



مجلة البحوث المالية والتجارية

المجلد (٢١) – العدد الرابع – أكتوبر ٢٠٢٠



الإفصاح عن المخاطر وتكلفة رأس المال فى الشركات المقيدة  
فى سوق الأوراق المالية المصرية

**Risk disclosure and the cost of capital in companies  
listed in the Egyptian stock market**

د. أبوالمحمّد مصطفى صالح  
أستاذ مساعد بقسم المحاسبة  
كلية التجارة - جامعة جنوب الوادى

رابط المجلة: <https://jsst.journals.ekb.eg/>

## ملخص

يعد الإفصاح عن المخاطر أحد المجالات التي نالت اهتماماً كبيراً من قبل المستثمرين والباحثين والمنظمين وغيرهم من الأطراف ذات العلاقة بالشركة خلال الفترة القليلة الماضية، حيث تسهم المعلومات المرتبطة بالمخاطر في توفير مؤشرات هامة لمستخدمي التقارير المالية فيما يتعلق بالمخاطر التي قد تواجه الشركة خلال مباشرة نشاطها، مما يساعد على تخفيض عدم تماثل المعلومات وزيادة كفاءة السوق. ويتمثل الهدف الرئيسي للبحث في اختبار أثر الإفصاح عن المخاطر في التقارير المالية السنوية على تكلفة رأس المال في البيئة المصرية، وتمت الدراسة الميدانية على عينة تتكون من ٨٤ مشاهدة موزعة بين القطاعات الاقتصادية المختلفة خلال عامي ٢٠١٤، ٢٠١٥، وتوصل البحث إلى وجود اختلافات معنوية في الإفصاح عن المخاطر طبقاً لنوع المعلومات التي يتم الإفصاح عنها، حيث يزيد الإفصاح عن معلومات المخاطر المحايدة والإيجابية مقارنة بالمعلومات السلبية، كما توصل البحث إلى عدم وجود تأثير معنوي لإجمالي المعلومات المرتبطة بالمخاطر على تكلفة رأس المال، بينما يوجد تأثير معنوي لكل من معلومات المخاطر المحايدة والإيجابية على تكلفة رأس المال.

**الكلمات المفتاحية:** التقارير المالية، المخاطر المالية، الإفصاح عن المخاطر، عدم تماثل المعلومات، تكلفة رأس المال.



### Abstract

Risk Disclosure is one of the areas that have received great attention from investors, researchers, regulators and other parties related to the company during the past era, where information related to risks contributes by providing important indicators for users of financial reports regarding risks that company may face during performance of its activities, which helps to reduce information asymmetry and increase market efficiency. The main objective of the study is to test the risk disclosure effect in annual financial reports on the cost of capital in the Egyptian environment. The field study was conducted on a sample of 84 observations distributed among different economic sectors during 2014 and 2015. The study found that there are significant differences in the disclosure of risks according to the type of disclosed information, as the disclosure of neutral and positive risk information increases compared to negative information. The study also concluded that there was no significant effect of the total information related to risks on the cost of capital, while there is a significant effect of both neutral and positive risk information on the cost of capital.

**Keywords:** financial reports, financial risks, risk disclosure, Information asymmetry, cost of capital.

## (١) الإطار العام للبحث

### ١/١ مقدمة ومشكلة البحث:

تعد التقارير المالية أهم مصادر الحصول على المعلومات حول الشركة، ورغم ذلك هناك قلق متزايد خلال السنوات القليلة الماضية فيما يتعلق بعدم كفاية المعلومات التي توفرها تلك التقارير وعدم قدرتها على تلبية الاحتياجات المتغيرة لمستخدميها (ICAEW, 2010). لذا فقد شهدت الفترة الأخيرة اهتماماً كبيراً من قبل المنظمين والباحثين وواضعي المعايير المحاسبية بهدف تحسين مستوى جودة المعلومات التي تتضمنها التقارير المالية، وتعد المعلومات المرتبطة بالمخاطر أحد المجالات التي نالت هذا الاهتمام.

وتشير المخاطر إلى التأثير السلبي على الثروة في شكل انخفاض الأرباح أو التدفقات النقدية أو الحصة السوقية أو غيرها من المتغيرات (Dominguez & Gamez, 2014). كما عرفت دراسة أخرى بأنها تشير إلى عدم التأكد الذي يرتبط بكل من الخسائر والمكاسب المتوقعة (Solomon et al, 2000). لذا فإن مصطلح المخاطر قد يستخدم بالمعنى السلبي لاحتمال تحقق خسائر أو انخفاض الأرباح، وقد يستخدم أيضاً للإشارة إلى نتيجة مستقبلية غير مؤكدة قد تكون إيجابية أو سلبية (ICAEW, 2011).

وقد ساهمت عدة عوامل في زيادة الطلب على المعلومات المرتبطة بالمخاطر خلال السنوات القليلة الماضية يتمثل أهمها فيما يلي:

- الأزمات المالية والانهيال المفاجئ لكثير من الشركات التي كان يعتقد أنها منخفضة المخاطر مثل شركة Enron في أمريكا (Deumes, 2008). حيث كشفت تلك الأزمات عن قصور نظام الإفصاح المالي، باعتبار أن الإدارة تحجب المعلومات التي تساعد المستثمرين على تعديل تصوراتهم للمخاطر (Combes-Thuelin et al., 2006).

- إن تزايد الاعتماد على الأدوات المالية أسهم في تزايد الطلب على الإفصاح عن المخاطر في القطاعات غير المالية (Dobler, 2008).

- إن بيئة ممارسة الأعمال أصبحت أكثر تعقيداً وزادت حدة المنافسة وعدم التأكد المرتبط بالنواحي الاقتصادية والتنظيمية نتيجة توسع الأعمال التجارية وعولمة أسواق رأس المال (Rajab & Handley-Schachler, 2009).

وأكدت الدراسات السابقة على أن الإفصاح عن المخاطر يسهم في تحسين الشفافية وتخفيض تكلفة رأس المال (Semper & Betler, 2014; Nahar et al, 2016; dos Santos &



(Coelh, 2018). فرغم أن المستثمرين يأخذون المخاطر التي تواجهها الشركات في الاعتبار عند اتخاذ قرارات الاستثمار وذلك بقدر علمهم بتلك المخاطر، إلا أنهم يواجهون مخاطر إضافية باعتبار أن المعلومات التي يتم الإفصاح عنها لا تعكس كل المعلومات المتاحة لدى الإدارة، مما يعنى أن تقييمات السوق للشركة قد تكون مرتفعة أو منخفضة، ومن ثم تكون الشركة عرضة للتصحیحات المفاجئة عندما تصبح معلومات المخاطر المتاحة لدى الإدارة معروفة للمشاركين في السوق (ICAEW,2011).

وقد استخدمت الدراسات المرتبطة بهذا المجال مدخلين لدراسة العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وتكلفة رأس المال، حيث يستند المدخل الأول إلى أن الإفصاح عن المعلومات يسهم في تخفيض عدم التأكد لدى المستثمرين فيما يتعلق بتقييم المخاطر مما يؤدي إلى تخفيض علاوة الخطر الإضافية، بينما يركز المدخل الثاني على سيولة الأسهم، فالإفصاح عن المعلومات يسهم في تخفيض تكاليف التعاملات نتيجة انخفاض عدم تماثل المعلومات مما يترتب عليه ارتفاع سيولة الأسهم، وفي كلتا الحالتين تتخفض تكلفة رأس المال (Semper & Betron. 2014).

ورغم أن المستثمرين يهتمون بكل من الأخبار السارة وغير السارة عند التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية (Nelson & Pritchard, 2016). إلا أن الإدارة قد تفضل زيادة مستوى الإفصاح عن المعلومات عندما تكون الأخبار سارة مقارنة بالأخبار غير السارة لتجنب التأثير السلبي للأخبار غير السارة على قيمة الشركة (Bokpin, 2013). حيث افترضت الدراسات المرتبطة بهذا المجال أن الإدارة قد تستخدم الإفصاح عن المعلومات لتحقيق مصالحها الخاصة، مثل حجب المعلومات السلبية إذا كان يترتب عليها ارتفاع التكاليف المرتبطة بالسمعة أو المقاضاة، وعلى العكس من ذلك فإن المعلومات الإيجابية المرتبطة بالمخاطر تحقق عدة مزايا للشركة ككل مثل تحسين سمعتها في السوق وتكوين علاقات قوية مع الأطراف الخارجية (Linsley & Shrivess, 2006). كما افترضت تلك الدراسات أن الإفصاح عن المعلومات الإيجابية يكون له أثر ايجابي على تصورات المشاركين في السوق فيما يتعلق بالشركة مما يسهم في تخفيض تكلفة رأس المال، بينما تسهم المعلومات السلبية في زيادة تكلفة رأس المال (Kothari et al., 2009).

وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة مشكلة البحث في اختبار أثر الإفصاح عن المخاطر في التقارير المالية السنوية على تكلفة رأس المال، ويمكن إعادة صياغة مشكلة البحث في التساؤلات التالية:

- هل يختلف الإفصاح عن المخاطر في التقارير المالية السنوية طبقاً لنوع المعلومات التي يتم الإفصاح عنها؟

- هل يؤثر الإفصاح عن المخاطر في التقارير المالية السنوية على تكلفة رأس المال؟

### ٢/١ أهداف البحث:

يهدف البحث إلى تحقيق ما يلي:

- التعرف على نتائج الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث.
- التعرف على الجهود التنظيمية والمهنية لتحسين الإفصاح عن المخاطر، والنظريات إلى تفسير هذا الإفصاح، وأثره على تكلفة رأس المال.
- محاولة اختبار مدى وجود اختلافات في الإفصاح عن المخاطر في التقارير المالية السنوية طبقاً لنوع المعلومات التي يتم الإفصاح عنها.
- محاولة اختبار أثر الإفصاح عن المخاطر في التقارير المالية السنوية على تكلفة رأس المال.

### ٣/١ أهمية البحث:

تم تصنيف أهمية البحث في مستويين على النحو التالي :

#### المستوى النظري:

رغم أهمية موضوع الإفصاح عن المخاطر بصفة عامة وأثره على تكلفة رأس المال بصفة خاصة، إلا أن غالبية الدراسات التي تناولت هذا الموضوع تمت في الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا، لذا تبدو أهمية التعرف على تنظيم الإفصاح عن المخاطر والنظريات التي تفسر هذا الإفصاح، وأثره على تكلفة رأس المال.

#### المستوى التطبيقي:

- أصبح الإفصاح عن المخاطر يحظى باهتمام كثير من الفئات ذات العلاقة بالشركة، ويسهم البحث في هذا المجال في توفير أدلة ميدانية لهذه الفئات فيما يتعلق بأثر الإفصاح عن المخاطر على تكلفة رأس المال وكفاءة السوق بصفة عامة. فعلى سبيل المثال تؤثر شفافية الشركات فيما يتعلق بالمخاطر في أداء سوق رأس المال باعتبار أن التقييم الدقيق لأسهم الشركات يتطلب ضرورة توافر الثقة والمعرفة لدى المستثمرين (Deumes, 2008). لذا فإن النتائج التي توصل إليها البحث يمكن أن تساعد في تقييم مدى فاعلية القواعد المرتبطة بتنظيم الإفصاح عن المخاطر في تخفيض عدم تماثل المعلومات وتحسين كفاءة السوق. ومن ناحية أخرى فإن تحركات أسعار الأسهم سوف يكون لها تأثير كبير على المتعاملين في السوق وخاصة صغار المستثمرين التي تتسم محافظتهم



بانخفاض التنويع (Au et al., 2019). وتسهم نتائج البحث فى توفير أدلة ميدانية للمستثمرين فيما يتعلق برد فعل السوق للإفصاح عن معلومات المخاطر. كما تسهم نتائج البحث فى مساعدة الشركات على تطوير استراتيجيات الإفصاح الخاصة بها، حيث إن زيادة الإفصاح عن معلومات المخاطر قد يكون له أثر إيجابى فيما يتعلق بقدرة الشركات على الحصول على التمويل الخارجى بتكلفة منخفضة.

- إن تأثير الإفصاح عن المخاطر على تكلفة رأس المال لم ينل الاهتمام الكافى من قبل الدراسات السابقة. حيث أشارت دراسة (Hope et al., 2016) إلى أن هناك كثير من الدراسات التى تناولت رد فعل السوق للإفصاح عن الأرباح، إلا أن هناك أدلة محدودة فيما يتعلق بكيفية استخدام المستثمرين للمعلومات المرتبطة بالمخاطر. كما أكدت دراسة (Bravo, 2017) على أنه رغم وجود دراسات كثيرة تناولت محددات الإفصاح عن المخاطر، إلا أن الأدلة الميدانية حول الآثار الاقتصادية لهذا الإفصاح ما زالت محدودة.

- تعد الدراسة الحالية امتداداً للدراسات السابقة التى حاولت اختبار منفعة المعلومات المرتبطة بالمخاطر فى اتخاذ القرارات.

#### ٤/١ حدود البحث:

يقتصر البحث على تناول أثر الإفصاح عن المخاطر المالية (مخاطر السيولة، ومخاطر الائتمان، ومخاطر السوق) على تكلفة رأس المال دون غيرها من المخاطر، كما يقتصر البحث على استخدام تكلفة حقوق الملكية كنائب عن تكلفة رأس المال.

#### ٥/١ تنظيم البحث:

لتحقيق أهداف البحث فقد تم تنظيمه على النحو التالى:

- ١- الإطار العام للبحث.
- ٢- الدراسات السابقة.
- ٣- الجهود التنظيمية والمهنية لتحسين الإفصاح عن المخاطر.
- ٤- النظريات التى تفسر الإفصاح عن المخاطر.
- ٥- أثر الإفصاح عن المخاطر على تكلفة رأس المال.
- ٦- منهجية الدراسة الميدانية.
- ٧- نتائج الدراسة الميدانية.

## (٢) الدراسات السابقة

تناولت الدراسات السابقة الآثار الاقتصادية للإفصاح عن المخاطر من عدة جوانب، حيث حاولت بعض الدراسات فحص العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وعدة متغيرات ترتبط بتكلفة رأس المال مثل مخاطر الشركة، وعدم تماثل المعلومات، وسيولة السوق، وتكلفة كل من الديون وحقوق الملكية.

حيث فحصت دراسة (Chen & Gao, 2007) العلاقة بين الإفصاح عن القيمة المعرضة للخطر وتكلفة حقوق الملكية في أمريكا، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين المعلومات المرتبطة بالقيمة المعرضة للخطر وتكلفة حقوق الملكية، مما يعني أن المستثمرين يستندون إلى تلك المعلومات عند تقييم الأسهم. وتناولت دراسة (Kothari et al., 2009) أثر الإفصاح عن المخاطر من قبل كل الشركات والصحافة المالية والمحللين الماليين على تكلفة رأس المال وتباين عوائد الأسهم وتشنت تنبؤات المحللين الماليين كغائب عن مخاطر الشركة في أمريكا، وتوصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن المعلومات الإيجابية المرتبطة بالمخاطر يسهم في تخفيض تكلفة رأس المال وتباين عوائد الأسهم وتشنت تنبؤات المحللين الماليين للأرباح، إلا أن الإفصاح عن معلومات المخاطر السلبية يرتبط بارتفاع تكلفة رأس المال وتباين عوائد الأسهم وتشنت تنبؤات المحللين الماليين، كما توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن المعلومات الإيجابية للمخاطر من قبل الشركة ليس له تأثير معنوي على تكلفة رأس المال، بينما يسهم الإفصاح عن المعلومات السلبية في زيادة تباين عوائد الأسهم وتشنت تنبؤات المحللين الماليين إلا أنه لا يؤثر في تكلفة رأس المال، كما أن الإفصاح عن المعلومات الإيجابية والسلبية حول المخاطر من قبل المحللين الماليين ليس له تأثير معنوي على تكلفة رأس المال، إلا أن المعلومات الإيجابية التي يتم الإفصاح عنها من قبل الصحافة المالية تسهم في تخفيض تكلفة رأس المال وتباين عوائد الأسهم وتشنت تنبؤات المحللين الماليين، ويحدث العكس في حالة المعلومات السلبية.

وهدفت دراسة (Lin et al., 2010) إلى فحص أثر الطريقة التي تختارها الشركة للإفصاح عن مخاطر السوق على مخاطر الشركة وتكلفة حقوق الملكية في أمريكا، وتوصلت الدراسة إلى ارتفاع مخاطر الشركات التي تستخدم طريقة القيمة المعرضة للخطر مقارنة بالشركات التي تستخدم طريقة تحليل الحساسية، كما توصلت الدراسة إلى انخفاض كل من المخاطر وتكلفة حقوق الملكية في الشركات التي تستخدم الإفصاح الجدولي مقارنة بالشركات التي تستخدم تحليل الحساسية إلا أن الانخفاض غير معنوي. وتعرضت دراسة (Miihkinen, 2013) لمنفعة الإفصاح عن المخاطر في فنلندا، وتوصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن المخاطر يسهم في تخفيض عدم تماثل





المعلومات. وتناولت دراسة (Semper & Beltran, 2014) العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وتكلفة حقوق الملكية في إسبانيا، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة حقوق الملكية، بينما توجد علاقة طردية ومعنوية بين الإفصاح عن المخاطر المالية وتكلفة حقوق الملكية، مما يعنى أن الإفصاح المرتبط بالمخاطر يوفر معلومات غير معروفة للمشاركين في السوق وليس تأكيد لمعلومات المخاطر المعروفة فقط. وفحصت دراسة (Bao & Datta, 2014) أثر الإفصاح عن المخاطر على تصورات المستثمرين فيما يتعلق بمخاطر الشركة في أمريكا، وتوصلت الدراسة إلى أن ثلثي أنواع المخاطر تقريباً ليس له تأثير كبير على تصورات المستثمرين للمخاطر.

كما تعرضت دراسة (Elshandidy & Shrivies, 2016) لأثر الإفصاح عن المخاطر على سيولة السوق وتصورات المستثمرين للمخاطر في ألمانيا، وتوصلت الدراسة إلى أن تأثير مستوى الإفصاح عن المخاطر لم يكن ملحوظاً، إلا أنه بعد تقسيم الأخبار المرتبطة بالمخاطر إلى أخبار إيجابية وأخبار سلبية توصلت الدراسة إلى أن السوق يكون له رد فعل موجب للإفصاح عن الأخبار الإيجابية إما من خلال تحسين سيولة السوق أو تخفيض تصورات المستثمرين للمخاطر، بينما يكون للسوق رد فعل سلبى للإفصاح عن الأخبار السلبية إما من خلال تخفيض سيولة السوق أو زيادة تصورات المستثمرين للمخاطر. واختبرت دراسة (Kim & Yasuda, 2016) الآثار الاقتصادية للإفصاح عن مخاطر الأعمال في اليابان، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين مستوى الإفصاح عن المخاطر وخطر المعلومات، مما يعنى أن الإفصاح عن تلك المخاطر يؤثر في تصورات المستثمرين ومن ثم يسهم في زيادة مكون خطر المعلومات في تكلفة رأس المال. وهدفت دراسة (Nahar et al., 2016) إلى فحص العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وتكلفة حقوق الملكية في بنقلادش، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين تكلفة رأس المال والإفصاح عن المخاطر.

وتعرضت دراسة (مليجي، ٢٠١٧) لأثر الإفصاح عن المخاطر على القرارات المالية في مصر، وتوصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن المخاطر يؤثر على قرارات الإدارة في تحديد حجم السيولة واختيار مصدر التمويل. كما تعرضت دراسة (أبوخزانه، ٢٠١٨) لاختبار مدى مساهمة الإفصاح عن مخاطر الأدوات المالية طبقاً للمعيار الدولي رقم (٧) لإعداد التقارير المالية في تنشيط سيولة الأسهم في مصر، وتوصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن مخاطر الأدوات المالية وفقاً للمعيار الدولي رقم (٧) يسهم بدرجة قوية في تنشيط سيولة الأسهم، بينما توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح الحالى للشركات عن تلك المخاطر ليس له تأثير معنوى على سيولة الأسهم.

وتناولت دراسة (عيد وآخرون، ٢٠١٨) أثر الإفصاح عن المخاطر الشرطية بالقوائم المالية على التقييم الائتماني للشركات من قبل البنوك التجارية في مصر، وتوصلت الدراسة إلى أهمية معلومات المخاطر الشرطية لمحلى الائتمان المصرفي، كما توصلت الدراسة إلى أن المعلومات المرتبطة بالمخاطر الشرطية القانونية تعد أكثر بنود هذه المخاطر أهمية وتأثيراً في القرار الائتماني. وحاولت دراسة (Chiu et al., 2018) فحص العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وخطر الائتمان في أمريكا، وتوصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن عوامل الخطر يسهم في تحسين الشفافية فيما يتعلق بمخاطر الشركة ومن ثم تخفيض علاوة خطر المعلومات، كما توصلت الدراسة إلى أن منفعة الإفصاح عن معلومات المخاطر في تقييم خطر التخلف عن السداد تبدو أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات التي تتسم بارتفاع عدم تماثل المعلومات. وتعرضت دراسة (Matsumura et al., 2018) للعلاقة بين معلومات المخاطر التي تفصح عنها الإدارة وتكلفة حقوق الملكية كنائب عن مخاطر الشركة في أمريكا، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين الإفصاح عن المخاطر وتكلفة حقوق الملكية. واختبرت دراسة (Eriandani et al. 2019) العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر البيئية وتكلفة حقوق الملكية في إندونيسيا، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين الإفصاح عن المخاطر البيئية وتكلفة حقوق الملكية، مما يعني أن الإفصاح عن تلك المخاطر له تأثير موجب على تكلفة حقوق الملكية، وفسرت ذلك بأن المستثمرين ينظرون إلى المعلومات المرتبطة بالمخاطر البيئية على أنها تشكل مصدر قلق.

وحاولت بعض الدراسات اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وسلوك أسعار وعوائد الأسهم. حيث فحصت دراسة (Uddin & Hassan, 2011) العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وسلوك أسعار الأسهم في الإمارات، وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير غير خطي للإفصاح عن المخاطر على تباين أسعار الأسهم ومخاطر السوق، مما يوفر مؤشر على أن زيادة الإفصاح عن المخاطر يسهم في زيادة عدم التأكد المرتبط بالاستثمار ولكن مع زيادة المعلومات يستطيع المستثمرين تنويع محافظهم لتخفيض مستوى مخاطر السوق. وتوصلت دراسة (Kravet & Muslu, 2013) إلى أن زيادة مستوى الإفصاح عن المخاطر في أمريكا يرتبط بارتفاع تقلبات أسعار الأسهم وأحجام التداول. وفحصت دراسة (Hope et al., 2016) منفعة الإفصاح عن عوامل الخطر لكل من المستثمرين والمحللين الماليين في أمريكا، وتوصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن عوامل الخطر يؤثر في تقييمات المستثمرين للأسهم، كما أنه يدعم مصداقية تحليلات المخاطر من قبل المحللين الماليين.



وهدفت دراسة (Tan et al., 2017) إلى فحص المحتوى الإعلامي للإفصاح عن المخاطر في الصين، وتوصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن المخاطر يسهم في نقل معلومات مفيدة للمستثمرين. واختبرت دراسة (Malafont et al., 2018) أثر الإفصاح عن المخاطر على تباين عوائد الأسهم وقيمة الشركة في أوروبا، وتوصلت الدراسة أن زيادة مستوى الإفصاح عن المخاطر يسهم في زيادة تباين عوائد الأسهم، كما توصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وتباين عوائد الأسهم لم تتأثر بالأزمة المالية مما يثير المخاوف فيما يتعلق بفعالية الإفصاح عن تلك المخاطر. وفحصت دراسة (Au et al., 2019) أثر الإفصاح عن عوامل الخطر على مخاطر انخفاض أسعار الأسهم في أمريكا، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين الإفصاح عن عوامل الخطر ومخاطر انخفاض أسعار الأسهم وتكون تلك العلاقة أكثر وضوحاً في الشركات التي تتسم بارتفاع عدم تماثل المعلومات وخطر النقص.

في ضوء العرض السابق للدراسات السابقة نستنتج ما يلي:

- تناولت الدراسات السابقة أثر عدة أنواع من معلومات المخاطر على تكلفة الديون وحقوق الملكية.  
- هناك تباين في نتائج الدراسات السابقة فيما يتعلق بأثر الإفصاح عن معلومات المخاطر على تكلفة رأس المال، فعلى سبيل المثال توصلت بعض الدراسات إلى انخفاض كل من علاوة الخطر وعدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال مع زيادة الإفصاح عن المخاطر مثل (miihkinen, 2018; Chiu et al., 2018; Matsumura et al., 2013). بينما توصلت دراسات أخرى إلى وجود علاقة طردية بين الإفصاح عن معلومات المخاطر وتكلفة رأس المال مثل (Chen & Gao, 2007; Semper & Beltran, 2014). وتوصلت بعض الدراسات إلى عدم وجود تأثير معنوي لبعض أنواع المخاطر على تصورات المستثمرين فيما يتعلق بالمخاطر المرتبطة بالشركة مثل (Bao & Datta, 2014). وفيما يتعلق بأثر نوع معلومات المخاطر على تكلفة رأس المال، فرغم قلة الدراسات المرتبطة بهذا المجال إلا أنها توصلت أيضاً إلى نتائج متباينة، فعلى سبيل المثال توصلت بعض الدراسات إلى أن الإفصاح عن معلومات المخاطر الإيجابية من قبل الشركة ليس له تأثير معنوي على تكلفة رأس المال (Kothari et al., 2009). بينما توصلت دراسات أخرى إلى أن السوق يكون له رد فعل موجب للإفصاح عن المعلومات الإيجابية المرتبطة بالمخاطر بينما يكون له رد فعل سلبي للإفصاح عن المعلومات السلبية (Elshandidy & Shrivs, 2016).

- قلة الدراسات التي تمت في البيئة العربية بصفة عامة والبيئة المصرية بصفة خاصة والتي تناولت أثر الإفصاح عن معلومات المخاطر على تكلفة رأس المال، وخاصة فيما يتعلق بأثر نوع معلومات المخاطر على تكلفة رأس المال وذلك في حدود علم الباحث.

### (٣) الجهود التنظيمية والمهنية لتحسين الإفصاح عن المخاطر

لقد عمل المنظّمون وواضعوا المعايير المحاسبية في كثير من الدول على وضع قواعد لتحسين الإفصاح عن المخاطر وخاصة بعد الأزمات المالية خلال فترة التسعينات من القرض الماضي (Lui et al., 2004). حيث يفترض أن تسهم تلك القواعد في الحد من عدم تماثل المعلومات وحماية المستثمرين وتدعيم ثقتهم في أسواق رأس المال مما يسهم في تنشيط تلك الأسواق.

وكانت أول محاولات تلبية الإفصاح عن المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٨٠ عندما قامت لجنة تداول الأوراق المالية بتعديل القواعد المرتبطة بمناقشات وتحليلات الإدارة، حيث تطلبت وصف عدم التأكد الذي تتوقع الشركة أن يكون له تأثير إيجابي أو سلبي على المبيعات أو الإيرادات أو الربح من العمليات المستمرة، كما تم وضع قواعد مشابهة فيما يتعلق برأس المال والسيولة (ICAEW, 2011). وفي عام ١٩٩٧ أصدرت لجنة تداول الأوراق المالية قواعد تتطلب من الشركات الإفصاح عن مخاطر السوق في تقاريرها السنوية، وسمحت للشركات باستخدام ثلاث مداخل للإفصاح عن المعلومات المرتبطة بتلك المخاطر وهي العرض الجدولي، وتحليل الحساسية، والقيمة المعرضة للخطر (SEC, 1997). وفي عام ٢٠٠٥ أصدرت اللجنة قواعد جديدة تتطلب من الشركات تضمين تقاريرها المالية قسم جديد لشرح العوامل التي قد تجعلها معرضة للمخاطر (SEC, 2005).

كما أصدر مجلس معايير المحاسبة المالية عدة معايير ترتبط بالإفصاح عن المخاطر وعدم التأكد مثل المعيار رقم (١٠٥) الذي يتناول الإفصاح عن الأدوات المالية والمخاطر المرتبطة بها (FASB, 1990). والمعيار رقم (١١٩) الذي يرتبط بالإفصاح عن الأدوات المالية المشتقة والقيمة العادلة للأدوات المالية (FASB, 1994).

وفي ألمانيا أصدر مجلس معايير المحاسبة المعيار رقم (٥) الذي يرتبط بالإفصاح عن المخاطر، وقد أشار المعيار إلى أن الإفصاح عن المخاطر ينبغي أن يوفر للمستخدمين معلومات ملائمة وموثوق فيها حول المخاطر التي تؤثر على الشركة في المستقبل، كما تطلب المعيار توفير معلومات وصفية وكمية حول تلك المخاطر مثل وصف الأهداف والاستراتيجيات والأدوات المستخدمة في الحد من المخاطر ووصف نظام إدارة المخاطر بهدف مساعدة المستخدمين على فهم تلك المخاطر (GASB, 2001).

وساهم معهد المحاسبين القانونيين في إنجلترا وويلز بدور بارز في تشجيع الشركات على الإفصاح عن المخاطر، ففي عام ١٩٩٧ أصدر المعهد تقريراً حول مخاطر الأعمال يتطلب من الشركات الإفصاح عن تلك المخاطر في تقاريرها السنوية، كما أصدر المعهد في عام ١٩٩٩



تقريراً حول جوانب إدارة المخاطر والإفصاح عنها (ICAEW, 2002). وفى عام ٢٠١١ أصدر المعهد تقريراً حول مدى تلبية التوقعات المرتبطة بالإفصاح عن المخاطر (ICAEW, 2011). كما أشار دليل حوكمة الشركات الصادر عن مجلس التقارير المالية إلى أنه ينبغي على مجلس الإدارة أن يؤكد فى التقرير السنوى أنه قام بتقييم مخاطر الشركة بما يتضمنه ذلك من وصف للمخاطر الرئيسية والإجراءات المتبعة لتحديد المخاطر، وشرح كيفية إدارة هذه المخاطر أو الحد منها (FRC, 2018).

وفى استراليا أكدت مبادئ حوكمة الشركات على ضرورة قيام الشركات بوضع سياسيات مناسبة لإدارة المخاطر والإفصاح عن ملخص تلك السياسات، كما ينبغي على مجلس الإدارة أن يطلب من الإدارة التنفيذية تصميم وتطبيق نظام لإدارة المخاطر والرقابة الداخلية والإفصاح عن مدى فعالية هذا النظام (ASX Corporate Governance Council, 2017).

وفى مصر فقد تم إعداد معايير المحاسبة المصرية طبقاً للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، حيث تضمنت تلك المعايير كثير من المتطلبات التى ترتبط بالإفصاح عن معلومات المخاطر وعدم التأكد مثل المعيار رقم (١٣) الذى يرتبط بآثار التغيرات فى أسعار صرف العملات الأجنبية، والمعيار رقم (٤٠) الذى يرتبط بالإفصاح عن الأدوات المالية، والمعيار رقم (٢٨) الذى يرتبط بكل من المخصصات والالتزامات والأصول المحتملة (معايير المحاسبة المصرية، ٢٠١٥). كما أن دليل حوكمة الشركات الصادر عن مركز المديرين المصرى سمح للشركات بتأسيس إدارة مستقلة للمخاطر وجعل من بين مسؤوليات تلك اللجنة التأكد من توافر نظم معلومات واتصال مناسبة وفعالة فيما يتعلق بمتابعة ومراقبة المخاطر، كما تطلب الدليل من الشركات الإفصاح عن أهم المخاطر التى تواجهها وسبل مواجهتها (الدليل المصرى لحوكمة الشركات، ٢٠١٦). يتضح مما سبق وجود اهتمام كبير من قبل الهيئات التنظيمية والمهنية فيما يتعلق بالإفصاح عن المعلومات المرتبطة بالمخاطر، مما يعكس أهمية تلك المعلومات فى اتخاذ القرارات وتدعيم كفاءة أسواق رأس المال.

#### (٤) النظريات التى تفسر الإفصاح عن المخاطر

قد يكون الإفصاح عن المخاطر إلزامياً تفرضه القوانين والمعايير والقواعد المنظمة لأسواق رأس المال، وقد تقوم الشركات بالإفصاح عن المخاطر بشكل اختياري لتخفيض تكاليف الوكالة أو إرسال إشارات للمشاركين فى السوق حول قدرتها على تخفيض المخاطر أو غيرها من الدوافع. لذا فقد استخدمت الدراسات المرتبطة بهذا المجال كل من نظرية التنظيم ونظرية الدوافع الإدارية لتفسير الإفصاح عن المخاطر وذلك على النحو التالى:

#### ١/٤ نظرية التنظيم:

قد يجد المنظمون أن كمية المعلومات التي توفرها الشركات أو مستوى جودتها لا يلبي احتياجات المشاركين في السوق، لذا فإنهم يتدخلون بوضع قواعد تلزم الشركات بالإفصاح عن أنواع معينة من المعلومات، وقد يتم أيضا تحديد طريقة وشكل الإفصاح عنها ومن بينهما المعلومات المرتبطة بالمخاطر. وتفترض نظرية التنظيم أن إلزام الشركات بالإفصاح عن المعلومات التي ترتبط بنشاطها يسهم في تخفيض عدم تماثل المعلومات وحماية فئة صغار المستثمرين من استغلال الفئات الأخرى.

وتسهم نظرية التنظيم في توفير أساس مفاهيمي للإفصاح الإلزامي، فالأسواق غير الكاملة تتطلب درجة من التنظيم لحماية المستثمرين وتخفيض عدم تماثل المعلومات (Elshandidy et al, 2013). فعلى سبيل المثال يستطيع المنظمون الحد من القيود المرتبطة بالإفصاح عن المخاطر وتحديد محتوى المعلومات التي ينبغي الإفصاح عنها من خلال طلب نظام لإدارة هذه المخاطر (Dobler, 2008). كما تفسر تلك النظرية الظروف التي يطلب فيها المنظمون من الشركات الإفصاح عن معلومات حول المخاطر مثل الأزمات المالية، أو بمعنى آخر عندما يفشل السوق في توفير المعلومات التي تسهم في حماية مستثمريه (Elshandidy, 2011)

#### ٢/٤ نظرية الدوافع الإدارية:

تعد دوافع الإفصاح محدد هام للإفصاح عن المعلومات حتى في ظل وجود التنظيم وخاصة فيما يتعلق بالإفصاح عن المخاطر باعتبار أن هذا الإفصاح يخضع في جانب منه للتقدير الشخصي وقد يصعب التحقق منه (Dobler, 2008). فرغم أن الإفصاح عن المخاطر قد يكون إلزاميا إلا أن الإدارة عادة يكون لديها مدى واسع من الحرية لتحديد كمية ونوع المعلومات التي يتم الإفصاح عنها، هذا بالإضافة إلى أن المخاطر المرتبطة بأنشطة الشركات قد تختلف من شركة لأخرى (Kim & Yasuda, 2018). كما أن الشركات قد لا تفصح عن معلومات مفيدة فيما يتعلق بالمخاطر بسبب رغبة الشركات في حجب بعض المعلومات التي قد يكون لها تأثير سلبي عليها في المستقبل، مما يعني أن جودة الإفصاح عن المخاطر سوف تكون طوعية إلى حد بعيد (Kravet & Muslu, 2013). لذا تحاول نظرية الدوافع الإدارية تفسير الأسباب التي تجعل الشركات تقوم بحجب بعض المعلومات عن المشاركين في السوق أو الإفصاح عن معلومات أكثر من متطلبات القواعد المنظمة لهذا الإفصاح.

وقد استخدمت الدراسات المرتبطة بهذا المجال عدة نظريات لتفسير دوافع الإدارة عند الإفصاح الاختياري عن معلومات المخاطر وذلك على النحو التالي:



#### ١/٢/٤ نظرية الإشارة:

تفترض نظرية الإشارة أن المديرين يحاولون جذب الاستثمارات من خلال إرسال إشارات للمستثمرين حول قدرة الشركة على إدارة المخاطر بطريقة أكثر فعالية من الشركات الأخرى، لذا تسعى الإدارة إلى الإفصاح عن معلومات أكثر من المعلومات التي تتطلبها القوانين والقواعد المنظمة (Linsley & Shrivs, 2000). بمعنى أن الإفصاح عن المخاطر يعتبر إشارة إيجابية للأطراف الخارجية فيما يتعلق بفعالية إدارة المخاطر المرتبطة بالشركة (Bravo, 2017). فالمستثمرين باعتبارهم مستخدمين خارجيين للمعلومات المحاسبية لا تتوافر لديهم معلومات حول مدى إدراك الإدارة للمخاطر التي تواجهها الشركة، ومن ثم فإن توفير تلك المعلومات يساعدها على إرسال إشارات فيما يتعلق بجودة إدارة المخاطر وقدرة الشركة على حماية المستثمرين، وهذا بدوره يسهم في زيادة ثقتهم في أداء الشركة الحالي والمستقبلي (Abdullah et al., 2015).

#### ٢/٢/٤ نظرية الشرعية:

تفترض نظرية الشرعية أن الإفصاح عن المعلومات المرتبطة بكفاية وفعالية أنشطة الإدارة لتخفيض المخاطر يساعد الشركة في الحصول على قبول اجتماعي وإضفاء الشرعية على أنشطتها (Mazumder & Hossain, 2018). حيث يفترض أن الشركة لديها عقد اجتماعي مع المجتمع الذي تعمل فيه ويستند هذا العقد إلى الأعراف التي يقبلها هذا المجتمع، لذا تحاول الشركة تحسين صورتها من خلال الإفصاح عن معلومات مميزة (Linsley & Shrivs, 2000).

#### ٣/٢/٤ نظرية أصحاب المصالح:

طبقاً لنظرية أصحاب المصالح فإن الإفصاح عن المخاطر يدعم تلبية احتياجات أصحاب المصالح المختلفين في الشركة، وكلما زادت فئات أصحاب المصالح كلما زادت دوافع الشركات للإفصاح عن المعلومات المرتبطة بالمخاطر (Mazumder & Hossain, 2018). وتفترض تلك النظرية أنه ينبغي إعادة تحديد دور الشركة، فالشركة لديها التزامات أخلاقية واجتماعية ينبغي أن تسعى إلى تحقيقها (Isukul & Chizea, 2017). ومن ثم ينبغي أن تسعى الشركة إلى تلبية احتياجات المستثمرين والمفترضين والعملاء والموردين والعمال والجهات الحكومية وغيرهم من الفئات، وتعد المعلومات المرتبطة بالمخاطر أحد أنواع المعلومات التي تحتاج إليها هذه الفئات لترشيد قراراتها المرتبطة بالشركة.

#### ٤/٢/٤ نظرية الوكالة:

تفترض نظرية الوكالة أنه يمكن تخفيض تعارض المصالح بين الأصيل والوكيل من خلال زيادة مستوى الإفصاح عن المعلومات (Urquiza et al., 2010). حيث إن قيمة الشركة تتأثر

بتكاليف الوكالة (مثل الدوافع الانتهازية للإدارة، وتكاليف الرقابة على أداؤها) ويعد الإفصاح وسيلة ملائمة لمساعدة الأطراف الخارجية على تقييم أداء الإدارة بتكلفة منخفضة (Lev, 1992). وطبقاً لنظرية الوكالة فإن انخفاض مستوى الإفصاح عن المعلومات ينتج عنه ظهور مشكلة الاختيار العكسي ومشكلة الخطر الأخلاقي في العلاقة بين الأصيل والوكيل (Nahar et al., 2016).

#### ٥/٢/٤ نظرية التكاليف السياسية:

قد تجذب بعض الشركات اهتمام الإعلام والجمهور والسياسيين مثل الشركات التي تحقق أرباح مرتفعة على حساب المستهلكين، لذا فقد تسعى إدارة تلك الشركات إلى الإفصاح عن معلومات ربما تكون مكلفة وتزيد عن المعلومات التي تتطلبها القوانين والمعايير وأسواق رأس المال، وذلك بهدف التأثير في التصورات المرتبطة بسمعتها وتشتيت الاهتمام غير المرغوب فيه (Linsley & shrives, 2000).

### (٥) أثر الإفصاح عن المخاطر على تكلفة رأس المال

يشير الإفصاح عن المخاطر إلى جميع المعلومات التي توفرها الشركة في تقاريرها المالية وتصف المخاطر الرئيسية للشركة وتأثيرها الاقتصادي المتوقع على الأداء المستقبلي (Miihkinen, 2012). وفي نفس السياق أشارت إحدى الدراسات إلى أن جودة الإفصاح عن المخاطر تعنى توفير المعلومات التي تسهم في تحديد العوامل الاقتصادية مثل (التعرض لمخاطر السوق، والائتمان، والسيولة) وتنقل الخصائص الإحصائية للتباين في الأداء الاقتصادي المستقبلي للشركة (Ryan, 2011).

وقد بدأ الجدل حول أهمية الإفصاح عن المخاطر منذ عام ١٩٩٨ عندما نشر معهد المحاسبين القانونيين بإنجلترا وويلز ورقة نقاشية حول الإفصاح عن المخاطر (Amran et al., 2009). وفي هذا السياق توصلت إحدى الدراسات التي أجراها معهد المحللين الماليين المعتمدين حول تصورات المستخدمين فيما يتعلق بالإفصاح عن مخاطر الأدوات المالية إلى أن ٨٩,٧% من المستقصى منهم يستخدمون معلومات المخاطر لمساعدتهم في تقييم الشركة (Papa, 2016).

ونظراً لأن قرارات الاستثمار تستند إلى كل من العائد المتوقع ومستوى المخاطر المرتبط بهذا العائد، لذا ينبغي على المستثمرين تقييم المعلومات التي توفرها الشركات قبل اتخاذ قرارات الاستثمار لتحديد مستوى المخاطر التي قد تتعرض لها استثماراتهم، بمعنى أنه ينبغي على المستثمرين تفسير تلك المعلومات واستنتاج مستوى المخاطر التي قد تتعرض لها الشركة، ونظراً لأن إدارة الشركة تستطيع توقع تلك المخاطر بناء على المعلومات الداخلية المتاحة لديها، لذا فإن





الإفصاح عن المعلومات المرتبطة بالمخاطر سوف يسهم في تحسين قدرة المستثمرين على تفسير تلك المخاطر (Cabedo & Tirado, 2004).

ويعد تخفيض تكلفة رأس المال أحد المزايا الرئيسية المرتبطة بالإفصاح عن المخاطر (Semper & Betler, 2014). حيث تبدو أهمية معلومات المخاطر من وجود عدم تماثل المعلومات في السوق، فالإدارة يتوافر لديها السلطة التقديرية لتحديد المعلومات التي ينبغي الإفصاح عنها، ومن ثم فإن الإفصاح عن تلك المعلومات يوفر إشارات للمشاركين في السوق حول الأحداث المستقبلية المرتبطة بالشركة وقدرة الإدارة على تحديد وقياس وإدارة تلك المخاطر، مما يسهم في زيادة قدرتهم على تقييم أداء الشركة، وهذا بدوره يساعد الشركة في الحصول على مزيد من التمويل الخارجي (dos Santos & Coelh, 2018). كما أشارت إحدى الدراسات إلى أن المعلومات المرتبطة بالمخاطر تسهم في زيادة ثقة المستثمرين عند اتخاذ قرارات الاستثمار التي تؤثر في تدفق رؤوس الأموال من جانب المؤسسات المالية والمستثمرين الأفراد نحو الشركات الصناعية، وكذلك من جانب المستثمرين الأفراد إلى المؤسسات المالية التي تعرضت قدرتها على إدارة المخاطر للتشكيك بعد أزمة الرهن العقاري ٢٠٠٧-٢٠٠٨، ومن ثم فإن تحسين الإفصاح عن المخاطر يسهم في استقرار بيئة الاستثمار وزيادة قدرة الشركة على جذب رؤوس الأموال (Rajab & Handley-Schachler, 2009).

وحاولت دراسة (Chen & Gao, 2007) تفسر العلاقة العكسية بين الإفصاح عن المخاطر وتكلفة رأس المال من خلال ما يلي:

- إن الإفصاح عن المخاطر يوفر عدة مؤشرات يستطيع المستثمرون من خلالها إصدار أحكامهم بشأن مخاطر الشركة.

- إنه بدون توافر مصادر معلومات موثوق فيها سوف يلجأ المستثمرون إلى المضاربة والشائعات عندما يشعرون بالقلق فيما يتعلق بالمخاطر التي تواجهها الشركة، ويعتبر عدم تماثل المعلومات بمثابة تكلفة حقيقية للشركة حيث تلجأ إلى عرض عوائد مرتفعة لجذب المستثمرين.

لذا يعتقد بعض المديرين أن الإفصاح عن المخاطر يحقق ميزة تنافسية تسهم في جذب رؤوس الأموال، حيث تستطيع الإدارة من خلال الإفصاح عن المخاطر زيادة الشفافية وتخفيض الفجوة بين ما يتوقعه المستثمرون وما يمكن أن توفره الشركة، مما يساعد المستثمرين على مراجعة تصوراتهم المرتبطة بالمخاطر عند تقييم استثماراتهم وهذا بدوره يسهم في الحد من التقييم الخاطئ لأسهم الشركة (Deumes, 2008).

وقد استخدمت الدراسات المرتبطة بهذا المجال مدخلين لدراسة أثر الإفصاح عن المخاطر على تكلفة رأس المال، حيث يفترض المدخل الأول أن عدم توافر معلومات المخاطر أو انخفاض

جودتها يؤثر في قدرة المستثمرين على التنبؤ بالعوائد أو التدفقات النقدية المستقبلية. وقد افترضت الدراسات السابقة أن الإفصاح عن المعلومات يسهم في تخفيض خطر التقدير المرتبط بالتدفقات النقدية المستقبلية مما ينعكس على علاوة الخطر التي يطلبها المستثمرين ومن ثم تنخفض تكلفة رأس المال (Botosan et al., 2004; Poshakwale & Courtis, 2005). فالمستثمرين لا تتوافر لديهم معلومات حول القيم الحقيقية لمعاملات معدلات العائد على الأوراق المالية، وتعد الأخطاء المرتبطة بتقدير قيم تلك المعاملات مصدراً للمخاطر غير القابلة للتنوع وهذا بدوره يؤثر في تكلفة رأس المال (Kothari et al., 2009).

أما المدخل الثاني فإنه يستند إلى سيولة الأسهم، فزيادة مستوى الإفصاح يسهم في تخفيض مكون الاختيار العكسي لمدى السعر وعدم تماثل المعلومات بين مجموعات المستثمرين في السوق مما يسهم في زيادة سيولة الأسهم وتخفيض تكلفة رأس المال (Souissi & Khelif, 2012; Tan et al., 2017). حيث يحاول المستثمرون بدون المعلومات حماية أنفسهم عند التعامل مع المستثمرين ذوي المعلومات من خلال تخفيض سعر الشراء وزيادة سعر البيع، كما أن عدم تماثل المعلومات يؤدي إلى تخفيض عدد الأسهم التي يرغب المستثمرون بدون المعلومات في شرائها أو بيعها وفي كلتا الحالتين تنخفض سيولة الأسهم (Luez & Wysoski, 2008). ومن ثم لكي تستطيع الشركات التي تتسم بانخفاض السيولة جذب المستثمرين ينبغي عليها إصدار الأسهم بسعر يقل عن قيمتها الحقيقية مما يقلل من حصة بيع الأسهم ومن ثم ترتفع تكلفة رأس المال (Petersen & Plenborg, 2006).

ورغم ما سبق فإن الإفصاح عن المخاطر قد لا يحدث رد فعل من قبل المشاركين في السوق. فعلى سبيل المثال إذا كان الإفصاح عن المخاطر غير واضح أو كامل فقد يصعب على المستثمرين استيعاب المعلومات أو تحديد المعلومات السلبية التي يتضمنها الإفصاح وبالتالي يكون رد فعلهم منخفض لتلك المعلومات وعدم تضمينها في الأسعار (Au et al., 2019). ومن ناحية أخرى فإن خطر التفاضل قد يجعل الإدارة تقص عن المخاطر غير الهامة ومن ثم تخفض منفعة هذا الإفصاح (Beatty et al., 2019). وقد يكون المحتوى الإعلامي للإفصاح عن المخاطر منخفضاً بسبب قيام الشركات بالإفصاح عن تلك المخاطر لمجرد الالتزام بالقواعد (Tan et al., 2017).

يتضح مما سبق أن الإفصاح عن معلومات المخاطر يكون له تأثير سلبي على تكلفة رأس المال نتيجة تخفيض عدم تماثل المعلومات وعدم التأكد لدى المستثمرين، وعلى العكس من ذلك فإن غياب تلك المعلومات يسهم في زيادة كل من خطر التقدير والاختيار العكسي مما ينعكس على تكلفة رأس المال.



## (٦) منهجية الدراسة الميدانية

### ١/٦ فروض الدراسة:

توصلت الدراسات السابقة إلى أن الإفصاح عن المخاطر عادة يتضمن معلومات إيجابية أكثر من المعلومات السلبية (Ntim et al., 2013). والشركات قد لا تفصح عن كل المعلومات المرتبطة بالمخاطر لحجب المعلومات الحساسة عن مستخدمي التقارير المالية (Buckby et al., 2015). والإفصاح عن معلومات المخاطر المحايدة يفوق الإفصاح عن المعلومات السلبية (Habtoor et al., 2018).

لذا يتم صياغة الفرض الأول من فروض الدراسة على النحو التالي:

$H_{01}$ : لا توجد اختلافات معنوية في الإفصاح عن المخاطر في التقارير المالية السنوية طبقاً لنوع المعلومات التي يتم الإفصاح عنها.

توصلت الدراسات المرتبطة بهذا المجال إلى أن الإفصاح عن المعلومات المرتبطة بالمخاطر يسهم في تخفيض عدم تماثل المعلومات (Miihkinen, 2013). وتوجد علاقة معنوية بين الإفصاح عن المخاطر المالية وتكلفة حقوق الملكية (Semper & Beltran, 2014). والإفصاح عن عوامل الخطر يسهم في تحسين الشفافية فيما يتعلق بمخاطر الشركة ومن ثم تخفيض علاوة خطر المعلومات (Chiu et al., 2018). وتوجد علاقة عكسية بين الإفصاح عن المخاطر وتكلفة حقوق الملكية كدائن عن مخاطر الشركة (Matsumura et al., 2018).

وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة الفرض الثاني من فروض الدراسة على النحو التالي:

$H_{02}$ : لا يوجد تأثير معنوي لإجمالي معلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها في التقارير المالية السنوية على تكلفة رأس المال.

توصلت الدراسات السابقة إلى أن الإفصاح عن المعلومات الإيجابية المرتبطة بالمخاطر يسهم في تخفيض تكلفة رأس المال، بينما المعلومات السلبية المرتبطة بالمخاطر تسهم في ارتفاع تكلفة رأس المال (Kothari et al., 2009). والمعلومات الإيجابية المرتبطة بالمخاطر عادة يكون لها رد فعل موجب من قبل السوق، إلا أن الإفصاح عن المعلومات السلبية عادة يكون له رد فعل سلبي (Elshandidy & Shrivs, 2016). وتوجد علاقة طردية ومعنوية بين المعلومات الإيجابية المرتبطة بإدارة المخاطر وقيمة الشركة (Abdullah et al., 2015).

لذا يتم صياغة الفرض الثالث من فروض الدراسة على النحو التالي:

$H_{03}$ : لا يوجد تأثير معنوي لكل من معلومات المخاطر المحايدة والسلبية والإيجابية التي يتم الإفصاح عنها في التقارير المالية السنوية على تكلفة رأس المال.

## ٢/٦ نموذج الدراسة:

يهدف هذا النموذج إلى قياس أثر المعلومات المرتبطة بالمخاطر على تكلفة رأس المال وبأخذ هذا النموذج الصورة التالية:

$$COST_{it} = a + b_1 RI_{it} + b_2 FSIZE_{it} + b_3 LIQ_{it} + b_4 LEV_{it} + b_5 ASIZ_{it} + e_{it}$$

حيث إن:

$COST_{it}$  تشير إلى تكلفة رأس المال للشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

$RI_{it}$  تشير إلى المعلومات المرتبطة بالمخاطر للشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

$FSIZE_{it}$  تشير إلى حجم الشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

$LEQ_{it}$  تشير إلى نسبة السيولة للشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

$LEV_{it}$  تشير إلى الرافعة المالية للشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

$ASIZE_{it}$  تشير إلى حجم مكتب المراجعة للشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

$e_{it}$  تشير إلى بواقي نموذج الانحدار للشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

## ٣/٦ متغيرات الدراسة:

### ١/٣/٦ الإفصاح عن المخاطر:

استخدم الباحث تحليل المحتوى لقياس الإفصاح عن المخاطر المالية، حيث تم فحص القسم المخصص للإفصاح عن تلك المخاطر في القوائم المالية السنوية، وقد استخدمت كثير من الدراسات هذا الأسلوب لقياس الإفصاح عن المخاطر مثل (Abdullah et al., 2015; Kothari et al., 2009; Dominguez & Gamez, 2014; Linsley & Shrivs, 2006). كما استخدم الباحث عدد جمل المخاطر التي تم الإفصاح عنها في التقارير المالية السنوية كوحدة قياس أو ترميز.

وقد اعتمد الباحث على تعريف (Linsley & Shrivs, 2006) للمخاطر لتحديد الجمل التي ترتبط بالمخاطر والجمل التي لا ترتبط بتلك المخاطر، فطبقاً لهذا التعريف فإن الجملة ترتبط بالإفصاح عن المخاطر إذا تضمنت معلومات حول أي احتمال أو فرصة أو خطر أو ضرر أو تهديد يكون قد أثر على الشركة بالفعل أو قد يؤثر عليها في المستقبل، ويتم تصنيف الجملة على أنها تحمل معلومات إيجابية حول المخاطر إذا تضمنت معلومات حول أي احتمال أو فرصة تكون قد أثرت على الشركة بالفعل أو قد تؤثر عليها في المستقبل، كما تصنف الجملة على أنها تحمل معلومات سلبية حول المخاطر إذا تضمنت معلومات حول أي خطر أو ضرر أو تهديد يكون قد أثر على الشركة بالفعل أو قد يؤثر عليها في المستقبل، أما الجمل التي ترتبط بالإفصاح عن المخاطر ويصعب تصنيفها على أنها تتضمن معلومات إيجابية أو سلبية سوف يتم تصنيفها ضمن المعلومات



المحايدة، كما أن الجداول الكمية والوصفية التي تتضمن معلومات حول المخاطر تعتبر جملة واحدة. واتساقاً من الدراسات السابقة سوف يتم تصنيف الجمل التي تتضمن معلومات حول كيفية الحد من المخاطر على أنها تحمل معلومات إيجابية (Abdullah & Abdul Shukor, 2015).

ونظراً لأن المعلومات قد تكون غير واضحة أو يصعب التحقق منها، لذا سوف تحصل الشركة على نقطة واحدة إذا كانت الجملة تتضمن معلومات وصفية حول المخاطر، ونقطتين إذا كانت الجملة تتضمن معلومات كمية حول تلك المخاطر، باعتبار أن تلك المعلومات تكون أكثر قابلية للمراجعة والتحقق مقارنة بالمعلومات الوصفية (Lundholm et al., 2014). كما تحصل الشركة على نقطة إضافية إذا تم عرض المعلومات في شكل جداول أو أشكال توضيحية، ويرجع السبب في ذلك إلى أن استخدام تلك الجداول والأشكال في عرض المعلومات يساهم في تحسين الشفافية والقدرة على الفهم (Braam & Beest, 2013; Tsoncheva, 2014).

ويمكن عرض محتوى المعلومات التي تتضمنها الجملة وعدد النقاط المرتبطة بكل منها من خلال الجدول رقم (١):

جدول رقم (١) محتوى المعلومات التي تتضمنها الجملة وعدد النقاط المرتبطة بكل منها

عدد النقاط	المعلومات التي تتضمنها الجملة
١	معلومات وصفية فقط.
٢	معلومات كمية أو استخدام الجداول والأشكال التوضيحية لعرض المعلومات الوصفية.
٣	استخدام الجداول والأشكال التوضيحية لعرض المعلومات الكمية.

وبعد انتهاء عملية الترميز تم تجميع عدد النقاط التي حصلت عليها كل شركة، ثم تم حساب لوغاريتم هذه النقاط سواء فيما يتعلق بإجمالي معلومات المخاطر أو معلومات المخاطر المحايدة أو السلبية أو الإيجابية.

٢/٣/٦ تكلفة رأس المال:

استخدم الباحث تكلفة حقوق الملكية كنائب عن تكلفة رأس المال، وتم قياس تكلفة حقوق الملكية من خلال النموذج الذي قدمته دراسة (Francies et al., 2005) والذي يقيس نسبة ربح السهم إلى سعر السهم المعدلة بوسيط الصناعة، ويأخذ هذا النموذج الصورة التالية:

$$\text{IndEP} = E/P - \text{Median Industry EP}$$

حيث إن:

IndEP هي نسبة ربح السهم إلى سعر السهم المعدلة بوسيط الصناعة.

E/P هي نسبة ربح السهم إلى سعر السهم على مستوى الشركة.

Median Industry EP هي وسيط نسبة ربح السهم إلى سعر السهم للشركات التي حققت أرباح موجبة وتنتمي إلى نفس الصناعة.

وقد استخدم الباحث المشاهدات التي حققت أرباح موجبة لحساب نسبة ربح السهم إلى سعر السهم المعدلة بوسيط الصناعة.

٣/٣/٦ متغيرات الرقابة:

١- حجم الشركة:

يفترض انخفاض تكلفة رأس المال في الشركات الكبيرة مقارنة بالشركات الأخرى، باعتبار أن الشركات الكبيرة تكون أكثر قدرة على إدارة وتخفيض المخاطر المرتبطة بها (Beasley et al., 2005). كما أن تلك الشركات لديها احتياجات تمويلية أكبر من الشركات الصغيرة ومن ثم تعمل على تخفيض عدم تماثل المعلومات فيما يتعلق بالمخاطر المرتبطة بها من خلال زيادة الإفصاح (Semper & Beltran, 2014).

وتم قياس حجم الشركة من خلال لوغاريتم إجمالي الأصول باعتباره أكثر المقاييس التي تستخدم في هذا المجال.

٢- السيولة:

تؤثر سيولة الأصول في قدرة الشركة على الاستجابة لبيئة الأعمال المتغيرة، وهي بذلك تعد محدد أساسي لمرونة التشغيل المرتبطة بالشركة ومن ثم يكون لها تأثير على تكلفة رأس المال (Ortiz-Molina & Phillips, 2010). ورغم ذلك فقد أشارت إحدى الدراسات إلى أن زيادة الأرصدة النقدية أو الأصول السائلة لدى الشركة قد يؤدي إلى انخفاض كفاءة الاستثمار (Houcine, 2017).

وتم قياس متغير السيولة من خلال نسبة الأصول المتداولة إلى الالتزامات المتداولة.

٣- الرافعة المالية:

قد يسهم زيادة الديون في هيكل رأس المال في زيادة مخاطر الشركة ومن ثم تكلفة حقوق الملكية (Semper & Bltran, 2014). حيث تميل بعض الشركات إلى استخدام الأموال المقترضة دون النظر في قدرتها الكسبية، مما يؤدي إلى الفشل والإفلاس في الأجل الطويل، كما أن بعض الشركات قد تستخدم الأموال المقترضة بشكل عشوائي وغير مخطط مما يكون له أثر سلبي على أدائها ومركزها المالي (Bhayani, 2009).

وتم قياس الرافعة المالية من خلال نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول.



#### ٤- حجم مكتب المراجعة:

تؤدي المراجعة ثلاثة أدوار أساسية تسهم في تخفيض تكلفة رأس المال، وهي الرقابة وتحسين بيئة المعلومات والتأمين، حيث تستطيع المراجعة من خلال دور الرقابة تخفيض مشكلات الوكالة نتيجة ضمان الاستخدام الأمثل للموارد الاقتصادية، كما تستطيع المراجعة من خلال دور تحسين بيئة المعلومات زيادة منفعة معلومات التقارير المالية في اتخاذ القرارات وتخفيض خطر المعلومات، أما دور التأمين فهو يسهم في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون باعتبار أن المراجع يمثل مصدراً للتعويض في حالة فشل الشركة (Fernando et al., 2010). وقد أكدت الدراسات المرتبطة بهذا المجال على أن مكاتب المراجعة الكبيرة تعد أكثر جودة مقارنة بالمكاتب الأخرى (DeAngelo, 1981).

وتم قياس حجم مكتب المراجعة من خلال استخدام متغير ثنائي يأخذ القيمة ١ إذا كانت الشركة تستخدم أحد مكاتب المراجعة الأربعة الكبيرة ويأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك.

#### ٤/٦ عينة الدراسة:

اختار الباحث عينة تتكون من ٦٠ شركة وفقاً للقواعد التالية:

- أن تكون الشركة مقيدة أسهمها في سوق الأوراق المالية المصرية.

- توافر البيانات المطلوبة خلال فترة الدراسة<sup>١</sup>.

وقد تم استبعاد البنوك وشركات التأمين لاختلاف طبيعة نشاطها عن باقي الشركات، كما تم استبعاد المشاهدات لا تتوفر عنها بيانات كاملة أو التي تتضمن أرباح سالبة أو قيم متطرفة، ومن ثم أصبح حجم العينة النهائي ٨٤ مشاهدة تمثل ٥١ شركة خلال عامي ٢٠١٤، ٢٠١٥.

#### ٥/٦ الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة:

##### ١/٥/٦ الإحصاءات الوصفية:

استخدم الباحث كل من الوسط الحسابي والانحراف المعياري لوصف البيانات وإجراء المقارنات فيما بينها.

##### ٢/٥/٦ تحليل التباين (ANOVA):

تم استخدام تحليل التباين لاختبار مدى معنوية الاختلافات في الإفصاح عن المخاطر طبقاً لنوع المعلومات التي يتم الإفصاح عنها.

##### ٣/٥/٦ تحليل الانحدار:

استخدم الباحث الأدوات المرتبطة بتحليل الانحدار مثل  $R^2$  واختبار F واختبار T لاختبار أثر الإفصاح عن المخاطر على تكلفة رأس المال.

<sup>١</sup> اعتمد الباحث على القوائم المالية السنوية والإيضاحات المتممة لها بالإضافة إلى تقرير مراجع الحسابات وأسعار الأسهم للحصول على البيانات المطلوبة للدراسة. وقد تم الحصول على تلك البيانات من موقع معلومات مباشر مصر <http://www.mubasher.info/countries/EG>

## (٧) نتائج الدراسة الميدانية

### ١/٧ الإحصاءات الوصفية:

في مجال التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة فقد تم حساب الوسط الحسابي والانحراف المعياري لكل من تكلفة رأس المال، ومعلومات المخاطر، وحجم الشركة، والسيولة، والرافعة المالية، وحجم مكتب المراجعة كما في الجدول رقم (٢):

جدول رقم (٢) نتائج الإحصاءات الوصفية

الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	المتغيرات
٠,١٠٤	٠,٠٣٤	تكلفة رأس المال
٠,٣٩٣	١,٠٣٤	اجمالي معلومات المخاطر
٠,٣٦٦	٠,٦٩٧	معلومات المخاطر المحايدة
٠,٣٤٠	٠,٢٦٥	معلومات المخاطر السلبية
٠,٣٤٤	٠,٦٤١	معلومات المخاطر الايجابية
٠,٧٨٣	٥,٧٤٦	حجم الشركة
٠,٩٤٥	١,٩٣٨	السيولة
٠,٢٧١	٠,٤١٠	الرافعة المالية
٠,٥٠٣	٠,٤٨٢	حجم مكتب المراجعة

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- بلغ متوسط مؤشر تكلفة رأس المال ٠,٠٣٤ وتشير تلك القيمة الموجبة إلى ارتفاع نسبة ربح السهم إلى سعر السهم مقارنة بوسيط هذا النسبة على مستوى المشاهدات التي تنتمي إلى نفس الصناعة، كما بلغ الانحراف المعياري ٠,١٠٤ مما يعنى تباين قيم هذا المتغير بين المشاهدات.
- ارتفاع متوسط معلومات المخاطر المحايدة والايجابية مقارنة بالمعلومات السلبية، حيث بلغ متوسط لوغاريتم هذه المتغيرات ٠,٦٩٧ ، ٠,٢٦٥ ، ٠,٦٤١ لكل من المعلومات المحايدة والسلبية والايجابية على التوالي، مما يتسق مع الافتراض السائد بأن الشركات لا تميل إلى زيادة الإفصاح عن المعلومات التي يكون لها تأثير سلبي على الأسهم في السوق، وزيادة الإفصاح عن المعلومات التي يكون لها تأثير مرغوب فيه على تصورات المستثمرين فيما يتعلق بالمخاطر التي تواجه الشركة، كما حققت المعلومات السلبية أقل انحراف معياري مقارنة بالمعلومات المحايدة والمعلومات الإيجابية.





- بلغ متوسط لوغاريتم إجمالي الأصول كئائب عن حجم الشركة ٥,٧٤٦ والانحراف المعياري ٠,٧٨٣ مما يوفر مؤشر على انخفاض تباين قيم هذا المتغير بين المشاهدات.
- بلغ متوسط متغير السيولة ١,٩٣٨ مما يعنى أن الأصول المتداولة تبلغ ضعف الالتزامات المتداولة تقريباً، كما بلغ الانحراف المعياري ٠,٩٤٥ مما يوفر مؤشر على عدم وجود تباين كبير فى قيم هذا المتغير بين المشاهدات.
- إن متوسط متغير الرافعة المالية بلغ ٠,٤١٠ والانحراف المعياري ٠,٢٧١ مما يعنى انخفاض تباين قيم هذا المتغير بين المشاهدات.
- بلغ متوسط حجم مكتب المراجعة ٠,٤٨٢ مما يعنى أن نصف عدد المشاهدات تقريباً يستخدم أحد مكاتب المراجعة التى تنتمى إلى المكاتب الكبيرة.

### ٢/٧ اختبار الفرض الأول:

لاختبار مدى وجود اختلافات معنوية فى معلومات المخاطر التى يتم الإفصاح عنها فى التقارير المالية السنوية طبقاً لنوع المعلومات التى يتم الإفصاح عنها (المعلومات المحايدة، والمعلومات السلبية، والمعلومات الإيجابية) فقد تم استخدام اختبار ANOVA كما فى الجدول رقم (٣):

جدول رقم (٣) نتائج اختبار مدى وجود اختلافات معنوية فى الإفصاح عن المخاطر طبقاً لنوع المعلومات التى يتم الإفصاح عنها

قيمة F	مستوى المعنوية
٣٧,٨١٢	٠,٠٠٠

يتضح من الجدول السابق وجود اختلافات معنوية بين معلومات المخاطر المحايدة والسلبية والايجابية التى يتم الإفصاح عنها فى التقارير المالية السنوية، حيث إن قيمة F بلغت ٣٧,٨١٢ ومستوى المعنوية أقل من ٠,٠٥

ولتحديد مصدر هذه الاختلافات فقد تم إجراء عدة مقارنات بين أنواع المعلومات الثلاثة كما فى الجدول رقم (٤):

جدول رقم (٤) مصدر الاختلافات فى الإفصاح عن معلومات المخاطر

المقارنات	متوسط الاختلافات	مستوى المعنوية
المعلومات المحايدة مع المعلومات السلبية	٠,٤٣٢	٠,٠٠٠
المعلومات المحايدة مع المعلومات الإيجابية	٠,٠٥٧	٠,٢٩٦
المعلومات الإيجابية مع المعلومات السلبية	٠,٣٧٦	٠,٠٠٠

يتضح من الجدول السابق وجود اختلافات معنوية بين المعلومات المحايدة والمعلومات السلبية التي يتم الإفصاح عنها في التقارير المالية السنوية، كما توجد اختلافات معنوية بين المعلومات الإيجابية والمعلومات السلبية.

**النتيجة:** توجد اختلافات معنوية في الإفصاح عن المخاطر في التقارير المالية السنوية طبقاً لنوع المعلومات التي يتم الإفصاح عنها.

وتتفق تلك النتيجة مع النتائج التي توصلت إليها بعض الدراسات السابقة مثل دراسة (Ntim et al., 2013; Habtoor et al., 2018). كما تتسق النتيجة مع الافتراضات السابقة التي تشير إلى أن الشركات قد لا تتوسع في الإفصاح عن المعلومات التي يكون لها تأثير سلبي على أسهمها في السوق، بينما يتم الإفصاح عن المعلومات التي يكون لها تأثير إيجابي على تصورات المستثمرين فيما يتعلق بمستقبل الشركة.

### ٣/٧ اختبار الفرض الثاني:

تم اختبار أثر إجمالي معلومات المخاطر على تكلفة رأس المال من خلال انحدار متغير تكلفة رأس المال على كل من إجمالي معلومات المخاطر، وحجم الشركة، والسيولة، والرافعة المالية، وحجم مكتب المراجعة كما في الجدول رقم (٥):

جدول (٥) نتائج اختبار أثر إجمالي معلومات المخاطر على تكلفة رأس المال

المتغيرات	معامل الانحدار B	قيمة t	مستوى المعنوية
ثابت النموذج	- ٠,٢١٦	- ٢,٢٠٦	٠,٠٣٠
إجمالي معلومات المخاطر	- ٠,٠٠٤	- ٠,١٣٧	٠,٨٩١
حجم الشركة	٠,٠٢٢	١,٤٥٩	٠,١٤٩
السيولة	٠,٠٣٦	٢,٦٦٥	٠,٠٠٩
الرافعة المالية	٠,١٥١	٣,١١٨	٠,٠٠٣
حجم مكتب المراجعة	- ٠,٠٠٤	- ٠,١٧٠	٠,٨٦٥
معامل التحديد المعدل	قيمة F	مستوى المعنوية	
٠,١١٣	٣,٠٨٤	٠,٠١٤	

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- إن قيمة معامل التحديد المعدل بلغت ٠,١١٣ مما يعني أن المتغيرات المستخدمة في النموذج تفسر ١١,٣% من التغير في تكلفة رأس المال.



- إن قيمة F بلغت ٣,٠٨٤ ومستوى المعنوية أقل من ٠,٠٥ مما يعكس الدلالة الإحصائية للنموذج.

- توجد علاقة عكسية وغير معنوية بين إجمالي معلومات المخاطر وتكلفة رأس المال، حيث إن معامل الانحدار سالب ومستوى المعنوية أكبر من ٠,٠٥، مما يوفر مؤشر على أن المستثمرين لا يستندون بشكل كبير إلى إجمالي معلومات المخاطر عند اتخاذ قرارات الاستثمار، وقد يكون السبب في ذلك إما انخفاض أهمية تلك المعلومات من وجهة نظرهم، أو أنهم يستندون إلى معلومات المخاطر عند اتخاذ قراراتهم طبقاً لنوع الأخبار التي تحملها تلك المعلومات.

- توجد علاقة طردية وغير معنوية بين حجم الشركة وتكلفة رأس المال، حيث إن معامل الانحدار موجب ومستوى المعنوية أكبر من ٠,٠٥، مما يعنى أن حجم الشركة ليس له تأثير معنوى على تكلفة رأس المال.

- إن معامل انحدار متغير السيولة موجب ومستوى المعنوية أقل من ٠,٠٥، مما يعنى أن زيادة نسبة السيولة يكون له تأثير موجب على تكلفة رأس المال، وقد يرجع ذلك إلى أن زيادة السيولة يوفر مؤشر على انخفاض كفاءة الاستثمار المرتبط بالشركة مما يؤدي الى زيادة تصورات المستثمرين للمخاطر ومن ثم ارتفاع تكلفة رأس المال.

- إن معامل انحدار متغير الرافعة المالية موجب ومستوى المعنوية أقل من ٠,٠٥، مما يعنى أن زيادة الرافعة المالية يسهم في زيادة تكلفة رأس المال، وتتفق تلك النتيجة مع الافتراض السائد بأن زيادة الرافعة المالية يوفر مؤشر على زيادة المخاطر المرتبطة بالشركة.

- توجد علاقة عكسية وغير معنوية بين حجم مكتب المراجعة وتكلفة رأس المال، مما يعنى أن استخدام أحد مكاتب المراجعة الكبيرة ليس له تأثير معنوى على تصورات المستثمرين فيما يتعلق بالمخاطر التي تواجه الشركة.

**النتيجة:** لا يوجد تأثير معنوى لإجمالي معلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها في التقارير المالية السنوية على تكلفة رأس المال.

وتتفق تلك النتيجة مع النتائج التي توصلت إليها بعض الدراسات السابقة مثل دراسة (Bao & Datta, 2014) التي أكدت على أن بعض معلومات المخاطر قد لا يكون لها تأثير كبير على تصورات المستثمرين فيما يتعلق بالمخاطر، إلا أنها تختلف عن النتائج التي توصلت إليها بعض الدراسات الأخرى مثل دراسة (Miihkinen, 2013).

#### ٤/٧ اختبار الفرض الثالث:

تم اختبار أثر نوع معلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها في التقارير المالية السنوية على تكلفة رأس المال من خلال انحدار المتغير الذي يعكس تكلفة رأس المال على كل من معلومات

المخاطر المحايدة والسلبية والإيجابية، وحجم الشركة، والسيولة، والرافعة المالية، وحجم مكتب المراجعة كما في الجدول رقم (٦):

جدول رقم (٦) نتائج اختبار أثر معلومات المخاطر المحايدة والسلبية والإيجابية على تكلفة رأس المال.

المتغيرات	معامل الانحدار B	قيمة t	مستوى المعنوية
ثابت النموذج	- ٠,١٩٦	- ٢,١١٩	٠,٠٣٧
معلومات المخاطر المحايدة	٠,١٢٩	٣,٤٣٨	٠,٠٠١
معلومات المخاطر السلبية	- ٠,٠٥٠	- ١,٣٢١	٠,١٩١
معلومات المخاطر الإيجابية	- ٠,١٢٥	- ٣,٢٧٠	٠,٠٠٢
حجم الشركة	٠,٠٢٤	١,٦٣١	٠,١٠٧
السيولة	٠,٠٣٢	٢,٥٧٦	٠,٠١٢
الرافعة المالية	٠,١٠٣	٢,٢٤٢	٠,٠٢٨
حجم مكتب المراجعة	- ٠,٠١٢	- ٠,٥١٥	٠,٦٠٨
معامل التحديد المعدل	قيمة F	مستوى المعنوية	
٠,٢٧٤	٥,٣٧٢	٠,٠٠٠	

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- إن قيمة معامل التحديد المعدل بلغت ٠,٢٧٤ مما يعنى أن المتغيرات المستخدمة في النموذج تفسر ٢٧,٤ % من التغير في تكلفة رأس المال.
- إن قيمة F بلغت ٥,٣٧٢ ومستوى المعنوية أقل من ٠,٠٥ مما يعكس الدلالة الإحصائية للنموذج.
- توجد علاقة طردية ومعنوية بين معلومات المخاطر المحايدة وتكلفة رأس المال، حيث إن معامل الانحدار موجب ومستوى المعنوية أقل من ٠,٠٥ مما يعنى أن زيادة المعلومات المحايدة المرتبطة بالمخاطر لها تأثير موجب على تكلفة رأس المال، ويمكن تفسير ذلك بأن هذه المعلومات قد تسهم في زيادة عدم التأكد لدى المستثمرين وعدم قدرتهم على الوصول إلى أحكام دقيقة فيما يتعلق بمستوى المخاطر المرتبطة بالشركة، ومن ناحية أخرى فإن هذه المعلومات قد تكون غير معروفة للمشاركين في السوق ومن ثم يكون لديهم رد فعل كبير عند الإفصاح عنها.



- توجد علاقة عكسية وغير معنوية بين معلومات المخاطر السلبية وتكلفة رأس المال، حيث إن معامل الانحدار سالب ومستوى المعنوية أكبر من ٠,٠٥. مما يعنى أن تلك المعلومات ليس لها تأثير معنوى على تكلفة رأس المال، وقد يرجع ذلك إلى انخفاض مستوى الإفصاح عن المعلومات السلبية المرتبطة بالمخاطر، كما أن هذه المعلومات تكون معروفة للمشاركين فى السوق قبل الإفصاح عنها.
- إن معامل انحدار متغير معلومات المخاطر الإيجابية سالب ومستوى المعنوية أقل من ٠,٠٥ مما يعنى أن تلك المعلومات لها تأثير سلبى على تكلفة رأس المال، بمعنى أن معلومات المخاطر الإيجابية يكون لها تأثير موجب على تصورات المستثمرين فيما يتعلق بأداء الشركة الحالى والمستقبلى وتسهم فى تخفيض عدم التأكد فيما يتعلق بالمخاطر المرتبطة بالشركة مما ينعكس على تكلفة رأس المال.
- توجد علاقة طردية وغير معنوية بين حجم الشركة وتكلفة رأس المال، بينما توجد علاقة عكسية وغير معنوية بين حجم مكتب المراجعة وتكلفة رأس المال، مما يعنى أن كل من حجم الشركة وحجم مكتب المراجعة ليس له تأثير معنوية على تكلفة رأس المال.
- إن كل من متغير السيولة ومتغير الرافعة المالية يرتبط بعلاقة طردية ومعنوية مع تكلفة رأس المال، مما يعنى أن زيادة كل منهما يسهم فى زيادة المخاطر المرتبطة بالشركة من وجهة نظر المستثمرين مما ينعكس على تكلفة رأس المال.

#### النتيجة:

- يوجد تأثير موجب ومعنوى لمعلومات المخاطر المحايدة التى يتم الإفصاح عنها فى التقارير المالية السنوية على تكلفة رأس المال.
  - لا يوجد تأثير معنوى لمعلومات المخاطر السلبية التى يتم الإفصاح عنها فى التقارير المالية السنوية على تكلفة رأس المال.
  - يوجد تأثير سلبى ومعنوى لمعلومات المخاطر الإيجابية التى يتم الإفصاح عنها فى التقارير السنوية المالية على تكلفة رأس المال.
- وتتفق تلك النتيجة مع النتائج التى توصلت إليها بعض الدراسات السابقة مثل دراسة (Elshandidy & Shrivs et al., 2016) التى توصلت إلى أن معلومات المخاطر الإيجابية يكون لها رد فعل موجب من قبل المشاركين فى السوق، بينما تختلف عن بعض النتائج التى توصلت إليها دراسات أخرى مثل دراسة (Kothari et al., 2009) التى توصلت إلى أن الإفصاح عن معلومات المخاطر الإيجابية من قبل الشركة ليس له تأثير معنوى على تكلفة رأس المال.

## الخلاصة والنتائج والتوصيات

هدف البحث إلى اختبار أثر الإفصاح عن المخاطر في التقارير المالية السنوية على تكلفة رأس المال في الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية، ولتحقيق ذلك فقد تم استعراض نتائج الدراسات السابقة التي تناولت موضوع البحث، ثم تناول البحث كل من الجهود التنظيمية والمهنية لتحسين الإفصاح عن المخاطر، والنظريات التي تفسر هذا النوع من الإفصاح، وأثر الإفصاح عن المخاطر على تكلفة رأس المال.

ثم تعرض البحث لمنهجية الدراسة الميدانية، حيث تمت الدراسة الميدانية على عينة تتكون من ٨٤ مشاهدة تمثل ٥١ شركة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية موزعة بين القطاعات الاقتصادية المختلفة خلال عامي ٢٠١٤، ٢٠١٥، واستخدمت الدراسة كل من الوسط الحسابي والانحراف المعياري لوصف البيانات وإجراء المقارنات فيما بينها، كما تم استخدام كل من تحليل التباين وأدوات التحليل الإحصائي لمعادلة الانحدار لاختبار الفروض.

وتوصل البحث إلى عدة نتائج يتمثل أهمها فيما يلي:

- ١- ارتفاع نسبة ربح السهم إلى سعر السهم مقارنة بوسيط هذه النسبة على مستوى المشاهدات التي تنتمي إلى نفس الصناعة.
- ٢- ارتفاع الإفصاح عن معلومات المخاطر المحايدة والايجابية مقارنة بالمعلومات السلبية، مما يعني أن الشركات لا تميل إلى التوسع في الإفصاح عن المعلومات التي قد يكون لها تأثير سلبي أسعار الأسهم في السوق.
- ٣- توجد اختلافات معنوية في الإفصاح عن المخاطر في التقارير المالية السنوية طبقاً لنوع المعلومات التي يتم الإفصاح عنها.
- ٤- توجد علاقة عكسية وغير معنوية بين إجمالي المعلومات المرتبطة بالمخاطر وتكلفة رأس المال، مما يعني أن تلك المعلومات ليس لها تأثير معنوي على تكلفة رأس المال.
- ٥- توجد علاقة طردية ومعنوية بين معلومات المخاطر المحايدة وتكلفة رأس المال، مما يعني أن زيادة معلومات المخاطر السلبية في التقارير المالية السنوية يسهم في زيادة تكلفة رأس المال.
- ٦- توجد علاقة عكسية وغير معنوية بين معلومات المخاطر السلبية وتكلفة رأس المال، مما يوفر مؤشر على أن تلك المعلومات ليس لها تأثير معنوي على تكلفة رأس المال.
- ٧- توجد علاقة عكسية ومعنوية بين معلومات المخاطر الإيجابية وتكلفة رأس المال، مما يعني أن زيادة معلومات المخاطر الإيجابية في التقارير المالية السنوية يسهم في تخفيض تكلفة رأس المال.



٨- توجد علاقة طردية وغير معنوية بين حجم الشركة وتكلفة رأس المال، بينما توجد علاقة عكسية وغير معنوية بين حجم مكتب المراجعة وتكلفة رأس المال مما يعنى أن كل من حجم الشركة وحجم مكتب المراجعة ليس له تأثير معنوى على تكلفة رأس المال.

٩- إن كل من متغير السيولة ومتغير الرافعة المالية يرتبط بعلاقة طردية ومعنوية مع تكلفة رأس المال، مما يعنى أن كل منهما له تأثير موجب ومعنوى على تكلفة رأس المال.

وفي ضوء نتائج البحث يوصى الباحث بما يلى:

١- وضع قواعد تلزم الشركات بالإفصاح عن كل أنواع المعلومات المرتبطة بالمخاطر وخاصة المعلومات السلبية.

٢- توعية المستثمرين فى سوق الأوراق المالية فيما يتعلق بأهمية تضمين معلومات المخاطر فى نماذج قراراتهم.

٣- إجراء مزيد من البحوث المحاسبية المرتبطة بالآثار الاقتصادية للإفصاح عن معلومات المخاطر مثل:

- أثر الإفصاح عن المخاطر على تكلفة الديون وكفاءة الاستثمار.
- أثر الإفصاح عن المخاطر على المحتوى الإعلامى للمعلومات المحاسبية.
- أثر الإفصاح عن المخاطر على دقة تنبؤات المحللين الماليين للأرباح وأسعار الأسهم.

## المراجع

### أولاً: المراجع العربية:

- أبوخزانه، إيهاب محمد (٢٠١٨). مدى مساهمة الإفصاح عن مخاطر الأدوات المالية في ضوء (IFRS 7). في تنشيط سيولة الأسهم بالبورصة المصرية. مجلة الفكر المحاسبى، كلية التجارة، جامعة عين شمس، م ٢٢، ع ١، ٩٤٧-٩٨٧.
- الدليل المصرى لحوكمة الشركات (٢٠١٦). مركز المديرين المصرى.
- عيد، ربيع فتوح محمد؛ عبدالحليم، أحمد حامد محمود؛ يوسف، أيمن يوسف محمود (٢٠١٨). أثر الإفصاح عن المخاطر الشرطية على التقييم الائتماني للشركات من قبل البنوك التجارية: دراسة نظرية تطبيقية. مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، م ٥٥، ع ٢، ١-٤٨.
- معايير المحاسبة المصرية (٢٠١٥). قرار وزير الاستثمار رقم ١١٠ لسنة ٢٠١٥ بإصدار المعايير المحاسبية. الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية.
- مليجى، مجدى مليجى عبدالحكيم (٢٠١٧). محددات الإفصاح عن المخاطر وأثره على القرارات المالية: دراسة تطبيقية على الشركات المسجلة في سوق رأس المال المصرى. مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، ع ٢، ١٣٨-١٩٩.





ثانياً: المراجع الأجنبية.

- Abdullah, M., Abdul Shukor, Z., Mohamed, Z. M. & Ahmad, A. (2015). Risk management disclosure: A study on the effect of voluntary risk management disclosure toward firm value. *Journal of Applied Accounting*, 16(3), 400–432.
- Al-Hadi, A., Hasan, M. M., Taylor, G., Hossain, M. & Richardson, G. (2017). Market risk disclosures and investment efficiency: International evidence from the gulf cooperation council financial firms. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(3), 349–393.
- Amran, A. & Bin, A. M. R., & Hassan, B. C. H. M. (2009). Risk reporting: An exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. *Managerial Auditing Journal*, 24(1), 39–57.
- Au, S.Y., Qiu, B. & Wu, S.Y. (2019). Do Risk Factor Disclosures Reduce Stock Price Crash Risk? Working paper, <https://ssrn.com/abstract=3363912>.
- ASX Corporate Governance Council (2007). Corporate governance principles and recommendations with 2010 amendments (second edition). [https://www.asx.com.au/documents/asx-compliance/cg\\_principles\\_recommendations\\_with\\_2010\\_amendments.pdf](https://www.asx.com.au/documents/asx-compliance/cg_principles_recommendations_with_2010_amendments.pdf).
- Bao, Y., Datta, A. (2014). Simultaneously discovering and quantifying risk types from textual risk disclosures. *Management Science*, 60 (6), 1371–1391.
- Beasley, M. S., Clune, R. & Hermanson, D.R. (2005). Enterprise risk management: An empirical analysis of factors associated with the extent of implementation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(6), 521–531.

- Beatty, A., Cheng, L. & Zhang, H. (2019). Are risk factor disclosures still relevant? Evidence from market reactions to risk factor disclosures before and after the financial crisis. *Contemporary Accounting Research*, 36(2), 805–838.
- Bhayani, S. J. (2009). Impact of financial leverage on cost of capital and valuation of firm: A study of Indian cement industry. *Paradigm*, 13(2), 43–49.
- Bokpin, G.A. (2013). Determinants and value relevance of corporate disclosure: evidence from the emerging capital market of Ghana. *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 14(2), 127–146.
- Botosan, C. A., Plumlee, M. A. & Xie, Y. (2004). The Role of information precision in determining the cost of equity capital. *Review of Accounting Studies*, 9, 233–259.
- Braam, G. & Beest, V.F. (2013). A conceptually-based empirical analysis on quality differences between UK annual reports and US 10-K reports. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 9(10), 1281–1301.
- Bravo, F. (2017). Are risk disclosures an effective tool to increase firm value? *Managerial and Decision Economics*, 38, 1116–1124.
- Buckby, S., Gallery, G. & Ma, J. (2015). An analysis of risk management disclosures: Australian evidence. *Managerial Auditing Journal*, 30(8/9), 812–869.
- Cabedo, J. D. & Tirado, J. M. (2004). The disclosure of risk in financial statements. *Accounting Forum*, 28, 181–200.
- Chen, H., Chen, J.Z., Lobo, G.J. & Wang, Y. (2011). Effect of audit Quality on Earnings management and Cost of equity Capital: Evidence from China. *Contemporary Accounting Review*, 28(3):892– 925.



- Chen, H. & Gao, Z. (2007). Value-at-risk disclosure cost of equity capital, and investor reaction. Working paper, <http://ssrn.com/abstract=1014255>.
- Chen, J., & Strange, R. (2005). The determinants of capital structure: Evidence from Chinese listed companies. *Economic Change and Restructuring*, 38, 11–35.
- Chiu, T.T. & Guan, Y. & Kim, J.B. (2018). The effect of risk factor disclosures on the pricing of credit default swaps. *Contemporary Accounting Research*, 35(4), 2191–2224.
- Combes–Thuelin, E., Henneron, S. & Touron, P. (2006). Risk regulations and financial Disclosure: An investigation based on corporate communication in French traded companies. *Corporate Communications: An International Journal*, 11(3), 303–326.
- DeAngelo, L. E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3, 183–199.
- Deumes, R. (2008). Corporate risk reporting a content analysis of narrative risk disclosures in prospectuses. *Journal of Business Communication*, 45(2), 120–157.
- Dobler, M. (2008). Incentives for risk reporting – A discretionary disclosure and cheap talk approach. *The International Journal of Accounting*, 43, 184–206.
- Domínguez, L. R. & Gámez, L. C. N. (2014). Corporate reporting on risks: Evidence from Spanish companies. *Revista de Contabilidad*, 17 (2), 116–129.
- dos Santos, J. G. C. & Coelho, A. C. (2018). Value-relevance of disclosure: Risk factors and risk management in Brazilian firms. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29(78), 390–404.

- Elshandidy, T., Fraser, I. & Hussainey, K. (2013). Aggregated, voluntary, and mandatory risk disclosure incentives: Evidence from UK FTSE all-share companies. *International Review of Financial Analysis*, 30, 320–333.
- Elshandidy, T. & Shrivess, P. J. (2016). Environmental incentives for and usefulness of textual risk reporting: Evidence from Germany. *The International Journal of Accounting*, 51(4), 464–486.
- Elshandidy, T. (2011). Risk reporting incentives: A cross-country study. Ph.D. Thesis, University of Stirling, [https://www.researchgate.net/publication/309395204\\_Risk\\_Reporting\\_Incentives\\_A\\_Cross-Country\\_Study](https://www.researchgate.net/publication/309395204_Risk_Reporting_Incentives_A_Cross-Country_Study).
- Eriandani, R., Narsa, I. M. & Irwanto, A. (2019). Environmental risk disclosure and cost of equity. *Polish Journal of Management Studies*, 19(2). 123–131.
- Fernando, G. D., Abdel-Meguid, A. M. & Elder, R. J. (2010). Audit quality attributes, client size and cost of equity capital. *Review of Accounting and Finance*, 9(4), 363–381.
- FASB, Financial Accounting Standards Board (1990). Disclosure of Information about Financial Instruments with Off-Balance-Sheet Risk and Financial Instruments with Concentrations of Credit Risk. FASB, Statement of Financial Accounting Standards No. 105.
- \_\_\_\_\_ (1994). Disclosure about Derivative Financial Instruments and Fair Value of Financial Instruments. FASB, Statement of Financial Accounting Standards No. 119.
- \_\_\_\_\_ (1998). Accounting for derivative instruments and hedging activities. FASB, Statement of Financial Accounting Standards No. 133.



- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 295–327.
- FRC (2018). The UK corporate governance code. Financial Reporting Council. <https://www.icaew.com/technical/corporategovernance/codes-and-reports/uk-corporate-governance-code>.
- GASB (2001). German Accounting Standard No. 5 Risk reporting. German Accounting Standards Board, [https://www.drsc.de/app/uploads/2007/03/001124\\_E-GAS.pdf](https://www.drsc.de/app/uploads/2007/03/001124_E-GAS.pdf).
- Habtoor, O. S., Ahmad, N., Baabbad, M. A., & Masood, A., Mohamad, N. R. & Haat, M. H. C. (2018). Corporate risk disclosure practice in Saudi Arabia: Secrecy versus transparency. *International Journal of Advanced and Applied Sciences*, 5(12), 42–58.
- Hope, O. K., Hu, D. & Lu, H. (2016). The benefits of specific risk-factor disclosures. *Rev Account Stud*, 21, 1005–1045.
- Houcine, A. (2017). The effect of financial reporting quality on corporate investment efficiency: Evidence from the Tunisian stock market. *Research in International Business and Finance* 42, 321–337.
- Ibrahim, A. E. A. & Hussainey, K. (2019). Developing the narrative risk disclosure measurement. *International Review of Financial Analysis*, 64, 126–144.
- ICAEW (2011). Reporting business risks: Meeting expectations, information for better markets initiative. Institute of Chartered Accountants in England and Wales, <https://www.icaew.com//media/corporate/files/technical/financial-reporting/information-for-better-markets/ifbm-reports/rbr-final.ashx>.
- \_\_\_\_\_(2010). New reporting models for business Information for Better Markets initiative. Institute of Chartered Accountants in England and

- Wales, <https://www.icaew.com/-/media/corporate/files/technical/financial-reporting/information-for-better-markets/ifbm-reports/new-reporting-models-for-business-2010-version.ashx>
- \_\_\_\_\_ (2002). No Surprises: The Case for Better Risk Reporting. *Balance Sheet*, 10(4), 18–21.
  - Isukul, A. C. & Chizea, J. J. (2017). Corporate governance disclosure in developing countries: A comparative analysis in Nigerian and South African banks. *Sage open*, 7(3), 1–17.
  - Kim H., Yasuda Y. (2018), Business risk disclosure and firm risk: Evidence from Japan, *Research in International Business and Finance*, 45, 413–426.
  - \_\_\_\_\_ (2016). A new approach to identify the economic effects of disclosure: Information content of business risk disclosures in Japanese firms. Working Paper, <https://ideas.repec.org/p/hit/hcfrwp/g-1-13.html>.
  - Kothari, S.P., Li, X., Short, J.E., (2009). The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: a study using content analysis. *The Accounting Review*. 84 (5), 1639–1670.
  - Kravet, T., & Muslu, V. (2013). Textual risk disclosures and investors' risk perceptions. *Review of Accounting Studies*, 18(4), 1088–1122.
  - Leuz, C. & Wysocki, P. (2008). Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: A review and suggestions for future research. Working paper, <http://ssrn.com/abstract=1105398>.
  - Li, Y., He, J. & Xiao, M. (2019). Risk disclosure in annual reports and corporate investment efficiency. *International Review of Economics & Finance*, 63(C), 138–151.



- Lin, C.M., Owens, W. L. & Owers, J. E. (2010). The association between–market risk disclosure reporting and firm risk: The impact Of SEC FRR No. 48. The Journal of Applied Business Research, 26(4), 35–46.
- Linsley, P. & Shrives, P. (2000). Risk management and reporting risk in the UK. Journal of Risk, 3(1), 115–129.
- \_\_\_\_\_ (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. The British Accounting Review, 38, 387–404.
- Lundholm, R. J., Rogo, R. & Zhang, J. L. (2014). Restoring the Tower of Babel: How Foreign Firms Communicate with US Investors. The Accounting Review, 89, No. 4, pp. 1453–1485.
- Malafronte, I., Porzio, C. & Starita, M.G. (2016). The nature and determinants of disclosure practices in the insurance industry: Evidence from European insurers. International Review of Financial Analysis, 45, 367–382.
- Malafronte, I., Starita, M. G. & Pereira, J. (2018). The effectiveness of risk disclosure practices in the European insurance industry. Review of Accounting and Finance, 17(1), 130–147.
- Matsumura, E. M., Prakash, R. & Vera–Munoz, S. C., (2018). Capital market expectations of risk materiality and the credibility of managers' risk disclosure decisions. Working paper, <https://ssrn.com/abstract=2983977>.
- Mazumder, M. M. M. & Hossain, D. M. (2018). Research on corporate risk reporting: Current trends and future avenues. Journal of Asian Finance, Economics and Business, 5(1), 29–41 29.

- Miihkinen, A. (2012). What drives quality of firm risk disclosure? The Impact of a national disclosure standard and reporting incentives under IFRS. *The International Journal of Accounting*, 47, 437–468.
- \_\_\_\_\_ (2013). The usefulness of firm risk disclosures under different firm riskiness, investor–interest, and market conditions: New evidence from Finland. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 29, 312–331.
- Nahar, S., Azim, M. & Jubb, C. A. (2016). Risk disclosure, cost of capital and bank performance. *International Journal of Accounting & Information Management*, 24(4), 476–494.
- Nelson, K. & Pritchard, A.C. (2016) Carrot or stick? The shift from voluntary to mandatory disclosure of risk factors. *Journal of Empirical Legal Studies*, 13(2), 266–297.
- Ntim, C. G., Lindop, S. & Thomas, D. A. (2013). Corporate governance and risk reporting in South Africa: A study of corporate risk disclosures in the pre– and post–2007/2008 global financial crisis periods. *International Review of Financial Analysis*, 30, 363–383.
- Ortiz–Molina, H. & Gordon P. (2010), Asset liquidity and the cost of capital. Working paper, <https://www.nber.org/papers/w15992>.
- Papa, V. (2016). User perspectives on financial instrument risk disclosures under international financial reporting standards. New York, CFA Institute, <https://www.cfainstitute.org//media/documents/support/advocacy/financial–instruments–risk–disclosure–report–volume–1.ashx>.
- Petersen, C. & Plenborg, T. (2006). Voluntary disclosure and information asymmetry in Denmark. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 15, 127–149.





- Poshakwale, S. & Courtis, J. K. (2005). Disclosure Level and Cost of Equity Capital: Evidence from the Banking Industry. *Managerial and Decision Economics*, 26, 431-444.
- Rajab, B. & Handley-Schachler, M. (2009). Corporate risk disclosure by UK firms: Trends and determinants. *World Review of Entrepreneurship Management and Sustainable Development*, 5 (3), 224-243.
- Ryan, S. G. (2011). Risk Reporting Quality: Implications of Academic Research for Financial Reporting Policy. Working paper, <http://ssrn.com/abstract=1970088>.
- SEC (1997). Disclosure of accounting policies for derivative financial instruments and derivative commodity instruments and disclosure of quantitative and qualitative information about market risk inherent in derivative financial instruments, other financial instruments and derivative commodity instruments. <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-1997-02-10/pdf/97-2991.pdf>.
- \_\_\_\_ (2005). Securities and Exchange Commission final rule, release no. 33-8591, <http://www.sec.gov/rules/final/33-8591.pdf>
- Semper, D. C. & Beltrán, J.M.T. (2014). Risk disclosure and cost of equity The Spanish case. *Contaduría y Administración*, 59(4), 105-135.
- Solomon, J. F., Solomon, A., Norton, S. D. & Joseph, N. L. (2000). A conceptual framework for corporate risk disclosure emerging from the agenda for corporate governance reform. *British Accounting Review*, 32, 447-478.

- Souissi, M. & Khlif, H. (2012). Meta-analytic review of disclosure level and cost of equity capital. *International Journal of Accounting & Information Management*, 20(1), 49–62.
- Tan, Y., Zeng, C. & Elshandidy, T. (2017). Risk disclosures, international orientation, and share price informativeness: Evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 29, 81–102.
- Tsoncheva, G. (2014). Measuring and assessing the quality and usefulness of accounting information. *IZVESTIA Journal of University of Economics*, (1), 52–64.
- Uddin, M. H. & Hassan, M. K. (2011). Corporate risk information in annual reports and stock price behavior in the United Arab Emirates. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 15(1), 459–476.
- Urquiza, F. B. & Navarro M. C. A. & Trombetta, M. (2010). Disclosure theories and disclosure measures. *Spanish Journal Of Finance And Accounting*, 39(147), 393–415.
- Zadeh, F. O. & Eskandari, A. (2012). Firm size as company's characteristic and level of risk disclosure: review on theories and literatures. *International Journal of Business and Social Science*, 3(17), 9–17.



قائمة بأسماء شركات العينة

١	إعمار مصر للتنمية
٢	التعمير والاستشارات الهندسية
٣	الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري
٤	العربية للأدوية
٥	القاهرة للدواجن
٦	الوادي للاستثمار السياحي
٧	جھينة للصناعات الغذائية
٨	مينا فارم للأدوية
٩	الإسماعيلية الوطنية للصناعات الغذائية
١٠	الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقاري
١١	الصناعات الغذائية العربية (دومتى)
١٢	العربية للأسمنت
١٣	المالية والصناعية المصرية
١٤	المصرية لخدمات النقل والتجارة (إيجيترانس)
١٥	النساجون الشرقيون للسجاد
١٦	الوطنية لمنتجات الذرة
١٧	جولدن تكس للأصواف
١٨	رواد السياحة "الرواد"
١٩	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات "K.Z"
٢٠	أكرو مصر للشدات والسقالات المعدنية
٢١	الإسماعيلية – مصر للدواجن
٢٢	الحديثة للمواد العازلة "مودرن بيتومود"
٢٣	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار "سوديك"
٢٤	الشرقية الوطنية للأمن الغذائي
٢٥	العالمية للاستثمار والتنمية
٢٦	المتحدة للإسكان والتعمير
٢٧	أوراسكوم للفنادق والتنمية
٢٨	زهراء المعادى للاستثمار والتعمير
٢٩	مدينة نصر للإسكان والتعمير
٣٠	الألومنيوم العربية

الخليجية الكندية للاستثمار العقاري العربى	٣١
السويدى اليكتريك	٣٢
الشروق الحديثة للطباعة والتغليف	٣٣
المجموعة المصرية العقارية	٣٤
المصريين للإسكان والتنمية والتعمير	٣٥
مستشفى النزهة الدولى	٣٦
الدلتا للسكر	٣٧
الشمس للإسكان والتعمير	٣٨
العربية لحليج الأقطان	٣٩
القاهرة للإسكان والتعمير	٤٠
الإسكندرية للخدمات الطبية "المركز الطبى الجديد - الاسكندرية"	٤١
جنوب الوادى للأسمنت	٤٢
دلتا للطباعة والتغليف	٤٣
مصر بنى سويف لأسمنت	٤٤
القناة للتوكيلات الملاحية	٤٥
الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء والتعمير (إيكون)	٤٦
جولدن كوست السخنة للاستثمار السياحى	٤٧
العامة لمنتجات الخزف والصينى	٤٨
ليسيكو مصر	٤٩
المنصورة للدواجن	٥٠
القناة للتوكيلات الملاحية	٥١