

نموذج مقترح لقياس أثر الإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة التمويل
دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية

د. أحمد جمعه أحمد رضوان د. إيمان جمعه سالم السيد
قسم المحاسبة - كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية
جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية



نموذج مقترح لقياس أثر الإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة التمويل "دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية"

د. أحمد جمعه أحمد رضوان د. إيمان جمعه سالم السيد

قسم المحاسبة - كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية

تاريخ قبول البحث: ٤ / ٨ / ١٤٤٠هـ

تاريخ تقديم البحث: ١٣ / ٧ / ١٤٤٠هـ

ملخص الدراسة :

استهدف البحث اختبار أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر والوقتية على عوائد الأسهم وتكلفة التمويل لعينة تكونت من عد ٩٠ شركة من الشركات غير المالية المدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة من ٢٠١٢ - ٢٠١٦ ، واستخدم الباحث مدخل دراسة الحدث لاختبار أثر الإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم خلال فترة الحدث ، وانتهى الباحث إلى وجود تأثير معنوي لحدث الإعلان عن المعلومات الطوعية عن المخاطر على عوائد الأسهم اتضح ذلك من خلال متوسط العوائد غير العادية والمتوسط التراكمي للعوائد غير العادية التي اختلفت عن الصفر بشكل معنوي خلال فترة الحدث وخاصة في اليومين السابقين على تاريخ الحدث وفي تاريخ الحدث والثلاث أيام التالية لتاريخ الحدث.

واستخدم الباحث أسلوب الدراسة الاختبارية لاختبار فروض العدم باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد وانتهى الباحث إلى أن الإفصاح الطوعي عن مخاطر الأعمال والمخاطر الاستراتيجية لهما تأثير معنوي على عوائد الأسهم ، وأن الإفصاح الطوعي عن المخاطر الاستراتيجية دون غيره من مجالات المخاطر الأخرى له تأثير معنوي على تكلفة التمويل ، كما انتهى إلى أن التأخير في إصدار التقارير المالية له تأثير سلبي على العلاقة بين المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة التمويل.



أولاً: الإطار العام للبحث

١/١ مقدمة:

تعتبر التقارير المالية أحد أهم المصادر التي يعتمد عليها المستثمرين والمقرضين وغيرهم من أصحاب المصالح في الحصول على المعلومات التي تساعد على تقييم أداء المنشأة وعدم التأكد المتعلق بمبلغ وتوقيت التدفقات النقدية.

ترتب على كبر حجم منشآت الأعمال وتعقد وانتشار عملياتها وزيادة حجم وأنواع المخاطر التي تواجهها وارتفاع مستوى عدم التأكد المرتبط بأدائها وتدفقاتها النقدية المستقبلية ضرورة قيام الشركات بتوفير مزيد من المعلومات عن تلك المخاطر في تقاريرها المالية لتحسين شفافية تلك التقارير 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) ، وبالرغم من إصدار عدد من المعايير المحاسبية التي تلزم منشآت الأعمال بالإفصاح عن المخاطر إلا أن تلك المعايير ركزت على المخاطر السوقية والمخاطر المالية (FAS 32, IAS 32, IFRS 7, IFRS 9, FAS 133, IAS 119) 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 آثرت الكثير من التساؤلات عن نطاق وجدوى الإفصاح عن المخاطر في التقارير المالية (Deumes, 2008)، وأصدر مجلس معايير المحاسبة الدولي (IASB, 2010) بيان ممارسات المعايير الدولية للتقرير المالي عن تعهدات الإدارة 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 الطوعي 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 الطوعي 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 وغيرها 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 وتخفيض تقلب العوائد وغيرها من الآثار الاقتصادية المرغوبة (Kothari et al. 2009; Kravet and Mouslu, 2013) ، ويرى البعض الآخر أن الإفصاح عن المخاطر يعمل على زيادة الثقة في الإدارة وقدرتها على إدارة المخاطر التي تواجه الشركات ، وعلى تحسين قدرتها الائتمانية ، وبناء علاقات إيجابية بينها وبين الأطراف المختلفة وهو ما سيكون له انعكاس إيجابي على قيمة الشركة (Chen & Reports, 2010).

ويعتبر منهج دراسة الحدث من الأساليب المستخدمة لقياس أثر الاعلان عن حدث أو أحداث معينة من أحداث المنشأة مثل الاعلان عن الأرباح أو الاندماج أو الإفصاح عن معلومات معينة على أداء السهم حول فترة الحدث ، واستخدمت الكثير من الدراسات المحاسبية هذا المنهج في قياس أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح عن حدث أو مجموعة من الأحداث على أسعار وعوائد الأسهم ومنها دراسة الميهي (٢٠٠٦) التي انتهت إلى عدم وجود تأثير لحدث الإعلان عن التقارير المالية الأولية للشركات السعودية على أسعار الأسهم ، ودراسة عواد (٢٠٠٨) التي توصلت إلى وجود تأثير جوهري لحدث الإعلان عن تجزئة الأسهم على أسعار وكميات التداول للشركات المصرية محل الدراسة ، ودراسة عقل (٢٠١١) التي انتهت إلى وجود تأثير معنوي لحدث الاعلان عن مؤشر المسؤولية الاجتماعية على أسعار الأسهم في الشركات المصرية محل الدراسة.

ويعتبر حدث الإفصاح الطوعي عن معلومات المخاطر من الأحداث التي يمكن أن تؤثر على اسعار وعوائد الأسهم في سوق المال السعودي نظرا لما يوفره هذا الإفصاح من محتوى إعلامي يمكن أن يؤثر على قرارات المستثمرين

وبالتالي على أسعار وعوائد الأسهم، ويقوم هذا البحث على استخدام منهج الحدث في قياس أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على أسعار وعوائد الأسهم.

وطبقاً للإطار المفاهيمي للمحاسبة المالية الصادر عن مجلس معايير المحاسبة الدولي تعتبر الوقتية (إصدار المعلومات في الوقت المناسب وعدم التأخير في الإفصاح عن تلك المعلومات) أحد الخصائص الداعمة لخاصية الملاءمة باعتبارها أحد الخصائص النوعية الأساسية للمعلومات المحاسبية (IASB 2010)، وطبقاً للبعض فإن طول الفترة ما بين نهاية السنة وبين إصدار التقارير المالية يمكن أن يؤدي إلى زيادة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستخدمين الخارجيين وعلى رأسهم المستثمرين والمقرضين وهو ما يعني ارتفاع مستوى عدم التأكد المتعلق بالشركة لدى هؤلاء المستخدمين وهو ما قد يؤثر بالسلب على ملاءمة المعلومات التي يتم الإفصاح عنها للمستخدمين، وطبقاً لهم تزداد ملائمة المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي كلما انخفضت المدة ما بين تاريخ نهاية السنة وتاريخ إصدار التقارير المالية (Evans, 2016; Khlif et al., 2015).

٢/١ مشكلة الدراسة:

تتمثل مشكلة الدراسة في أنه بالرغم من وجود العديد من الدراسات التي اختبرت أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي على أسعار وعوائد الأسهم من ناحية أو على تكلفة التمويل من ناحية أخرى إلا أن معظم هذه الدراسات قد ركزت على الإفصاح الطوعي بوجه عام دون التفرقة بين الأنواع المختلفة من المعلومات التي يتم الإفصاح عنها بشكل اختياري، على

الرغم من اختلاف فائدة وأهمية تلك المعلومات للمستخدمين ، والقليل منها فقط قد ركز على قياس أثر الإفصاح الطوعي عن المعلومات المتعلقة بالمخاطر على وجه التحديد على أسعار وعوائد الأسهم أو على تكلفة التمويل ، إلا أن اختلاف نتائجها وتطبيق معظمها على الشركات المسجلة في أسواق المال في الدول المتقدمة والتي تختلف في طبيعتها وطبيعة المشاركين فيها عن الأسواق المالية الناشئة في الدول النامية ، كما وأن تجاهل معظم هذه الدراسات لتأثير توقيت الإفصاح عن معلومات المخاطر كعامل معدل لتأثير المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على قرارات المستثمرين والمقرضين وانعكاس ذلك على أسعار وعوائد الأسهم من جانب وتكلفة التمويل من جانب آخر ، دفع الباحث لمحاولة قياس واختبار أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على أسعار وعوائد الأسهم من ناحية وعلى تكلفة التمويل من ناحية أخرى ولقياس أثر توقيت الإفصاح كعامل معدل لأثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن معلومات المخاطر على أسعار وعوائد الأسهم وتكلفة التمويل في ظل الندرة النسبية للدراسات المتعلقة بهذا المجال وخاصة في الأسواق الناشئة وعلى رأسها المملكة العربية السعودية باعتبارها من الدول الكبرى الـ ٢٠ وباعتبار السوق المالية السعودية من أكبر الأسواق الناشئة ولسد الفجوة البحثية المتعلقة بتجاهل الدراسات السابقة لتأثير التوقيت على ملاءمة المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر للمستثمرين والمقرضين.

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

هل يؤثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على قرارات المستثمرين والمقرضين وهل تُعدل الوقيية من تأثير ملائمة ذلك المحتوى على قرارات المستثمرين والمقرضين؟

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

١. هل يؤثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على أسعار وعوائد الأسهم كقياس للتأثير على قرارات المستثمرين؟
٢. هل يؤثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على تكلفة التمويل كقياس للتأثير على قرارات المقرضين؟
٣. هل يُعدل توقيت إصدار التقارير المالية من تأثير المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على أسعار وعوائد الأسهم؟
٤. هل يعدلُ توقيت إصدار التقارير المالية من تأثير المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على تكلفة التمويل؟

٣/١ أهداف البحث:

يتمثل الهدف الرئيس للبحث في بناء نموذج مقترح لقياس أثر المحتوى الإعلامي لحدث الإفصاح الطوعي عن المخاطر على أداء أسعار وعوائد الأسهم من ناحية وعلى تكلفة التمويل في الشركات السعودية المدرجة في سوق المال السعودي من ناحية أخرى خلال الفترة من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٦، ولتحقيق الهدف الرئيس للبحث لا بد من تحقيق الأهداف الفرعية التالية:

١. بناء نموذج لقياس واختبار أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على أسعار وعوائد الأسهم باستخدام مدخل الحدث.

٢. بناء نموذج لقياس واختبار أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على تكلفة التمويل.

٣. قياس واختبار أثر التأخير في توقيت إصدار التقارير المالية كعامل معدل لأثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على أسعار وعوائد الأسهم.

٤. قياس واختبار أثر التأخير في توقيت إصدار التقارير المالية كعامل معدل لأثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على تكلفة التمويل.

٤/١ منهج البحث:

لتحقيق أهداف البحث سيعتمد الباحث على استخدام المنهج الإيجابي الذي يقوم على تفسير محددات ودوافع الإفصاح الطوعي عن المخاطر وأثر ذلك الإفصاح على قرارات المستخدمين وبخاصة المستثمرين والمقرضين من خلال عرض وتحليل الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع البحث، واشتقاق وصياغة فروض البحث، واختبار هذه الفروض من خلال استخدام منهج دراسة الحدث والدراسة الاختبارية بهدف الوصول إلى أدلة ميدانية عن تأثير الإفصاح الطوعي عن المخاطر على أسعار وعوائد الأسهم من جهة وتكلفة التمويل من جهة أخرى من واقع بيانات الشركات غير المالية المسجلة في السوق المالية السعودية قابلة للتعميم.

٥/١ حدود البحث:

تتمثل الحدود الزمنية للبحث؛ في قياس أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة الميونية خلال الفترة من

٢٠١٢ إلى ٢٠١٦ وهي فترة كافية للوصول لنتائج يمكن الاعتماد عليها، وتمثل الحدود المكانية للبحث؛ في تطبيق النموذج المقترح لقياس أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة التمويل في الشركات السعودية المدرجة في سوق المال السعودي خلال الفترة من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٦، وتمثل الحدود الموضوعية للبحث؛ في قياس أثر حدث الاعلان عن المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على التغيرات في أسعار وعوائد الأسهم، وقياس أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم، ولن يتم دراسة أثر الإفصاح عن المخاطر على التغيرات في كميات وقيم التداول خلال فترة الدراسة، بالإضافة لقياس أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على تكلفة التمويل في الشركات محل الدراسة.

٦/١ أهمية الدراسة:

١. ترجع أهمية الدراسة إلى أهمية الموضوع الذي تناوله وخاصة في ظل الاهتمام المتزايد الذي توليه كل من المنظمات المهنية والجهات المشرفة على أسواق المال ومستخدمي القوائم المالية والباحثين بموضوع الإفصاح عن المخاطر والآثار الاقتصادية المترتبة عليه، وهو ما يعمل على تعزيز المعلومات التي تساعد المستثمرين والمقرضين وغيرهم على فهم وتقييم قدرة الشركات على تحديد وإدارة كافة أنواع المخاطر التي تواجهها، وهو ما تنعكس آثاره على صياغة القرارات الاقتصادية لكل من المستثمرين والمقرضين، وتحسين سيولة وكفاءة السوق.

٢. كما ترجع أهمية الدراسة من الناحية العلمية إلى أنها 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 لأثر الإفصاح الطوعي عن المخاطر على أسعار وعوائد الأسهم من ناحية وتكلفة التمويل من ناحية أخرى وهو ما يبرز أهميتها العلمية والعملية.

٣. من المتوقع أن تساعد النتائج التي ستتوصل إليها الدراسة الجهات التنظيمية والمشاركين في السوق على تحسين فهمهم إلى أي مدى يؤثر الإفصاح الطوعي عن المخاطر على قدرة المستثمرين والمقرضين على تقييم المخاطر التي تتعرض لها الشركات وقدرة تلك الشركات على تحديد وتقييم وإدارة تلك المخاطر 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 أداؤها وبالتالي أرباحها المستقبلية استجابة منها للتغيرات في البيئة التنظيمية والمهنية والمطالبة بالتوسع في الإفصاح وزيادة الشفافية

٧/١ خطة البحث:

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

١. الاطار العام للبحث.

٢. الاطار النظري واشتقاق فروض البحث.

٣. النموذج المقترح لقياس أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة التمويل
٤. الدراسة الاختبارية.
٥. الخلاصة والنتائج والتوصيات.

ثانياً: الإطار النظري واشتقاق فروض البحث

يتناول الباحث في هذا الجزء بالشرح والتحليل الاطار النظري والدراسات السابقة التي سيتم الاعتماد عليها في اشتقاق فروض الدراسة مبتدأ بشرح مفهوم المخاطر والإفصاح عنها وأهميته ، وأهم النظريات المفسرة لدوافع الإدارة المتعلقة بالإفصاح الطوعي عن المخاطر ، وقياس جودة المحتوى الإعلامي لمعلومات المخاطر ، وأثر المحتوى الإعلامي لمعلومات المخاطر على أسعار وعوائد الأسهم واشتقاق الفرض الأول ، واستخدام مدخل الحدث في قياس أثر المحتوى الإعلامي لمعلومات المخاطر على عوائد الأسهم ، وأثر المنافسة وتوقيت إصدار التقارير المالية كمتغيرات معدلة لأثر المحتوى الإعلامي لمعلومات المخاطر على أسعار وعوائد الأسهم واشتقاق الفرض الثاني والثالث ، وينتهي الجزء النظري بشرح وتحليل أثر المحتوى الإعلامي لمعلومات المخاطر على تكلفة التمويل واشتقاق الفرض الرابع ، وأثر كل من المنافسة وتوقيت إصدار التقارير المالية كمتغيرات معدلة لأثر المحتوى الإعلامي لمعلومات المخاطر على تكلفة التمويل واشتقاق الفرض الخامس والسادس وذلك على النحو التالي :

١/٢ دوافع 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:

على الرغم من كثرة 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 إمكانية الضرر والمكاسب على حد سواء كنتيجة محتملة للظروف المستقبلية غير المتوقعة، (Linsley & Shrivies 2006)، وعرفها (Dobler 2008) بأنها نتائج غير معروفة يحكمها توزيع احتمالي معروف مدعوماً من جانب الاقتصاديين، 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 آثارها 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 آثارها 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 سعر الأدوات المالية وهي ما يطلق عليه مخاطر السوق ومخاطر الائتمان ومخاطر السيولة ومخاطر تقلبات أسعار الفائدة.

المخاطر غير المالية : وتنقسم إلى نوعين هي مخاطر الأعمال والمخاطر الاستراتيجية ؛ مخاطر الأعمال وترتبط بمخطر 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.

٢/١/٢ مفهوم وأهمية الإفصاح عن المخاطر:

عرف البعض الإفصاح عن المخاطر بأنه المعلومات الواردة في التقارير السنوية التي تتعامل مع عدم التأكد المتعلق بالأعمال (Schrand and Elliott 1998) ، وطبقاً للبعض فإن الإفصاح عن أي فرصة أو احتمال أو خطر أو ضرر أو تهديد قد أثر على المنشأة أو له تأثير محتمل عليها أو على إدارة أي فرصة أو احتمال أو أي خطر أو ضرر أو تهديد يجب أخذه في الاعتبار على أنه إفصاح عن المخاطر (Linsley & Shrivies 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، و المعلومات غير المالية عن المخاطر الاستراتيجية ومخاطر التشغيل والتوظيف والمخاطر الأخرى الاقتصادية والسياسية ومخاطر الرقابة الداخلية وإدارة المخاطر (Hassan 2009; Miihkinen 2012) ، 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 & Shrivies, 2006)، وعرف البعض القيمة الإعلامية للإفصاح عن المخاطر (risk disclosure informativeness) بأنها المدى الذي يمكن أن يخفض فيه التقرير عن المخاطر من عدم تأكد السوق عن الشركات التجارية، وينقل المعلومات المستقبلية للمستثمرين الخارجيين وهو ما يساعدهم على تحسين توقعاتهم عن الأرباح المستقبلية، وتضمن المزيد من المعلومات الخاصة بالشركة في سعر السهم (Moumen et al., 2015) وتتمثل أهمية الإفصاح عن المخاطر في أنه يعمل على تحسين شفافية التقارير المالية ويجعلها أكثر ملائمة لاحتياجات المستخدمين وأكثر موثوقية، ويرى البعض أنه إذا أرادت الشركات تخفيض تكلفة رأس المال فيجب عليها التوسع في الإفصاح عن السياسات المتبعة في إدارة المخاطر للحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين وغيرهم من أصحاب المصالح من ناحية والإدارة التي تمتلك المعلومات عن المخاطر الحالية والمستقبلية وآثارها المحتملة على الأداء والتدفقات النقدية المستقبلية من ناحية أخرى، وأن الإفصاح عن المخاطر سيؤدي إلى زيادة وعي وفهم المستثمرين للمخاطر التي تواجه المنشآت وقدرتها على تجنب أو التخفيف من الآثار المحتملة لها وهو ما يساعد على التقليل من مشكلة الاختيار العكسي وبالتالي تحسين عملية توزيع الموارد وتحسين كفاءة سوق المال (Solmon et al., 2000; Linsely&Sherives, 2007; ICEW, 2011)، ويؤكد البعض على أهمية الإفصاح ودوره في تخفيف مشكلة الوكالة وعدم تماثل المعلومات وهو ما يمكن أن يكون له انعكاساته

الإيجابية على كل من الاستثمار والتمويل والسيولة (Abraham & Cox, 2007; Ntim et al., 2013) ، ويرى البعض الآخر 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 الاشراف والرقابة والتعامل مع المخاطر التي تواجه منشآت الأعمال، وتحسين عملية إدارة المخاطر، وحماية المستثمرين، وزيادة منفعة التقارير المالية (ICAEW, 1997; 2002)، ويرى البعض أن تلبية حاجة المستثمرين بالإفصاح عن المزيد من المعلومات عن المخاطر المختلفة يساعد المستثمرين على تنوع محافظهم الاستثمارية لتقليل مخاطر السوق إلى أقل مستوى ممكن، ويخفض من تكلفة الرقابة المرتبطة بهذه المخاطر (Uddin and Hassan, 2011; Khlifi and Bouri, 2010)، 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 الأطراف الداخلية وغيرهم 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 المنشأة في الحصول على الدعم اللازم لتحقيق أهدافها من جانب كل من أصحاب المصالح والجهات التنظيمية المختلفة، كما وأن الإفصاح عن المخاطر يساعد الشركات في الحصول على التمويل المطلوب بتكلفة منخفضة من السوق 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 أداء الشركات وتدفقاتها 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 ، وتحمل الشركات تكلفة الإفصاح في حالة وجود أي نقص في التدفقات النقدية المستقبلية نتيجة ذلك الإفصاح ، وتستخدم نفس وجهة النظر في تفسير التكاليف الناتجة عن الإفصاح عن الأخبار السيئة والتي تتحملها الشركات نتيجة عزوف المستثمرين الحاليين والمرقبين 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 Shrivies, 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 المنشآت وعن عدم قدرتها على تحديد وتقييم وإدارة المخاطر وهو ما سينعكس بالسلب على أسعار وعوائد أسهمها وعلى تكلفة التمويل ، 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 (Linssely and Shrives, 2000; Hassan, 2009; Oliveira et al., 2013)، وبينما يقوم 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 الآخر أن هناك مدخلين من مداخل النظرية المؤسسية يمكن استخدامهما في تفسير دوافع الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية هما مدخل المحاكاة؛ وطبقاً له فإن الإفصاح عن المخاطر سيفقد قيمته إذا مارسته الإدارة باعتباره نشاطاً روتينياً 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).

وتتسق نتائج دراسة (Li, 2008) التي تم تطبيقها على الشركات الأمريكية مع مدخل المحاكاة ؛ حيث انتهت إلى أن السوق لا يستجيب لمعلومات المخاطر التي تم الإفصاح عنها في الشركات الأمريكية لأنها لا تعكس المخاطر المستقبلية المتوقعة وهو ما يؤكد عدم جدوى الإفصاح عن المخاطر، وعلى النقيض من ذلك اتفقت نتائج دراسة (Kravet and Muslu, 2013) مع المدخل المعياري ؛ حيث خلصت إلى أن الإفصاح عن المخاطر يؤثر على تقييم المستثمرين للمخاطر وبالتالي على قراراتهم وهو ما يؤكد على نفعية وملائمة الإفصاح عن المخاطر، وفي ذات السياق انتهت دراسة (Campble et al., 2014) إلى أن الإفصاح عن المخاطر له تأثير جوهري على القيمة السوقية للشركات لأنه يعكس المخاطر التي تخص الشركة وبالتالي فإنه ذا منفعة للمستثمرين. 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 قياس جودة المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي 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 الطوعي عن المخاطر ودوره في توفير معلومات مفيدة للمستثمرين والمقرضين يمكن أن تساعدهم 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 تتسم 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 بالشركات (Linsely and Shrives, 2005, 2006; Dobler et al., 2011; Abraham and Shrives, 2014).

ويمكن قياس جودة 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 المفصوح عنها من خلال عد عدد الجمل المفصوح عنها والتي تتضمن في محتواها ما يدل على المخاطر، ويرى البعض أنه بالرغم من أن كمية المعلومات المفصوح 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 المفصوح عنها وجودة هذا الإفصاح (Miihkinen, 2012)، ويرى البعض الآخر أن كمية المعلومات يمكن أن تمثل أحد جوانب جودة الإفصاح طالما أن المعلومات المفصوح عنها تخص المخاطر التي تواجه الشركة وتمد

المستخدمين بمعلومات مفيدة تساعدهم على صياغة قراراتهم الاقتصادية بشكل رشيد (Jia et al., 2017)، وانتهى البعض إلى وجود علاقة عكسية بين كمية معلومات المخاطر المالية و معلومات إدارة المخاطر المفصح عنها في التقارير السنوية وحجم التداول (إبراهيم، ٢٠١٦) وهو ما يعني أن كمية معلومات المخاطر التي تتضمنها التقارير السنوية تعتبر أحد المدخلات الأساسية في قرارات المستثمرين.

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)، وبالرغم من ذلك تشير نتائج الدراسات الميدانية لتحليل محتوى الإفصاح عن المخاطر في التقارير المنشورة 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 يتضمنها المحتوى الإعلامي للمعلومات المفصّح عنها، وفيما يتعلق بالتوجه الزمني للمعلومات المفصّح 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، فالمعلومات المستقبلية تلعب دوراً هاماً 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)، وتشير نتائج الدراسات السابقة إلى محدودية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية المتعلقة بالمخاطر في التقارير المالية للشركات (Woods and Reber, 2003; Beretta and Bozzolan, 2004)، وطبقاً للبعض فإنه بالرغم من أهمية المعلومات المستقبلية إلا أن الإدارة تفضل الإفصاح عن المعلومات التاريخية وتتجنب الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وذلك لأنها مبنية على توقعات غير مؤكدة ويمكن أن تعرض الإدارة 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 وهو ما يساعدهم على ترشيد قراراتهم الاقتصادية (Beretta and Bozzolan , 2008; Linsmeier, et al., 2002)، ويرى البعض أن الإفصاح الطوعي 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)، وتشير نتائج الدراسات الميدانية إلى أن معظم الشركات تقوم بالإفصاح عن المخاطر في شكل عبارات وصفية تركز على المخاطر الماضية والحالية بشكل أكبر مقارنة بالمخاطر المستقبلية (Lajel and Zehal, 2005; Dobler et al., 2011; Mokhtar and Mellet, 2013) ويقصد بالإشارة الاقتصادية التي يتضمنها المحتوى الإعلامي لمعلومات 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)، وبينما تشير نتائج بعض الدراسات إلى 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)، تشير نتائج دراسات أخرى 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 Shrives (2006) و Zhang et al. (2013)، وطبقاً للبعض فإن معلومات المخاطر التي يتم التقرير عنها تتسم بأنها معلومات غير مالية، تاريخية، وصفية، تحمل أخبار جيدة (Ntim et al., 2013)، وطبقاً للبعض الآخر تتسم معلومات المخاطر التي يتم التقرير عنها وخاصة في وقت الأزمات بأنها معلومات نقدية، مستقبلية وتحمل أخبار جيدة (Marzouk, 2016).

٣/٢ أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي 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 المحتوى الإعلامي للمعلومات المالية التي يتم الإفصاح عنها بشكل إلزامي في التقارير السنوية إلا أن قياس واختبار المحتوى الإعلامي لمعلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها بشكل اختياري ومدى إدراك المستثمرين والمقرضين لمثل هذا المحتوى وتأثيره على قراراتهم تحتاج لمزيد من الدراسة (Moumen et al., 2015).

ومن أهم الدراسات التي تناولت أثر الإفصاح عن المخاطر على الأرباح وأسعار وعوائد الأسهم دراسة (2008) Deumes 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 ومدى تأثير هذا الإفصاح على الأسعار المستقبلية لأسهم تلك الشركات، وانتهت إلى أن الإدارة تفصح بشكل سردي عن المخاطر الداخلية والخارجية التي تواجهها وأن هذا الإفصاح له تأثير عكسي على أسعار وعوائد الأسهم المستقبلية.

ودراسة (2008) Li التي استهدفت قياس قدرة سوق الأسهم على استيعاب المعلومات السردية المتعلقة بالمخاطر التي يتم الإفصاح عنها من خلال التقارير السنوية (تقرير 10K) وانعكاسها على الأرباح والعوائد المستقبلية، وتم قياس الإفصاح عن المخاطر من خلال عدد الكلمات الدالة على المخاطر وعدم التأكد (خطر، مخاطر، أخطار، غير مؤكد، عدم اليقين، حالات عدم التأكد) في التقارير السنوية، وانتهت الدراسة إلى أن الإفصاح عن المزيد من المعلومات المتعلقة بالمخاطر يرتبط بانخفاض جوهري في الأرباح المستقبلية، وهو ما يعني وجود علاقة عكسية بين الإفصاح عن المخاطر والأرباح والعوائد المستقبلية.

ودراسة (2009) Kotharie et al. 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 الملكية، وعوائد الأسهم، وتوقعات المحللين

الماليين ، واستخدمت الدراسة أسلوب تحليل المحتوى لتحديد عدد الكلمات والجمل الدالة على المخاطر والتي تم تصنيفها في ست مجموعات أساسية هي مخاطر السوق ومخاطر المنشأة والمخاطر التنظيمية ومخاطر الأداء والمخاطر المرتبطة بالسمعة والمخاطر النظامية، 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 جوهريّة في كل من تكلفة الملكية، والتقلبات في عوائد الأسهم، والتشتت في توقعات المحللين المتعلقة بالأرباح المستقبلية.

واستهدفت دراسة (Campble et al. (2014 اختبار المحتوى الإعلامي للإفصاح الإلزامي عن عوامل المخاطرة في الشركات الأمريكية الذي يتم التقرير عنه طبقاً لمتطلبات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية والبورصات (SEC) 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 المفصح عنها من خلال التقارير المالية في تقييم مستوى المخاطر التي تتعرض لها الشركات وأسعار الأسهم، وهو ما يعني أن المحتوى الإعلامي لمعلومات المخاطر الذي تفصح عنه الشركات ذا قيمة معلوماتية للمستثمرين ويتم تضمينه في قراراتهم الاقتصادية.

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. وهو عكس ما انتهت إليه دراسة كل من (Kotharie et al. (2009 ، و (Campble et al. (2014).

وفي ذات السياق اختبرت دراسة (Kravet and Muslu (2013) العلاقة بين التغيير في الإفصاح السردية عن المخاطر في تقرير 10-K والتغيير في أسعار وعوائد الأسهم وأنشطة المحللين خلال شهرين قبل وبعد نشر تقرير 10-K ، 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 ، وتشير النتائج السابقة إلى وجود علاقة طردية بين التوسع في الإفصاح عن المخاطر وزيادة وعي وإدراك المستثمرين لتلك المخاطر وهو ما يوفر الدليل على فائدة ونفعية المحتوى الإعلامي لمعلومات المخاطر السردية وتأثيرها على القرارات الاقتصادية للمستثمرين. ويؤكد البعض على أن الإفصاح الطوعي عن المخاطر يوفر معلومات مفيدة للمستثمرين وغيرهم من المستخدمين ويحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات ، وينعكس بشكل وقتي على أسعار الأسهم وهو ما يؤكد

فائدة المحتوى الإعلامي لتلك المعلومات للمستثمرين وغيرهم من المستخدمين (Campbell et al. 2014).

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

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 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 غالبا 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 الطوعي عن المخاطر في التقارير السنوية يتضمن قيمه 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 الطوعي 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 المتوقعة 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 ، وهو ما يعني أهمية وجدوى المحتوى الإعلامي لبعض أنواع معلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها بشكل إلزامي للمستثمرين .

واستهدفت دراسة Al-Maghzom et al. (2016) اختبار مدى ملاءمة الإفصاح الطوعي عن معلومات المخاطر في البنوك السعودية المدرجة في سوق المال السعودية ، وانتهت إلى عدم وجود علاقة بين مستوى الإفصاح الطوعي عن معلومات المخاطر وقيمة المنشأة السوقية والتي تم قياسها بنسبة القيمة السوقية إلى الدفترية (MTBV) ، وإلى وجود علاقة موجبة بين مستوى الإفصاح الطوعي 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 ، وهو ما دفع الباحث لاختبار أثر المحتوى الاعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم للشركات المدرجة في سوق المال السعودي باستخدام مدخل دراسة الحدث للتعرف على ما إذا كان لحدث الاعلان عن المحتوى الاعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر تأثير على عوائد الأسهم ، وأسلوب تحليل الانحدار لتحديد أي مجالات الإفصاح الطوعي عن المخاطر له تأثير على

عوائد الأسهم ، ويتوقع الباحث أن يؤثر حدث الاعلان عن معلومات المخاطر المفصح عنها بشكل اختياري على إدراك المستثمرين لطبيعة المخاطر التي تواجهها منشآت الأعمال والآثار المحتملة لتلك المخاطر وهو ما يساعدهم على تحسين توقعاتهم المتعلقة بالأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية ، وهو ما يمكن أن يكون له انعكاساته الإيجابية على صياغة قراراتهم الاقتصادية المتعلقة بالاستثمار في الأسهم ، وعلى ذلك يمكن اشتقاق فرض الدراسة الأول على شكل فرض العدم التالي :

١. لا يوجد تأثير معنوي للمحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن معلومات المخاطر على عوائد الأسهم.

٤/٢ أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن معلومات المخاطر على تكلفة التمويل :
طبقاً لنظرية الوكالة فإن اصدار 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 تساعدهم 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 التمويل (Armstrong et al., 2010).

ويرى البعض أن التوسع في الإفصاح الطوعي يمكن أن يؤدي إلى تخفيض تكلفة الوكالة وتكلفة التمويل ، وتفسر نظرية الإشارة العلاقة العكسية المتوقعة بين التوسع في الإفصاح الطوعي وتكلفة التمويل ؛ فمن خلال التوسع في

الإفصاح الطوعي 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 التمويل (Guidara et al., 2014)، ويؤكد مديري الشركات الإنجليزية الذين تم استقصاء آراءهم حول أهمية الإفصاح الطوعي على أن الإفصاح عن المزيد من المعلومات 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 للمحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي على قرارات المقرضين وبالتالي على تكلفة التمويل، 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 الطوعي وتكلفة التمويل، و أكدت دراسة (Nikolaev and Lent 2005) التي تم تطبيقها أيضاً على الشركات الأمريكية خلال الفترة من 1986 - 1996 نفس النتيجة السابقة، وفي ذات السياق انتهت دراسة (Orens et al. 2010) إلى وجود علاقة عكسية بين الإفصاح الطوعي من خلال الإنترنت وتكلفة التمويل في الشركات الأوروبية، وإلى عدم وجود علاقة جوهرية بين الإفصاح الطوعي من خلال الإنترنت وتكلفة التمويل في الشركات الأمريكية والكندية.

وفيما يتعلق بالدراسات التي ركزت على الاقتصاديات الناشئة فقد انتهت دراسة (Wang et al. 2008) التي تم تطبيقها على 110 من الشركات الصينية إلى وجود علاقة عكسية بين الإفصاح الطوعي وتكلفة التمويل، وعلى

عكس ما سبق فقد 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 الطوعي وتكلفة التمويل. وفي ذات السياق انتهت دراسة (Guidara et al. (2014) إلى وجود علاقة عكسية جوهرية بين التوسع في الإفصاح الطوعي وتكلفة التمويل في الشركات المسجلة في سوق المال في دولة جنوب أفريقيا، وفسرت ذلك بأن المقرضين يولون مزيد من الاهتمام للإفصاح الطوعي 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 الطوعي على قرارات المقرضين بمنح التمويل وتحديد تكلفته.

يتضح مما سبق أن الدراسات السابقة قد ركزت على العلاقة بين الإفصاح الطوعي بوجه عام وتكلفة التمويل، ولم تتناول أثر الإفصاح الطوعي عن المخاطر على تكلفة التمويل، ويتوقع الباحث أن المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر يمكن أن يؤثر على إدراك المقرضين وتقييمهم للمخاطر التي تتعرض لها منشآت الأعمال وقدرتها على إدارة تلك المخاطر وتأثيرها المحتمل على الأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية وبالتالي قدرتها على سداد التزاماتها قصيرة وطويلة الأجل وبالتالي على قراراتهم المتعلقة بمنح تلك المنشآت التمويل المطلوب وتكلفة ذلك التمويل، ولسد الفجوة البحثية المتعلقة بهذا المجال يمكن اشتقاق فرض الدراسة الثاني على شكل فرض العدم التالي:

٢. لا يوجد تأثير معنوي للمحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن معلومات المخاطر على تكلفة التمويل.

٥/٢ أثر الوقتية كعامل معدل (Moderator) لتأثير المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية:

الوقتية تعني إصدار المعلومات المحاسبية في الوقت المناسب وعدم التأخير في الإفصاح عنها حتى لا تفقد ملائمتها، وتعمل الوقتية على تحسين شفافية التقارير المالية (Bushman et al., 2004)، وطبقاً للإطار المفاهيمي للمحاسبة المالية الصادر عن مجلس معايير المحاسبة الدولي تعتبر الوقتية أحد الخصائص المدعومة لخاصية الملاءمة باعتبارها أحد الخصائص الأساسية للمعلومات المحاسبية (IASB 2010)، 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 ملائمة المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي 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 المالية 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 الطوعي وتكلفة الملكية في الشركات الأمريكية (Evans, 2016) وتوصل البعض الآخر إلى نفس النتيجة في الشركات المصرية (Khalif et al., 2015) وأكدت الدراستان على أن العلاقة العكسية بين الإفصاح الطوعي وتكلفة الملكية تكون أكثر معنوية في الشركات التي تتميز بإنخفاض الفترة ما بين تاريخ نهاية السنة وتاريخ الإفصاح عن المعلومات الطوعية. وانتهت دراسة (Guidara et al., 2014) إلى عدم وجود علاقة بين توقيت إصدار التقارير المالية وما تحتويه من معلومات اختيارية وتكلفة التمويل. كما انتهت دراسة (Sherrill and Yerks, 2018) إلى أن طول الفترة ما بين نهاية السنة وتاريخ إصدار التقارير المالية يؤثر سلباً على تكلفة التمويل ، وأنه كلما تم إصدار التقارير المالية في وقت قصير بعد نهاية السنة كلما انخفضت تكلفة التمويل وكلما زادت ملاءمة المحتوى الإعلامي للتقارير المالية بالنسبة للمقرضين.

كما سبق يتوقع الباحث أن توقيت إصدار التقارير المالية يمكن أن يعدل من تأثير المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على كل من عوائد الأسهم وتكلفة التمويل. وعلى حد علم الباحث لا توجد دراسات عربية أو أجنبية قامت باختبار أثر توقيت إصدار التقارير المالية على العلاقة بين الإفصاح الطوعي عن المخاطر وكل من عوائد الأسهم وتكلفة التمويل ،

ولسد الفجوة البحثية المتعلقة بهذا المجال يمكن اشتقاق فرضي الدراسة الثالث والرابع على شكل فرضي العدم التاليين:

٣. لا تعدل الوقتية من تأثير المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم.

٤. لا تعدل الوقتية من تأثير المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على تكلفة التمويل.

ثالثاً: مدخل دراسة الحدث والنموذج المقترح لقياس أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة التمويل

١/٣: استخدام منهج دراسة الحدث لقياس أثر حدث الاعلان عن المحتوى الإعلامي عن المخاطر على عوائد الأسهم:

استخدمت الكثير من الدراسات منهج دراسة الحدث لقياس واختبار أثر الإعلان عن أحداث معينة مالية وغير مالية على أسعار وعوائد الأسهم، وبينما استخدمت بعض الدراسات السابقة اختبار مدى تغير العائد والأرباح كرد فعل للإعلان عن المعلومات المحاسبية من خلال نافذة حدث طويلة تمتد لعدد من الأيام والشهور بعد الإعلان عن المعلومات التي تمثل الحدث لقياس رد فعل السوق واستجابته للإعلان عن هذا الحدث، استخدمت دراسات أخرى نافذة حدث قصيرة تمتد لعدد قليل من الأيام بعد الإعلان عن الحدث لاختبار أثر الإعلان عن الحدث على العائد اليومي كمدخل لقياس ملائمة المعلومات المحاسبية للمستثمرين (Chan et al., 2002)، وطبقاً للبعض فإن استخدام نافذة حدث طويلة لاختبار أثر الإعلان عن المعلومات المحاسبية لا يوفر دليل مباشر على أن المستثمر يستخدم تلك المعلومات المعلن عنها ويعتمد عليها في اتخاذ قراراته، ، لأن تقدير العائد المتوقع لفترات طويلة يكون أكثر

حساسية لعوامل أخرى ويكون أقل دقة عن تقدير العائد المتوقع لفترات قصيرة، وعلى العكس من ذلك فإن تقدير العائد المتوقع في ظل استخدام نافذة حدث قصيرة يكون أقل تحيزاً عنه في ظل استخدام نافذة حدث طويلة، كما وأن النتائج التي يمكن التوصل إليها في ظل استخدام نافذة حدث قصيرة تكون أكثر مصداقية وقابلية للاعتماد من جانب المستثمرين عنه في ظل استخدام نافذة حدث طويلة (Fama, 1998).

١/٣/٢ خطوات تطبيق مدخل دراسة الحدث:

طبقاً للبعض يتطلب تطبيق دراسة الحدث الخطوات التالية (Bhagat and

Romona, 2001 الميهي، ٢٠٠٦؛ عقل، ٢٠١٢؛ العيشي، ٢٠١٠).

١. تحديد الحدث وتاريخ الإعلان عنه: وفي هذه الدراسة فإن الحدث يتمثل في الإعلان عن معلومات المخاطر بشكل اختياري من خلال التقرير السنوي لمجلس الإدارة في الشركات محل الدراسة ومن ثم فإن تاريخ الحدث يتمثل في تاريخ نشر التقرير السنوي لمجلس الإدارة للشركات محل الدراسة والذي يختلف من شركة لأخرى.

٢. تحديد نافذة الحدث: وتتمثل في المدى الزمني الذي سيتم من خلالها اختبار تأثير الحدث المعلن عنه على أسعار وعوائد الأسهم، وقد تكون عدد من الأيام أو الأسابيع أو الشهور قبل وبعد تاريخ الحدث ويرجع اختيار فترة معينة قبل تاريخ الحدث لمعرفة ما إذا كان هناك تسرب للمعلومات الداخلية عن المخاطر قبل نشر التقارير المالية، وفترة بعد تاريخ الحدث لاختبار مدى كفاءة السوق وقدرته على امتصاص معلومات المخاطر المفصح عنها بالكامل، ومن الناحية الفنية كلما طالت نافذة الحدث كلما زادت نسبة

الأخطاء والتحيز ولذلك فإن اختيار فترة حدث قصيرة يعطي قياسات للعائد أكثر دقة وأقل تحيزاً، واستخدم الباحث نفس فترة الحدث التي استخدمها كل من (الميهي، ٢٠٠٦؛ عقل، ٢٠١١) حيث سيتم اختبار أثر الإفصاح عن المخاطر بشكل اختياري من خلال تقرير مجلس الإدارة على أسعار وبالتالي عوائد الأسهم في يوم الحدث نفسه وهو تاريخ نشر التقارير السنوي لمجلس الإدارة وخمسة أيام قبل الإعلان لاختبار مدى تسرب المعلومات الداخلية عن المخاطر قبل الإعلان عنها وخمس أيام بعد الإعلان لاختبار مدى قدرة السوق على امتصاص معلومات المخاطر المعلن عنها، أي أن إجمالي فترة الحدث هي إحدى عشر يوماً (-5، ٠، ٥+).

٣. فترة التقدير: وهي فترة تسبق فترة الحدث يتم خلالها تقدير العائد العادي للسهم باستخدام أحد نماذج قياس المحتوى الإعلامي، وسيستخدم الباحث نموذج السوق لقياس العائد العادي للسهم لكل شركة من الشركات محل التطبيق خلال فترة التقدير، ويرجع اختيار نموذج السوق إلى شيوع استخدامه بسبب سهولة تقدير معلماته ووضوح متغيراته، ويقوم النموذج على افتراض أن معدل العائد المتوقع لورقة مالية معينة هو دالة خطية لعائد السوق خلال نفس الفترة (الميهي، ٢٠٠٦). وطبقاً للبعض فإن الفترة المناسبة لتقدير العائد العادي للسهم تتراوح ما بين ١٠٠ إلى ٢٠٠ يوم قبل فترة الحدث (Bhagat and Romona, 2001)، وسيعتمد الباحث على فترة ١٠٠ يوم قبل فترة الحدث كفترة لتقدير معلمات نموذج السوق المستخدم في قياس المحتوى الإعلامي لمعلومات المخاطر حيث سيتم الاعتماد على أسعار الإقفال لأسهم

الشركات محل الدراسة خلال فترة التقدير، وسيتم قياس العائد العادي من خلال المعادلة التالية:

$$R_{it} = \alpha_i + B_i R_{mt} + e_{it}$$

حيث:

R_{it} : معدل العائد العادي المتوقع للسهم (i) خلال الفترة (t) ويتم قياسه بالفرق بين سعر إقفال السهم في اليوم (t) وسعر إقفال السهم في اليوم السابق (T-1) مقسوم على سعر إقفال السهم في اليوم السابق (T-1).

R_{mt} : معدل عائد السوق (m) خلال الفترة (t) وسيتم استخدام المؤشر العام للسوق للتعبير عن عائد السوق حيث يتم قياس معدل عائد السوق بالفرق بين قيمة إقفال المؤشر في اليوم (t) وقيمة إقفال المؤشر في اليوم السابق (t-1) مقسومة على قيمة إقفال المؤشر في اليوم السابق (t-1).

α_i, B_i : معلمات نموذج السوق.

e_{it} : الخطأ العشوائي والذي تمثل قيمته عن تأثير المعلومات الخاصة بالشركة. ٤. متوسط معدل العائد غير العادي: طبقاً لفرض العدم الذي يقوم عليه مدخل الحدث وهو أن الإعلان عن الحدث لن يكون له تأثير على أسعار وعوائد الأسهم فإن متوسط معدل العائد غير العادي خلال فترة الحدث سيكون مساوياً للصفر، وللتحقق من ذلك لابد من قياس العائد غير العادي للسهم خلال فترة الحدث بالفرق بين العائد العادي المحسوب خلال فترة التقدير والعائد الفعلي للسهم خلال فترة الحدث وهذا الفرق يهدف إلى معرفة تأثير المعلومات الخاصة بالشركة على سعر وعائد السهم، ثم يتم حساب متوسط العائد غير العادي لجميع الشركات محل الدراسة في كل يوم من أيام

فترة الحدث فإذا كان متوسط العائد غير العادي مساويا للصفر يعني هذا أن حدث الإعلان عن المعلومات المتعلقة بالمخاطر ليس له تأثير على أسعار وعوائد الأسهم أي أن معلومات المخاطر ليس لها محتوى معلوماتي، وإذا كان متوسط معدل العائد غير العادي له قيمة موجبه يعني هذا أن حدث الإعلان عن معلومات المخاطر له تأثير إيجابي على أسعار وعوائد الأسهم بمعنى أن المحتوى الإعلامي لمعلومات المخاطر يحمل أخبار جيدة، وإذا كان متوسط معدل العائد غير العادي له قيمة سالبة يعني هذا أن حدث الإعلان عن معلومات المخاطر له تأثير سلبي على أسعار وعوائد الأسهم بمعنى أن المحتوى الإعلامي لمعلومات المخاطر يحمل أخبار سيئة.

٥. قياس التأثير التراكمي للحدث واختبار معنويته: وذلك بحساب المتوسط التراكمي للعائد غير العادي خلال فترة الحدث لمعرفة تأثير حدث الإفصاح عن معلومات المخاطر على عوائد الأسهم واختبار معنويته من خلال اختبار (T-Test)، ويتم حساب المتوسط التراكمي للعائد غير العادي من خلال المعادلة التالية:

$$CAR_{it} = \sum AR_{it}$$

حيث CAR_{it} : تعبر عن المتوسط التراكمي للعائد غير العادي لسهم الشركة (I) في التاريخ (T).

٢/٣ النموذج المستخدم في الدراسة الاختبارية:

يعتمد النموذج المقترح لقياس أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة التمويل على مجموعة من الخطوات تتمثل في قياس مستوى الإفصاح الطوعي عن المخاطر، وقياس التأخير في

إصدار التقارير كبديل لقياس الوقتية ، وتحديد وبناء النموذج المقترح المستخدم في قياس أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة التمويل وذلك كما يلي :

١/٢/٣ قياس مستوى الإفصاح الطوعي عن المخاطر:

استخدم الباحث أسلوب تحليل المحتوى لقياس مستوى الإفصاح الطوعي عن المخاطر في التقارير المنشورة للشركات السعودية محل الدراسة ، وعرف (1980) Krippendorff أسلوب تحليل المحتوى (Content analysis) بأنه "أسلوب لجمع البيانات الواردة في شكل وصفي من اجل استخلاص مقاييس كمية لمستويات مختلفة من التعقيد" ، ويوصف أسلوب تحليل المحتوى بأنه أسلوب بحثي لاستخلاص دلالات صالحة للتكرار من البيانات النصية ، وهو المدخل الشائع الاستخدام في الكثير من الدراسات المحاسبية المتعلقة بالإفصاح. وقام الباحث بتجميع وتحليل المعلومات المتعلقة بالمخاطر من خلال تحليل القسم السردي من التقرير مجلس الإدارة السنوي 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 عد عدد الكلمات أو الجمل التي تتضمن الإفصاح عن المخاطر، وتماشياً مع الدراسات الحديثة في مجال الإفصاح عن المخاطر استخدم الباحث عدد الجمل التي تحتوى 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 (Unerman, 2000) ، ويؤكد على ذلك البعض بأن معنى الكلمة يعتمد على السياق الذي وردت من خلاله في الجملة (Krippenorff, 2004).

وطبقاً للبعض يجب استخدام تعريف واسع للمخاطر لتحديد وقياس الإفصاح عن المخاطر بحيث يتم وسم أي جملة تخبر القارئ عن الفرص والمخاطر أو الضرر أو التهديد أو التعرض لخطر محدد من المحتمل أن يؤثر على

المنشأة، وكذلك إدارة المنشأة لأي فرص أو مخاطر أو ضرر أو تهديد أو التعرض لخطر محدد على أنها تدخل ضمن نطاق الإفصاح عن المخاطر، ويجب أن يكون الإفصاح واضح وصريح وليس ضمناً، 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 Shrivies, 2006; Elzahar and Hussaieny, 2012).

ولقياس مستوى الإفصاح الطوعي عن المخاطر من خلال تحليل محتوى تقرير مجلس الإدارة اعتمد الباحث على المؤشر الذي تم استخدامه في عدد من الدراسات السابقة (Linsely and Sherives, 2006; Moumen et al., 2015)، لتحديد مستوى الإفصاح الطوعي عن المخاطر والذي يتكون من خمس مجموعات من معلومات المخاطر الطوعية، ويتكون المؤشر من ٣٢ بند يجب الإفصاح عنها من خلال المجموعات الخمس، بحيث يأخذ البند رقم (١) إذا تم الإفصاح عنه و(صفر) إذا لم يتم الإفصاح عنه، ثم يتم عد عدد نقاط المؤشر لتحديد مستوى الإفصاح الطوعي لكل شركة من الشركات محل الدراسة في كل سنة من سنوات الدراسة، ويتضمن مؤشر الإفصاح الطوعي عن المخاطر Voluntary Risk Disclosure Score مستوى الإفصاح عن المخاطر المتعلقة بالمجالات التالية:

١. مخاطر التشغيل (Operation Risk): وتتضمن ٨ بنود يجب الإفصاح عنها.

٢. مخاطر التمكين (Empower Risk): ويمكن أن يطلق عليها مخاطر القوة العاملة وتتضمن ٥ بنود يجب الإفصاح عنها.

٣. مخاطر تكنولوجيا المعلوما (Information Technology Risk) :
وتتضمن ٤ بنود يجب الإفصاح عنها.

٤. مخاطر النزاهة (Integrity Risk) : وتتضمن ٣ بنود يجب الإفصاح
عنها.

٥. المخاطر الاستراتيجية (Strategic Risk) : وتتضمن ١٢ بند يجب
الإفصاح عنها.

وبالتالي يتم قياس مدى قيام كل شركة من شركات الدراسة بالإفصاح
عن المحتوى الإعلامي لمؤشر الإفصاح الطوعي عن المخاطر على مستوى كل
مجال رئيسي وعلى مستوى البنود الفرعية لكل مجال ويتم جمع عدد نقاط
الإفصاح لكل شركة من خلال المعادلة التالية :

$$\frac{\sum_{i=1}^{ni} RDI}{ni} \text{ RD Score}_i =$$

حيث تمثل RD Score_i : مستوى الإفصاح الطوعي عن المخاطر.
وطبقاً للبعض فإن المؤشر المستخدم لقياس الإفصاح الطوعي عن المخاطر
يجب اختباره والتحقق من صلاحيته وموثوقيته حتى يمكن الاعتماد عليه كأداة
مقبولة لقياس مستوى الإفصاح الطوعي (Moumen et al.2015; Elshendidy et al , 2013) ،
وللتحقق من صلاحية المؤشر المقترح تم
مراجعة هذا المؤشر وما تضمنه من بنود لقياس مستوى الإفصاح عن المخاطر
بواسطة اثنين من الباحثين المستقلين بعد أن تم مناقشة أهداف الدراسة ومفهوم
الإفصاح عن المخاطر معهم للتأكد من أن هذه الجمل تقيس فعلاً مستوى
الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية، وبعد الانتهاء من اعداد مقياس
مؤشر الإفصاح الطوعي عن المخاطر لعدد ٥ شركات من الشركات محل

الدراسة ولتحقيق الموثوقية فإن الباحث طلب من باحثين مستقلين لديهم أبحاث وخبرة سابقة في مجال الإفصاح عن المخاطر قياس مستوى الإفصاح طبقاً للمؤشر المقترح لتلك الشركات للتعرف على مدى الاتفاق في نتائج القياس ، وبمقارنة نتيجة القياس تبين عدم وجود اختلافات جوهرية فيما بينهم كما تم اجراء اختبار Krippendorff alpha (Krippendorff, 2007) للتحقق من موثوقية النتائج وامكانية الاعتماد عليها وبلغ معامل الاتفاق ما بين نتائج القياس لمؤشر الإفصاح الطوعي للمخاطر ٠,٧٩٦ وهو ما يفوق الحد الأدنى المقبول لمقياس الاتفاق وهو ٠,٦٧ وهو ما يشير إلى ارتفاع درجة الثقة في نتائج القياس .

ولتحديد مستوى جودة الإفصاح في المقياس المقترح يتم تحديد ما إذا كان الإفصاح عن كل بند من البنود الفرعية في المجموعات المختلفة يتضمن معلومات عامة عن المخاطر التي تواجه القطاع أم معلومات محددة عن المخاطر التي تواجه الشركة بوجه خاص ، وما إذا كان الإفصاح يتضمن معلومات مستقبلية أم معلومات تاريخية عن المخاطر ، وما إذا كان الإفصاح عن كل بند من البنود يحمل أخبار جيدة أم سيئة أم محايدة ، وما إذا كان الإفصاح في شكل وصفي أم في شكل كمي

٢/٢/٣ قياس الوقتية :

استخدم الباحث مؤشر التأخير في إصدار التقارير المالية 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 الوقية ونشر وإصدار التقارير في الوقت المناسب دون تأخير والعكس صحيح.

٣/٢/٣ النموذج المقترح:

لاختبار العلاقة بين الإفصاح الطوعي عن المجالات المختلفة للمخاطر على كل من عوائد الأسهم وتكلفة التمويل كمتغيرات تابعة تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد والذي تم صياغته على النحو التالي:

$$R_{it} \text{ or } CD_{it} = a_0 + b_1 RD1_{it} + b_2 RD2_{it} + b_3 RD3_{it} + b_4 RD4_{it} + b_5 RD5_{it} + b_6 Size_{it} + b_7 Lev_{it} + b_8 PG_{it} + e$$

حيث:

(R_{it}): تعبر عن المتغير التابع معدل عائد السهم للشركة (I) خلال الفترة (T).

(a_0): تعبر عن ثابت المعادلة.

(CD): تعبر عن المتغير التابع تكلفة التمويل في الشركة (I) خلال الفترة (T).

($b_1 \dots b_8$): تعبر عن قيم معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة والمتغيرات

الرقابية.

($RD1_{it} \dots RD5_{it}$): تعبر عن اللوغاريتم الطبيعي لمجالات الإفصاح 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).

(e): تعبر عن بواقى نموذج الانحدار والذي توضح قيمته خطأ التقدير في نموذج الانحدار.

ولاختبار أثر الوقتية كمتغير معدل للعلاقة بين المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن مجالات المخاطر المختلفة على كل من عوائد الأسهم وتكلفة التمويل تم ترجيح النموذج السابق بالتأخير في إصدار التقارير المالية (TL) كبديل لقياس الوقتية.

* * *

رابعاً: الدراسة الاختبارية

تهدف الدراسة الاختبارية إلى قياس المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر كمدخل لقياس أهمية ذلك الإفصاح في توفير المعلومات الهامة عن المخاطر التي تتعرض لها الشركات ومدى تأثيرها على القرارات الاقتصادية لمستخدمي التقارير المالية وخاصة المستثمرين والمقرضين وانعكاس ذلك على أسعار وعوائد الأسهم من ناحية، وعلى تكلفة التمويل من ناحية أخرى، ولتحقيق ذلك يتناول هذا القسم تحديد عينة للدراسة، ومتغيرات الدراسة، وأسلوب جمع بيانات الدراسة، وتحديد الأساليب الإحصائية المستخدمة في اختبار الفروض السابق الإشارة إليها في الإطار النظري في الأقسام السابقة 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 ٣١/١٢ من كل عام والتي تتوافر تقاريرها المالية وكافة البيانات عنها والمدرجة بشكل مستمر دون توقف في السوق المالية السعودية خلال الفترة من ٢٠١٢ حتى ٢٠١٦ وهي فترة استقرار في السوق السعودي وتعتبر هذه الفترة كافية للوصول إلى نتائج يمكن الاعتماد عليها، وستقتصر الدراسة على تحليل التقارير السنوية للشركات فقط ولن يتم أخذ التقارير الفترية في الاعتبار عند تجميع البيانات المتعلقة بالدراسة وذلك باعتبار أن التقارير السنوية تعتبر المصدر الأساسي للحصول على المعلومات، 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 (٩٠ شركة) وبلغ إجمالي عدد المشاهدات (٤٥٠ 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 الطوعي عن المخاطر من خلال التقارير المالية المنشورة للشركات عينة الدراسة وعلى وجه التحديد تقرير مجلس الإدارة لعدد عدد الجمل التي تدل على المخاطر ولتحديد طبيعة ونوعية ونطاق وعمق الإفصاح عن معلومات المخاطر والرسالة التي تحملها تلك المعلومات من خلال أسلوب تحليل المحتوى، وتم الحصول على تقارير مجلس الإدارة للشركات عينة الدراسة من خلال موقع السوق المالية السعودية (تداول) (Tadawul.com)، وموقع مباشر (Mubasher.information)، والمواقع الإلكترونية للشركات. واعتمد الباحث في تحديد اسعار وعوائد الأسهم للشركات عينة الدراسة على البيانات المنشورة عن حركة أسعار الأسهم في موقع (تداول)، واعتمد الباحث في قياس تكلفة التمويل وتحديد مدى التأخير في إصدار التقارير المالية والمتغيرات الأخرى على التقارير والقوائم المالية المنشورة للشركات محل الدراسة والتي تم الحصول عليها من نفس المصادر السابقة.

٣/٤ الأساليب الإحصائية المستخدمة :

استخدم الباحث برنامج الاكسيل في تجميع بيانات متغيرات الدراسة، واستخدم برنامج التحليل الإحصائي (SPSS) الإصدار رقم (٢٣) في تحليل البيانات واختبار فروض الدراسة من خلال الأساليب الإحصائية التالية : أسلوب الاحصاء الوصفي : من خلال إيجاد المتوسطات والانحرافات المعيارية لمتغيرات الدراسة.

اختبار T-test : لاختبار معنوية اختلاف متوسط العائد غير العادي والمتوسط التراكمي للعائد غير العادي لأسهم الشركات محل الدراسة عن. 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 المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على كل من عوائد الأسهم وتكلفة التمويل ، وتحديد أي مجالات الإفصاح الطوعي عن المخاطر أكثر تأثيراً على كل من عوائد الأسهم وتكلفة التمويل ، ولاختبار أثر كل من المنافسة والتأخير في إصدار التقارير المالية كعوامل معدلة لتأثير المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على كل من عوائد الأسهم وتكلفة التمويل.

٤/٤ متغيرات الدراسة :

١/٤/٤ المتغيرات التابعة :

١/١/٤/٤ عائد السهم (R) : يعبر عن عائد السهم والذي يتم قياسه بالفرق بين سعر الفتح وسعر الإغلاق في تاريخ اصدار التقارير المالية مقسوم على سعر الفتح في تاريخ اصدار التقارير المالية.

٢/١/٤/٤ تكلفة التمويل (CD): ويتم قياسها بقسمة تكلفة التمويل (مصروف الفائدة أو الأعباء التمويلية) على إجمالي الديون.

٢/٤/٤ المتغيرات المستقلة :

١/٢/٤/٤ مؤشر الإفصاح الطوعي عن المخاطر (RD) : ويتمثل في مقياس الإفصاح الطوعي عن المخاطر للشركة والذي يتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لعدد النقاط الكلية للمؤشر والذي يتكون من خمس مجالات فرعية للإفصاح الطوعي عن المخاطر كما سبق ايضاحه في القسم السابق ، وبحيث تأخذ كل نقطة من مجالات الإفصاح الفرعي للمؤشر (١) إذا تم الإفصاح عنها، و(صفر) إذا لم يتم الإفصاح عنها، وتتمثل المجالات الفرعية للإفصاح عن المخاطر في الآتي :

١/١/٢/٤/٤ المجال الأول (RD1) مخاطر الأعمال (Operation Risk) : وتعرف بأنها مخاطر عدم كفاءة وفعالية العمليات التشغيلية وعدم القدرة على اشباع رغبات المستهلكين وتحقيق أهداف الشركة التشغيلية المتعلقة بجودة وتكلفة وتوقيت عمليات الشركة التشغيل (ICEW, 2002) ، وتتضمن الإفصاح عن النقاط الفرعية التالية : (١) مخاطر عدم رضا العملاء ، (٢) مخاطر تطوير المنتجات ، (٣) المخاطر المتعلقة بالمصادر التي يتم الاعتماد عليها

في أداء العمليات التشغيلية، (٤) مخاطر تقادم المخزون والانكماش، (٥) مخاطر فشل المنتجات والخدمات، (٦) مخاطر تأثير الأداء التشغيلي على البيئة المحيطة، (٧) مخاطر الصحة والسلامة، (٨) مخاطر تآكل اسم العلامة.

٢/١/٢/٤/٤ المجال الثاني (RD2) مخاطر التمكين (القوة العاملة)

(Empowerment): وتعني المخاطر المتعلقة بعدم قدرة المديرين على القيادة، وعدم معرفة ما يجب عمله، ومخاطر تجاوز السلطة، ومخاطر اعطاء حوافز لأداء الأشياء الخاطئة (ICEW, 2002)، وتتضمن الإفصاح عن النقاط الفرعية التالية: (١) مخاطر القيادة والإدارة، (٢) مخاطر الاعتماد على مصادر خارجية لأداء الوظائف الداخلية، (٣) المخاطر المتعلقة بحوافز الأداء، (٤) مخاطر تغيير الجاهزية، (٥) مخاطر تبادل المعلومات.

٣/١/٢/٤/٤ المجال الثالث (RD3) مخاطر تكنولوجيا المعلومات

(Information technology): وتعني مخاطر استخدام تكنولوجيا المعلومات ومخاطر التلاعب في المعلومات وعدم قابليتها للإعتماد، ومخاطر عدم قدرة المنشأة على الحفاظ على عملياتها الجوهرية (ICEW, 2002)، وتتضمن الإفصاح عن البنود الفرعية التالية: (١) مخاطر التكامل، (٢) مخاطر امكانية الوصول، (٣) مخاطر إتاحة الاستخدام، (٤) مخاطر البنية التحتية للمعلومات.

٤/١/٢/٤/٤ المجال الرابع (RD4) مخاطر النزاهة (Integrity risk):

وتشمل مخاطر غش الإدارة والموظفين والتصرفات غير القانونية وغير المسموح بها والتي يمكن أن تؤدي إلى فقدان السمعة (ICEW, 2002)، وتتضمن

الإفصاح عن النقاط الفرعية التالية: (١) مخاطر غش الإدارة والموظفين، (٢) مخاطر التصرفات غير القانونية، (٣) مخاطر السمعة.

٥/١/٢/٤/٤ : المجال الخامس (RD5) 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 (ICEW, 2002)، وتتضمن الإفصاح عن النقاط الفرعية التالية: (١) مخاطر فحص البيئة المحيطة، (٢) مخاطر الصناعة، (٣) مخاطر الأعمال، (٤) مخاطر المنافسة، (٥) مخاطر التسعير، (٦) مخاطر التقييم، (٧) مخاطر التخطيط، (٨) مخاطر دورة حياة المنتج، (٩) مخاطر قياس الأداء، (١٠) مخاطر البيئة النظامية، (١١) المخاطر السيادية والسياسية، (١٢) سياسات إدارة المخاطر.

٣/٤/٤ : الوقتية (Time Laga (TL) : وتعبر عن مدة التأخير في إصدار

التقارير المالية ويتم قياسها على أساس اللوغاريتم الطبيعي للوقت المنقضي من تاريخ نهاية السنة حتى تاريخ إصدار التقارير المالية وتعتبر الوقتية متغير معدل Medrator variable يمكن أن تعدل من تأثير المتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة.

٤/٤/٤ : المتغيرات الرقابية Controler variables : وهي المتغيرات التي

يمكن أن تؤثر على العائد المتوقع للسهم أو على تكلفة التمويل وتمثل هذه المتغيرات في الآتي :

١/٤/٤/٤ : حجم الشركة Size : ويتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي

لإجمالي أصول الشركة وتشير الكثير من الدراسات إلى أن الشركات كبيرة

الحجم تفصح عن المزيد من المعلومات الطوعية 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 التمويل من ناحية أخرى، وبالتالي فمن المتوقع أن تكون العلاقة بين حجم الشركة وعوائد الأسهم علاقة موجبة وبين حجم الشركة وتكلفة التمويل علاقة عكسية (Linsely and Shrivess, 2007; Abraham and Cox, 2007; Nitm .et al., 2013; Elshandidy et al., 2013; Baroma,2014)

Lev: ٢/٤/٤/٤ الرفع المالي ويعبر الرفع المالي عن مستوى المخاطر التي تتعرض لها الشركة ويتم قياس الرفع المالي على أساس اللوغاريتم الطبيعي لنسبة 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 التمويل من ناحية أخرى، وبالتالي فمن المتوقع أن تكون العلاقة بين معدل الرفع المالي وعوائد الأسهم علاقة عكسية وبين معدل الرفع المالي وتكلفة التمويل علاقة طردية (Hassan, Nermin. 2014).

PG: ٣/٤/٤/٤ نمو الأرباح: ويتم قياسه على أساس اللوغاريتم الطبيعي لمعدل 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 التمويل من ناحية أخرى (Orens et al. 2010)، وعلى العكس من ذلك فإن ارتفاع مستوى نمو الأرباح يرسل إشارة موجبة عن قدرة الشركة على تحقيق أرباح متزايدة وهو ما يمكن أن ينعكس بالإيجاب على أسعار وعوائد الأسهم من ناحية وعلى تخفيض تكلفة التمويل من ناحية أخرى.

٥/٤ الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يتضمن الجدول التالي رقم (١) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

وذلك على النحو التالي:

الجدول رقم (١)

Variables	No.	Minimum	Maxmum	Mean	St. Deviation
Rit	٤٥٠	.2604٠٠	٦٧٥.0٠	71٦.01٠	٠.٢٠٧٠٤٢٠٠
CDit	٤٥٠	.0000٠	.1375٠	.020469٠	185547٠.٠
RDSit	٤٥٠	١٠.٠٠٠٠٠	٣٢.٠٠٠٠٠	٢٠.٧٨٠٠٠٠٠	٥.١٣٤٩٧٥٤٩
RD1it	٤٥٠	٢.٠٠٠٠٠	٨.٠٠٠٠٠	٥.٩٤٦٦٦٧	١.٤٩٧٣٧٧١
RD2it	٤٥٠	١.٠٠٠٠٠	٥.٠٠٠٠٠	٣.٤٢٠٠٠٠٠	.9984621٠
RD3it	٤٥٠	.0000٠	٤.٠٠٠٠٠	٢.٥٥٥٥٥٦	.9042231٠
RD4it	٤٥٠	.0000٠	٣.٠٠٠٠٠	٢.٤٣٧٧٧٨	.9281034٠
RD5it	٤٥٠	٣.٠٠٠٠٠	١٢.٠٠٠٠٠	٦.٤٢٠٠٠٠٠	٣.٣٢٢٣٦١٥
Sizeit	٤٥٠	١٣.٠٢٥٣	٢٧.٦٤٧٠	٢١.٤٠٩٤٦٦	٢.٢٢٥٠٦٨٧
Levit	٤٥٠	.0001٠	٧.٦٠١٧	.839724٠	١.٠٢٤١٢٨٥
PGit	٤٥٠	-4.6128	٥.٤٢٨٦	.047958٠٠	.9912742٠
TLit	٤٥٠	6.00	٩٠.٠٠	٥٢.٢٢٨٩	١٤.٧٣٧٩١

يتضح من الجدول أن متوسط معدل عائد السهم (R) خلال فترة الدراسة

هو ٠.٠١٦ والحد الأقصى لمعدل العائد هو ٠.٠٦٧٥ والحد الأدنى - ٠.٢٦ بانحراف معياري ٠.٠٢١، وأن متوسط تكلفة التمويل (CD) للشركات عينة

الدراسة خلال الفترة كان ٠,٠٢ تقريباً والحد الأقصى لتكلفة التمويل كان ٠,١٣٧٥ والحد الأدنى ٠,٠ بانحراف معياري ٠,٠١٨.

وفيما يتعلق بمؤشر الإفصاح عن المخاطر ومجالاته الفرعية فيشير الجدول إلى أن متوسط مؤشر الإفصاح عن المخاطر (RDs) للشركات عينة الدراسة كان ٢١ جملة تقريباً والحد الأقصى هو ٣٢ جملة والحد الأدنى ١٠ جملة لجميع المكونات الفرعية للمؤشر بانحراف معياري ٥,١٣ جملة، وبلغ متوسط عدد الجمل التي أفصحت عنها الشركات للتعبير عن مخاطر التشغيل (RD1) ٦ جملة تقريباً والحد الأقصى كان ٨ جملة والحد الأدنى كان ٢ جملة بانحراف معياري ١,٤٩ جملة، وبلغ متوسط عدد الجملة المستخدمة في الإفصاح عن مخاطر التمكين أو ما أطلق عليه الباحث بمخاطر القوى العاملة (RD2) عدد ٣ جملة تقريباً والحد الأقصى ٥ جملة والأدنى عدد ١ جملة بانحراف معياري ٠,٩٩ جملة، وبلغ متوسط عدد الجمل المستخدمة في الإفصاح عن مخاطر تكنولوجيا المعلومات (RD3) ٢,٥٥ جملة والحد الأقصى ٤ جملة بانحراف معياري ٠,٩٠ جملة تقريباً، كما أفصحت الشركات عن متوسط عدد ٢,٤٣ جملة للإفصاح عن مخاطر النزاهة (RD4) في حين بلغ الحد الأقصى لعدد الجمل المستخدمة في هذا المجال ٣ جملة وبلغ الانحراف المعياري ٠,٩٣ جملة تقريباً، كما بلغ متوسط عدد الجمل المستخدمة في الإفصاح عن المخاطر الاستراتيجية (RD5) ٦,٤٢ جملة وبلغ الحد الأقصى ١٢ جملة والأدنى ٣ جملة والانحراف المعياري ٣,٣٢ جملة .

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية فتشير نتائج الاحصاء الوصفي إلى أن متوسط حجم الشركات (Size) معبراً عنها باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي

الأصول بلغ ٢١.٤٠٩ والحد الأقصى لحجم الأصول ٢٧.٦٤ والحد الأدنى ١٣ تقريباً بانحراف معياري ٢.٢٢ ، وفيما يتعلق بمعدل الرفع المالي (Lev) والذي تم قياسه بنسبة إجمالي الديون إلى حق الملكية فقد بلغ متوسط نسبة إجمالي الديون إلى حق الملكية ٠.٨٤ والحد الأقصى ٧.٠٦ بانحراف معياري ١.٠٢٤ وهو ما يعنى وجود اختلافات كبيرة بين الشركات عينة الدراسة فيما يتعلق بمعدل الرفع المالي ، وبلغ متوسط معدل نمو الأرباح (PG) والذي تم قياسه بنسبة التغير في الربح للشركات خلال سنوات الدراسة - ٠.٠٥ تقريباً والحد الأقصى ٥.٤٢ والانحراف المعياري ٠.٩٩ وهو ما يعني ارتفاع مستوى الاختلاف بين الشركات محل الدراسة فيما يتعلق بمعدل نمو الأرباح.

وفيما يتعلق بالمتغير المعدل فيتضح من الجدول أن متوسط التأخير في اصدار التقارير المالية (TL) معبرا عنه بالفترة المنقضية من تاريخ نهاية السنة حتى تاريخ اصدار التقارير المالية ٥٢ يوم والحد الأقصى ٩٠ يوم والأدنى ٦ أيام بانحراف معياري ١٤.٧٣ 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 التمويل ، والجدول التالي رقم (٢) يوضح مصفوفة معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة :

جدول رقم (٢) مصفوفة معاملات الارتباط لبيرسون

Variables	R _{it}	C _{Dit}	R _{DS_it}	R _{D1it}	R _{D2it}	R _{D3it}	R _{D4it}	R _{D5it}	S _{izeit}
TL _{it}	1								
PC _{it}									
PG _{it}									
Levit									
Sizeit									1
RD5it								1	0.26199
RD4it							1	0.458**	0.233**
RD3it						1	0.392**	0.458**	0.152
RD2it					1	0.523**	0.364**	0.467	0.128**
RD1it				1	0.693**	0.428**	0.313**	0.503**	0.260**
RDSit			1	0.787**	0.777**	0.681**	0.619**	0.858**	0.286**
CDit		1	0.135*	0.996*	0.500-	0.1018	0.0560-	0.101-	0.046
Rit	1	-0.25	-0.281**	0.165*	0.049	0.095	0.007	-0.208*	0.022

Variables	L	P	T
TL _{it}			
PC _{it}			590.0-
Pg _{it}		1	0.004
Lev _{it}	1	0.056-	0.178
Size _{it}	2487.0	0.025	0.059
RD5 _{it}	111.0*	0.121*	-0.207**
RD4 _{it}	841.0**	0.010	-980.0-
RD3 _{it}	0.049	-0.013	0.105
RD2 _{it}	511.0***	0.020	0.129
RD1 _{it}	117.0*	0.153**	0.114
RDS _{it}	146.0**	0.685**	0.175**
CD _{it}	112.0**	0.033	0.231
R _{it}	-0.047	0.136**	-0.083

❖ الارتباط معنوي عند مستوى ١٪.

❖ الارتباط معنوي عند مستوى ٥٪.

يوضح الجدول رقم (٢) نتائج اختبار الارتباط لبيرسون بين متغيرات الدراسة والتي تشير إلى وجود علاقة ارتباط سالبة ومعنوية عند مستوى ١٪ بين مؤشر الإفصاح عن المخاطر (RDS) ومعدل عائد السهم (R_{it}) وهو ما يعني أن الإفصاح عن المحتوى الإعلامي للمخاطر له تأثير سلبي على قرارات المستثمرين المتعلقة بالاستثمار في الأسهم وهو ما ينعكس بالسلب على أسعار وعوائد الأسهم، وتشير النتائج كذلك إلى وجود علاقة ارتباط سالبة ومعنوية عند مستوى ٥٪ بين مؤشر الإفصاح عن المخاطر وبين معدل تكلفة التمويل (CD) وهو ما يعني أن الإفصاح عن المحتوى الإعلامي عن المخاطر له تأثير إيجابي على قرارات المقرضين المتعلقة بتحديد تكلفة التمويل وهو ما ينعكس بالإيجاب على تكلفة التمويل (يخفض من تكلفة التمويل) نظرا لما

يوفره هذا المحتوى من معلومات يمكن أن تساعد المقرضين على التخفيف من مستوى عدم التأكد المتعلق بقدرة الشركات على تحقيق أرباح وتدفقات نقدية مستقبلية وبالتالي قدرتها على سداد ديونها قصيرة وطويلة الأجل.

وفيما يتعلق بالعلاقة بين مجالات الإفصاح الفرعية عن المخاطر والمتغير التابع معدل عائد السهم (R_{it}) فتشير معاملات الارتباط إلى وجود علاقة ارتباط موجبة ومعنوية عند مستوى ٥٪ بين المحتوى الإعلامي للإفصاح عن مخاطر الأعمال (RD1) وعوائد الأسهم، وعلاقة ارتباط سالبة ومعنوية عند مستوى ٥٪ بين المحتوى الإعلامي للإفصاح عن المخاطر الاستراتيجية (RD5) ومعدل عائد السهم وهو ما يشير إلى أن المستثمرين يأخذون في اعتبارهم تلك المعلومات عند صياغة قراراتهم الاقتصادية المتعلقة بالاستثمار في أسهم الشركات، وهو ما ينعكس على أسعار وعوائد الأسهم، بينما تشير النتائج إلى وجود علاقة ارتباط ضعيفة وغير معنوية بين كل من المحتوى الإعلامي للإفصاح عن مخاطر التمكين (RD2) ومخاطر تكنولوجيا المعلومات (RD3) ومخاطر النزاهة (RD4) من جهة وعوائد الأسهم من جهة أخرى، وهو ما يعني عدم اهتمام المستثمرين بالإفصاح عن المحتوى الإعلامي لتلك المجالات عند تقييم قدرة الشركة على تحقيق الأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية.

وفيما يتعلق بالعلاقة بين مجالات الإفصاح الفرعية عن المخاطر والمتغير التابع تكلفة التمويل (CD) فتشير النتائج إلى وجود علاقة ارتباط موجبة ومعنوية عند مستوى ٥٪ بين المحتوى الإعلامي للإفصاح عن مخاطر الأعمال (RD1) وتكلفة التمويل، وعلاقة ارتباط سالبة ومعنوية عند مستوى ٥٪ بين المحتوى الإعلامي للإفصاح عن المخاطر الاستراتيجية (RD5) وتكلفة

التمويل ، وهو ما يعني اهتمام المقرضين بتلك المعلومات وأخذها في الاعتبار إلى جانب غيرها من المعلومات الأخرى المالية وغير المالية عند تقييم قدرة الشركات على تحقيق الأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية وهو ما ينعكس على قراراتهم المتعلقة بمنح التمويل وتحديد تكلفة ذلك التمويل للشركات ، كما تبين وجود علاقة ارتباط ضعيفه وغير معنوية بين كل من المحتوى الإعلامي للإفصاح عن مخاطر التمكين (RD2) ومخاطر تكنولوجيا المعلومات (RD3) ومخاطر النزاهة (RD4) من جهة وتكلفة التمويل من جهة أخرى.

وفيما يتعلق بالعلاقة بين المتغيرات الرقابية والمتغير التابع معدل عائد السهم فتشير النتائج إلى عدم معنوية معاملات الارتباط بين كل من حجم الشركة (Size) ومعدل الرفع المالي (Lev) من جهة وعوائد الأسهم من جهة أخرى ، وتبين وجود ارتباط طردي ومعنوي عند مستوى ١٪ بين معدل نمو الأرباح (PG) وعوائد الأسهم وهو ما يشير إلى أهمية معدل نمو الأرباح للمستثمرين واخذهم في الاعتبار المعلومات المتعلقة بنمو الأرباح عند صياغة قراراتهم الاستثمارية ، كما تشير النتائج إلى أن المتغير الرقابي الوحيد الذي يرتبط بعلاقة طردية معنوية عند مستوى معنوية ١٪ مع المتغير التابع معدل تكلفة التمويل (CD) هو معدل الرفع المالي (Lev) وهو ما يعني أن ارتفاع معدل المديونية يترتب عليه ارتفاع تكلفة التمويل والعكس صحيح.

كما تبين عدم معنوية علاقة الارتباط بين المتغير المعدل التأخير في إصدار التقارير المالية (LT) كمقياس بديل للوقتية والمتغيرات التابعة المتمثلة في عوائد الأسهم (R_{it}) و تكلفة التمويل (CD_{it}).

وفيما يتعلق بتائج اختبار علاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض فتشير نتائج تحليل الارتباط إلى وجود علاقة ارتباط موجبة ومعنوية بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض عند مستوى معنوية ١٪ و ٥٪. وفيما يتعلق بعلاقة الارتباط بين المتغيرات الرقابية والمستقلة فتشير نتائج تحليل الارتباط إلى وجود ارتباط طردي ومعنوي بين حجم الشركة (Size) وبين مؤشر الإفصاح الرئيسي (RDs) ومعظم مجالات الإفصاح الفرعية عن المخاطر (RD1, Rd2, Rd4, RD5)، وهو ما يمكن تفسيره بأن الشركات كبيرة الحجم يرتفع فيها مستوى الإفصاح الطوعي عن المخاطر لأنها تكون محط انظار المستثمرين والمحللين الماليين والمقرضين وغيرهم من أصحاب المصالح، وتبين وجود ارتباط طردي معنوي عند مستوى ١٪ و ٥٪ بين معدل الرفع المالي (LEV) والمتغيرات المستقلة باستثناء متغير الإفصاح عن مخاطر تكنولوجيا المعلومات (RD3)، وتبين وجود ارتباط طردي بين المتغير الرقابي معدل نمو الأرباح (PG) والمتغيرات المستقلة المتمثلة في مؤشر الإفصاح الإجمالي عن المخاطر (RDS) والإفصاح عن مخاطر الأعمال (RD1) والمخاطر الاستراتيجية (RD5) وهو ما يشير إلى أن الشركات التي تحقق معدلات نمو أرباح مرتفعة تميل إلى الإفصاح عن المزيد من المعلومات الطوعية المتعلقة بالمخاطر، وفيما يتعلق بالعلاقة بين المتغير المعدل والمتغيرات المستقلة فتشير نتائج تحليل الارتباط إلى وجود علاقة ارتباط عكسية معنوية عند مستوى ٥٪ و ١٪ بين المتغير المعدل التأخير في إصدار التقارير المالية (TL) والمتغيرات المستقلة (RDS, RD4, RD5).

٧/٤ اختبار الفروض

١/٧/٤ الفرض الأول:

لا يوجد تأثير معنوي للمحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن معلومات المخاطر على عوائد الأسهم.

تم اختبار هذا الفرض مرتين مرة باستخدام منهج دراسة الحدث ومرة أخرى باستخدام تحليل الانحدار المتعدد وذلك كما يلي:

١/١/٧/٤ اختبار الفرض الأول باستخدام منهج دراسة الحدث:

لاختبار ما إذا كان هناك تأثير لحدث الإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم استخدم الباحث منهج دراسة الحدث للحصول على متوسط العائد غير العادي للأسهم والمتوسط التراكمي للعائد غير العادي خلال فترة الحدث (١١ يوماً) وذلك لتحديد ما إذا كان حدث الإعلان عن معلومات المخاطر الطوعية لها محتوى إعلامي ويؤثر على أسعار وعوائد الأسهم للشركات عينة الدراسة، فإذا كان متوسط العائد غير العادي خلال فترة الحدث مساوي للصفر يعني ذلك أن حدث الإفصاح الطوعي عن المخاطر ليس له محتوى إعلامي، وإذا كان متوسط العائد غير العادي له قيمة مختلفة عن الصفر يعني ذلك أن حدث الإفصاح عن المخاطر له محتوى إعلامي، والجدول التالي رقم (٣) يوضح نتائج دراسة الحدث وذلك كما يلي:

جدول (٣) نتائج منهج دراسة الحدث

فترة الحدث	متوسط العائد غير العادي	المنعوية	المتوسط التراكمي	المنعوية
٥ -	216٠٠. -	٠.١٣٤	٠.٠٠٨١	٠.٣٢٣
٤ -	454٠٠.	٠.١٩٢٨	٠.٠٠٩٧	٠.٢٣٦
٣ -	149٠١.	٠.٠٧٢	٠.٠٢٢٣	٠.٠٥٨
٢ -	305٠٣.	٠.٠٣٧	٠.٠٧٢٣	٠.٠٢٥
١ -	٥5٠٢٦.	٠.٠٢٦	٠.٠٦٩١	٠.٠٢٢
صفر	٧69٠٤. -	٠.٠٢١	٠.٠٨٥٣-	٠.٠١٩
١	3987٠.-	٠.٠٣٦	٠.٠٦٢١-	٠.٠٢٧
٢	2309٠.-	٠.٠٢٨	٠.٠٤٣٨-	٠.٠٣٠
٣	504٠١. -	٠.٠٤٩	٢٧2٠.٠-	٠.٠٦٢
٤	0748٠.-	٣١١٠.	٥٤١٠.٠-	٤7٠.٠
٥	1060٠.	٢٩2٠.	٨٧١٠.٠	٤٩٧١٠.

يتضح من الجدول السابق رقم (٣) أن حدث إصدار التقارير المالية وما تتضمنه من إفصاح إختياري عن المخاطر كان له تأثير إيجابي معنوي عند مستوى معنوية ٥٪ على متوسط العائد غير العادي للأسهم والمتوسط التراكمي قبل تاريخ الإفصاح عن تلك المعلومات بيومين فقط وهو ما يعني وجود ظاهرة تسرب المعلومات في السوق قبل الإعلان عنها، وذلك بافراض عدم إعلان الشركات عن أحداث أخرى هامة قبل تاريخ إصدار التقارير المالية وهو ما يعني أن الأحداث المسربة عن المخاطر كانت تحمل أخبار ساره، وتشير النتائج في الجدول السابق أن تاريخ الإعلان عن حدث إصدار التقارير المالية وما تتضمنه من إفصاح إختياري عن المخاطر كان له تأثير سلبي معنوي على متوسط العوائد غير العادية الذي بلغ ٠.٠٤٦- ، والمتوسط التراكمي للعائد غير العادي الذي بلغ 0.062- وهو معنوي عند مستوى معنوية ٥٪ وهو ما يعني أن حدث الإفصاح الطوعي عن المخاطر كان يحمل أخبار سيئة،

كما تبين أن حدث الإفصاح الطوعي عن المخاطر كان له تأثير سلبي معنوي على متوسط العوائد غير العادية والمتوسط التراكمي للعوائد غير العادية في الثلاث أيام التالية لتاريخ الحدث وهو ما يعني أن السوق قد استوعب معلومات المخاطر المفصح عنها في تاريخ الحدث وكان لهذه المعلومات تأثير معنوي على أسعار وعوائد الأسهم وهو ما يعني رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل بوجود تأثير معنوي لحدث الاعلان عن المحتوى الاعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم. وللتحقق من وجود هذا التأثير للمحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد السهم ولتحديد أي مجالات الإفصاح عن المخاطر له قيمة معلوماتية وتأثير معنوي على عوائد الأسهم تم اختبار هذا الفرض مرة أخرى باستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد وذلك كما يلي :

٢/١/٧/٤ اختبار الفروض المتعلقة بأثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة المديونية :

الفرض الأول : لاختبار الفرض الأول المتعلق بأثر المحتوى الاعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم مرة أخرى استخدم الباحث نموذج الانحدار الخطي المتعدد الذي تم صياغته كما في المعادلة التالية رقم (١) وذلك كما يلي :

$$R_{it} = a_0 + b_1 RD1_{it} + b_2 RD2_{it} + b_3 RD3_{it} + b_4 RD4_{it} + b_5 RD5_{it} + b_6 Size_{it} + b_7 Lev_{it} + b_8 PG_{it} + e \quad (1)$$

الفرض الثاني : لاختبار أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن مجالات المخاطر المختلفة كمتغيرات مستقلة على تكلفة التمويل كمتغير تابع

تم استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد الذي تمت صياغته كما في المعادلة التالية رقم (٢) وذلك على النحو التالي :

$$CD_{it} = a_0 + b_1 RD_{1it} + b_2 RD_{2it} + b_3 RD_{3it} + b_4 RD_{4it} + b_5 RD_{5it} + b_6 Size_{it} + b_7 Lev_{it} + b_8 PG_{it} + e \quad (2)$$

والجدول التالي رقم (٤) يوضح نتائج تحليل الانحدار المتعدد لنموذجي الانحدار رقم (١) و(٢) وذلك كما يلي :

جدول رقم (٤)

النموذج (٢) المتغير التابع تكلفة التمويل			النموذج (١) المتغير التابع عوائد الأسهم			Variables
VIF	Sig.	Coefficients	VIF	Sig.	Coefficients	
	.028	.020		.003	.057	Constant
1.029	.535	-.006	1.690	.012	-.042	LnRD1
1.131	.067	.003	1.1549	.699	-.005	LnRD2
1.181	.402	-.002	2.128	.512	-.011	LnRD3
1.280	.102	-.004	1.542	.589	-0.008	LnRD4
1.249	.027	-.038	2.490	.004	.057	LnRD5
1.151	.749	-.000	2.088	.791	.001	Size
1.038	.028	.023	2.882	.854	.001 -	Lev
1.316	0.236	.002	2.031	.016	-.003	PG
074.0			187.0			R2
4.009			912.3			F
1.698			2.034			Durbin-Watson

فيما يتعلق باختبار الفرض الأول المتعلق بقياس أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم فتشير القيم المنخفضة لمعامل تضخم التباين (VIF) لمتغيرات نموذج الانحدار رقم (١) إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي بين متغيرات النموذج، وتشير قيمة Durbin-Watson التي لم تتجاوز ٢.٥ إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين القيم المتجاورة لمتغيرات النموذج، وهو ما يعني صلاحية الاعتماد على نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج رقم (١)، وتشير النتائج إلى معنوية نموذج

الانحدار المستخدم لقياس أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر المتعلقة بالمجالات المختلفة على عوائد الأسهم يتضح ذلك من قيمة (F) المحسوبة التي بلغت (٣.٩١٢) وهي معنوية عن مستوى معنوية أقل من ١٪، وبلغت قيمة معامل التحديد (R^2) (١٩٪) تقريباً وهو ما يعني أن الإفصاح عن المجالات المختلفة للمخاطر يفسر حوالي ١٩٪ من التغيرات في عوائد الأسهم. وبالنظر لمعاملات انحدار المتغيرات المستقلة (Coefficients) ومدى معنوية تأثيرها على عوائد الأسهم (Sig.)، فتشير النتائج إلى عدم معنوية معاملات الانحدار الإفصاح عن مخاطر التمكين للقوة العاملة (RD2) ومخاطر استخدام تكنولوجيا المعلومات (RD3) ومخاطر النزاهة (RD4)، في حين تبين وجود تأثير سلبي معنوي للمتغير المستقل الإفصاح عن مخاطر الأعمال (RD1) وتأثير إيجابي معنوي للمتغير المستقل الإفصاح عن المخاطر الاستراتيجية (RD5) على عوائد الأسهم عند مستوى معنوية ٥٪ و ١٪ على التوالي، وتشير النتائج السابقة إلى أن المستثمرين يهتمون فقط بالإفصاح عن المعلومات السردية المتعلقة بمخاطر الأعمال والمخاطر الاستراتيجية ويأخذونها في اعتبارهم إلى جانب غيرها من المعلومات المالية عند صياغة قراراتهم الاقتصادية المتعلقة بالاستثمار في الأسهم، وفيما يتعلق بتأثير المتغيرات الرقابية على عوائد الأسهم فتشير قيم معاملات الانحدار تلك المتغيرات إلى وجود تأثير إيجابي معنوي عند مستوى معنوية ٥٪ لمعدل نمو الأرباح (PG) على عوائد الأسهم، وهو ما يتفق مع الواقع العملي الذي يشير إلى اهتمام المستثمرين بمدى قدرة الشركة على تحقيق والحفاظ على معدل نمو مناسب للأرباح المستقبلية عند صياغة قراراتهم المتعلقة بالاستثمار في الأسهم، وتبين

عدم معنوية تأثير معاملات انحدار المتغيرات الرقابية الأخرى المتمثلة في حجم الشركة (Size) ومعدل المديونية (Lev) .

يتضح مما سبق أهمية المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر للمستثمرين وخاصة مخاطر الأعمال والمخاطر الاستراتيجية، وهو ما يتفق مع ما توصلت إليه العديد من الدراسات السابقة (Kotharie et al., 2009; Campble et al., 2014; Mounen et al., 2015)، وهو ما يعني رفض فرض العدم الأول وقبول الفرض البديل بوجود تأثير معنوي للمحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم.

وفيما يتعلق باختبار الفرض الثاني المتعلق بقياس أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على تكلفة التمويل فتشير نتائج تحليل الانحدار لنموذج الانحدار رقم (٢) الموضحة في الجدول السابق رقم (٤) إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي بين متغيرات النموذج يتضح ذلك من قيم معامل تضخم التباين (VIF) التي لم تتجاوز أي منها الحد الأدنى للمدى المسموح به والذي يتراوح ما بين ٣ و ١٠، كما تشير النتائج في الصف الأخير من الجدول إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين القيم المتجاورة لمتغيرات النموذج يتضح ذلك من خلال احصائية Durbin - Watson التي تقع قيمتها في حدود المدى المسموح به والذي يتراوح ما بين ١.٥ و ٢.٥، وتشير قيمة (F) إلى معنوية نموذج الانحدار عند مستوى معنوية ١٪، كما تشير قيمة معامل التحديد (R^2) إلى أن التغيرات في المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر معا فقط ٧٪ من التغيرات في المتغير التابع معدل تكلفة التمويل (CD)، وتشير قيمة معاملات انحدار المتغيرات المستقلة (Coefficients) إلى أن المتغير المستقل

الوحيد الذي يؤثر تأثير عكسي معنوي عند مستوى معنوية 5% على المتغير التابع هو متغير الإفصاح عن المخاطر الاستراتيجية (LnRD5) وهو ما يشير إلى ملائمة الإفصاح الطوعي عن المخاطر الاستراتيجية للمقرضين وتأثيره على قراراتهم المتعلقة بمنح وتحديد تكلفة التمويل المطلوب للشركات، ويمكن تفسير ذلك بأن الإفصاح عن ذلك المجال يتضمن المخاطر المتعلقة بخطط الشركات المستقبلية والاستراتيجية بما في ذلك الخطط المتعلقة بالدخول في أسواق جديدة وخطط التوسع المستقبلية وخطط الاندماج والاستحواذ وغيرها من الأمور التي يمكن أن يكون لها تأثير كبير على الأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية وهو ما يمكن أن يستحوذ على اهتمام المقرضين بوصفه أحد مدخلات قراراتهم المتعلقة بمنح التمويل وتحديد تكلفته وشروطه، وباقي المتغيرات المستقلة الأخرى التي تمثل المجالات الفرعية للإفصاح عن المخاطر ليس لها تأثير معنوي على المتغير التابع معدل تكلفة التمويل، كما تشير النتائج إلى وجود تأثير إيجابي معنوي عند مستوى معنوية 5% لمعامل انحدار المتغير الرقابي معدل الرفع المالي (Lev) على تكلفة التمويل وهو ما يعني أن ارتفاع معدل المديونية يترتب عليه ارتفاع في تكلفة التمويل.

مما سبق يتضح أهمية المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر للمقرضين وهو ما يتفق مع ما انتهى إليه البعض من وجود تأثير معنوي للإفصاح الطوعي بوجه عام على تكلفة التمويل (Guidara et al. 2014) وهو ما يعني رفض فرض العدم الثاني وقبول الفرض البديل بوجود تأثير معنوي للمحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على تكلفة التمويل.

٣/٧/٤ اختبار الفرض الثالث والرابع:

الفرض الثالث: لا تعدل الوقتية من تأثير المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم.

الفرض الرابع: لا تعدل الوقتية من تأثير المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على تكلفة التمويل.

لاختبار أثر الوقتية كمتغير معدل لتأثير المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة التمويل تم ترجيح المتغيرات المستقلة والرقابية في نموذجي الانحدار رقمي (١) و(٢) بالتأخير في إصدار التقارير المالية كمقياس بديل لقياس الوقتية ليكون نموذجي الانحدار كما في المعادلتين التاليتين:

$$R_{it} = a_0 + b_1 (RD1_{it} * TL_{it}) + b_2 (RD2_{it} * TL_{it}) + b_3 (RD3_{it} * TL_{it}) + b_4 (RD4_{it} * TL_{it}) + b_5 (RD5_{it} * TL_{it}) + b_6 (Size_{it} * TL_{it}) + b_7 (Lev_{it} * TL_{it}) + b_8 (PG_{it} * TL_{it}) + e \quad (3)$$
$$CD_{it} = a_0 + b_1 (RD1_{it} * TL_{it}) + b_2 (RD2_{it} * TL_{it}) + b_3 (RD3_{it} * TL_{it}) + b_4 (RD4_{it} * TL_{it}) + b_5 (RD5_{it} * TL_{it}) + b_6 (Size_{it} * TL_{it}) + b_7 (Lev_{it} * TL_{it}) + b_8 (PG_{it} * TL_{it}) + e \quad (4)$$

حيث: تعبر (TL) عن وقت التأخير في إصدار التقارير المالية والذي تم قياسه على أساس اللوغاريتم الطبيعي للوقت المنقضي من تاريخ نهاية السنة حتى تاريخ إصدار التقارير المالية.

والجدول التالي رقم (٥) يوضح نتيجة اختبار الانحدار الخطي بطريقة (enter) لكل من نموذجي الانحدار رقم (٣ و٤) وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (٥)

النموذج (٤) المتغير التابع تكلفة التمويل			النموذج (٣) المتغير التابع عوائد الأسهم			Variables
VIF	Sig.	Coefficients	VIF	Sig.	Coefficients	
	.000	.048		.017	.062	Constant
1.017	.725	.003	1.682	.602	-0.014	LnRD1*TL
1.156	.132	.001	1.1849	.317	-.020	LnRD2* TL
1.155	.850	.001	2.1392	.803	-.016	LnRD3* TL
1.370	.239	-.001	2.2016	.595	.020	LnRD4* TL
1.409	.039	-.002	2.511	.048	-.023	LnRD5* TL
1.262	.000	.001	3.172	.207	-.008	Size* TL
1.055	.027	.031	2.735	.218	-.003	Lev* TL
1.217	.821	-.002	2.630	.326	.000	PG* TL
039.0			077.0			R2
2.239			2.988			F
0.024			0.05			Sig.
1.674			2.034			Durbin-Watson

تشير نتائج تحليل الانحدار لنموذج الانحدار رقم (٣) والمتعلق باختبار الفرض الثالث الموضحة بالجدول رقم (٥) إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي بين متغيرات النموذج يتضح ذلك من قيمة معامل تضخم التباين (VIF) لمتغيرات النموذج التي لم تتعدى أي منها المدى المسموح، كما يشير الصف الأخير في الجدول إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين القيم المتجاورة لمتغيرات النموذج يتضح ذلك من خلال قيمة احصائية Durbin-Watson التي تقع في حدود المدى المسموح من ١.٥ - ٢.٥، وتشير قيمة (F) إلى معنوية نموذج الانحدار وقدرته على تفسير التغيرات في المتغير التابع عند مستوى معنوية ٥٪، وتشير قيمة (R²) إلى أن التغيرات في المتغيرات المستقلة والرقابية المرجحة بالمتغير المعدل التأخير في توقيت إصدار التقارير المالية قادرة على تفسير ٨٪ تقريباً من التغيرات في المتغير التابع عوائد الأسهم.

وتشير النتائج السابقة إلى أن ادخال المتغير المعدل التأخير في توقيت اصدار التقارير المالية (TL) في نموذج الانحدار قد أثر بالسلب على قدرة النموذج على تفسير التغيرات في المتغير التابع عوائد الأسهم حيث انخفضت القدرة التفسيرية للنموذج (R^2) من ١٩٪ في نموذج الانحدار رقم (١) كما سبق عرضه من خلال الجدول رقم (٤) إلى ٧.٧٪ فقط في النموذج الحالي ، وهو ما يعني أن طول الفترة ما بين نهاية السنة المالية واصدار التقارير المالية تحد من ملائمة المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم ، ويؤكد على ذلك انخفاض معنوية معامل انحدار المتغير المستقل الإفصاح عن المخاطر الاستراتيجية المعدل بأثر التأخير في توقيت الإفصاح ($LnRD5^* TL$) من أقل من ١٪ قبل ترجيحه بأثر التأخير كما في نموذج الانحدار رقم (١) إلى أقل من ٥٪ بعد الترجيح ، كما أصبح معامل انحدار المتغير المستقل الإفصاح عن مخاطر الأعمال بعد ترجيحه بأثر التأخير في توقيت اصدار التقارير المالية ($LnRD1^* TL$) ، غير معنوي بعد أن كان معنوياً عند مستوى معنوية أقل من ٥٪ في نموذج الانحدار رقم (١) قبل الترجيح بمقياس التأخير في اصدار التقارير المالية. وتشير نتائج اختبار نموذج الانحدار رقم (٤) المتعلق باختبار الفرض الرابع الموضحة بالجدول السابق رقم (٥) إلى عدم وجود مشكلة التداخل الخطي بين متغيرات النموذج يتضح ذلك من قيمة معامل تضخم التباين (VIF) لمتغيرات النموذج التي لم تتعدى الحد الأدنى المسموح به ، كما تشير قيمة احصائية Durbin-Watson إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين القيم المتجاورة لمتغيرات النموذج ، وتشير قيمة (F) إلى معنوية نموذج الانحدار وقدرته على تفسير التغيرات في المتغير التابع عند مستوى معنوية ٥٪ ، وتشير قيمة (R^2) إلى

أن التغيرات في المتغيرات المستقلة والرقابية المرجحة بالمتغير المعدل التأخير في توقيت إصدار التقارير المالية قادرة على تفسير فقط ٤٪ من التغيرات في المتغير التابع تكلفة التمويل.

وتشير النتائج السابقة إلى أن إدخال المتغير المعدل التأخير في توقيت إصدار التقارير المالية (TL) في نموذج الانحدار قد خفض من مستوى معنوية النموذج (F) من أقل من ١٪ في نموذج الانحدار الأساسي رقم (٢) إلى أقل من ٥٪ في النموذج الحالي، كما انخفضت قدرة النموذج على تفسير التغيرات في المتغير التابع (R^2) من ٧٪ في النموذج الأساسي رقم (٢) إلى ٤٪ فقط في النموذج الحالي، وانخفضت معنوية معامل انحدار المتغير المستقل الإفصاح عن المخاطر الاستراتيجية المعدلة بأثر التأخير في توقيت الإفصاح ($\text{LnRD5}^* \text{ TL}$) من ٣٪ تقريباً في النموذج الأساسي رقم (٢) إلى ٤٪ بعد الترجيح، كما انخفضت معنوية معامل الانحدار المتغير الرقابي معدل الرفع المالي (Lev) بعد ترجيحه بأثر التأخير في إصدار التقارير المالية من أقل من ١٪ في النموذج الأساسي رقم (٢) قبل الترجيح إلى أقل من ٥٪ بعد الترجيح.

كما سبق يتضح أن ترجيح المتغيرات المستقلة والرقابية في نموذجي الانحدار رقمي (٣) و (٤) بمتغير التأخير في إصدار التقرير المالية كمقياس بديل للوقتية قد عدل أو خفف من تأثير المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على كل من عوائد الأسهم وتكلفة التمويل، وهو ما يعني رفض فرضي العدم الخامس والسادس وقبول الفرضين البديلين لهما، ويمكن تفسير ذلك بأن التأخير في إصدار التقرير المالية كمقياس بديل للوقتية يفقد المحتوى الاعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر ملاءمته للمستثمرين والمقرضين.

خامساً: الخلاصة والنتائج والتوصيات

١/٥ خلاصة البحث

تناول البحث موضوع قياس ملاءمة المحتوى الاعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر للمستثمرين والمقرضين ومدى انعكاس ذلك على قراراتهم المتعلقة بتسعير وبالتالي عوائد الأسهم من جانب والمتعلقة بتوفير التمويل المطلوب للشركات وتحديد تكلفة هذا التمويل، وكذلك مدى تأثير متغير الوقتية كعامل معدل لتأثير المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على قرارات المستثمرين والمقرضين وانعكاس ذلك على عوائد السهم وتكلفة التمويل بالتطبيق على الشركات غير المالية السعودية المدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة من ٢٠١٢ - ٢٠١٦. وتم صياغة أربعة فروض على شكل فروض عدم لاختبار أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر والوقتية كعامل معدل على عوائد الأسهم وتكلفة التمويل.

وتم تقسيم البحث إلى خمسة أقسام حيث تناول القسم الأول الإطار العام للبحث وتضمن مقدمة البحث ومشكلة وتساؤلات وأهداف البحث وأهميته العلمية والعملية ومنهج وأسلوب البحث وحدود البحث، وتناول الباحث من خلال القسم الثاني الإطار النظري للبحث والذي تضمن مفهوم وأنواع المخاطر وأهمية الإفصاح عنها والنظريات المفسرة للإفصاح عن المخاطر وقياس جودة المحتوى الإعلامي للإفصاح عن المخاطر وأثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على كل من عوائد الأسهم وتكلفة التمويل واشتقاق فرضي الدراسة الأول والثاني، وانتهى هذا القسم بعرض مفهوم الوقتية وتأثير التأخير في إصدار التقارير المالية على العلاقة بين المحتوى

الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر وكل من عوائد الأسهم وتكلفة التمويل واشتقاق فرضي الدراسة الثالث والرابع ، وتناول الباحث من خلال القسم الثالث النموذج المقترح لقياس أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة التمويل وتضمن ذلك القسم استخدام منهج تحليل المحتوى في قياس مستوى الإفصاح الطوعي عن المخاطر ، وقياس الوقتية ، واستخدام منهج دراسة الحدث لقياس أثر المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي على عوائد الأسهم ، وتناول القسم الرابع الدراسة الاختبارية والتي تم من خلالها تحديد مجتمع وعينة الدراسة ومصادر وأساليب جمع البيانات والأساليب الإحصائية المستخدمة في اختبار الفروض ومتغيرات الدراسة التابعة والمستقلة والرقابية ، والاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة ومصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة واختبار الفروض.

٢/٥ نتائج الدراسة الاختبارية:

اسفر تحليل نتائج الاختبارات الإحصائية فروض البحث عن الأدلة الميدانية التالية:

١. اسفرت نتائج اختبار الفرض الأول باستخدام منهج دراسة الحدث عن وجود تأثير معنوي لحدث الإفصاح عن المحتوى الإعلامي عن المخاطر على عوائد الأسهم خلال فترة الحدث اتضح ذلك من خلال متوسط العوائد غير العادية لأسهم الشركات محل الدراسة والمتوسط التراكمي لها والتي اختلفت بشكل معنوي عن الصفر وهو ما يشير إلى استيعاب السوق لتلك المعلومات وانعكاسها على أسعار وعوائد الأسهم خلال فترة الحدث.

٢. أسفرت نتائج اختبار الفرض الأول باستخدام تحليل الانحدار المتعدد عن رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل بوجود تأثير سلبي معنوي للمحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن مخاطر الأعمال، وتأثير إيجابي معنوي للمحتوى الإعلامي للإفصاح عن المخاطر الاستراتيجية على عوائد الأسهم، كما تبين وجود تأثير إيجابي معنوي لمعدل نمو الأرباح على عوائد الأسهم.

٣. أسفرت نتائج اختبار فرض الدراسة الثاني عن رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل بوجود تأثير إيجابي معنوي للمحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر الاستراتيجية دون غيره من مجالات الإفصاح الأخرى عن المخاطر على تكلفة التمويل، وتبين وجود تأثير سلبي معنوي لمعدل الرفع المالي على تكلفة التمويل.

٤. أسفرت نتائج تحليل فرض الدراسة الثالث عن رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل بأن الأخذ في الاعتبار لعامل الوقتية قد عدل من تأثير المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم حيث انخفضت قدرة نموذج الانحدار على تفسير التغيرات في عوائد السهم من ١٩٪ إلى ٨٪ تقريباً وهو ما يعني أن التأخير في إصدار التقارير المالية يحد من تأثير المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم.

٥. أسفرت نتائج تحليل فرض الدراسة الرابع عن رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل بأن الأخذ في الاعتبار لعامل الوقتية قد عدل من تأثير المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر على تكلفة التمويل حيث انخفضت قدرة نموذج الانحدار على تفسير التغيرات في تكلفة التمويل من ٧٪

إلى ٤٪ وانخفض مستوى معنوية معامل انحدار المتغير المستقل المخاطر الاستراتيجية وهو ما يعني أن التأخير في إصدار التقارير المالية يؤثر بالسلب على العلاقة بين المحتوى الإعلامي للإفصاح الطوعي عن المخاطر وتكلفة التمويل.

٣/٥ التوصيات:

في ضوء ما انتهت اليه نتائج الدراسة الاختبارية يوصي الباحث بما يلي:

١. يوصي الباحث منشآت الأعمال بضرورة التوسع في الإفصاح الطوعي 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 وغيرهم لمساعدتهم على التقييم الدقيق لقدرة الشركة على تحقيق الأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية ولتخفيض مستوى عدم التأكد المتعلق بتلك التدفقات.

٢. يوصي الباحث المنظمات المهنية المختصة بإصدار المعايير 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 المختلفة على نتائج الأعمال والتدفقات النقدية.

٣. يوصي الباحث 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 اليه البحث من نتائج يقترح الباحث بعض التوجهات البحثية المستقبلية المتعلقة بموضوع البحث وتتمثل في الآتي:

١. إجراء نفس الدراسة الاختبارية بالتطبيق على الشركات المالية المدرجة في السوق المالية السعودية. ٢. دراسة اثر الإفصاح الطوعي 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 الطوعي عن المخاطر وعوائد الأسهم وتكلفة رأس المال.

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

* * *

المراجع العربية:

- العبيشي، محمد عبدالله. (٢٠١٠). العلاقة بين منهج دراسات الحدث ورد الفعل المستقبلي لأسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على سوق الأسهم السعودي، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة القصيم، مجلد ٣، عدد ١، ٢٢٧ - ٢٩٢.
- عقل، يونس حسن. (٢٠١١). نموذج مقترح لقياس المحتوى الإعلامي للإفصاح عن المؤشر المصري لمسئولية الشركات "دراسة اختبارية"، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، عدد ٧٧، ٢ - ٤٤.
- 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.
- عواد، هشام حسن. (٢٠٠٨). دور منهج الحدث في قياس الأهمية لحدث تجزئة الأسهم وتحسين المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية: دراسة تطبيقية. المجلة العلمية لقطاع كليات التجارة، جامعة الأزهر، العدد الثالث، يوليو، ٥ - ٣٩.
- الميهي، عادل عبد الفتاح. (٢٠٠٦). المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي: دراسة اختبارية وحدثية. الندوة الحادية عشر لسبل تطوير المحاسبة بعنوان دور المعلومات المحاسبية في تنشيط سوق الأوراق المالية، كلية العلوم الإدارية، جامعة الملك سعود، ١ - ٤٩.

- إبراهيم، علاء الدين توفيق. (٢٠١٥). الإفصاح عن المخاطر: المحتوى الإعلامي والآثار الاقتصادية، دراسة ميدانية على الشركات المقيدة بسوق الأسهم السعودية. مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، عدد أول، ٢٠١٥، ص ٧٥ - ١٢٥.
- - - - (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.

المراجع الأجنبية:

- 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 Shrivs, 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, Economics 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.
- Bhagat, S. and Ramano, R. (2001). *Event Studies and The law: Technique and Corporate Litigation*", Working Paper, University of Colorado.
- Botosan, A., and Stanford, M. (2005). Managers' motives to withhold segment disclosures and the effect of SFAS no. 131 on analysts information environment. *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.
- Chan, K., Cheung, J. and Wong, H. (2002). A comparison of event study methods for foreign firms listed on the U.S. stock exchanges. *Journal of International Accounting Research*, 1, 75-90.
- 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, *Int. Rev. Financ. Anal.*, 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 research 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. (201٦). Commitment and cost of capital: An examination of timely balance sheet disclosure in earnings announcements. *Contomprary accounting Research*, 33(3), 1136-1171.
- Fama, E. (1998). Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. *Journal of Financial Economics*. 49, 283—306.
- 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., Khlif, H., and Jarboui, A. (2014). Voluntary and timely disclosure and the cost of debt: South African evidence. *Meditari 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), (2010). *Conceptual Framework, Qualitative characteristics of useful financial information*. 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.
- Khlif, 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. (1980). *Content analysis: An Introduction to its methodology*. Sage, Beverly hills.
- Krippendorff, K. (2004). *Content Analysis: An Introduction to its methodology*. 2nd ed. Sage, Beverly Hills.
- Krippendorff, K., and Hayes, A. (2007). Answering the call for a standard reliability measure for coding data. *Communication Methods and Measures*. 1(1), 77–89
- 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
- Linsely, P. and Shrivs, P. (2000). Risk management and reporting risk in the UK. *Journal of Risk* 3(1), 115-129.
- Linsley, P., and Shrivs, P. (2005). Examining risk reporting in UK public companies, *Journal of Risk Finance*. 6(4), 292–305.
- Linsley, P., and Shrivs, P. (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *The British Accounting Reveiw*. 38(4), 387–404.
- Linsley, P., and Shrivs, 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 Venkatachaam, M. (2002). The Effect of Mandated Market Risk Disclosures on Trading Volume Sensitivity to Interest Rate, Exchange Rate, and Commodity Price Movements, *Accounting Review*. 77, 343–377.
- Luo, S., Courtenay, S., and Hossain, M. (2009). The effect of voluntary disclosure, ownership structure and proprietary cost on the return–future earnings relation. *Pacific-Basin Finance Journal*, 14 (5), 501-521.
- 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, incorporating Advances in International 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>.
- 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
- 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 of 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, 32 *Br. Account. Rev.* 447–478 (2000)
- 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.
- Verrecchia, R.E., Weber, J., 2006. Redacted disclosure. *Journal of Accounting Research*. 44, 791–814.
- 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.

* * *

جدول يوضح عدد شركات العينة موزعة على القطاعات المختلفة

مسلسل	القطاع	عدد الشركات	الوزن النسبي (%)
١	المواد الأساسية	٣٢	٣٥.٥
٢	السلع الرأسمالية	١٠	١١.١
٣	المنتجات الغذائية	١١	١٢.٢
٤	التطوير العقاري	٦	٦.٦
٥	السلع طويلة الأجل	٥	٥.٥
٦	الطاقة	٣	٣.٣
٧	الاتصالات	٣	٣.٣
٨	تجزئة السلع الكمالية	٤	٤.٤
٩	النقل	٤	٤.٤
١٠	الخدمات التجارية والمهنية	٢	٢.٢
١١	المرافق	٢	٢.٢
١٢	الأدوية	١	١.١
١٣	الرعاية الصحية	٣	٣.٣
١٤	الخدمات الاستهلاكية	٣	٣.٣
١٥	الاعلام	١	١.١
	المجموع	٩٠	١٠٠

* * *

List of References:

- Obeishi, Mohammed Abdullah. (2010). "The Relationship between the Events Approach Model and the Future Stock Price Reactions: An Applied Study on the Saudi Stock Market". *Journal of Administrative and Economic Sciences*, Qassim University, Volume 3, Number 1, 227-292.
- Akl, Younes Hassan. (2011). "A Proposed Model for Measuring Disclosure Content for the Egyptian Index of Corporate Responsibility: A Field Study". *Journal of Accounting, Management and Insurance, Faculty of Commerce*, Cairo University, 77, 2-44.
- Akl, Yunus Hassan, Yousef, Jamal Ali. (2010). "Measuring the level of investors' awareness of the information content of the Egyptian index of social and environmental responsibility and corporate governance". *Journal of Studies and Business Research*, Faculty of Commerce and Business Administration, Helwan University, Supplement No. 4, 1-45.
- Awad, Hisham Hassan. (2008). "The role of the event approach in measuring the importance of the stock splitting event and improving the financial content of the financial reports: An applied study". *The Scientific Journal of the Sector of Commerce Faculties*, Al-Azhar University, No. 3, July, 5-39.
- Al-Mehy, Adel Abdul-Fattah. (2006). "The informational content of the initial accounting information applied to the Saudi stock market: a test and event study". *The 11th Symposium on the Development of Accounting, the role of accounting information in activating the stock market*, College of Administrative Sciences, King Saud University, 1-49.
- Ibrahim, Alaa Eddin Tawfiq. (2015). "Risk Disclosure: Informational Content and Economic Impact, A Field Study on Companies Listed in the Saudi Stock Market". *Journal of Accounting Research*, Faculty of Commerce, Tanta University, No. 1, 2015. 75- 125.
- ----- (2016). "Factors affecting the quality of risk disclosure: A proposed framework for an applied study on companies listed on the Saudi stock market". *Journal of the Faculty of Commerce for Scientific Research*, Faculty of Commerce, Alexandria University, first issue, Volume III, p. 89-127.

* * *