقاق فروضة واختبارها تم تقسيم البحث إلى الأقسام التالية:

١. الإطار العام للبحث.
٢. الإطار النظري واشتقاق فروض البحث.
٣. النموذج المقترح لقياس أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر والمنافسة والوقتية على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية.
٤. الدراسة الميدانية.
٥. الخلاصة والنتائج والتوصيات.

ثانياً: الإطار النظري واشتقاق فروض البحث

يتناول الباحث في هذا الجزء بالشرح والتحليل الإطار النظري والدراسات السابقة التي سيتم الاعتماد عليها في اشتقاق فروض البحث وذلك بعرض وتحليل مفهوم المخاطر وأنواعها ومفهوم وأهمية الإفصاح عن المخاطر وأهم النظريات المفسرة لدوافع الإدارة المتعلقة بالإفصاح الاختياري عن المخاطر، والمحتوى الإعلامي للإفصاح الاختياري عن المخاطر، وأثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية واشتقاق الفرض الأول والثاني، وأثر المنافسة كمتغير معدل لتأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية واشتقاق الفرض الثالث والرابع، وينتهي الجزء النظري بشرح وتحليل أثر توقيت إصدار التقارير المالية كمتغير معدل لتأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية واشتقاق الفرض الخامس والسادس وذلك على النحو التالي:

١/٢ الإفصاح عن المخاطر:

يستعرض الباحث في هذا الجزء أهم ما ورد في الفكر المحاسبي عن مفهوم المخاطر وأهمية الإفصاح عنها والنظريات المفسرة لدوافع الإدارة المتعلقة بالإفصاح عن المخاطر وذلك على النحو التالي:

١/١/٢ مفهوم المخاطر وأنواعها:

بالرغم من وجود العديد من الدراسات التي تناولت موضوع الإفصاح عن المخاطر إلا أنه لا يوجد اتفاق عام على تعريف محدد للمخاطر سوى المعنى الذي يتبادر لأذهان الكثيرين من أنها تعنى الخطر أو الخسارة أو الأذى أو الضرر، وطبقاً للبعض فإن المخاطر تعني عدم التأكد المرتبط بالمكاسب والخسائر المحتملة (Solmon et al. 2000)، وطبقاً لمعهد المحاسبين القانونيين بإنجلترا وويلز فإن المخاطر تعني "عدم التأكد المتعلق بمبلغ المنافع" موضحاً أن مصطلح عدم التأكد يحمل في معناه احتمال المكسب والخسارة (ICAEW, 2006)، وطبقاً للبعض الآخر فإن المخاطر تتضمن امكانية الضرر والمكاسب على حد سواء كنتيجة محتملة للظروف المستقبلية غير المتوقعة (Linsley & Shrivs 2006)، وطبقاً لمعهد المحاسبين القانونيين بإنجلترا وويلز فإنه يجب التمييز بين المخاطر القابلة للقياس وعدم التأكد غير القابل للقياس، وأن معظم مخاطر الأعمال غير مؤكده بمعنى أنها غير قابلة للقياس، وطبقاً له فإن المخاطر تعتبر فكرة ذاتية عن الأخطار الحقيقية التي تواجه الأفراد والمنظمات والتي قد لا تكون قابلة للقياس (ICAEW, 2011).

مما سبق يتضح أن المخاطر جزء لا يتجزء من ممارسة الأعمال، وتعني احتمال وقوع حدث أو أحداث معينة يمكن أن تؤثر على قدرة الشركات على تحقيق أهدافها الاستراتيجية أو التزامها بالنظم والقوانين المختلفة، وأن المخاطر لا تعني بالضرورة فقط الأخطار الحالية والمستقبلية التي تتعرض أو يمكن أن تتعرض لها الشركات والتي من المحتمل أن تنعكس أثارها السلبية على قدرتها على تحقيق أهدافها وبالتالي قدرتها على البقاء والاستمرار بل قد تتضمن الفرص المستقبلية التي يمكن أن تتاح أمامها والتي باستغلالها يمكن أن تنعكس أثارها الإيجابية على قدرتها على تحقيق أهدافها وتعزيز قيمتها واستدامة أعمالها.

وفيما يتعلق بأنواع المخاطر فقد أوردت الدراسات السابقة الكثير من التصنيفات لأنواع المخاطر تدور في معظمها حول تصنيف المخاطر إلى نوعين أساسيين هما المخاطر المالية والمخاطر غير المالية وذلك على النحو التالي (Coyle, 2002; Cabedo and Tirado, 2004):

المخاطر المالية: وهي المخاطر التي يتم الإفصاح عنها بشكل إلزامي طبقاً للمعايير المحاسبية وتتمثل في مخاطر تغيرات سعر العملة أو أسعار الأدوات المالية وهي ما يطلق عليه مخاطر السوق ومخاطر الائتمان ومخاطر السيولة ومخاطر تقلبات أسعار الفائدة.

المخاطر غير المالية: وهي المخاطر التي يتم الإفصاح عنها بشكل اختياري وتنقسم إلى نوعين هي مخاطر الأعمال والمخاطر الاستراتيجية؛ مخاطر الأعمال وترتبط بخطر المنتج والمتمثل في الابتكارات التكنولوجية وتصميم المنتج وتسويقه، ومخاطر التشغيل المتمثلة في أمن المعلومات ومخاطر العماله

والمخاطر المتعلقة بالمواد الخام وغيرها من المدخلات، أما المخاطر الاستراتيجية فترتبط بالتغيرات في الظروف الاقتصادية والسياسية والتشريعية والمنافسة.

2/1/2 مفهوم وأهمية الإفصاح عن المخاطر:

عرف البعض الإفصاح عن المخاطر بأنه تضمين التقارير السنوية المعلومات المتعلقة بأي فرصة أو احتمال أو خطر أو ضرر أو تهديد قد أثر أو له تأثير محتمل على أعمال المنشأة أو على إدارة أي فرصة أو احتمال أو أي خطر أو ضرر أو تهديد (Linsley & Shrives 2006)، وعرفه البعض الآخر بشكل أكثر تفصيلاً على أنه تضمين التقارير المالية السنوية المعلومات التي تتعامل مع تقديرات وأحكام الإدارة والاعتماد على السياسات المحاسبية القائمة على السوق مثل التدهور في قيمة الأصول، والتحوط من خلال استخدام المشتقات، والأدوات المالية، والقيمة العادلة، والمعلومات غير المالية عن المخاطر الاستراتيجية ومخاطر التشغيل والتوظيف والمخاطر الأخرى الاقتصادية والسياسية ومخاطر الرقابة الداخلية وإدارة المخاطر (Hassan 2009; Miihkinen 2013)، كما عرفه البعض على أنه نشر معلومات كمية أو وصفية عن عدم التأكد والمخاطر التي تواجه المنشأة مثل المخاطر المالية التي تتضمن مخاطر سعر الفائدة ومخاطر سعر صرف العملات الأجنبية ومخاطر السيولة، ومخاطر الأعمال مثل عدم رضا العملاء وفشل المنتجات والخدمات في تلبية رغبات العملاء، والمخاطر الاستراتيجية مثل مخاطر المنافسة والمخاطر في مجال الصناعة، ومخاطر عدم الامتثال للوائح والقوانين التي تحكم أعمال المنشأة، ومخاطر أمن المعلومات وغيرها من المخاطر المختلفة التي يمكن أن تواجه منشآت الأعمال (ICAEW, 1997; Linsley & Shrives, 2006).

مما سبق يمكن القول بأن الإفصاح عن المخاطر يعني تضمين التقارير المالية كافة المعلومات التي يمكن أن تؤثر على عدم التأكد المتعلق بالأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية سواء كانت معلومات كمية أو وصفية تاريخية أو مستقبلية.

وتتمثل أهمية الإفصاح عن المخاطر في أنه يعمل على تحسين شفافية التقارير المالية ويجعلها أكثر ملائمة لاحتياجات المستخدمين وأكثر موثوقية. ويرى البعض أن التوسع في الإفصاح عن المخاطر يحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين وغيرهم من أصحاب المصالح من ناحية والإدارة التي تمتلك المعلومات عن المخاطر الحالية والمستقبلية وأثارها المحتملة على الأداء والتدفقات النقدية المستقبلية من ناحية أخرى، وأن الإفصاح عن المخاطر سيؤدي إلى زيادة وعي وفهم المستثمرين والمقرضين للمخاطر التي تواجه المنشآت وقدرتها على تجنب أو التخفيف من الآثار المحتملة لها وهو ما سينعكس بالإيجاب على قراراتهم الاقتصادية المتعلقة بالاستثمار في تلك المنشآت وتوفير التمويل اللازم لها، وبالتالي التقليل من مشكلة الاختيار العكسي وتحسين توزيع الموارد وكفاءة سوق المال (Solmon et al., 2000; Abraham & Cox, 2007; Linsley & Shrivives, ICEW, 2011; Ntim et al., 2013).

وعرف البعض القيمة المعلوماتية للإفصاح عن المخاطر risk disclosure informativeness بأنها المدى الذي يمكن أن يخفض فيه التقرير عن المخاطر من عدم التأكد المتعلق بمنشآت الأعمال وينقل المعلومات المستقبلية للمستثمرين الخارجيين وهو ما يساعدهم على تحسين توقعاتهم عن الأرباح المستقبلية وتضمين المزيد من المعلومات الخاصة بالشركة في سعر السهم (Moumen et al., 2015).

ويرى البعض أن الإفصاح عن المخاطر المستقبلية له أثر إيجابي على تحسين دقة توقعات المحللين الماليين المتعلقة بقيمة وأرباح المنشأة (Beretta & Bozzolan, 2004)، وأكد معهد المحاسبين القانونيين بإنجلترا وويلز على أن الإفصاح عن المخاطر يمكن أن يؤدي إلى تحسين عملية مساءلة الإدارة عن دورها في الإشراف والرقابة والتعامل مع المخاطر التي تواجه منشآت الأعمال، وتحسين عملية إدارة المخاطر، وحماية المستثمرين، وزيادة منفعة التقارير المالية (ICAEW, 1997; 2002).

وطبقاً للبعض فإن تلبية حاجة المستثمرين بالإفصاح عن المزيد من المعلومات عن المخاطر المختلفة يساعد المستثمرين على تنويع محافظهم الاستثمارية لتقليل مخاطر السوق إلى أقل مستوى ممكن،

ويخفض من تكلفة الرقابة المرتبطة بهذه المخاطر (Khlifi and Bouri, 2010; Uddin and Hassan, 2011).

ويؤكد البعض على أهمية الإفصاح عن المخاطر مشيراً إلى أنه يجعل التقارير المالية أكثر منفعة للمستخدمين، ويعمل على زيادة الثقة في الإدارة وقدرتها على تحديد وإدارة المخاطر المستقبلية التي تواجهها الشركات، وعلى تحسين قدرتها الائتمانية، وبناء علاقات إيجابية بينها وبين الأطراف المختلفة وهو ما قد يكون له انعكاس إيجابي على قيمة الشركة (Mokhtar and Mellet, 2013; Elshandidy et al., 2013; Miihkinen, 2012; Chen & Reborts, 2010).

٣/١/٢ النظريات المفسرة لدوافع الإفصاح عن المخاطر:

توجد العديد من النظريات المفسرة لدوافع الإدارة المتعلقة بالإفصاح عن المخاطر، فطبقاً لنظرية حوكمة الشركات ونظرية الوكالة فإن الإفصاح عن المخاطر يمكن أن يخفف من حدة مشكلة الوكالة ومشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وغيرها من أصحاب المصالح. وطبقاً للنظرية المؤسسية والتشريعية فإن الإفصاح عن المخاطر يعزز من سمعة الشركة وهو ما يمكنها من تحقيق أهدافها بالتعاون مع المجتمع بشكل كبير. وطبقاً لنظرية أصحاب المصالح فإن الإفصاح عن المخاطر يساعد الشركات في الحصول على الدعم اللازم لتحقيق أهدافها من جانب كل من أصحاب المصالح والجهات التنظيمية المختلفة، كما وأنه يساعدها في الحصول على التمويل المطلوب بتكلفة منخفضة نتيجة تحسين سمعتها وصورتها (Ntim et al., 2013). وطبقاً لنظرية الإشارة فإن الإفصاح عن المخاطر يمكن من خلاله أن تقوم الإدارة بإرسال إشارات للمستثمرين والمقرضين وغيرهم من أصحاب المصالح والسوق ككل عن قدرة الإدارة على تحديد وتقييم وإدارة المخاطر التي تواجهها وتجنب أو التخفيف من الآثار السلبية المحتملة لها على الأداء والتدفقات النقدية المستقبلية، وهو ما يعزز من سمعتها ويوفر لها فرص أفضل في إدارة الشركات المختلفة.

واستخدم البعض نظرية تكلفة الملكية (Proprietary cost) في تفسير عدم رغبة العديد من الشركات في الإفصاح عن المزيد من معلومات المخاطر وخاصة تلك التي تتسم بالحساسية التجارية والسياسية والتي يمكن أن تستخدمها الأطراف الخارجية (المنافسون أو جماعات الضغط) بما يضر بمصالح تلك الشركات، وطبقاً لتلك النظرية فإن قرار الإفصاح عن المعلومات يعتبر دالة في التكلفة المترتبة عليه، وتتحمل الشركات تكلفة الإفصاح في حالة وجود أي نقص في التدفقات النقدية المستقبلية نتيجة ذلك الإفصاح، وتستخدم نفس وجهة النظر السابقة في تفسير التكاليف الناتجة عن الإفصاح عن الأخبار السيئة والتي تتحملها الشركات نتيجة عزوف المستثمرين عن الاستثمار في الشركات التي تفصح عن أخبار سيئة، ومع ذلك فإن الإفصاح عن الأخبار السيئة قد يمنع المنافسين من الدخول في السوق خوفاً من الآثار السلبية لتلك الأخبار وهو ما قد يؤدي إلى زيادة التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، والعكس تماماً هو ما يحدث في حالة الإفصاح عن الأخبار الجيدة التي تشجع على الاستثمار في الشركات وهو ما ينتج عنه زيادة في التدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل، وهو ما يشجع في نفس الوقت المنافسين على الدخول في السوق لتحقيق مزيد من المكاسب وهو ما قد يترتب عليه انخفاض التدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل (Healy et al. 1999; Cormier et al. 2005; Abraham and Shrivess, 2014).

ويرى البعض أن تحديد حجم ونوعية معلومات المخاطر التي يجب الإفصاح عنها يمثل معضلة للإدارة التي يجب أن تعمل على تحقيق التوازن بين المنفعة والتكلفة المترتبة على ذلك الإفصاح؛ فعدم الإفصاح عن المخاطر التي تواجه منشآت الأعمال واستراتيجيتها المتعلقة بإدارة تلك المخاطر سيرسل إشارة سلبية للمستثمرين والمقرضين وغيرهم من أصحاب المصالح عن إدارة تلك الشركات وعدم قدرتها على تحديد وتقييم وإدارة المخاطر وهو ما سينعكس بالسلب على أسعار وعوائد أسهمها وعلى تكلفة المديونية، وإذا كان الإفصاح عن المخاطر أكثر شفافية ويعكس المخاطر التي تواجهها الشركات وأدواتها في السيطرة على تلك المخاطر سيجعل ذلك الإدارة تتحمل تكلفة تلك الشفافية سواء كانت تكلفة تجارية أو سياسية (Marshall and Weetman, 2007; Cormier et al., 2005).

وطبقاً للبعض يمكن استخدام نوعين من النظريات في تفسير دوافع الإفصاح عن المخاطر؛ هما النظرية الاقتصادية والنظرية الاجتماعية والسياسية (Linsely and Shrives, 2000; Hassan, 2009; Oliveira et al., 2013) ، ويقوم مدخل النظرية الاقتصادية على تحقيق المنفعة الذاتية وتعظيم الربحية من الوكالة الاقتصادية، وطبقاً لهذا المدخل يمكن استخدام نظرية الوكالة أو نظرية التكاليف السياسية أو نظرية الإشارة ونظرية تكلفة الملكية في تفسير دوافع الإفصاح عن المخاطر (Hassan, 2009) ، ويقوم مدخل النظرية الاجتماعية والسياسية على استخدام العلاقات الاجتماعية والسياسية التي تربط بين المنشأة وأصحاب المصالح في تفسير دوافع الإفصاح عن المخاطر (Oliveira et al., 2013).

ويرى البعض أن هناك مدخلين من مداخل النظرية المؤسسية يمكن استخدامها في تفسير دوافع الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية الأول هو مدخل المحاكاة؛ وطبقاً له فإن الإفصاح عن المخاطر سيفقد قيمته إذا مارسته الإدارة باعتباره نشاط روتيني يتم القيام به لمحاكاة المنشآت الأخرى ويكون في شكل رمزي ولا يتغير بمرور الوقت ولا يتم مراجعته ولا يعكس المخاطر الفعلية التي تتعرض لها الشركات وبالتالي فهو غير ذي فائدة، والثاني هو المدخل المعياري؛ ويقوم على افتراض أن الإفصاح عن المخاطر يجب أن يتم تعديله بمرور الوقت ليعكس المخاطر الحقيقية التي تواجهها الشركات والتي تتغير بتغير الظروف والأحداث، وبالتالي فإن الإفصاح عن المخاطر طبقاً لهذا المدخل يعتبر أكثر فائدة للمستخدمين (Abraham and Sherives, 2014).

وطبقاً للبعض فإن المنشآت يجب أن تستجيب للضغوط الناتجة عن زيادة المخاطر التي تتعرض لها بالإفصاح عن المزيد من المعلومات المتعلقة بالمخاطر لمقابلة توقعات المجتمع حتى يتم قبولها في المجتمع الذي تعمل فيه، ويتولد لديها الدافع لمحاكاة المنشآت الأخرى التي تعمل في نفس المجال والتي تقوم بالإفصاح عن المزيد من معلومات المخاطر عندما يرتفع مستوى المخاطر التي تتعرض لها لتأكيد قدرتها على تحديد وإدارة تلك المخاطر بكفاءة (Elshandidy, Farser and Hussainey, 2015; Chen and Roberts, 2010).

٢/٢ المحتوى الإعلامي للإفصاح الاختياري عن المخاطر:

نال مدخل المحتوى الإعلامي للإعلان عن المعلومات المحاسبية المالية وغير المالية اهتمام الكثير من الباحثين في الآونة الأخيرة بوصفه أحد أهم المداخل المستخدمة في تفسير وتحليل المعلومات المفصح عنها بالتقارير المالية وما تتضمنه من إشارات ذات قيمة للمستفيدين من المستثمرين والمقرضين وغيرهم من أصحاب المصالح لمساعدتهم في ترشيد قراراتهم الاقتصادية، ويهدف منهج المحتوى الإعلامي للإعلان عن المعلومات المحاسبية إلى ربط المعلومات التي يتم الإفصاح عنها من خلال التقارير المالية للشركات بعمليات تقييم الأوراق المالية من جانب وتضييق فجوة التباين في التنبؤات الخاصة بالأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية لمنشآت الأعمال بين المستثمرين والإدارة من جانب آخر (عقل، يوسف، ٢٠١٠).

ويرى البعض أنه بالرغم من أهمية الإفصاح الاختياري عن المخاطر ودوره في توفير معلومات مفيدة للمستثمرين والمقرضين يمكن أن تساعد في تحسين توقعاتهم المتعلقة بالأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية وبالتالي ترشيد قراراتهم الاقتصادية إلا أن الكثير من الشركات لا توفر معلومات كافية وذات معنى عن المخاطر التي تتعرض لها في تقاريرها السنوية (Jia et al., 2017) ، ويؤكد على ما سبق ما انتهت إليه العديد من الدراسات المتعلقة بهذا المجال من انخفاض ملائمة المحتوى الإعلامي لمعلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها بشكل اختياري للمستثمرين والمقرضين، وفسرت ذلك بأن الواقع العملي يشير إلى أن معظم معلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها بشكل اختياري تنسم بأنها معلومات عامة وصفية تاريخية لا تعبر عن المخاطر الفعلية التي تواجه الشركات وهو ما ترتب عليه تجاهل تلك المعلومات من جانب المستثمرين والمقرضين عند صياغة قراراتهم الاقتصادية المتعلقة بتلك الشركات (Linsely and Shrives, 2005, 2006; Dobler et al., 2011; Abraham and Shrives, 2014).

ويمكن قياس المحتوى الإعلامي لمعلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها بشكل اختياري في التقارير السنوية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية من خلال التركيز على الدلالات اللفظية لمحتوى الجمل والكلمات المستخدمة في الإفصاح عن المخاطر وذلك من خلال تطبيق الإطار الذي اقترحه (Beretta and Bozzolan, 2008) للإفصاح عن المخاطر والذي تضمن ثلاث جوانب أساسية تتمثل

في كمية ونطاق وعمق الإفصاح عن المخاطر وذلك كما يلي:

١/٢/٢ كمية الإفصاح عن المخاطر:

يمكن قياس كمية معلومات المخاطر المفصح عنها من خلال عدد الجمل المفصح عنها والتي تتضمن في محتواها ما يدل على المخاطر، ويرى البعض أنه بالرغم من أن كمية المعلومات المفصح عنها لا تعتبر مقياس صالح لقياس جودة الإفصاح إلا أنها تشير إلى الجهد المبذول من جانب الشركة في توفير معلومات شاملة عن المخاطر للمستخدمين (Beretta and Bozzolan, 2008)، وانتهى البعض إلى وجود علاقة طردية معنوية بين كمية معلومات المخاطر المفصح عنها وجودة هذا الإفصاح (Miihkinen, 2012)، ويرى البعض الآخر أن كمية المعلومات يمكن أن تمثل أحد جوانب جودة الإفصاح طالما أن المعلومات المفصح عنها تخص المخاطر التي تواجه الشركة وتمتد للمستخدمين بمعلومات مفيدة تساعدهم على صياغة قراراتهم الاقتصادية بشكل رشيد (Jia et al., 2017)، ويؤكد البعض على أن كمية معلومات المخاطر التي تتضمنها التقارير السنوية تعتبر أحد المدخلات الأساسية في قرارات المستثمرين (إبراهيم، ٢٠١٦).

٢/٢/٢ نطاق الإفصاح عن المخاطر:

يتضمن نطاق الإفصاح عن المخاطر نوعية معلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها وما إذا كانت معلومات عامة عن أنواع المخاطر التي يتعرض لها القطاع أو معلومات تخص الشركة والمخاطر التي تواجهها، ويشير البعض إلى أن الإفصاح عن معلومات المخاطر التي تخص الشركة أو جوانب محددة منها يتسم بالجودة لأنه يساعد المستخدمين على التقييم الدقيق للمخاطر مقارنة بالإفصاح عن معلومات المخاطر التي يتعرض لها القطاع التي تعتبر معلومات عامة وغامضة وغير كافية (Beretta and Bozzolan, 2008; Olivera et al., 2011)، وتشير نتائج الكثير من الدراسات الميدانية إلى أن معظم الشركات تقوم بالإفصاح عن معلومات نمطية وعامة عن المخاطر ولا تقوم بالإفصاح عن معلومات المخاطر التي تخصها (Linsley and Shrivess, 2005; Campble et al., 2014; Dominguez and Gamez, 2014)

٣/٢/٢ عمق الإفصاح عن المخاطر

يتضمن عمق الإفصاح عن المخاطر كل من التوجه الزمني لمعلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها، ونوعية الإفصاح، والإشارة الاقتصادية التي تتضمنها المعلومات المفصح عنها. وفيما يتعلق بالتوجه الزمني للمعلومات المفصح عنها وما إذا كانت معلومات تاريخية أو مستقبلية؛ فيرى البعض أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية المتعلقة بالمخاطر يعد أكثر فائدة للمستثمرين مقارنة بالإفصاح عن المعلومات التاريخية ويلعب دورا هاما في زيادة دقة توقعات المحللين المرتبطة بالأرباح المستقبلية وفي مساعدة المستثمرين على التقييم الدقيق للمخاطر والأداء المستقبلي وتعديل قراراتهم الاستثمارية بناء على تلك المعلومات (Linsely and Shrieves, 2006; Beretta and Bozzolan, 2008; Miihkinen, 2012)، ويرى البعض إلى أنه بالرغم من أهمية الإفصاح عن المخاطر المستقبلية إلا أن الممارسة العملية تشير إلى محدودية الإفصاح عن تلك المعلومات في التقارير المالية للشركات (Woods and Reber, 2003; Beretta and Bozzolan, 2004)، ويؤكد البعض الآخر على أن الإدارة تفضل الإفصاح عن المعلومات التاريخية وتتجنب الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وذلك لأنها مبنية على توقعات غير مؤكدة ويمكن أن

تعرضها للمساءلة في حال خطأ تلك التوقعات (Linsely and Shrieves, 2005; Olivera et al., 2011).

وفيما يتعلق بنوعية معلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها وما إذا كانت معلومات كمية أو وصفية؛ فالمعلومات الكمية قد تكون في شكل نقدي أو غير نقدي، أما المعلومات الوصفية فهي معلومات سردية غير كمية، ويؤكد البعض على أهمية الإفصاح الكمي لأنه يوفر معلومات ذات قيمة تساعد المستخدمين على تقييم المخاطر التي تتعرض لها الشركات وتخفيض مستوى عدم التأكد المرتبط بالتغيير في قيمتها بشكل أكثر دقة (Beretta and Bozzolan, 2008; Linsmeier, et al., 2002)، ويرى البعض أن الإفصاح الاختياري الوصفي (السردية) عن المخاطر يلعب دوراً جوهرياً في علاج قصور الإفصاح الإلزامي وتحسين شفافية التقارير المالية وتضييق الفجوة المتعلقة بعدم التأكد الناتجة عن عدم تماثل المعلومات بين الإدارة من جانب والمستثمرين والمقرضين وغيرهم من أصحاب المصالح من جانب آخر وهو ما يساعد على تحسين كفاءة السوق (Kravet and Mouslu, 2013)، ويؤكد البعض على أن معظم الشركات تقوم بالإفصاح عن المخاطر في شكل عبارات وصفية تركز على المخاطر الماضية والحالية بشكل أكثر مقارنة بالمخاطر المستقبلية (Lajel and Zehal, 2005; Dobler et al., 2011; Mokhtar and Mellet, 2013).

ويقصد بالإشارة الاقتصادية التي تتضمنها معلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها طبيعة المعلومات التي يتم الإفصاح عنها وما إذا كانت تتضمن أخبار جيدة أو سيئة، ويرى البعض أن الإفصاح عن كل من المعلومات الجيدة والسيئة المتعلقة بالمخاطر يجعل الإفصاح عن المخاطر أكثر فائدة للمستخدمين (Zhang et al., 2013)، ويرى البعض الآخر أن المنشآت قد تفضل الإفصاح عن معلومات المخاطر التي تحمل إشارات أو أخبار سيئة لتجنب الالتزام أمام أصحاب المصالح ولتجنب انهيار سمعتها في حالة فشلها في الحفاظ على قيمة المنشأة (Collins et al. 2013)، وعلى العكس من ذلك يشير البعض إلى أن الإدارة تفضل الإفصاح عن معلومات المخاطر التي تحمل إشارات أو أخبار جيدة لتوصيل رسالة للسوق عن قدرتها وكفاءتها في تحديد وقياس وإدارة المخاطر التي تتعرض لها ولتقليل احتمالية أن يتم تقييمها في السوق بأقل من قيمتها (Linsely and Shrieves, 2006; Zhang et al. 2013).

وطبقاً للبعض فإن معلومات المخاطر التي يتم التقرير عنها تتسم بأنها معلومات وصفية تاريخية غير مالية وتحمل أخبار جيدة (Ntim et al., 2013)، ويؤكد البعض الآخر على أن معلومات المخاطر التي يتم التقرير عنها وخاصة في وقت الأزمات تتسم بأنها معلومات نقدية مستقبلية وتحمل أخبار جيدة (Marzouk, 2016).

٣/٢ أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم:

بالرغم من الجهود المختلفة للجهات التنظيمية والمهنية والتي تطالب وتشجع الشركات على الإفصاح عن طبيعة وأنواع المخاطر التي تواجهها وجهودها المتعلقة بإدارة تلك المخاطر وتأثيرها المحتمل على الأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية في تقاريرها السنوية، إلا أن الإفصاح عن المخاطر ما زال اختياري إلى حد كبير، وبالرغم من وجود العديد من الدراسات التي اختبرت ملائمة المعلومات المالية التي يتم الإفصاح عنها بشكل إلزامي في التقارير السنوية إلا أن قياس واختبار ملائمة معلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها بشكل اختياري لاحتياجات المستثمرين والمقرضين وتأثيرها على قراراتهم تحتاج لمزيد من الدراسة (Moumen et al., 2015).

ومن أهم الدراسات التي تناولت أثر الإفصاح عن المخاطر على أسعار وعوائد الأسهم دراسة (Deumes 2008) التي استهدفت تحليل محتوى نشرات الطرح الأولى لعدد من الشركات الهولندية لتحديد مستوى الإفصاح عن المخاطر في تلك النشرات ومدى ملائمة ذلك الإفصاح للمستثمرين المحتملين وتأثيره على الأسعار المستقبلية لأسهم تلك الشركات، وانتهت إلى أن الإدارة تفصح بشكل سردي عن المخاطر

الداخلية والخارجية التي تواجهها، كما انتهت إلى وجود تأثير عكسي للإفصاح عن المخاطر على أسعار وعوائد الأسهم المستقبلية.

ودراسة (Li 2008) التي استهدفت قياس قدرة سوق الأسهم على استيعاب المعلومات السردية المتعلقة بالمخاطر التي يتم الإفصاح عنها في التقارير السنوية وانعكاسها على الأرباح والعوائد المستقبلية، وانتهت إلى أن الإفصاح عن المزيد من المعلومات المتعلقة بالمخاطر يرتبط بإنخفاض جوهري في الأرباح المستقبلية، وهو ما يعني وجود علاقة عكسية بين الإفصاح عن المخاطر والأرباح والعوائد المستقبلية.

ودراسة (Kotharie et al. 2009) التي اختبرت الآثار الاقتصادية للإفصاح عن المخاطر في كل من التقارير السنوية (10K)، والتقارير الفترية (10Q)، والتقارير الصحفية، وتقارير المحللين الماليين وغيرها من المصادر الأخرى على كل من تكلفة ملكية المعلومات، وعوائد الأسهم، وتوقعات المحللين الماليين، وانتهت إلى أن الإفصاح الإيجابي (الأخبار الجيدة) عن المخاطر يؤدي إلى انخفاض جوهري في كل من تكلفة الملكية، والتقلب في عوائد الأسهم، وتشتت توقعات المحللين المتعلقة بالأرباح المستقبلية، وعلى العكس من ذلك فقد توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح السلبي عن المخاطر (الأخبار السيئة) يؤدي إلى زيادة جوهرياً في كل من تكلفة الملكية، والتقلبات في عوائد الأسهم، والتشتت في توقعات المحللين المتعلقة بالأرباح المستقبلية.

واستهدفت دراسة (Uddin and Hassan 2011) تطوير مؤشر لقياس مستوى الإفصاح عن المخاطر في التقارير المنشورة للشركات المسجلة في سوق المال الإماراتي، واختبار العلاقة بين مؤشر الإفصاح عن المخاطر والتقلب في أسعار الأسهم خلال عدد من الفترات بعد إصدار التقارير المالية لتلك الشركات، وانتهت إلى عدم وجود علاقة خطية بين مؤشر الإفصاح عن المخاطر والتذبذب في أسعار الأسهم بعد إصدار التقارير السنوية.

وفي ذات السياق اختبرت دراسة (Kravet and Muslu 2013) العلاقة بين التغير في الإفصاح السردية عن المخاطر في تقرير (10-K) والتغير في أسعار وعوائد الأسهم، وأنشطة المحللين خلال شهرين قبل وبعد نشر التقرير، وانتهت إلى أن زيادة الإفصاح عن المخاطر يرتبط بعلاقة طردية مع الزيادة في تقلب عوائد الأسهم وأحجام التداول، وفي تشتت توقعات المحللين المتعلقة بالأرباح المستقبلية ومراجعة هذه التوقعات.

واستهدفت دراسة (Miihkinen 2013) اختبار مدى استفادة المستثمرين من جودة معلومات المخاطر المفصحة عنها في التقارير المالية للشركات الفنلندية، وانتهت إلى أن جودة الإفصاح عن المخاطر والتي تم قياسها بكمية معلومات المخاطر المفصحة عنها ومدى تغطيتها لمجالات المخاطر المختلفة تؤثر سلباً على عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستخدمين وهو ما انعكس بدوره على زيادة حجم التداول.

واختبرت دراسة (Campble et al. 2014) ملائمة الإفصاح الإلزامي عن عوامل المخاطرة في الشركات الأمريكية لاحتياجات المستثمرين، وانتهت إلى أن ارتفاع مستوى المخاطر التي تواجهها الشركات ينعكس بشكل إيجابي على ارتفاع مستوى الإفصاح عن تلك المخاطر، وأن المشاركين في السوق ومنهم المستثمرين يستخدمون معلومات المخاطر المفصحة عنها من خلال التقارير المالية في تقييم مستوى المخاطر التي تتعرض لها الشركات وأسعار أسهمها، وهو ما يعني أن الإفصاح عن المخاطر ذا قيمة معلوماتية للمستثمرين ويتم تضمينه في قراراتهم الاقتصادية.

وبخلاف ما توصلت إليه الكثير من الدراسات السابقة انتهت دراسة (Bao and Datta 2014) إلى أن 67% من معلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها ليس لها تأثير على فهم وتقييم المستثمرين للمخاطر التي تواجه منشآت الأعمال والتي يمكن أن تؤثر على أرباحها المستقبلية، وبالتالي فإن الإفصاح عن مثل هذه المعلومات ليس له قيمة أو منفعة للمستثمرين ولا ينعكس على قراراتهم الاقتصادية، وفسرت الدراسة ذلك بأن المنشآت غالباً ما تفصح بشكل اختياري عن معلومات مخاطر نمطية غير مفيدة، وأوضحت أن الواقع العملي يشير إلى أن معلومات المخاطر التي يمكن أن يكون لها قيمة معلوماتية لدى

المستثمرين وتؤثر على قراراتهم الاقتصادية تتمثل في معلومات المخاطر المتعلقة بالمخاطر المنتظمة ومخاطر التمويل ومخاطر الائتمان.

واستهدفت دراسة (Moumen et al. (2015) اختبار ما إذا كان الإفصاح الاختياري عن المخاطر في التقارير السنوية يتضمن قيمة معلوماتية للمستثمرين ويساعدهم على التنبؤ بالأرباح المستقبلية في عدد من الشركات المدرجة في عدد من أسواق المال الناشئة خلال الفترة من عام ٢٠٠٧ إلى عام ٢٠٠٩، وانتهت إلى وجود علاقة موجبة بين الإفصاح الاختياري عن المخاطر وقدرة السوق على التنبؤ بالتغيرات في الأرباح المستقبلية، كما انتهت إلى أن مستوى المنافسة التي تواجهها الشركات يحد من ملائمة وفائدة معلومات المخاطر المفصح عنها في التقارير السنوية للمستثمرين وهو ما يدفعهم للبحث عن مصادر أخرى تساعدهم على التنبؤ بالتغيرات المتوقعه في الأرباح المستقبلية.

واستهدفت دراسة (Hope et al. (2016) اختبار مستوى خصوصية معلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها في التقارير السنوية (10K)، ومحددات تلك الخصوصية، ورد فعل السوق تجاه الإفصاح عن معلومات المخاطر التي تخص الشركات، وانتهت إلى أن ارتفاع تكلفة ملكية المعلومات الناتج عن ارتفاع مستوى المنافسة يرتبط بعلاقة عكسية مع مستوى الخصوصية في معلومات المخاطر التي تفصح عنها الشركات، وإلى أن رد فعل السوق تجاه الإفصاح عن عوامل المخاطر طبقاً لتقرير (10K) يرتبط بشكل إيجابي وجوهري بخصوصية معلومات المخاطر المفصح عنها من خلال تلك التقارير وهو ما يعني أن الإفصاح عن المزيد من معلومات المخاطر التي تخص الشركات يعتبر أكثر فائدة وفعالية للمستثمرين وينعكس بشكل إيجابي على قراراتهم الاقتصادية.

وفيما يتعلق بسوق المال السعودي فقد استهدفت دراسة (إبراهيم، ٢٠١٥) فحص واختبار الآثار الاقتصادية للإفصاح عن المخاطر في التقارير المالية للشركات المقيدة بسوق المال السعودية على قرارات المستثمرين خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٣، وانتهت إلى وجود علاقة عكسية جوهرية بين الإفصاح عن المخاطر المالية وحجم تداول أسهم الشركات محل الدراسة، وإلى عدم وجود علاقة جوهرية بين الإفصاح عن المخاطر غير المالية وحجم التداول.

وفي ذات السياق استهدفت دراسة (Al-Maghzom et al. (2016) اختبار مدى ملائمة الإفصاح الاختياري عن معلومات المخاطر في البنوك السعودية المدرجة في سوق المال السعودية، وانتهت إلى عدم وجود علاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري عن معلومات المخاطر وقيمة المنشأة السوقية والتي تم قياسها بنسبة القيمة السوقية إلى الدفترية (MTBV)، وإلى وجود علاقة موجبة بين مستوى الإفصاح الاختياري عن معلومات المخاطر وقيمة المنشأة من وجهة نظر القياس المحاسبي معبرا عنها بمعدل العائد على الأصول (ROA).

يتضح مما سبق اختلاف نتائج الدراسات السابقة المتعلقة بأثر الإفصاح عن معلومات المخاطر على أسعار وعوائد الأسهم، كما وأن معظم هذه الدراسات تم تطبيقها على الدول المتقدمة، وركز معظمها على العلاقة بين الإفصاح الإلزامي عن المخاطر وأسعار وعوائد الأسهم، وبالرغم من أن هناك بعض الدراسات قد تم تطبيقها على سوق المال السعودي لقياس الآثار الاقتصادية للإفصاح الاختياري إلا أنها ركزت على قياس أثر الإفصاح عن المخاطر على حجم التداول (إبراهيم، ٢٠١٥)، وعلى قياس أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على العائد على الأصول (Al-Maghzom et al., 2016)، ولم تتناول أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وهو ما دفع الباحث لاختبار هذا الأثر في سوق المال السعودي، ويتوقع الباحث أن يؤثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على إدراك المستثمرين لطبيعة المخاطر التي تواجهها منشآت الأعمال والآثار المحتملة لها وهو ما يساعدهم على ترشيد قراراتهم الاقتصادية المتعلقة بالاستثمار في الأسهم وانعكاس ذلك على أسعار وبالتالي عوائد الأسهم، وعلى ذلك يمكن اشتقاق فرض الدراسة الأول على شكل فرض العدم التالي:

١. لا يوجد تأثير معنوي للإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم.

٤/٢ أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية:

طبقاً لنظرية الوكالة فإن إصدار الديون يترتب عليه ظهور مشكلة الوكالة ومشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمقرضين باعتبارهم من الأطراف الخارجية التي ليس لديها صلاحية أو سلطة الحصول على المعلومات التي تساعد على تقييم مخاطر الشركات الحالية والمستقبلية وهو ما يجعل المقرضين يقدمون اتفاقيات الديون التي تفرض الكثير من القيود على الشركات لضمان حصولهم على حقوقهم المترتبة على تلك الديون وهو ما ينتج عنه ارتفاع تكلفة الوكالة وبالتالي تكلفة المديونية (Armstrong et al., 2010). ويرى البعض أن التوسع في الإفصاح الاختياري بوجه عام يمكن أن يؤدي إلى تخفيض تكلفة الوكالة والمديونية. وتفسر نظرية الإشارة العلاقة العكسية المتوقعة بين التوسع في الإفصاح الاختياري وتكلفة المديونية؛ فمن خلال التوسع في الإفصاح الاختياري توفر الإدارة إشارة للمقرضين عن قدرتها على سداد التزاماتها قصيرة وطويلة الأجل وهو ما يعني انخفاض علاوة المخاطر المطلوبة من قبل هؤلاء المقرضين وبالتالي انخفاض تكلفة المديونية (Guidara et al., 2014)، ويؤكد مديري الشركات الإنجليزية الذين تم استقصاء آراءهم حول أهمية الإفصاح الاختياري على أن الإفصاح عن المزيد من المعلومات بشكل طوعي من المحتمل أن يؤدي إلى زيادة قدرة الشركات في الحصول على التمويل المطلوب أو قد يؤدي إلى تخفيض تكلفة ذلك التمويل (Armitrage and Mastron, 2008).

وتشير نتائج الدراسات السابقة إلى وجود أدلة تؤكد وجود تأثير للإفصاح الاختياري على قرارات المقرضين وبالتالي على تكلفة المديونية، ومنها دراسة (Sengupta 1998) التي تم تطبيقها على الشركات الأمريكية والتي تعتبر من الدراسات الرائدة في هذا المجال والتي انتهت إلى وجود علاقة عكسية بين التوسع في الإفصاح الاختياري وتكلفة المديونية، وأكدت دراسة (Nikolaev and Lent 2005) التي تم تطبيقها أيضاً على الشركات الأمريكية خلال الفترة من ١٩٨٦-١٩٩٦ نفس النتيجة السابقة، وفي ذات السياق انتهت دراسة (Orens et al. 2010) إلى وجود علاقة عكسية بين الإفصاح الاختياري من خلال الإنترنت وتكلفة المديونية في الشركات الأوروبية، وإلى عدم وجود علاقة جوهرية بين الإفصاح الاختياري من خلال الإنترنت وتكلفة المديونية في الشركات الأمريكية والكندية.

وفيما يتعلق بالدراسات التي ركزت على الاقتصاديات الناشئة فقد انتهت دراسة (Wang et al. 2008) التي تم تطبيقها على ١١٠ من الشركات الصينية إلى وجود علاقة عكسية بين الإفصاح الاختياري وتكلفة المديونية. وفي ذات السياق انتهت دراسة (Dadashi et al. 2013) التي تم تطبيقها على عينة من ٥٢ شركة من الشركات الإيرانية خلال الفترة من ٢٠٠١-٢٠١٠ إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الإفصاح الاختياري وتكلفة المديونية.

كما انتهت دراسة (Guidara et al. 2014) إلى وجود علاقة عكسية جوهرية بين التوسع في الإفصاح الاختياري وتكلفة المديونية في الشركات المسجلة في سوق المال في دولة جنوب أفريقيا، وفسرت ذلك بأن المقرضين يولون مزيد من الاهتمام للإفصاح الاختياري في التقارير المالية عند اتخاذ قراراتهم المتعلقة بمنح الشركات التمويل المطلوب وفي تحديد تكلفة هذا التمويل، كما انتهت إلى عدم وجود أي تأثير لتوقيت الإفصاح الاختياري على قرارات المقرضين بمنح التمويل وتحديد تكلفته.

يتضح مما سبق أن الدراسات السابقة قد ركزت على العلاقة بين الإفصاح الاختياري بوجه عام وتكلفة المديونية، ولم تتناول أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية وهو ما دفع الباحث لقياس هذا الأثر في سوق المال السعودي، ويتوقع الباحث أن الإفصاح الاختياري عن المخاطر يمكن أن يؤثر على إدراك المقرضين وتقييمهم للمخاطر التي تتعرض لها منشآت الأعمال وبالتالي على قراراتهم المتعلقة بمنح تلك المنشآت التمويل المطلوب وتكلفة ذلك التمويل، وعلى ذلك يمكن اشتقاق فرض الدراسة الثاني على شكل فرض العدم التالي:

٢. لا يوجد تأثير معنوي للإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية.

٥/٢ المنافسة كعامل معدل (Moderator) لتأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية:

تعتبر المنافسة وما يترتب عليها من ارتفاع في تكلفة الإفصاح عن ما تمتلكه الشركات من معلومات أحد الأسباب الرئيسية لحجب أو عدم التوسع في الإفصاح الاختياري عن تلك المعلومات وخاصة في حالة ارتفاع مستوى المنافسة في مجال الصناعة (Leuz, 2004)، وأشار البعض إلى أنه بالرغم من أن معظم المنشآت تمتلك وتطبق نظم لإدارة المخاطر إلا أنها تفضل عدم الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بتلك النظم خوفاً من أن يتم استخدامها من قبل المنشآت المنافسة بما يضر بمركزها التنافسي (Marshall and Weetman, 2007; Cormier et al., 2005)، وعلى الرغم من أن الانهيارات المالية التي ألمت بالعديد من الشركات والأسواق المالية مع مطلع الألفية الثالثة قد دفعت المستثمرين والمقرضين وغيرهم من أصحاب المصالح والمنظمات المهنية والجهات المشرفة على أسواق المال لمطالبة الشركات بتحسين والتوسع في الإفصاح بصفة عامة والإفصاح عن المخاطر بصفة خاصة إلا أن تكلفة ملكية المعلومات تضع قيود على الشركات فيما يتعلق بالإفصاح الاختياري عن المزيد من المعلومات المتعلقة بالمخاطر تجنباً لاستغلالها من قبل المنافسين بما يضر بمركزها التجاري (Anthony and Godwin, 2015)، ويرى البعض أنه بالرغم من ارتفاع تكلفة الإفصاح الاختياري عن المعلومات التي تمتلكها الشركات وخاصة في حالة ارتفاع مستوى المنافسة إلا أن الشركات ينبغي أن تتحمل بعض التكلفة بالإفصاح الاختياري عن بعض ما تمتلكه من معلومات لتعزيز سمعتها ولزيادة الثقة والمصادقية فيما تفصح عنه من معلومات (Skinner, 1999; Heally et al., 1994)، ولمواجهة تلك المعضلة اقترح البعض أن تقوم الشركات بالتخطيط للإفصاح الاختياري عن المعلومات التي يمكن أن تؤثر على مركزها التنافسي وذلك بتقييد الإفصاح عن تلك المعلومات أو بالإفصاح عن معلومات نمطية لتخفيض تكلفة الإفصاح عن ما تمتلكه من معلومات (Abraham and Sherives, 2014)، واقترح البعض الآخر أن تقوم الشركات بالإفصاح عن المعلومات ذات الحساسية التجارية التي يمكن أن تؤثر على موقفها في السوق للملاك والمستثمرين المحتملين من خلال آلية أخرى بخلاف الإفصاح عنها في التقارير الدورية مثل المقابلات الخاصة.

وتشير نتائج الدراسات السابقة المتعلقة بمجال الإفصاح إلى أن قرارات الإدارة المتعلقة بالإفصاح الاختياري تعتبر دالة عكسية في تكلفة المنافسة، حيث تفضل الإدارة في حالة ارتفاع مستوى المنافسة حجب أو عدم الإفصاح عن المعلومات التي يمكن أن يستخدمها المنافسين للإضرار بها (Leuz, 2004; Prencipe, 2004; Li, 2008; Demand and Lennox, 2009; Nicholes, 2009; Ellis et al., 2012).

وفيما يتعلق بالدراسات التي تناولت موضوع الإفصاح الاختياري عن المخاطر فقد انتهت دراسة Luo et al. (2006) إلى وجود علاقة موجبة بين ارتفاع مستوى الإفصاح الاختياري والقدرة على التنبؤ بالأرباح والعوائد المستقبلية للأسهم، وإلى أن ارتفاع تكلفة ملكية المعلومات الناتج عن ارتفاع مستوى المنافسة في مجال الصناعة يدفع المنشآت إلى تقييد الإفصاح عن المعلومات الاختيارية وهو ما يضعف هذه العلاقة الموجبة.

واستهدفت دراسة Mokhtar and Mellett (2013) قياس مستوى الإفصاح الإلزامي والاختياري عن المخاطر في التقارير المنشورة لعدد من الشركات المدرجة في سوق المال المصري، وانتهت إلى انخفاض مستوى الإفصاح عن المخاطر، وإلى أن ارتفاع تكلفة ملكية المعلومات الناتج عن المنافسة يعتبر أحد الأسباب الرئيسية لانخفاض مستوى الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المصرية.

وانتهت دراسة (Abraham and Sherives 2014) إلى أن الشركات تقوم بالإفصاح عن معلومات المخاطر النمطية التي تتعرض لها جميع الشركات في مجال الصناعة ولا تفضل الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بنظام إدارة المخاطر وغيرها من المعلومات ذات الحساسية التجارية والتي يمكن استغلالها من قبل المنافسين في مجال الصناعة.

وفي ذات السياق انتهت دراسة (Ali et al., 2014) إلى وجود علاقة عكسية بين الإفصاح الاختياري وارتفاع تكلفة ملكية المعلومات في الصناعات ذات المنافسة المرتفعة، وفسرت الدراسة ذلك بأن المنشآت التي تعمل في مجال الصناعات ذات التركيز المرتفع تواجه مخاطر كبيرة عند الإفصاح عن المزيد من المعلومات التي يمكن أن يستغلها المنافسين في الإضرار بها، ولذلك تتجنب الإفصاح عن المزيد من المعلومات التي تمتلكها خوفاً من استخدامها بما يضر بمصالحها وهو ما ينعكس سلباً على ملائمة تلك المعلومات لاحتياجات المستخدمين.

كما انتهت دراسة (Moumen et al 2015) إلى وجود علاقة موجبة بين الإفصاح الاختياري عن المخاطر وقدرة السوق على توقع الأرباح المستقبلية، وإلى أن ارتفاع تكلفة ملكية المعلومات الناتج عن ارتفاع مستوى المنافسة يمكن أن يخفف من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على قدرة المستثمرين على توقع الأرباح المستقبلية وهو ما يدفع المستثمرين إلى البحث عن مصادر أخرى للمعلومات تساعد على توقع الأرباح المستقبلية.

كما سبق يرى الباحث أن ارتفاع مستوى المنافسة يمكن أن يعدل (Modifying) من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على كل من عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، ويتوقع الباحث أن ارتفاع مستوى المنافسة يمكن أن يكون له تأثير سلبي على العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن المخاطر وكل من عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، وعلى ذلك يمكن اشتقاق فرضي الدراسة الثالث والرابع على شكل فرضي العدم التاليين:

٣. لا تعدل المنافسة من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم.
٤. لا تعدل المنافسة من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية.

٢/٦ الوقتية كعامل معدل (Moderator) لتأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية:

الوقتية تعني توفير المعلومات المحاسبية في الوقت المناسب وعدم التأخير في الإفصاح عنها حتى لا تفقد ملاءمتها، وتعمل الوقتية على تحسين شفافية التقارير المالية (Bushman et al., 2004)، وطبقاً للإطار المفاهيمي للمحاسبة المالية الصادر عن مجلس معايير المحاسبة الدولي في عام ٢٠١٠ والمعدل في عام ٢٠١٨ تعتبر الوقتية أو التوقيت المناسب (Timeliness) أحد الخصائص المعززة لفائدة المعلومات الملائمة والتي تعبر بصدق عما تستهدف التعبير عنه (IASB 2018).

وطبقاً للبعض فإن طول الفترة ما بين تاريخ نهاية السنة وتاريخ إصدار التقارير المالية يمكن أن يؤدي إلى زيادة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة ومستخدمي التقارير المالية وخاصة المستثمرين والمقرضين وهو ما يعني ارتفاع مستوى عدم التأكد المتعلق بالشركات لدى هؤلاء المستخدمين الأمر الذي يفقد المعلومات الواردة في هذه التقارير قدرتها في التأثير على قراراتهم، وتزداد ملاءمة الإفصاح الاختياري للمستخدمين كلما انخفضت المدة ما بين تاريخ نهاية السنة وتاريخ إصدار التقارير المالية (Evans, 2016; Khlif et al., 2015)، ولذلك حددت الجهات المشرفة على أسواق المال حد أقصى لتاريخ إصدار التقارير المالية بعد نهاية السنة المالية وذلك لحماية المستثمرين من خلال الإفصاح عن المعلومات التي تمكنهم من تقييم الأوراق المالية في أقرب وقت ممكن ومكافحة التداول بناء على معلومات داخلية، وحتى لا تفقد المعلومات المفصح عنها من خلال تلك التقارير ملاءمتها للمستخدمين، وطبقاً لهيئة

السوق المالية السعودية فإن الحد الأقصى لإصدار التقارير المالية السنوية هو ٩٠ يوم من تاريخ نهاية السنة.

وفيما يتعلق بالدراسات السابقة في هذا المجال فقد انتهى البعض إلى وجود علاقة عكسية جوهرية بين الإفصاح الاختياري وتكلفة الملكية في الشركات الأمريكية (Evans, 2016) وتوصل البعض الآخر إلى نفس النتيجة في الشركات المصرية (Khalif et al., 2015) وأكدت الدراسات أن العلاقة العكسية بين الإفصاح الاختياري وتكلفة الملكية تكون أكثر معنوية في الشركات التي تتميز بانخفاض الفترة ما بين تاريخ نهاية السنة وتاريخ الإفصاح عن المعلومات الاختيارية. وانتهت دراسة (Guidara et al., 2014) إلى عدم وجود علاقة بين توقيت إصدار التقارير المالية وما تحتويه من معلومات اختيارية وتكلفة المديونية. كما انتهت دراسة (Sherrill and Yerks, 2018) إلى أن طول الفترة ما بين نهاية السنة وتاريخ إصدار التقارير المالية يؤثر سلباً على تكلفة المديونية، وأنه كلما تم إصدار التقارير المالية في وقت قصير بعد نهاية السنة كلما انخفضت تكلفة المديونية وكلما زادت ملائمة المحتوى الإعلامي للتقارير المالية بالنسبة للمقرضين.

مما سبق يتوقع الباحث أن توقيت إصدار التقارير المالية يمكن أن يعدل من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على كل من عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، وعلى ذلك يمكن اشتقاق فرضي الدراسة الخامس والسادس على شكل فرضي العدم التاليين:

٥. لا يعدل توقيت إصدار التقارير المالية من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم.
٦. لا يعدل توقيت إصدار التقارير المالية من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية.

ثالثاً: النموذج المقترح لقياس أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر والمنافسة والوقتية على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية

اعتمد الباحث في صياغة النموذج المقترح لقياس أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر والمنافسة والوقتية كعوامل معدلة على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية على مجموعة من الخطوات تتمثل في قياس مستوى الإفصاح الاختياري عن المخاطر، وقياس تكلفة ملكية المعلومات كبديل لقياس مستوى المنافسة، وقياس التأخير في إصدار التقارير كبديل لقياس الوقتية، وتحديد وبناء النموذج المقترح المستخدم في قياس أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر والمنافسة والوقتية كعوامل معدلة على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية وذلك كما يلي:

١/٣ قياس مستوى الإفصاح الاختياري عن المخاطر:

استخدم الباحث أسلوب تحليل المحتوى لقياس مستوى الإفصاح الاختياري عن المخاطر في التقارير المنشورة للشركات السعودية محل الدراسة، وعرف (Krippendorff 2004) أسلوب تحليل المحتوى (Content analysis) بأنه "أسلوب لجمع البيانات الوارده في شكل وصفي من أجل استخلاص مقاييس كمية لمستويات مختلفة من التعقيد"، ويوصف أسلوب تحليل المحتوى بأنه أسلوب بحثي لاستخلاص دلالات صالحه للتكرار من البيانات النصية، وهو المدخل الشائع الاستخدام في الكثير من الدراسات المحاسبية المتعلقة بالإفصاح (Elshandidy et al., 2013).

وقام الباحث بتجميع وتحليل المعلومات المتعلقة بالمخاطر من خلال تحليل القسم السردي من التقرير السنوي لمجلس الإدارة للشركات محل الدراسة؛ وهو القسم المتعلق بمناقشات وتحليل مجلس الإدارة، ويهدف مجلس الإدارة من خلال هذا التقرير والمناقشات التي يحتوي عليها إلى توفير المعلومات التي تساعد المستثمرين والمقرضين وغيرهم من أصحاب المصالح على فهم طبيعة أعمال المنشأة واستراتيجيتها وأدائها، وأسباب تغير الأرباح، واحتياجات المنشأة من الموارد، فضلاً عن توفير المعلومات

عن المخاطر والتحديات التي تواجهها وكيفية إدارتها والآثار المتوقعة لها وذلك لمساعدتهم على رسم صورة واضحة عن أداء المنشأة الماضي والحالي وتوقع الأداء والتدفقات النقدية المستقبلية. وطبقاً للبعض فإن مناقشات وتحليلات مجلس الإدارة الواردة في تقرير مجلس الإدارة تقدم معلومات مفيدة للمستثمرين الذين يغيرون من توقعاتهم المتعلقة بمنشآت الأعمال وبالتالي قراراتهم الاقتصادية بناء على تلك المعلومات وذلك شريطة أن يتم تعديل تلك المناقشات والتحليلات السنوية لتعكس التغيرات المتوقعة في الظروف الاقتصادية والمخاطر والتحديات التي تواجهها تلك المنشآت (Brown and Tucker, 2011).

ويعتمد أسلوب تحليل المحتوى في قياس مستوى الإفصاح عن المخاطر على عدد الكلمات أو الجمل التي تتضمن الإفصاح عن المخاطر، وتماشياً مع الدراسات الحديثة في مجال الإفصاح عن المخاطر استخدم الباحث عدد الجمل التي تحتوي على إفصاح عن المخاطر كمقياس لمستوى الإفصاح عن المخاطر (Beretta and Bozzolan, 2004; Linsley and Shrivess, 2006; Amran et al., 2009; Dobler et al., 2011; Elzahar and Hussainey, 2012)، ويرى البعض أن الجمل أكثر موثوقية من الكلمات (Milne and Adler, 1999)، وطبقاً للبعض فإنه بالرغم من أن الكلمات يمكن أن يتم عدها بدرجة أكثر دقة لكن من الصعب تصنيفها إلى مجموعات مختلفة من المخاطر دون الرجوع إلى الجمل التي وردت من خلالها تلك الكلمات فمعنى الكلمة يعتمد على السياق الذي وردت من خلاله في الجملة (Unerman, 2000; Krippendorff, 2004).

وطبقاً للبعض يجب أن يكون الإفصاح واضح وصريح وليس ضمنياً، ويتم وصف الجملة على أنها إفصاح عن المخاطر إذا تم تكرار نفس الجملة في كل مرة يتم فيها مناقشة هذا النوع من المخاطر (linsely and Shrivess, 2006; Elzahar and Hussaieny, 2012).

ولقياس مستوى الإفصاح الاختياري عن المخاطر من خلال تحليل محتوى تقرير مجلس الإدارة اعتمد الباحث على المؤشر الذي تم استخدامه في عدد من الدراسات السابقة (ICAEW, 2002; Linsely and Sherives, 2006; Moumen et al., 2015)، ويتكون مؤشر الإفصاح الاختياري عن المخاطر من خمس مجموعات من معلومات المخاطر، كل مجموعة تتضمن عدد من البنود يجب الإفصاح عنها، بحيث يأخذ البند رقم (1) إذا تم الإفصاح عنه و(صفر) إذا لم يتم الإفصاح عنه، ثم يتم عد عدد نقاط المؤشر لتحديد مستوى الإفصاح الاختياري لكل شركة من الشركات محل الدراسة في كل سنة من سنوات الدراسة، ويتضمن مؤشر الإفصاح الاختياري عن المخاطر مستوى الإفصاح عن المخاطر المتعلقة بالمجالات التالية:

١. **مخاطر التشغيل (Operation Risk):** وتعني مخاطر عدم كفاءة وفعالية العمليات التشغيلية في تنفيذ نموذج أعمال المنشأة، وتتضمن الإفصاح عن النقاط الفرعية التالية: مخاطر عدم رضا العملاء، مخاطر تطوير المنتجات، المخاطر المتعلقة بالمصادر التي يتم الاعتماد عليها في أداء العمليات التشغيلية، مخاطر تقادم المخزون، مخاطر فشل المنتجات والخدمات، مخاطر تأثير الأداء التشغيلي على البيئة المحيطة، مخاطر الصحة والسلامة، مخاطر تدهور وتلاشي اسم العلامة، مخاطر الكفاءة والأداء.

٢. **مخاطر التمكين (القوة العاملة) (Empowerment):** وتعني المخاطر المتعلقة باحتمال عدم أداء الموظفين والمديرين لوظائفهم بشكل صحيح، وتتضمن الإفصاح عن النقاط الفرعية التالية: مخاطر القيادة والإدارة، مخاطر الاعتماد على مصادر خارجية لأداء الوظائف الداخلية، المخاطر المتعلقة بحوافز الأداء، مخاطر تغيير الجاهزية والاستعداد للأداء، مخاطر الاتصال.

٣. **مخاطر تكنولوجيا المعلومات (Information technology):** وتعني مخاطر عدم استخدام تكنولوجيا المعلومات كما هو مخطط لها، وتتضمن الإفصاح عن البنود الفرعية التالية: مخاطر التلاعب في المعلومات، مخاطر سهولة الوصول للبيانات، مخاطر البنية التحتية للمعلومات.

٤. **مخاطر النزاهة (Integrity risk):** وتشمل كافة أنواع المخاطر التي يمكن أن تؤدي إلى فقدان السمعة، وتتضمن الإفصاح عن النقاط الفرعية التالية: مخاطر غش الإدارة والموظفين، مخاطر التصرفات غير القانونية، مخاطر التصرفات غير المسموح بها، مخاطر السمعة.

٥. **المخاطر الاستراتيجية (Strategic Risk):** وهي المخاطر المرتبطة بخطط واستراتيجيات المنشأة المستقبلية، بما في ذلك التخطيط لدخول اسواق جديدة، والتوسع في تقديم الخدمات من خلال الاندماج والاستحواذ، وتتضمن الإفصاح عن النقاط الفرعية التالية: مخاطر الصناعة، مخاطر الأعمال، مخاطر المنافسة، مخاطر التسعير، مخاطر التقييم، مخاطر التخطيط، مخاطر دورة حياة المنتج، مخاطر قياس الأداء، مخاطر البيئة النظامية، المخاطر السياسية.

وبالتالي يتم قياس مستوى الإفصاح الاختياري عن المخاطر لكل شركة من شركات الدراسة بجمع عدد نقاط مؤشر الإفصاح الاختياري عن المخاطر (RD).

٢/٣ **قياس المنافسة:**

بالرغم من استخدام الدراسات السابقة عدد من البدائل لقياس المنافسة وتكلفة امتلاك المعلومات إلا أنه لا يوجد بديل من تلك البدائل قد حظي بالقبول العام، ويعتبر مؤشر التركيز الصناعي من أكثر البدائل استخداماً لقياس المنافسة في الدراسات المحاسبية، وطبقاً للبعض تنخفض تكلفة ملكية المعلومات في الصناعات عالية التركيز نظراً لانخفاض مستوى المنافسة وهو ما يترتب عليه ارتفاع مستوى الإفصاح الاختياري في مثل هذه الصناعات مقارنة بالصناعات منخفضة التركيز التي ينخفض فيها مستوى الإفصاح الاختياري نظراً لارتفاع تكلفة ملكية المعلومات الناتج عن ارتفاع مستوى المنافسة (Boston and Stanford, 2005; Ali et al., 2014).

ويرى البعض أن الاعتماد على مؤشر التركيز الصناعي كمقياس للمنافسة وانخفاض تكلفة ملكية المعلومات قد يؤدي إلى نتائج مضللة فارتفاع مستوى التركيز الصناعي لا يعني بالضرورة انخفاض مستوى المنافسة في مجال الصناعة لأن انخفاض عدد المشاركين في مجال الصناعة قد يفتح المجال أمام الكثيرين من خارج المجال للإستفادة بانخفاض عدد المشاركين في مجال الصناعة (Ali et al., 2014; Dedman and Lennox, 2009).

وإستخدام الباحث مؤشر الربح الحدي (Marginal Profit) كمقياس بديل لقياس المنافسة وتكلفة ملكية المعلومات وهو نفس المقياس المستخدم في العديد من الدراسات (Deman and Lennox, 2009; Tang, 2010; Moumen et al., 2015)، وطبقاً لهذه الدراسات فإن الربح الحدي المرتفع للشركة يعكس نجاحها في تحقيق ميزة تنافسية عن غيرها من الشركات التي تعمل في نفس المجال وهو ما يدفعها لحجب المعلومات التي تمتلكها أو الإفصاح عن معلومات نمطية تفصح عنها باقي الشركات لمنع المنافسين من استخدام المعلومات التي تملكها الشركة بما يضر مركزها التنافسي.

٣/٣ **قياس الوقتية:**

استخدم الباحث مؤشر التأخير في إصدار التقارير المالية (Time Lag) والذي تم قياسه بعدد الأيام المنقضية من تاريخ نهاية السنة حتى تاريخ إصدار التقارير المالية كمقياس بديل لقياس الوقتية، وكلما انخفضت فترة التأخير كان ذلك دليل على الوقتية ونشر وإصدار التقارير في الوقت المناسب دون تأخير والعكس صحيح.

٤/٣ النموذج المستخدم في الدراسة الميدانية:

لاختبار أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على كل من عوائد الأسهم وتكلفة المديونية كمتغيرات تابعة تم استخدام نموذجي الانحدار الخطي المتعدد رقم (١ و ٢) على التوالي، ولاختبار ما إذا كان متغير معدل الربح الحدي كمقياس بديل للمنافسة يعدل من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية فقد تم استخدام نموذجي الانحدار رقم (٣ و ٤) على التوالي وهما نفس

نموذجي الانحدار رقم (١ و ٢) ولكن بعد إضافة متغير معدل الربح الحدي إليهما وترجيح متغيرات النموذجين به، واختبار ما إذا كان متغير التأخير في إصدار التقارير المالية كمقياس بديل للوقتية يعدل من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية فقد تم استخدام نموذجي الانحدار رقم (٥ و ٦) على التوالي، وهما نفس نموذجي الانحدار الأساسيين رقم (١ و ٢) ولكن بعد إضافة متغير التأخير في إصدار التقارير إليهما وترجيح متغيرات النموذجين الأساسيين به، والمعادلات التالية توضح نماذج الانحدار المتعدد المستخدمة والتي تم صياغتها على النحو التالي:

$$R_{it} = a_0 + b_1 RD_{it} + b_2 Siz_{it} + b_3 Lev_{it} + b_4 PG_{it} + b_5 Loss_{it} + e \quad (1)$$

$$CD_{it} = a_0 + b_1 RD_{it} + b_2 Siz_{it} + b_3 Lev_{it} + b_4 PG_{it} + b_5 Loss_{it} + e \quad (2)$$

$$R_{it} = a_0 + b_1 RD_{it} + b_2 Siz_{it} + b_3 Lev_{it} + b_4 PG_{it} + b_5 MP_{it} + b_6 (MP_{it} * RD_{it}) + b_7 (MP_{it} * Size_{it}) + b_8 (MP_{it} * Lev_{it}) + b_9 (MP_{it} * PG_{it}) + b_{10} (MP_{it} * Loss_{it}) + e \quad (3)$$

$$CD_{it} = a_0 + b_1 RD_{it} + b_2 Siz_{it} + b_3 Lev_{it} + b_4 PG_{it} + b_5 MP_{it} + b_6 (MP_{it} * RD_{it}) + b_7 (MP_{it} * Size_{it}) + b_8 (MP_{it} * Lev_{it}) + b_9 (MP_{it} * PG_{it}) + b_{10} (MP_{it} * Loss_{it}) + e \quad (4)$$

$$R_{it} = a_0 + b_1 RD_{it} + b_2 Siz_{it} + b_3 Lev_{it} + b_4 PG_{it} + b_5 Lag_{it} + b_6 (Lag_{it} * RD_{it}) + b_7 (Lag_{it} * Size_{it}) + b_8 (Lag_{it} * Lev_{it}) + b_9 (Lag_{it} * PG_{it}) + b_{10} (Lag_{it} * Loss_{it}) + e \quad (5)$$

$$CD_{it} = a_0 + b_1 RD_{it} + b_2 Siz_{it} + b_3 Lev_{it} + b_4 PG_{it} + b_5 Lag_{it} + b_6 (Lag_{it} * RD_{it}) + b_7 (Lag_{it} * Size_{it}) + b_8 (Lag_{it} * Lev_{it}) + b_9 (Lag_{it} * PG_{it}) + b_{10} (Lag_{it} * Loss_{it}) + e \quad (6)$$

حيث:

- (R_{it}): تعبر عن المتغير التابع معدل عائد السهم للشركة (I) خلال الفترة (T).
- (CD_{it}): تعبر عن المتغير التابع تكلفة المديونية في الشركة (I) خلال الفترة (T).
- (a_0): تعبر عن ثابت المعادلة.
- (b_1, \dots, b_{10}): تعبر عن قيم معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة والمتغيرات الرقابية.
- (RD_{it}): تعبر عن اللوغاريتم الطبيعي لمستوى الإفصاح الاختياري عن المخاطر.
- ($Size_{it}$): تعبر عن اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة (I) خلال الفترة (T).
- (Lev_{it}): تعبر عن معدل الرفع المالي (معدل المديونية) للشركة (I) خلال الفترة (T).
- (PG_{it}): تعبر عن معدل نمو الأرباح للشركة (I) خلال الفترة (T).
- ($Loss_{it}$): متغير وهمي يعبر عن تحقيق المنشأة لصادف خسارة سنوية ويأخذ الرقم (١) إذا كانت الشركة تحقق خسائر و (صفر) إذا كان غير ذلك.
- (MP_{it}): معدل الربح الحدي والذي يستخدم كبديل لقياس تكلفة امتلاك المعلومات والمنافسة.
- (Lag_{it}): التأخير في إصدار التقارير المالية والذي يستخدم كبديل لقياس الوقتية.
- (e): تعبر عن بواقي نموذج الانحدار والتي توضح قيمتها خطأ التقدير في نموذج الانحدار.

رابعاً: الدراسة الميدانية

تهدف الدراسة الميدانية إلى الوصول إلى أدلة ميدانية عن أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، وعن أثر المنافسة والوقتية كعوامل معدلة لأثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية من خلال اختبار الفروض بالتطبيق على عينة من الشركات السعودية المسجلة في سوق المال السعودي، ولتحقيق ذلك يتناول هذا القسم تحديد عينة لدراسة، ومتغيرات الدراسة، وأسلوب جمع بيانات الدراسة، وتحديد الأساليب الإحصائية المستخدمة في اختبار الفروض وعرض وتحليل نتائج اختبار الفروض، وذلك على النحو التالي:

١/٤ مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المساهمة غير المالية المدرجة في السوق المالية السعودية، أما عينة الدراسة فتتمثل في جميع الشركات غير المالية التي تنتهي السنة المالية لها في ١٢/٣١ من كل عام والتي تتوافر تقاريرها المالية وكافة البيانات عنها والمدرجة بشكل مستمر دون توقف في السوق المالية السعودية خلال الفترة من ٢٠١٣ حتى ٢٠١٨، وتم استبعاد الشركات المالية (البنوك وشركات التأمين وشركات الاستثمار) لأنها تخضع لتنظيمات وقوانين مختلفة عن الشركات الأخرى غير المالية، وبتطبيق تلك الشروط اتضح أن حجم العينة قد بلغ (٦٥ شركة) وبلغ إجمالي عدد المشاهدات (٣٩٠ مشاهدة)، ويوضح الجدول رقم (١) بملاحق الدراسة إجمالي عدد الشركات عينة الدراسة موزعة على القطاعات الاقتصادية المختلفة.

٢/٤ مصادر وأسلوب جمع البيانات:

اعتمد الباحث على المصادر الثانوية لتجميع بيانات متغيرات الدراسة، حيث تم تجميع بيانات مؤشر الإفصاح الاختياري عن المخاطر من خلال التقارير المالية المنشورة للشركات عينة الدراسة وعلى وجه التحديد التقرير السنوي لمجلس الإدارة لعدد الجمل التي تدل على المخاطر ولتحديد طبيعة ونطاق وعمق الإفصاح عن معلومات المخاطر والرسالة التي تحملها تلك المعلومات من خلال أسلوب تحليل المحتوى، والجدول رقم (٢) بملاحق الدراسة يوضح نتيجة قياس المحتوى الإعلامي للإفصاح الاختياري عن المخاطر للشركات محل الدراسة خلال فترة الدراسة، وتم الحصول على تقارير مجلس الإدارة للشركات عينة الدراسة من خلال الموقع الإلكتروني للسوق المالية السعودية (Tadawul.com)، وموقع مباشر (Mubasher.information)، والمواقع الإلكترونية للشركات. واعتمد الباحث في تحديد أسعار وعوائد الأسهم للشركات عينة الدراسة على البيانات المنشورة عن حركة أسعار الأسهم في موقع (تداول)، كما اعتمد على التقارير والقوائم المالية المنشورة للشركات محل الدراسة والتي تم الحصول عليها من نفس المصادر السابقة في قياس تكلفة المديونية ومعدل الربح الحدي والتأخير في إصدار التقارير المالية والمتغيرات الرقابية الأخرى.

٣/٤ الأساليب الإحصائية المستخدمة:

استخدم الباحث برنامج الاكسيل في تجميع بيانات متغيرات الدراسة، واستخدم برنامج التحليل الإحصائي (SPSS) الإصدار رقم (٢٤) في تحليل البيانات واختبار فروض الدراسة من خلال الأساليب الإحصائية التالية:

أسلوب الاحصاء الوصفي: من خلال ايجاد المتوسطات والانحرافات المعيارية لمتغيرات الدراسة.
اختبار معامل الارتباط لبيرسون (Pearson Corelation): لاختبار وتحديد قوة واتجاه العلاقة بين متغيرات الدراسة.

اختبار التداخل الخطي (Collinearity Diagnostics): للتأكد من خلو نموذج الانحدار من مشكلة الارتباط الخطي.

اختبار الارتباط الذاتي (Durbin Watson): للتأكد من خلو نموذج الانحدار من مشكلة الارتباط الذاتي.

اختبار الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression): لاختبار أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر والمنافسة والوقتية كعوامل معدلة على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية.

٤/٤/٤ متغيرات الدراسة:

١/٤/٤ المتغيرات التابعة:

١/١/٤/٤ عائد السهم (R): يعبر عن عائد الشراء والاحتفاظ بالسهم ويتم قياسه بالفرق بين سعر الفتح في بداية السنة وسعر الإغلاق في تاريخ اصدار التقارير المالية مضافا اليه الربح الموزع خلال الفترة مقسوم على سعر الفتح.

٢/١/٤/٤ تكلفة المديونية (CD): ويتم قياسها بقسمة تكلفة المديونية (الأعباء التمويلية) على إجمالي الديون.

٢/٤/٤ المتغير المستقل: مؤشر الإفصاح الاختياري عن المخاطر (RD): ويتمثل في مقياس الإفصاح الاختياري عن المخاطر للشركة والذي يتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لعدد النقاط الكلية لمؤشر الإفصاح الاختياري عن المخاطر.

٣/٤/٤ المتغيرات الرقابية: وهي المتغيرات التي يمكن أن تؤثر على العائد المتوقع للسهم أو على تكلفة المديونية وتتمثل هذه المتغيرات في الآتي:

١/٣/٤/٤ حجم الشركة Size: ويتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة، وتشير الكثير من الدراسات إلى أن الشركات كبيرة الحجم تفصح عن المزيد من المعلومات الاختيارية مقارنة بالشركات صغيرة الحجم وهو ما يساعد المستثمرين والمقرضين على التقييم الدقيق للمخاطر التي تواجه الشركات وقدرتها على إدارة تلك المخاطر وهو ما يمكن أن ينعكس بالإيجاب على أسعار وعوائد الأسهم من ناحية وعلى تكلفة المديونية من ناحية أخرى، وبالتالي فمن المتوقع أن تكون العلاقة بين حجم الشركة وعوائد الأسهم علاقة موجبة وبين حجم الشركة وتكلفة المديونية علاقة عكسية (Linsely and Shrivess, 2007; Abraham and Cox, 2007; Nitm et al., 2013; Elshandidy et al., 2013; Baroma, 2014).

٢/٣/٤/٤ الرفع المالي Lev: ويعبر الرفع المالي عن مستوى المخاطر التي تتعرض لها الشركة ويتم قياس الرفع المالي على أساس نسبة إجمالي الالتزامات إلى حقوق الملكية، ويرى الباحث إن ارتفاع مستوى المديونية في الشركات قد يرسل إشارة سلبية للمستثمرين والمقرضين عن ارتفاع مستوى المخاطر في الاستثمار في تلك الشركات مقارنة بالشركات ذات معدل المديونية المنخفض وهو ما قد ينعكس بالسلب على كل من عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، وبالتالي فمن المتوقع أن تكون العلاقة بين معدل الرفع المالي وعوائد الأسهم علاقة عكسية وبين معدل الرفع المالي وتكلفة المديونية علاقة طردية (Hassan, Nermin. 2014).

٣/٣/٤/٤ نمو الأرباح PG: ويتم قياسه على أساس معدل التغير في الأرباح، ويرى البعض أن تقلب مستوى نمو الأرباح قد يترتب عليه صعوبة في تقييم المستثمرين والمقرضين لقدرة الشركة على تحقيق أرباح مستقلة والحفاظ على مستوى تلك الأرباح وهو ما قد ينعكس بالسلب على أسعار وعوائد الأسهم من ناحية وعلى تكلفة المديونية من ناحية أخرى (Orens et al. 2010)، وعلى العكس من ذلك فإن ارتفاع مستوى نمو الأرباح يرسل إشارة موجبة عن قدرة الشركة على تحقيق ارباح متزايدة وهو ما يمكن أن ينعكس بالإيجاب على أسعار وعوائد الأسهم من ناحية وعلى تخفيض تكلفة المديونية من ناحية أخرى.

٤/٣/٤/٤ تحقيق الشركة خسائر (Loss): متغير وهمي يعطى الرقم (١) إذا حققت الشركة خسائر سنوية و (صفر) إذا كان غير ذلك، فتحقيق الشركة لخسائر يعطي انطباع سلبي لدى كل من المستثمرين والمقرضين حيث يرتفع مستوى عدم التأكد فيما يتعلق بالأرباح المستقبلية وهو ما ينعكس بالسلب على كل من أسعار وعوائد الأسهم من ناحية وتكلفة المديونية من ناحية أخرى، ولذلك فمن المتوقع أن يرتبط تحقيق الشركة للخسائر بعلاقة عكسية مع عوائد الأسهم وعلاقة طردية مع تكلفة المديونية.

٤/٤/٤ المتغيرات المعدلة Medrator variables : وتعتبر عن المتغيرات التي يمكن أن تعدل من تأثير المتغير المستقل الإفصاح الاختياري عن المخاطر على المتغيرات التابعة عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، وتتمثل في المتغيرين التاليين:

١/٤/٤/٤ معدل الربح الحدي (MP) : استخدم الباحث معدل الربح الحدي للمنشأة كمقياس بديل لقياس تكلفة ملكية المعلومات والمنافسة، وتم قياس معدل الربح الحدي على أساس اللوغاريتم الطبيعي لنسبة صافي الدخل إلى الإيرادات.

٢/٤/٤/٤ التأخير في إصدار التقارير المالية Time Lag : استخدم الباحث التأخير في إصدار التقارير المالية كبديل لقياس الوقتية، وتم قياس التأخير في إصدار التقارير المالية على أساس اللوغاريتم الطبيعي للوقت المنقضي من تاريخ نهاية السنة حتى تاريخ إصدار التقارير المالية.

٥/٤ الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

الجدول التالي رقم (٣) يوضح نتائج الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة وذلك كما يلي:

جدول (٣) نتائج الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

Variables	N	Mean	SD	Min.	25%	Median	75%	Max.
R	390	0.159	0.283	-0.582	-0.175	-0.011	0.179	1.927
CD	390	0.029	0.035	0.000	0.004	0.024	0.039	0.325
RD	390	12.651	10.054	0.000	7.000	10.00	16.00	69.00
Size	390	14608	43288	19.08	1396.6	2856.8	6315.6	340041
Lev	390	0.4951	0.5829	0.000	0.0641	0.2981	0.7370	3.711
PG	390	0.3561	5.9895	-2.428	-0.555	-0.0828	0.1942	7.494
MP	390	0.1121	0.7585	-10.20	0.0374	0.1237	0.2402	2.473
Lag	390	59.07	18.620	6.000	52.000	57.000	73.000	101.00

تشير نتائج الجدول السابق إلى أن متوسط معدل عائد السهم (R) المحسوب على أساس عائد الشراء والاحتفاظ مضاف إليه التوزيعات خلال فترة الدراسة بلغ ١٥.٩% وبلغ الانحراف المعياري ٢٨% والحد الأدنى -٥٨% وبلغ الحد الأقصى ١٩٢%. وبلغ متوسط معدل تكلفة المديونية (CD) المحسوب على أساس نسبة الأعباء التمويلية إلى إجمالي الديون خلال فترة الدراسة ٢.٩% وبلغ الانحراف المعياري ٣.٥% وبلغ الحد الأدنى لمعدل تكلفة المديونية ٠.٠% والحد الأقصى ٣٢%، وبلغ متوسط عدد جمل الإفصاح الاختياري عن المخاطر (RD) خلال فترة الدراسة ١٢.٦١ جملة والانحراف المعياري ١٠.٠٥ والحد الأدنى لعدد جمل الإفصاح الاختياري عن المخاطر ٠.٠٠ والحد الأقصى ٦٩ جملة، وبلغ متوسط حجم الشركات (Size) مقاسا بقيمة الأصول بالمليون ريال ١٤٦٠٨ والانحراف المعياري ٤٣٢٨٨ وتراوحت قيمة إجمالي الأصول ما بين ١٩.٠٨ مليون ريال و ٣٤٠٠٤١ مليون ريال وهو ما يعني وجود اختلافات كبيرة في حجم الشركات عينة الدراسة. وبلغ متوسط معدل الرفع المالي (Lev) مقاسا بنسبة الديون إلى حق الملكية ٤٩.٥% والانحراف المعياري ٥٨.٣% والحد الأدنى ٠.٠% والحد الأقصى ٣٧١%، وبلغ متوسط معدل نمو الأرباح (PG) خلال فترة الدراسة ٣٥.٦% والانحراف المعياري ٥.٩٨ وهو ما يعني ارتفاع مستوى الاختلاف بين الشركات عينة الدراسة فيما يتعلق بمعدل نمو الأرباح ويؤكد على ذلك تراوح مستوى معدل نمو الأرباح ما بين -٢٤٢% و ٧٤٩%، وبلغ متوسط معدل الربح الحدي (MP) المستخدم كبديل لقياس مستوى المنافسة ١١.٢% والانحراف المعياري ٧٥.٨% وبلغ الحد الأدنى -

١٠٢% والأقصى ٢٤٧%، وبلغ متوسط التأخير في إصدار التقارير المالية بعد نهاية السنة المالية (Lag) ٥٩ يوم والانحراف المعياري ١٨.٦ والحد الأدنى ٦ أيام والأقصى ١٠١ يوم.
٦/٤ مصفوفة الارتباط:

لتحديد مدى وجود علاقة ارتباط بين متغيرات الدراسة التابعة والمستقلة والرقابية والمعدلة أجرى الباحث اختبار الارتباط لبيرسون لتحديد مدى وجود علاقات ارتباط بين المتغيرات المختلفة واتجاه تلك العلاقات وللتحقق من عدم وجود مشكلة التداخل الخطي (Multicollinearity) بين المتغيرات المفسرة للمتغيرات في كل من عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، والجدول التالي رقم (٤) يوضح مصفوفة معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة:

جدول رقم (٤) مصفوفة معاملات الارتباط لبيرسون

Variables	R _{it}	CD _{it}	RD _{it}	Size _{it}	Lev _{it}	PG _{it}	PC _{it}	Lag _{it}
R _{it}	١							
CD _{it}	.144*** (.004)	1						
RD _{it}	-.107** (.035)	0.177*** (0.001)	1					
Size _{it}	-0.02 (.699)	0.021 (.686)	0.349*** (.000)	1				
Lev _{it}	-0.064 (.208)	0.147*** (.004)	0.214*** (.000)	0.390*** (.000)	1			
PG _{it}	-0.014 (.783)	-0.019 (.709)	-0.077 (.129)	-0.034 (.509)	-0.049 (.338)	1		
MP _{it}	0.081 (.108)	-0.049 (.334)	-0.022 (.663)	0.177*** (.000)	-0.074 (.147)	0.058 (.250)	1	
Lag _{it}	-0.096* (.059)	0.055 (.274)	0.014 (.783)	-0.099** (.050)	0.049 (.337)	-0.056 (.271)	-0.156*** (.002)	1

*** الارتباط معنوي عند مستوى ١%.

** الارتباط معنوي عند مستوى ٥%.

* الارتباط معنوي عند مستوى ١٠%.

يوضح الجدول رقم (٢) نتائج اختبار الارتباط لبيرسون لجميع متغيرات الدراسة والتي تشير إلى وجود علاقة ارتباط سالبة ومعنوية عند مستوى ٥% بين مؤشر الإفصاح عن المخاطر (RD) ومعدل عائد السهم (R_{it}) وهو ما يعني أن الإفصاح الاختياري عن المخاطر له تأثير سلبي على قرارات المستثمرين المتعلقة بالاستثمار في الأسهم، وتشير النتائج كذلك إلى وجود علاقة ارتباط موجبه ومعنوية عند مستوى ١% بين مؤشر الإفصاح عن المخاطر وبين معدل تكلفة المديونية (CD) وهو ما يعني أن الإفصاح الاختياري عن المخاطر له تأثير عكسي على قرارات المقرضين المتعلقة بتحديد تكلفة التمويل، وتشير النتائج السابقة أن الإفصاح الاختياري عن المخاطر يؤثر على قرارات المستثمرين والمقرضين المتعلقة بالاستثمار في الأسهم وفي تحديد تكلفة التمويل للشركات محل الدراسة.

وفيما يتعلق بالعلاقة بين المتغيرات الرقابية والمتغير التابع معدل عائد السهم فتشير النتائج إلى عدم معنوية العلاقة بين كل من حجم الشركة (Size) ومعدل الرفع المالي (Lev)، ومعدل نمو الأرباح (PG) من جهة وعوائد الأسهم من جهة أخرى، كما تشير النتائج إلى أن المتغير الرقابي الوحيد الذي يرتبط بعلاقة طردية معنوية عند مستوى معنوية ١% مع المتغير التابع معدل تكلفة المديونية (CD) هو معدل الرفع المالي (Lev) وهو ما يعني أن ارتفاع معدل المديونية يترتب عليه ارتفاع تكلفة المديونية والعكس صحيح. كما تبين عدم معنوية العلاقة بين المتغير المعدل معدل الربح الحدي (MP) كمقياس بديل للمنافسة والمتغير التابع معدل عائد السهم (RD) ومعدل تكلفة المديونية (CD)، وتبين وجود علاقة سالبة معنوية عند مستوى ١٠% بين التأخير في إصدار التقارير المالية (Lag) كمقياس بديل للوقتية والمتغير التابع

عوائد الأسهم (R_{it}) وعدم معنوية العلاقة بين التأخير في اصدار التقارير المالية والمتغير التابع معدل تكلفة المديونية (CD).

وفيما يتعلق بنتائج اختبار العلاقة بين المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية والمعدلة فتشير نتائج تحليل الارتباط إلى وجود علاقة ارتباط موجبة ومعنوية عند مستوى ١% بين حجم الشركة (Size) ومؤشر الإفصاح عن المخاطر (RD) وهو ما يمكن تفسيره بأن الشركات كبيرة الحجم يرتفع فيها مستوى الإفصاح الاختياري عن المخاطر لأنها تكون محط انظار المستثمرين والمحللين الماليين والمقرضين وغيرهم من أصحاب المصالح، وتبين وجود ارتباط طردي معنوي عند مستوى ١% بين معدل الرفع المالي (LEV) ومؤشر الإفصاح عن المخاطر (RD) وهو ما يمكن تفسيره بأن ارتفاع معدل الرفع المالي لدى الشركات يدفعها للإفصاح عن المزيد من المعلومات الاختيارية عن المخاطر بغرض طمأنة المقرضين وغيرهم من أصحاب المصالح عن قدرة الشركة على سداد الديون، وارتباط طردي معنوي بين معدل الرفع المالي و حجم الشركة (Size) وهو ما يمكن تفسيره بأن الشركات كبيرة الحجم يزداد فيها معدل الرفع المالي عن غيرها من الشركات الأخرى نظرا لارتفاع قدرتها في الحصول على التمويل من الغير أكثر من غيرها من الشركات الأخرى، وتبين عدم وجود علاقة معنوية بين متغير معدل نمو الأرباح (PG) والمتغيرات الأخرى، وتبين وجود علاقة ارتباط موجبه معنوية عند مستوى ١% بين المتغير المعدل معدل الربح الحدي (MP) كمقياس بديل لقياس تكلفة امتلاك المعلومات والمنافسة وحجم الشركة وهو ما يشير إلى ارتفاع معدل الربح الحدي في الشركات كبيرة الحجم قياساً بالشركات الأخرى، ووجود علاقة ارتباط سلبي معنوية بين المتغير المعدل التأخير في اصدار التقارير المالية (Lag) وحجم الشركة (Size) ، ومعدل الربح الحدي (MP) عند مستوى ٥% و ١% على التوالي وهو ما يعني أن الشركات كبيرة الحجم والتي تحقق معدل ربح حدي مرتفع تتخفف فيها فترة التأخير في إصدار التقارير المالية عن غيرها من الشركات الأخرى .

٧/٤ اختبار فروض الدراسة:

١/٧/٤ اختبار الفرض الأول والثاني:

الفرض الأول: لا يوجد تأثير معنوي للإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم.

الفرض الثاني: لا يوجد تأثير معنوي للإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية.

لاختبار أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية استخدم الباحث نموذجي الانحدار الخطي المتعدد كما في المعادلتين رقم (١) و (٢) والجدول التالي رقم (٥) يوضح نتائج تحليل الانحدار المتعدد بطريقة (enter) وذلك كما يلي:

جدول رقم (٥)

Variables	النموذج (١)		النموذج (٢)		VIF
	Coefficients	Sig.	Coefficients	Sig.	
Constant	.٠١٩	.889	.٠٤٥	.095	
RD	-.126	.017	.177	.001	١.١٥٤
Size	.092	.105	-.092	.107	١.309
Lev	-.053	.328	.140	.011	١.195
PG	-.004	.940	-.007	.884	١.٠10
Loss	-.236	.000	.083	.100	1.021
R ²	.٠76		٠٥.6		
F	6.257		٤.540		
Duribn-Watson	١.508		2.001		

تشير القيم المنخفضة لمعامل تضخم التباين (VIF) لمتغيرات نموذجي الانحدار (١ و ٢) في العمود الأخير من الجدول رقم (٥) والتي لم تتجاوز أي منها الحد الأدنى للمدى المسموح به والذي يتراوح

ما بين (٣ و ١٠) إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي بين متغيرات النموذج، وتشير قيمة Durbin-Watson التي تقع قيمتها في حدود المدى المسموح به والذي يتراوح ما بين (١.٥ و ٢.٥) إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين القيم المتجاوزة لمتغيرات النموذجين، وهو ما يعني صلاحية الاعتماد على نتائج تحليل الانحدار المتعدد .

وتشير نتائج تحليل الانحدار للنموذج (١) المستخدم في اختبار الفرض الأول إلى معنوية نموذج الانحدار المستخدم لقياس أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم يتضح ذلك من قيمة (F) المحسوبة التي بلغت (٦.٢٦) وهي معنوية عند مستوى ١%، وبلغت قيمة معامل التحديد (R^2) (٧.٦%) تقريباً وهو ما يعني أن التغير في المتغير المستقل الإفصاح الاختياري عن المخاطر والمتغيرات الرقابية يفسر فقط ٧.٦% من التغيرات في عوائد الأسهم، وبالنظر لمعامل انحدار (Coefficient) المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية ومدى معنوية تأثيرها (Sig.) على عوائد الأسهم، فتشير النتائج إلى أن الإفصاح الاختياري عن المخاطر يؤثر تأثيراً سلبياً معنوي على عوائد الأسهم عند مستوى معنوية ٥% وهو ما يعني أن المستثمرين يهتمون بالإفصاح الاختياري عن معلومات المخاطر ويأخذونها في اعتبارهم إلى جانب غيرها من المعلومات الأخرى عند صياغة قراراتهم الاقتصادية المتعلقة بالاستثمار في الأسهم، وفيما يتعلق بتأثير المتغيرات الرقابية على عوائد الأسهم فتشير قيم معاملات الانحدار إلى وجود تأثير إيجابي غير معنوي لحجم الشركة (Size)، وتأثير سلبى غير معنوي لكل من معدل الرفع المالي (Lev)، ومعدل نمو الأرباح (PG)، وتأثير سلبى معنوي عند مستوى معنوية ١% لتحقيق الشركة لخسائر سنوية على عوائد الأسهم.

مما سبق يمكن رفض فرض العدم الأول وقبول الفرض البديل بوجود تأثير عكسي معنوي للإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم. وهو ما يتفق مع ما انتهت إليه عدد من الدراسات السابقة (Deumes, 2008; Li, 2008; Kravet and Muslu, 2013).

وفيما يتعلق بنتائج تحليل انحدار النموذج رقم (٢) المستخدم في اختبار الفرض الثاني فتشير نتائج الجدول السابق رقم (٥) إلى معنوية نموذج الانحدار المستخدم في قياس أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة (٤.٥٤) وهي معنوية عند مستوى ١% ، وبلغت قيمة معامل التحديد (R^2) (٥.٦%) وهو ما يعني أن التغير في المتغير المستقل الإفصاح الاختياري عن المخاطر بالإضافة للتغيرات في المتغيرات الرقابية يفسر فقط ٥.٦% من التغيرات التابع تكلفة المديونية، وتشير قيمة معامل انحدار المتغير المستقل إلى وجود تأثير إيجابي معنوي عند مستوى ١% للإفصاح الاختياري عن المخاطر (RD) على تكلفة المديونية، وهو ما يعني أن المقرضين يأخذون معلومات المخاطر المفصحة عنها بشكل اختياري في الاعتبار عند اتخاذ القرار المتعلق بتحديد تكلفة التمويل الممنوح للشركات محل الدراسة، كما تشير النتائج إلى وجود تأثير سلبى غير معنوي للمتغير الرقابي حجم الشركة، وتأثير إيجابي معنوي للمتغير الرقابي معدل الرفع المالي عند مستوى معنوية ١%، وعدم وجود تأثير معنوي للتغيرات في المتغير الرقابي معدل نمو الأرباح على معدل تكلفة المديونية، وتأثير إيجابي معنوي عند مستوى ١٠% لتحقيق الشركة لخسائر على معدل تكلفة المديونية.

مما سبق يمكن رفض فرض العدم الثاني وقبول الفرض البديل بوجود تأثير إيجابي معنوي للإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية وهو عكس ما انتهت إليه عدد من الدراسات الأخرى

بأن التوسع في الإفصاح الاختياري بوجه عام يؤثر تأثير عكسي معنوي على تكلفة المديونية (Sengupta, 1998; Wang et al., 2008; Guidara et al., 2014).

ويمكن تفسير انخفاض القوة التفسيرية لنموذجي الانحدار (١ و ٢) بالرجوع للجدول رقم (٢) في ملاحق الدراسة والذي يشير إلى أن ٩٩.٢% من معلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها بشكل اختياري هي معلومات نمطية تفصح عنها معظم الشركات ولا تعبر عن المخاطر الخاصة التي تواجه الشركات، فضلا عن أن ٩٠% من هذه المعلومات هي معلومات تاريخية ولا يتم الإفصاح عن معلومات المخاطر المستقبلية وهو ما يحد من تأثير هذه المعلومات على قرارات المستثمرين والمقرضين.

٢/٧/٤ اختبار الفرض الثالث و الرابع:

الفرض الثالث: لا تعدل المنافسة من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم.
الفرض الرابع: لا تعدل المنافسة من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية.
 لاختبار ما إذا كانت المنافسة تعدل (Modifying) من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم و تكلفة المديونية تم استخدام نموذجي الانحدار الخطي المتعدد كما في المعادلتين (٣، ٤)، والجدول التالي رقم (٦) يوضح نتيجة اختبار الانحدار المتعدد بطريقة (enter):

جدول رقم (٦)

Variables	النموذج (٣)		النموذج (٤)		VIF
	Coefficients	Sig.	Coefficients	Sig.	
Constant	.٠٠٤	.٧٨٣	.٠٠٠٨	.775	
RD	-.12٢	.0٢٣	.17٠	.001	١.١٦٣
Size	.0٧٧	.٢٠١	.0٠٤	.939	١.٤٦٦
Leve	-.0٣٠	.٦٣٤	.٠٧٧	.186	١.٥٧٧
PG	-.0١٨	.٧٢٨	-.0٣٥	.466	١.٠٦٩
Loss	-.2١٩	.000	.0٥٥	.254	1.0٨٦
MP	.202	.124	-.464	.000	٧.٠٥٩
RD* MP	.034	.549	.029	.588	١.٢٩٢
Size* MP	.146	.323	-.019	.890	٨.٨٨٥
Leve* MP	-.005	.94٢	-.518	.000	٢.٠٣٢
PG* MP	.006	.915	-.003	.984	١.٢٥٣
Loss* MP	-.009	.921	.131	.141	٣.٦٨٦
R ²	.٠٥٧		.199		
F	٣.١١٩		8.٤٥٨		
Duribn-Watson	١.5١٤		2.0٦٦		

تشير قيم معامل تضخم التباين (VIF) في العمود الأخير من الجدول والتي تقع في حدود المدى المسموح به والذي تتراوح قيمته ما بين (٣ و ١٠) إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي بين متغيرات نموذجي الانحدار (٣ و ٤)، كما تشير النتائج في الصف الأخير من الجدول إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين القيم المتجاوزة لمتغيرات نموذجي الانحدار (٣ و ٤) يتضح ذلك من خلال احصائية – Durbin Watson التي تقع قيمتها في حدود المدى المسموح به والذي تتراوح قيمته ما بين (١.٥ و ٢.٥) وهو ما يشير إلى صلاحية الاعتماد على نتائج تحليل الانحدار لكلا النموذجين.

وتشير نتائج التحليل الاحصائي لنموذج الانحدار رقم (3) إلى معنوية نموذج الانحدار المستخدم في قياس أثر المنافسة كعامل معدل لتأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم يتضح ذلك من قيمة (F) المحسوبة التي بلغت (٣.١٢) وهي معنوية عند مستوى معنوية ١%، كما تشير قيمة معامل

التحديد (R^2) إلى أن التغيرات في المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية والمتغيرات المرجحة بمعدل الربح الحدي تفسر معا فقط ٥.٧% من التغيرات في المتغير التابع معدل عائد السهم، وتشير قيمة معاملات انحدار متغيرات النموذج إلى أن الإفصاح الاختياري عن المخاطر (RD) وتحقيق الشركة للخسائر (Loss) لهما تأثير سلبي معنوي عند مستوى معنوية ٥% و ١% على التوالي على معدل عائد السهم، والربح الحدي (MP) كمقياس بديل للمنافسة له تأثير إيجابي غير معنوي على عوائد الأسهم، وفيما يتعلق بالمتغيرات المستقلة والرقابية المرجحة بمعدل الربح الحدي فتشير قيمة معاملات الانحدار إلى عدم معنوية تلك المتغيرات في تأثيرها على معدل عائد السهم.

وتشير النتائج السابقة إلى أن أخذ الأثر التفاعلي لمتغير المنافسة في الاعتبار قد أثر على نتائج تحليل الانحدار حيث انخفضت القوة التفسيرية لنموذج الانحدار من ٧.٦% في نموذج الانحدار رقم (١) إلى ٥.٧% في نموذج الانحدار رقم (٣)، وأصبح تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم غير معنوي بعد ترجيحة بمعدل الربح الحدي كمقياس بديل للمنافسة ($RD*MP$) ويرجع ذلك إلى عدم معنوية تأثير معدل الربح الحدي على عوائد الأسهم، مما سبق يمكن القول أن إدخال عامل المنافسة في نموذج الانحدار رقم (٣) وترجيح المتغيرات المستقلة والرقابية به قد خفف من القوة التفسيرية لنموذج الانحدار وجعل تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر المرجح بمعامل الربح الحدي كمقياس بديل للمنافسة غير معنوي على عوائد الأسهم، وهو ما يشير إلى رفض فرض العدم الثالث وقبول الفرض البديل.

وتشير نتائج تحليل الانحدار لنموذج الانحدار رقم (٤) المتعلق بقياس أثر المنافسة كعامل معدل لتأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية إلى معنوية نموذج الانحدار يتضح ذلك من قيمة (F) المحسوبة التي بلغت (٨.٤٦%) وهي معنوية عند مستوى معنوية ١%، كما تشير قيمة معامل التحديد (R^2) إلى أن التغيرات في المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية والمتغيرات المرجحة بمعدل الربح الحدي أصبحت تفسر ١٩.٩% من التغيرات في المتغير التابع معدل تكلفة المديونية، وتشير قيمة معاملات انحدار متغيرات النموذج رقم (٤) إلى أن الإفصاح الاختياري عن المخاطر (RD) يؤثر تأثير إيجابي معنوي عند مستوى معنوية ١% على معدل تكلفة المديونية، ومتغير معدل الربح الحدي (MP) ومتغير معدل الرفع المالي المرجح بأثر المنافسة ($Lev*MP$) يؤثران تأثير سلبي معنوي عند مستوى معنوية ١% على معدل تكلفة المديونية.

وتشير النتائج السابقة إلى أن إدخال معدل الربح الحدي كمقياس بديل للمنافسة في نموذج الانحدار رقم (٤) وترجيح متغيرات النموذج به قد أثر على نتائج تحليل الانحدار حيث ارتفعت القوة التفسيرية للنموذج من ٥.٧% في النموذج الأساسي رقم (٢) إلى ١٩.٩% في النموذج رقم (٤) ويرجع ذلك إلى معنوية تأثير معدل الربح الحدي على معدل تكلفة المديونية، ويمكن تفسير ذلك التأثير المعنوي بأن ارتفاع معدل الربح الحدي في الشركات محل الدراسة يمكن تفسيره من جانب المقرضين على أنه يمثل ارتفاع في قدرة الشركات على تحقيق أرباح وتدفقات نقدية مستقبلية وهو ما يعزز من قدرتها على سداد التزاماتها قصيرة وطويلة الأجل وهو ما قد يدفع المقرضين إلى التخفيف من شروط وتكلفة القروض الممنوحة للشركات، وأصبح متغير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على معدل تكلفة المديونية غير معنوي بعد ترجيحه بمعدل الربح الحدي ($RD*MP$)، وهو ما يعني بأن إدخال عامل المنافسة في نموذج الانحدار قد عزز من القوة التفسيرية لنموذج الانحدار وجعل تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر المعدل بالوقتية غير معنوي على تكلفة المديونية، مما سبق يمكن رفض فرض العدم الرابع وقبول الفرض البديل.

٣/٧/٤ اختبار الفرض الخامس والسادس:

الفرض الخامس: لا يعدل توقيت إصدار التقارير المالية من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم.

الفرض السادس: لا يعدل توقيت إصدار التقارير المالية من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية.

لاختبار ما إذا كان التأخير (Lag) في إصدار التقارير المالية كمقياس بديل للوقتية يعدل (Modifying) من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم و تكلفة المديونية تم استخدام نموذجي الانحدار الخطي المتعدد كما في المعادلتين (5، 6) ، والجدول التالي رقم (٧) يوضح نتيجة اختبار الانحدار المتعدد بطريقة (enter):

جدول رقم (٧)

Variables	النموذج (٥)		النموذج (٦)		VIF
	Coefficients	Sig.	Coefficients	Sig.	
Constant	.١٩٦	.279	٠.٠٣٣	.351	
RD	-.115	.031	.17٠	.000	1.166
Size	.091	.123	.0٠٤	.287	1.451
Leve	-.051	.396	.٠٧٧	.142	1.500
PG	-.016	.754	-.0٣٥	.919	1.026
Loss	-.215	.000	.0٥٥	.168	1.069
Lag	-.102	.046	-.464	.901	1.065
RD* Lag	.040	.484	.029	.290	1.325
Size* Lag	.059	.320	-.019	.354	1.470
Leve* Lag	.010	.872	.518	.016	1.626
PG* Lag	-.002	.966	-.003	.258	1.041
Loss* Lag	.078	.123	.131	.634	1.060
R ²	.٠97		.٠٨٣		
F	٣.38		٣.٠٩٧		
Duribn-Watson	١.5٠٩		١.٩٧٨		

تشير قيم معامل تضخم التباين (VIF) في العمود الأخير من الجدول رقم (٧) والتي لم تتجاوز أي منها الحد الأدنى للمدى المسموح به والذي يتراوح ما بين (٣ و ١٠) إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي بين متغيرات نموذجي الانحدار (٥ و ٦)، كما تشير النتائج في الصف الأخير من الجدول إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين القيم المتجاوزة لمتغيرات نموذجي الانحدار يتضح ذلك من خلال احصائية Durbin –Watson التي تقع قيمتها في حدود المدى المسموح به والذي يتراوح ما بين (١.٥ و ٢.٥) وهو ما يشير إلى صلاحية الاعتماد على نتائج تحليل الانحدار لكلا النموذجين.

وتشير نتائج تحليل اختبار الانحدار للنموذج رقم (٥) المستخدم في قياس أثر توقيت إصدار التقارير المالية كعامل معدل لتأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم إلى معنوية نموذج الانحدار يتضح ذلك من قيمة (F) المحسوبة التي بلغت (٣.٣٨) وهي معنوية عند مستوى معنوية ١%، وبلغت قيمة معامل التحديد (R²) (٩.٧) والتي تعني أن التغيرات في المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية والمتغيرات المرجحة بعامل التأخير في إصدار التقارير المالية تفسر ٩.٧% من التغيرات في المتغير التابع معدل عائد السهم، وتشير قيمة معاملات انحدار متغيرات النموذج إلى أن الإفصاح الاختياري عن المخاطر (RD)، وتحقق الشركة لخسائر (Loss) والتأخير في إصدار التقارير المالية (Lag) لهم تأثير سلبي معنوي عند مستوى معنوية ٥% ، ١% ، و ٥% على التوالي على معدل عائد السهم، كما تشير معاملات انحدار متغيرات

النموذج بعد ترجيحها بعامل التأخير في إصدار التقارير المالية إلى عدم معنوية تأثير تلك المتغيرات على معدل عائد السهم. ويمكن تفسير ارتفاع القوة التفسيرية (R^2) للنموذج رقم (٥) إلى ٩.٧% عن النموذج الأساسي رقم (٢) والتي بلغت ٧.٦% إلى التأثير السلبي المعنوي لمتغير التأخير في إصدار التقارير المالية إلى جانب التأثير المعنوي لكل من الإفصاح الاختياري عن المخاطر وتحقيق الشركة لخسائر على عوائد الأسهم ، كما يمكن تفسير عدم معنوية تأثير المتغير المستقل الإفصاح عن المخاطر بعد ترجيحه بعامل التأخير في إصدار التقارير المالية إلى أن التأخير في إصدار التقارير المالية يفقد المعلومات المالية وغير المالية الكثير من أهميتها بالنسبة للمستثمرين ويجعلهم يبحثون عن مصادر أخرى تساعدهم على ترشيد قراراتهم.

مما سبق يتضح أن ادخال متغير التأخير في إصدار التقارير المالية (Lag) كمقياس بديل للوقتية إلى نموذج الانحدار الأساسي أدى إلى ارتفاع القوة التفسيرية لنموذج الانحدار و عدل من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم من تأثير سلبي معنوي في النموذج الأساسي رقم (٢) إلى تأثير إيجابي غير معنوي في النموذج رقم (٥) وهو ما يعني رفض فرض العدم الخامس وقبول الفرض البديل. وتشير نتائج اختبار الانحدار للنموذج رقم (٦) المتعلق باختبار الفرض السادس إلى معنوية نموذج الانحدار وقدرته على تفسير التغيرات في المتغير التابع تكلفة المديونية، يتضح ذلك من قيمة (F) المحسوبة التي بلغت ٣.٠٩% وهي معنوية عند مستوى معنوية ١%، وتشير قيمة (R^2) إلى أن التغيرات في المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية والمتغيرات المرجحة بمتغير التأخير في إصدار التقارير المالية (Lag) قادرة على تفسير ٨.٣% من التغيرات في المتغير التابع تكلفة المديونية، وتشير قيمة معادلات انحدار متغيرات النموذج إلى أن متغير الإفصاح الاختياري عن المخاطر (RD) يؤثر تأثير إيجابي معنوي عند مستوى معنوية ١% على تكلفة المديونية، في حين يشير معامل انحدار نفس المتغير بعد ترجيحه بعامل التأخير في إصدار التقارير المالية (RD*Lag) إلى عدم معنوية تأثيره على معدل تكلفة المديونية، وأن المتغير الرقابي معدل الرفع المالي المرجح بعامل التأخير في إصدار التقارير المالية (Lev*Lag) له تأثير إيجابي معنوي على معدل تكلفة المديونية. وتشير النتائج السابقة إلى أن إدخال عامل التأخير في إصدار التقارير المالية كمقياس بديل للوقتية قد عزز من القوة التفسيرية للنموذج التي ارتفعت من ٥.٦% في النموذج الأساسي رقم (٢) إلى ٨.٣% في النموذج الحالي رقم (٦) و عدل من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على معدل تكلفة المديونية من تأثير إيجابي معنوي في نموذج الانحدار الأساسي رقم (٢) إلى تأثير إيجابي غير معنوي في النموذج الحالي رقم (٦) بعد ترجيحه بمتغير التأخير في إصدار التقارير المالية، ويمكن تفسير ذلك بأن التأخير في إصدار التقرير المالية كمقياس بديل للوقتية يفقد معلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها بشكل اختياري أهميتها وملاءمتها للمقرضين. مما سبق يمكن رفض فرض العدم السادس وقبول الفرض البديل.

خامساً: الخلاصة والنتائج والتوصيات

١/٥ خلاصة البحث

تناول البحث موضوع قياس أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، وأثر المنافسة والوقتية كعوامل معدلة لتأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية بالتطبيق على الشركات غير المالية المدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة من ٢٠١٣-٢٠١٨، وتم صياغة ستة فروض على شكل فروض عدم لاختبار أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر والعوامل المعدلة لهذا الأثر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية.

وتم تقسيم البحث إلى خمسة أقسام، تناول القسم الأول الإطار العام للبحث وتضمن مقدمة البحث ومشكلة وتساؤلات وأهداف وأهمية البحث العلمية والعملية ومنهج وأسلوب البحث وحدود البحث، وتناول القسم الثاني الإطار النظري للبحث والذي تضمن مفهوم وأنواع المخاطر وأهمية الإفصاح عنها، والنظريات المفسرة للإفصاح عن المخاطر، والمحتوى الإعلامي للإفصاح عن المخاطر، وأثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على كل من عوائد الأسهم وتكلفة المديونية واشتقاق فرضي الدراسة الأول والثاني، وتناول الباحث أيضا من خلال هذا القسم مفهوم المنافسة وتكلفة ملكية المعلومات وتأثيرها على العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن المخاطر وكل من عوائد الأسهم وتكلفة المديونية واشتقاق فرضي الدراسة الثالث والرابع، وانتهى هذا القسم بعرض مفهوم الوقتية وتأثير توقيت إصدار التقارير المالية على العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن المخاطر وكل من عوائد الأسهم وتكلفة المديونية واشتقاق فرضي الدراسة الخامس والسادس، وعرض الباحث في القسم الثالث النموذج المقترح لقياس أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر والمنافسة والوقتية كعوامل معدلة على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية، وتناول القسم الرابع الدراسة الميدانية والتي تم من خلالها تحديد مجتمع وعينة الدراسة ومصادر وأساليب جمع البيانات والأساليب الإحصائية المستخدمة في اختبار الفروض ومتغيرات الدراسة التابعة والمستقلة والرقابية والمعدلة، والاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة ومصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة وتحليل نتائج اختبار الفروض.

٢/٥ نتائج الدراسة الاختبارية:

- توصل الباحث من خلال تحليل نتائج الاختبارات الاحصائية لفروض البحث للأدلة الميدانية التالية:
١. أسفرت نتائج اختبار الفرض الأول عن وجود تأثير سلبي معنوي لكل من الإفصاح الاختياري عن المخاطر وتحقيق الشركة لخسائر على عوائد الأسهم.
 ٢. أسفرت نتائج اختبار الفرض الثاني عن وجود تأثير إيجابي معنوي لكل من الإفصاح الاختياري عن المخاطر ومعدل الرفع المالي وتحقيق الشركة لخسائر على تكلفة المديونية.
 ٣. أسفرت نتائج اختبار الفرض الثالث عن أن إدخال معدل الربح الحدي كمقياس بديل للمنافسة في نموذج الانحدار المستخدم في قياس أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وترجيح المتغيرات به قد أدى إلى انخفاض القوة التفسيرية لنموذج الانحدار، وعدل من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم من تأثير سلبي معنوي قبل الترجيح إلى تأثير إيجابي غير معنوي بعد ترجيحه بمعدل الربح الحدي.
 ٤. أسفرت نتائج اختبار الفرض الرابع عن وجود تأثير سلبي معنوي لمعدل الربح الحدي على تكلفة المديونية، وأن إدخال معدل الربح الحدي كمقياس بديل للمنافسة في نموذج الانحدار المستخدم في قياس أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية وترجيح المتغيرات به قد أدى إلى ارتفاع القوة التفسيرية للنموذج، وعدل من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة

المديونية من تأثير إيجابي معنوي قبل الترجيح بمعدل الربح الحدي إلى تأثير إيجابي غير معنوي بعد الترجيح.

٥. أسفرت نتائج اختبار الفرض الخامس عن وجود تأثير سلبي معنوي للتأخير في إصدار التقارير المالية على عوائد الأسهم، وعن أن ادخال متغير التأخير في إصدار التقارير المالية كمقياس بديل للوقتية في نموذج الانحدار المستخدم في قياس أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم وترجيح المتغيرات به قد أدى إلى ارتفاع القوة التفسيرية للنموذج، كما عدل من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم من تأثير سلبي معنوي قبل الترجيح إلى تأثير إيجابي غير معنوي بعد الترجيح بمتغير التأخير في إصدار التقارير المالية.

٦. أسفرت نتائج اختبار الفرض السادس عن أن ادخال متغير التأخير في إصدار التقارير المالية كمقياس بديل للوقتية في نموذج الانحدار المستخدم في قياس أثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية أدى إلى ارتفاع القوة التفسيرية للنموذج، و عدل من تأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على معدل تكلفة المديونية من تأثير إيجابي معنوي قبل الترجيح إلى تأثير إيجابي غير معنوي بعد الترجيح بمتغير التأخير في إصدار التقارير المالية.

٣/٥ التوصيات:

في ضوء ما انتهت إليه نتائج الدراسة الميدانية يوصي الباحث:

١. منشآت الأعمال بضرورة التوسع في الإفصاح الاختياري عن المخاطر لتوفير المعلومات الملائمة سواء كانت كمية او وصفية عن كافة انواع المخاطر التي تواجهها وكيفية إدارة تلك المخاطر في الوقت المناسب للمستخدمين من المستثمرين والمقرضين لمساعدتهم على التقييم الدقيق لقدرة الشركة على تحقيق الأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية ولتخفيض مستوى عدم التأكد المتعلق بتلك التدفقات.

٢. المنظمات المهنية المختصة بإصدار معيار محاسبي مستقل للإفصاح عن المخاطر يتضمن الإفصاح عن كافة أنواع المخاطر الكمية والوصفية التاريخية والحالية والمستقبلية على أن يكون ذلك في قسم مستقل في تقرير مجلس الإدارة أو في الايضاحات المتممه على أن يتم عمل مقارنة بين المخاطر الماضية والحالية والمستقبلية وتأثيراتها المتوقعة على نتائج الأعمال والتدفقات النقدية.

٣. هيئة السوق المالية السعودية بإصدار التعليمات الملزمة للشركات المدرجة بتوفير معلومات شاملة عن كافة أنواع المخاطر التي تواجهها سواء كانت معلومات وصفية أو كمية، تاريخية وحالية ومستقبلية لتوفير المعلومات الملائمة لاحتياجات المستخدمين.

٤/٥ التوجهات البحثية المستقبلية:

في ضوء ما انتهى إليه البحث من نتائج يقترح الباحث التوجهات البحثية المستقبلية التالية:

١. إجراء نفس الدراسة الميدانية بالتطبيق على الشركات المالية المدرجة في السوق المالية السعودية.
٢. دراسة اثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة رأس المال بالتطبيق على الشركات السعودية المدرجة في السوق المالية السعودية .

٣. دراسة أثر خصائص مجلس الإدارة على العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن المخاطر وعوائد الأسهم وتكلفة رأس المال.

٤. دراسة العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن المخاطر وجودة الأرباح.

المراجع

- ابراهيم، علاء الدين توفيق. (٢٠١٦). العوامل المؤثرة في جودة الإفصاح عن المخاطر: إطار مقترح دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بسوق الأسهم السعودية. مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، العدد الأول، المجلد الثالث والخمسون، ص. ٨٩-١٢٧.
- ابراهيم، علاء الدين توفيق. (٢٠١٥). الإفصاح عن المخاطر: المحتوى الإعلامي والآثار الاقتصادية، دراسة ميدانية على الشركات المقيدة بسوق الأسهم السعودية.
- عقل، يونس حسن، يوسف، جمال علي. (٢٠١٠). قياس مستوى إدراك المستثمرين للمحتوى المعلوماتي للمؤشر المصري للمسئولية الاجتماعية والبيئية وحوكمة الشركات ESG: دراسة اختبارية. مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، ملحق العدد الرابع، ١-٤٥.
- Abraham, S. and Cox, P. (2007). Analysing the determinates of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports. *The British Accounting Review*, 39 (3), 227-248.
- Abraham, S. and Shrivess, P. (2014). Improving the relevance of risk factor disclosure in corporate annual reports. *The British Accounting Review*. 46 (1), 91-107.
- Ali, A., Klasa, S., Yeung, E. (2014). Industry concentration and corporate disclosure policy. *Journal of Accounting and Economics*, 58 (2-3), 240-264.
- Al-Maghzom, A., Hussieny, K., and Ali, D. (2016). The Determinants and consequences of risk disclosure in Saudi banks. *Accounting & Taxation*, 8(1), 1-25.
- Amran, A., Rosli Bin, A., and Hassan Bin Che. (2009). Risk reporting: An exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. *Managaerial Auditing Journal*. 24 (1), 39–57.
- Anthony, O., and Godwin, A. (2015). Voluntary risk disclosure in corporate annual Reports: An empirical review. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(17), 1-9.
- Armitage, S., and Marston, C. (2008). Corporate disclosure and the cost of capital: The view of finance directors. *British Accounting Review*. 40(4), 314-336.
- Armstrong, C., Guay, W. and Webre, J. (2010). The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*, 50(213), 179-234.
- Bao, Y., and Datta, A. (2014). Simultaneously discovering and quantifying risk types from textual risk disclosures. *Management Science*. 60(6), 1371-1391
- Baroma, B. (2014). The association between the level of risk disclosure and corporation characteristics in the annual reports of Egypt companies. *American Journal of Business, Economies and Management*, 2(1), 9-16.
- Beretta, S., Bozzolan, S. (2004). A framework for the analysis of firm risk communication. *International Journal of Accounting*. 39 (3), 265–288.

- Beretta, S., Bozzolan, S. (2008). Quality versus quantity: The case of forward-looking disclosure. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 23(3), 333-375.
- Botosan, A., and Stanford, M. (2005). Managers' motives to withhold segment disclosures and the effect of SFAS no. 131 on analysts' information environment. *The Accounting Review*. 8 (3), 751–771.
- Brown, S. V., Tucker, J.W., (2011). Large- sample evidence on firm's year-over-year MD&A modifications. *Journal of Accounting Research*. 49, 309-346.
- Bushman, R., Piotroski, J., and Smith, A. (2004). What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*. 42(2), 207-252.
- Cabedo, J. D. and Tirado, J. M., (2004). The disclosure of risk in financial statements. *Accounting Forum*. 28, PP. 181–200.
- Campbel, J.L., Chen, H., Dhaliwal, D.S., Lu, M., Steele, L.B. (2014). The information content of mandatory risk factor disclosure in corporate filings. *Review of Accounting Studies*, 19, 396-455.
- Chen, C. and Reboots, W. (2010). Toward a more coherent understanding of the organization-society relationship: a theoretical consideration for social and environmental accounting research. *Journal of Business Ethics*, 97, 651-665.
- Collins, N., Lindop, S. and Thomas, 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.
- Cormier, D., Magnan, M., van Velthoven, B. (2005). Environmental disclosure quality in large German companies: economic incentives, public pressures or institutional conditions? *European Accounting Review*. 14 (1), 3–39.
- Coyle, B., (2002). *Risk Awareness and Corporate Governance*. Financial World Publishing: UK.
- Dadashi., I., Zarei, S. and Ahmadlou, Z. (2013). Information voluntary disclosure and cost of debt case of Iran. *International Sesearch Journal of Applied and Basic Science*, 4(6), 1478-1483.
- Dedman, E., Lennox, C. (2009). Perceived competition, profitability and withholding information about sales and the cost of sales. *Journal of Accounting and Economics*.48 (2-3), 210-230.
- Deumes, R. (2008). Corporate risk reporting: A content analysis of narrative risk disclosure in prospectuses. *Journal of Business Communication*. 45 (2), 120-157.
- Dobler, M. (2008). Incentives for risk reporting – a discretionary disclosure and cheap talk approach. *International journal of accounting*. 43 (2), 184–206.
- Dobler, M., Lajili K., and zeghal D. (2011). Attributes of corporate risk disclosure: An international investigation in the manufacturing sector. *Journal of International Accounting Research*, 10(2), 1-22.

- Domínguez, I., and Gámez, L. (2014). Corporate reporting on risks: Evidence from Spanish companies. *Spanish Accounting Review* 17 (2), 116–129.
- Ellili, N., and Nobanee H. (2017). Corporate risk disclosure of Islamic and conventional banks. www.ssrn.com.
- Ellis, J., Fee, E., and Thoms, S. (2012). Proprietary costs and the disclosure of information about customers. *Journal of Accounting Research*, 50(3), 685-727.
- Elshandidy, T., Farser, I., and Hussainey, K. (2015). What drive mandatory and voluntary risk reporting variation across Germany, UK and US., *The British Accounting Review*. 47 (4), 376-394.
- Elshandidy, T., Fraser, I., Hussainey, K., (2013). Aggregate, voluntary, and mandatory risk disclosure incentives: evidence from UK FTSE all-share companies. *International Review of Financial Analysis*. 30, 320-333.
- Elzahar, H., Hussainey, K. (2012). Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports. *Journal of Risk Finance*. 13 (2), 133–147.
- Evans, M. (2011). Commitment and cost of capital: An examination of timely balance sheet disclosure in earnings announcements. *Contemporary Accounting Research*, 33(3), 1136-1171.
- Financial Accounting Standards Board (FASB). SFAS, 119. (1994). Disclosure about Derivative Financial Instruments and Fair Value of Financial Instruments.
- Financial Accounting Standards Board (FASB). SFAS, 133. (1998). Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities.
- Guidara, A., Khelif, H., and Jarboui, A. (2014). Voluntary and timely disclosure and the cost of debt: South African evidence. *Mediterranean Accounting Research*. 22(2), 149-164.
- Hassan, K. (2009). UAE corporation-specific characteristics and level of risk disclosure. *Managerial Auditing Journal*, 24 (7), 668-687.
- Hassan, Nermine. (2014). Investigating the impact of firm characteristics on the risk disclosure quality. *International Journal of Business and Social Science*, 5 (9), 109-119.
- Healy, P., Hutton, A., and Palepu, K. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*. 16, 485–520.
- Hope, O., Hu, D., and 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*, London.
- Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW), (2002). *Financial reporting of risk: Proposals for a Statement of Business Risk*, London.

- Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW), (2006). No Surprises: working for better risk reporting. London.
- Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW), (2011). Reporting business risks: Meeting expectation. London.
- International Accounting Standards Board, (IASB), (2011). The Conceptual Framework for Financial Reporting. IASB. London
- International Accounting Standards Board, (IASB), IAS 32. (1995). Financial Instruments: presentation. IASB. London
- International Accounting Standards Board, (IASB). IFRS Practice Statement. (2010). Management Commentary. IFRS Foundation. London.
- International Accounting Standards Board, (IASB). IFRS.7. (2007). Financial Instruments: Disclosure. IFRS Foundation. London.
- International Accounting Standards Board, (IASB). IFRS.9. (2009). Financial Instruments. IFRS Foundation. London.
- Jia, J., Munro, L. and Buckby, S. (2017). A finer-grained approach to assessing the “quality” and (“quantity” and “richness”) of risk management disclosures. *Managerial Auditing Journal*, 31(819), 770-803.
- Khalif, H., Samaha, K. and Azzam, I. (2015). Disclosure ownership structure, earnings announcement lag and cost of equity capital in emerging markets: the case of Egyptian stock exchange, *Journal of Applied Capital Research*. 16(1), 28-57.
- Khelif, F. and Bouri, A. (2010). Corporate disclosure and firm characteristics: A puzzling relationship. *Journal of Accounting- Business and Management*, 17(1), 62-89.
- Kothari, S., Li, X., and Short, J. (2009). The effect of disclosure by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility and analysts forecast: study using content analysis. *The Accounting Review*. 84(5), 1639-1670.
- Kravet, T.D., Muslu, V. (2013). Textual risk disclosures and investors’ risk perceptions. *Review of Accounting Studies*. 18 (4), 1088–1122.
- Krippendorff, K. (2004). *Content Analysis: An Introduction to its methodology*. 2nd ed. Sage, Beverly Hills.
- Lajili, K. and Zeghal, D. (2005). A content analysis of risk management disclosure in Canadian annual reports. *Canadian Journal of Administrative Science*. 11(2), 125-142.
- Leuz, C. (2004). Proprietary versus non-proprietary disclosures: Evidence from Germany. *The Economics and Politics of Accounting*. 164-197.
- Li, F. (2008). Do stock market investors understand the risk sentiment of corporate annual reports? Working Paper., University of Michigan

- Linsley, P. and Shrives, P. (2000). Risk management and reporting risk in the UK. *Journal of Risk* 3(1), 115-129.
- Linsley, P., and Shrives, P. (2005). Examining risk reporting in UK public companies, *Journal of Risk Finance*. 6(4), 292–305.
- Linsley, P., and Shrives, P. (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Review*. 38(4), 387–404.
- Linsley, P., and Shrives, P. (2007). Risk reporting by the largest UK companies: readability and lack of obfuscation, *Accounting, Auditing and Accountability*. 20(4), 620–627.
- Linsmeir, J., Thornton, B., and Venkatacham, M. (2002). The Effect of mandated market risk disclosures on trading volume sensitivity to interest rate, exchange rate, and commodity price movements. *The Accounting Review*. 77, 343–377.
- Marshall, P., Weetman, P. (2007). Modelling transparency in disclosure: the case of foreign exchange risk management. *Journal of business finance and accounting*. 34 (5 & 6), 705–739.
- Marzouk, M. (2016). Risk reporting during 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 national disclosure standard and reporting incentives under IFRS. *The International Journal of Accounting*. 22(1), 25-56.
- 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, 312-331.
- Milne, M. and Adler R. (1999). Exploring the reliability of social and environmental disclosures content analysis. *Auditing and Accountability Journal*. 12 (2), 237-256.
- Mokhtar, E. and H. Mellett. (2013). Competition, corporate governance, ownership structure and risk reporting. *Managerial Auditing Journal*, 28(9), 838-865.
- Monk, D. (2011). Corporate Form and proprietary costs of voluntary disclosure. Working paper. Rutgers University, Available at: [http:// accounting.rutgers.edu/docs/seminars/spring11](http://accounting.rutgers.edu/docs/seminars/spring11).
- Moumen, N., Ben Othman, H., and 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.
- Nichols, D. C. (2009). Proprietary costs and other determinates of nonfinancial disclosure. AAA 2010 Financial Accounting and Reporting Section (FARS), Working Paper. [www. SSRN.com](http://www.SSRN.com)

- Nikolaev, V. and Lent, L. (2005). The endogeneity bias in the relation between cost of debt capital and corporate disclosure policy. *European Accounting Review*, 14(4), 677-724.
- Ntim, G., Lindop, S. and Thomas, A. (2013). Corporate Governance and Risk reporting in South Africa: A study of Corporate risk disclosure in the pre-and post-2007/2008 global financial crisis periods. *International Review of Financial Analysis*, 30, 363-383.
- Oliveira, J., L. Rodrigues and R. Criag. (2011). Risk related disclosure by non-financial companies: Portuguese practices and disclosure characteristics. *Managerial Auditing Journal*, 26(9), 817-839.
- Oliveira, J., L. Rodrigues and R. Criag. (2013). Risk reporting: A literature review. Working paper Number1/2013, University of Aveiro, Aveiro, Portugal. on Management Commentary
- Orens, R., Aerts, W. and Cormier, D. (2010). Web based non-financial disclosure and the cost of finance. *Journal of Business Finance and Accounting*, 37(8/9), 1057-1093.
- Prencipe, A. (2004). Proprietary costs and voluntary segment disclosure: evidence from Italian listed companies. *European Accounting Review*.13 (2), 309–340.
- Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *The Accounting Review*. 73(4), 459-474.
- Sherrill, E., and Yerkes, R. (2018). Municipal disclosure timeliness and the cost of debt. *Review of Financial Economics*. 53(1), 51-86.
- Skinner, D.J. (1994). Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of Accounting Research*. 32 (1), 38–60.
- Solomon, F., Soloman, A., Norton, S.D. and Joseph, (2000). A Conceptual Framework for Corporate Risk Disclosure Emerging from The Agenda for Corporate Governance Reform, *The British Accounting Review*. 32 (4), 447–478.
- Tang, W. (2010). Proprietary costs of mandatory disclosure and the decision to first access the public market. Working Paper. Georgetown University.
- Uddin, H., and Haasan, 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.
- Unerman, J. (2000). Methodological issues – reflections on quantification in corporate social reporting content analysis. *Accounting Auditing and Accountability Journal*. 13 (5), 667–681.
- Wang, K., Sewon, O. and Claiborne, M. (2008). Determinate and consequences of voluntary disclosure in an emerging market: Evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 17(1), 14-30.

- Woods, M., Reber, B. (2003). A comparison of UK and German reporting practice in respect of disclosure post GSA 5. Unpublished conference paper, 6th Financial Reporting and Business Communication Conference, Gradiff Business School, Gradiff.
- Zhang, X., Taylor, D., Qu, W., and Oliver, J. (2013). Corporate risk disclosure: Influence of institutional shareholders and audit committee. Corporate Ownership & Control. 10(4), 341- 354.

ملاحق الدراسة:

جدول رقم (١) عدد شركات العينة موزعة على القطاعات المختلفة

مسلسل	القطاع	عدد الشركات	الوزن النسبي (%)
١	المواد الأساسية	13	٤٧.٦٩
٢	السلع الرأسمالية	6	٩.٢٣
٣	المنتجات الغذائية	7	١٠.٧٧
٤	تجزئة الأغذية	١	١.٥٤
٥	التطوير العقاري	٧	١٠.٧٧
٦	السلع طويلة الأجل	٢	٣.٠٨
٧	الاتصالات	٢	٣.٠٨
٨	الأدوية	١	١.٥٤
٩	الرعاية الصحية	٤	٦.١٥
١٠	النقل	٤	٦.١٥
	المجموع	٦٥	١٠٠

جدول رقم (٢) نتائج قياس المحتوى الإعلامي للإفصاح الاختياري عن المخاطر

النسبة المنوية %	الكمية	معلومات المخاطر المفصوح عنها اختياريًا في تقرير مجلس الإدارة
٩٩,٢	٤٩٤٨	عدد الجمل التي تتضمن معلومات مخاطر عامه يتعرض لها القطاع أو السوق
٠,٨	٤٠	عدد الجمل التي تتضمن معلومات المخاطر التي تخص الشركة
٩٩	٤٩٣٨	عدد الجمل التي تتضمن معلومات وصفية عن المخاطر
١	٥٠	عدد الجمل التي تتضمن معلومات كمية عن المخاطر
٩٧	٤٨٣٨	عدد الجمل التي تتضمن معلومات تاريخية عن المخاطر
٣	١٥٠	عدد الجمل التي تتضمن معلومات مستقبلية عن المخاطر
٦١,٤	٣٠٦٣	عدد الجمل التي تتضمن أخبارًا غير جيدة عن المخاطر
٠,٤	٢٠	عدد الجمل التي تتضمن أخبارًا جيدة عن المخاطر
٣٨,٢	١٩٠٥	عدد الجمل التي تتضمن أخبارًا محايدة
١٠٠	٤٩٨٨	إجمالي عدد الجمل التي تتضمن معلومات عن المخاطر

ملحق الدراسة ٣ نتيجة تحليل الانحدار الخطي المتعدد

نتيجة تحليل الانحدار للنموذج رقم (١) لأثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.276 ^a	.076	.064	.17231	1.508

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.929	5	.186	6.257	.000 ^b
	Residual	11.282	380	.030		
	Total	12.211	385			

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.019	.137		.140	.889		
	LnRD	.035	.015	.126	2.387	.017	.867	1.154
	LnSiz	.011	.007	.092	1.623	.105	.764	1.309
	Lev	-.016	.016	-.053	-.979	.328	.837	1.195
	PG	.000	.002	-.004	-.076	.940	.990	1.010
	Loss	-.084	.018	-.236	-4.742	.000	.980	1.021

نتيجة تحليل الانحدار للنموذج رقم (٢) لأثر الإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.237 ^a	.056	.044	.03404	2.001

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.026	5	.005	4.540	.000 ^b
	Residual	.440	380	.001		
	Total	.467	385			

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Coefficients Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.045	.027		1.673	.095		
	LnRD	-.010	.003	-.177	-3.315	.001	.867	1.154
	LnSiz	-.002	.001	-.092	-1.616	.107	.764	1.309
	Lev	.008	.003	.140	2.568	.011	.837	1.195
	PG	-4.571E-5	.000	-.007	-.146	.884	.990	1.010
	Loss	.006	.004	.083	1.648	.100	.980	1.021

نتيجة تحليل الانحدار للنموذج رقم (3) لاختبار أثر المنافسة كعامل معدل لتأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.290 ^a	.084	.057	.17293	1.514

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.026	11	.093	3.119	.000 ^b
	Residual	11.185	374	.030		
	Total	12.211	385			

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Coefficients Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.040	.144		.275	.783		
	RD	-.034	.015	-.122	-2.285	.023	.860	1.163
	Siz	.009	.007	.077	1.281	.201	.682	1.466
	Lev	-.009	.019	-.030	-4.76	.634	.634	1.577
	PG	-.001	.002	-.018	-.349	.728	.936	1.069
	Loss	-.078	.018	-.219	-4.251	.000	.920	1.086
	MP	.047	.031	.202	1.540	.124	.142	7.059
	RD MP	-.006	.011	-.034	-.599	.549	.774	1.292
	Siz MP	.012	.012	.146	.990	.323	.113	8.885
	Lev MP	-.001	.011	-.005	-.073	.942	.492	2.032
	PG MP	.001	.005	.006	.107	.915	.798	1.253
	Loss MP	-.002	.017	-.009	-.099	.921	.271	3.686

نتيجة تحليل الانحدار للنموذج رقم (٤) لاختبار أثر المنافسة كعامل معدل لتأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.446 ^a	.199	.176	.03161	2.066

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.093	11	.008	8.458	.000 ^b
	Residual	.374	374	.001		
	Total	.467	385			

Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.008	.026		.286	.775		
	RD	.009	.003	.170	3.400	.001	.860	1.163
	Siz	9.664E-5	.001	.004	.076	.939	.682	1.466
	Lev	-.005	.003	-.077	-1.325	.186	.634	1.577
	PG	.000	.000	-.035	-.730	.466	.936	1.069
	Loss	.004	.003	.055	1.142	.254	.920	1.086
	MP	-.021	.006	-.464	-3.771	.000	.142	7.059
	RDMP	.001	.002	.029	.542	.588	.774	1.292
	SizMP	.000	.002	-.019	-.138	.890	.113	8.885
	LevMP	-.016	.002	-.518	-7.853	.000	.492	2.032
	PGMP	-5.758E-5	.001	-.003	-.066	.948	.798	1.253
	LossMP	.005	.003	.131	1.476	.141	.271	3.686

نتيجة تحليل الانحدار للنموذج رقم (٥) لاختبار أثر الوقتية كعامل معدل لتأثير الإفصاح الاختياري عن المخاطر على عوائد الأسهم

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.311 ^a	.097	.070	.17171	1.509

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1.104	11	.100	3.380	.000 ^b
	Residual	11.107	374	.030		
	Total	12.211	385			

Model		Coefficients ^a				Collinearity Statistics		
		Unstandardized Coefficients	Std. Error	Standardized Coefficients	t	Sig.	Tolerance	VIF
1	(Constant)	.196	.181		1.084	.279		
	RD	-.032	.015	-.115	-2.170	.031	.858	1.166
	Siz	.011	.007	.091	1.545	.123	.689	1.451
	Lev	-.016	.018	-.051	-.849	.396	.667	1.500
	PG	.000	.002	-.016	-.314	.754	.975	1.026
	Loss	-.076	.018	-.215	-4.225	.000	.936	1.069
	Inlag	-.047	.023	-.102	-2.002	.046	.939	1.065
	RDLag	.006	.009	.040	.701	.484	.754	1.325
	SizLag	.011	.011	.059	.997	.320	.680	1.470
	LevLag	.002	.011	.010	.161	.872	.615	1.626
	PgLag	.000	.009	-.002	-.043	.966	.961	1.041
	LossLag	.014	.009	.078	1.545	.123	.943	1.060

نتيجة تحليل الانحدار للنموذج رقم (٦) لاختبار أثر الوقتية كعامل معدل لتأثير الافصاح الاختياري عن المخاطر على تكلفة المديونية

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.289 ^a	.083	.057	.03382	1.978

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.039	11	.004	3.097	.001 ^b
	Residual	.428	374	.001		
	Total	.467	385			

Model		Coefficients ^a					Collinearity Statistics	
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Tolerance	VIF
	B	Std. Error	Beta					
1	(Constant)	.033	.036		.934	.351		
	LnRD	.010	.003	.189	3.538	.000	.858	1.166
	LnSiz	-.001	.001	-.064	-1.065	.287	.689	1.451
	Lev	.005	.004	.089	1.471	.142	.667	1.500
	PG	3.163E-5	.000	.005	.101	.919	.975	1.026
	Loss	.005	.004	.071	1.381	.168	.936	1.069
	lnlag	-.001	.005	-.006	-.125	.901	.939	1.065
	RDLag	.002	.002	.060	1.061	.290	.754	1.325
	SizLag	-.002	.002	-.056	-.928	.354	.680	1.470
	LevLag	.005	.002	.153	2.429	.016	.615	1.626
	PgLag	.002	.002	.057	1.133	.258	.961	1.041
	LossLag	-.001	.002	-.024	-.476	.634	.943	1.060