



أثر مستوى الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية: دراسة تطبيقية

Impact of Accounting Disclosure level about Financial Risks on Investment-cash Flows Sensitivity: An Applied Study

الباحث

أ/ وائل شوقي على أحمد عبد الواحد

مدرس مساعد بقسم المحاسبة
كلية التجارة – جامعة كفر الشيخ

wshawky725@gmail.com

أ.د/ سيد عبدالفتاح سيد

أستاذ المحاسبة المالية
ووكيل كلية التجارة - جامعة كفر الشيخ
لشئون التعليم والطلاب

أ.د/ إيهاب محمد أبو خزانة

أستاذ المحاسبة المالية
ووكيل كلية التجارة - جامعة كفر الشيخ
لشئون خدمة المجتمع وتنمية البيئة السابق

مجلة الدراسات التجارية المعاصرة

كلية التجارة – جامعة كفر الشيخ
المجلد (11) - العدد (20) - الجزء الاول
ابريل 2025م

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

ملخص البحث

هدف هذا البحث إلى التعرف على أثر مستوى الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية. وتم تقسيم هذا الهدف إلى مجموعة من الأهداف الفرعية. ولتحقيق هذا الهدف، أجرى الباحثون دراسة تطبيقية على عينة مكونة من 50 شركة غير مالية مدرجة في البورصة المصرية، موزعة على 12 قطاعًا خلال الفترة من 2021 إلى 2023. وبلغ عدد المشاهدات الخاضعة للتحليل الإحصائي 150 مشاهدة.

وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

-وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية (مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة، مخاطر السوق) على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية. ويفسر الباحثون هذه النتيجة بأن الإفصاح عن المخاطر المالية يعكس صورة أكثر وضوحًا للمستثمرين حول نقاط الضعف والتحديات التي تواجه الشركات، لكنه في الوقت نفسه قد يزيد من مخاوفهم، حيث يرون الإفصاحات إشارة إلى احتمالية تعرض الشركة لمشكلات مستقبلية.

وإستنادًا إلى هذه النتائج، قدم الباحثون مجموعة من التوصيات، للشركات: تنويع مصادر التمويل والإفصاح بوضوح عن كيفية التعامل مع المخاطر، بما يعزز الثقة ويخفف من مخاوف المستثمرين، وللمستثمرين: تحليل الإفصاحات بعناية لتجنب التفسيرات السلبية المفرطة، مع التركيز على تقييم الشركات بصورة متوازنة، وللجهات التنظيمية: تعزيز معايير الإفصاح المحاسبي لتوفير مستويات أعلى من الشفافية، مما يساهم في استقرار السوق المالية وزيادة ثقة المستثمرين.

الكلمات المفتاحية: الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية، مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة، مخاطر السوق، حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.

Abstract

This research aimed to study the impact of the level of accounting disclosure of financial risks on the investment-cash flow sensitivity in companies listed on the Egyptian Stock Exchange. This objective was divided into a set of sub-objectives. To achieve this objective, the researchers conducted an applied study on a sample of 50 non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange, distributed across 12 sectors during the period from 2021 to 2023. The number of observations subject to statistical analysis was 150.

Study results: There is a statistically significant positive effect of accounting disclosure of financial risks (credit risk, liquidity risk, market risk) on the investment-cash flow sensitivity. The researchers explain this result by saying that financial risk disclosure reflects a clearer picture for investors about the weaknesses and challenges facing companies, but at the same time it may increase their concerns, as they see disclosures as an indication of the possibility of the company being exposed to future problems.

Based on these results, the researchers presented a set of recommendations for companies: diversifying funding sources and clearly disclosing how to deal with risks, which enhances confidence and alleviates investors' concerns; for investors: carefully analyzing disclosures to avoid excessive negative interpretations, with a focus on evaluating companies in a balanced manner; and for regulatory bodies: enhancing accounting disclosure standards to provide higher levels of transparency, which contributes to the stability of the financial market and increases investor confidence.

Keywords: accounting disclosure of financial risks, credit risk, liquidity risk, market risk, investment-cash flow sensitivity.

1- الإطار العام للبحث

1/1-مقدمة:

مؤخرًا، زادت أهمية الإفصاح عن مخاطر الشركات نتيجة للتغيرات المستمرة في البيئة المحيطة بالشركات والتعقيد المتزايد في إستراتيجيات الأعمال والتي تؤدي إلى زيادة عدم التأكد بالنسبة للآداء المستقبلي للشركات، وكذلك أكدت الفضائح المالية Financial Scandals على أن الإفصاح عن المخاطر هام لجميع أصحاب المصالح وذلك لمعرفة معلومات أكثر عن المخاطر وإمكانية تقييم المخاطر الخاصة بهم (Domínguez & Gamez, 2014, P. 118).

وفي ظل الاتجاهات التي تؤكد على حاجة المنظمات إلى توفير كمية أكبر من المعلومات من أجل تعزيز الشفافية وتحسين جودة الإفصاح وتقليل عدم تماثل المعلومات. فإنه من بين القضايا التي يمكن تحسينها في مجال اتصالات الشركات، يبرز الإفصاح عن المخاطر التي تواجهها الشركات في عملياتها بشكل خاص. ويقصد بمخاطر الشركات على أنها إمكانية التأثير السلبي المستقبلي على الوضع الاقتصادي للشركة (GASC, 2000) ؛ بمعنى آخر، فقدان الثروة معبرًا عنه في انخفاض الأرباح المستقبلية أو التدفقات النقدية أو الحصة السوقية أو أي متغير آخر يعكس تأثيرًا سلبيًا. كما أصبحت إدارة المخاطر جزءًا أساسيًا من الرقابة الداخلية للمؤسسات وحوكمة الشركات، وعنصرًا أساسيًا في مجال الأعمال. ومع ذلك، هناك نقص في الشفافية في الإفصاح عن المعلومات حول المخاطر، بسبب غياب المعايير والإجراءات الموحدة (Lajili & Zeghal, 2005).

كما أصدر معهد المحاسبين القانونيين في إنجلترا وويلز The Institute of Chartered Accounting in England and Wales (ICAEW) ست أوراق حول الإفصاح عن المخاطر؛ وذكر (2016) and (2011), (2002b), (2002a), (1999), (ICAEW 1997) أن الشركات كانت تقدم معلومات مخاطر غير كافية في تقاريرها السنوية. وأن تحسين فهم مخاطر الأعمال من قبل المستثمرين والمستخدمين الآخرين لتقارير الشركات يجب أن يؤدي إلى إدارة أفضل للشركات وتخصيص أكثر كفاءة للموارد (ICAEW, 2011). ويمكن أن تكون هذه المعلومات مفيدة للمستثمرين لتقييم كمية التدفقات النقدية المستقبلية ومدتها ودرجة تقلبها وتحديد ملفات تعريف مخاطر الشركات والقيمة السوقية ودقة التنبؤات المتعلقة بأسعار الأسهم (Abraham & Cox, 2007; Beretta & Linsley & Shrivess, 2001; Bozzolan, 2004; Helliard & Dunne, 2004).

وعلى الجانب الآخر فقد نالت العلاقة بين القرار الاستثماري للشركة والتدفق النقدي المتولد داخليًا اهتمامًا كبيرًا في أدبيات الاقتصاد المالي وذلك من أجل تحديد العوامل الكامنة وراء هذه الظاهرة، حيث يرى كلاً من (Almeida & Campello, 2007) أن كيفية اتخاذ الشركات لقرارات الإستثمار في مواجهة قيود التمويل أحد أهم الموضوعات البحثية في الإقتصاد المالي. ويمكن القول أن التفاعل بين قرارات الإستثمار والتمويل هو القضية المركزية في تمويل الشركات، حيث أنه من الثابت الآن أن خيارات تمويل الشركة قد تؤثر على قراراتها الإستثمارية لأن الضرائب وتكاليف الإصدار وتعاضد الوكالة ومشكلات المعلومات المرتبطة بالديون وحقوق الملكية ستؤثر على تكلفة رأس المال للشركة،

وتؤدي إلى وجود فرق بين تكلفة الأموال الداخلية والخارجية (Lewellen, J., & Lewellen, K. 2016). وبالتالي استنتج (Moncef, 2020) أن حساسية استثمار الشركات تجاه الأموال الداخلية ستكون الأقوى بالنسبة للشركات ذات القيود المالية العالية. ويعد تفسير حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية للقيود المالية التي تواجه الشركة هو ما دفع الباحثون للإهتمام بدراسة حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية وتحديد العوامل المؤثرة فيها.

وقد تم تقديم حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية من خلال، نظرية الوكالة (Danso et al., 2019; Derouiche, Hassan & Amdouni, 2018) والتي تشير إلى أن المديرين يميلون إلى الإفراط في الإنفاق عندما يكون لديهم إمكانية للوصول للتدفقات النقدية المولده داخلياً وبالتالي، فإن نظرية الوكالة (Jensen & Meckling, 1976) تركز على عدم التوافق بين المصالح الإدارية ومصالح المساهمين، مما يشير إلى أن المديرين يبالغون في الإستثمار للحصول على مزايا خاصة حيث أن توافر النقد الحر في أيديهم يمثل إغراء للمديرين لمتابعة الاستثمار الذي يعظم ثروتهم على حساب ثروة الملاك، والذي بدوره سيزيد من تشوهات الاستثمار (Malmendier & Tate, 2005).

كما تم تقديم حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية من خلال مشكلة عدم تماثل المعلومات، والتي تشير إلى أن المديرين أنفسهم يحدون من التمويل الخارجي إذا تطلب السوق علاوة عالية المخاطر (Pawlina & Renneboog, 2005)، وذلك لأن وجود عدم تماثل المعلومات يجعل من الصعب للغاية على موفري التمويل الخارجي تقييم جودة فرص الاستثمار. لذلك، يشير عدم تماثل المعلومات إلى أن التمويل الداخلي المتولد من خلال التدفق النقدي يزيد من الاستثمار (Kashefi-Pour, et al., 2020, P. 2).

2/1-مشكلة البحث

أكدت بعض الدراسات (Mokhtar & Mellet, 2013; Khlif and Hussainey, 2016; Neifar & Jarboui, 2018) على عدم كفاية ممارسات الإفصاح عن المخاطر ووجود ما يسمى بالفجوة المعلوماتية للخطر "Risk Information Gap" بين معدي القوائم المالية ومستخدميها. وتظهر أهمية الإفصاح المحاسبي عن المخاطر من دوره في تعزيز كفاءة سوق المال فهو يساعد المستثمرين من ناحية على تقدير حجم وتوقيت التدفقات النقدية المستقبلية للشركة، ومدى استدامة عملياتها والتنبؤ بعوائد الأسهم مما ينعكس على كفاءة القرارات الاستثمارية (Al-Hadi et al., 2016)، ومن ناحية أخرى فهو يساعد الشركات على تحسين المرونة الماليه Financial Flexibility حيث يقلل من طلب المستثمرين لمعلومات إضافية من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات وتخفيض تكاليف الوكالة وهو ما يقلل من الاحتفاظ بالنقدية بخلاف النقدية التي يتم الاحتفاظ بها لأغراض الحماية (Nahar et al., 2016)، كما يساعد في تحسين ممارسات استراتيجيات إدارة المخاطر، والتأكيد على فعالية المديرين في التعامل معها مما يعزز من فرصة الشركات في الوصول إلى مصادر التمويل وإعادة هيكلة تمويلها عند تكلفة منخفضة (إبراهيم، 2016).

وعلى الرغم من مزايا الإفصاح عن المخاطر وأهميتها البالغة إلا أنه يواجه العديد من التحديات، ولعل هذا ما ناقشته دراسة (ICAEW, 2011) حيث عرضت تحديات الإفصاح عن معلومات المخاطر في سرد التقرير السنوي (الشكوك المتعلقة بدقة التقارير في الإفصاح عن المخاطر الكمية أو النوعية، وتكاليف

تنافسية أعلى للشركات التي تكشف عن معلومات المخاطر بالنسبة لتلك التي لا تفعل ذلك والصعوبات التي تحدد جميع المخاطر التي تواجهها الشركات) وتقتصر العديد من الطرق التي يمكن من خلالها تحسين تقارير المخاطر في التقارير السنوية (على سبيل المثال، النظر باستمرار في احتياجات المستثمرين وإعطاء الأولوية للمعلومات الكمية عن المخاطر على المعلومات النوعية للمخاطر).

كما قد توصلت بعض الدراسات (Amran et al., 2009; Domínguez & Gámez, 2014; Abdel-Azim & Abdel-moniem, 2015; Abdullah et al., 2015) إلى أن نقص المعلومات عن المخاطر قد يعرض الشركة إلى نكسات قد تصل إلى التصفية أو يعرضها إلى تحمل خسائر لفترات طويلة، وكل ذلك يلحق الضرر بالمستثمرين. وأيضاً توصلت دراسة كلا من (Elshandidy et al., 2017; Tan et al., 2017) إلى أن العديد من الشركات لا تزال تتجنب زيادة الإفصاح عن معلومات المخاطر، وتزعم هذه الشركات أن هذه المعلومات تكون عادة حساسة تجارياً والتي يمكن أن تعرض الأعمال والوضع الاقتصادي للخطر، وأنه لا يزال غير واضح صحة الحذر فيما يتعلق بالأثر السلبي للمزيد من الإفصاح عن المخاطر بين الشركات.

ويرى (Mulier, et al., 2016, P.2) أنه على الرغم من تفسير الدراسات لحساسية الإستثمار للتدفق النقدي على أنها مؤشر على وجود قيود مالية على مستوى الشركة، إلا أنه لا يزال من غير الواضح ما إذا كانت هذه الحساسيه العاليه تعكس (1) طلب غير مُرضٍ على الأموال الخارجية من قبل الشركة (تأثير العرض) ، أو (2) تفضيل الأموال الداخلية على الأموال الخارجية لمجموعة متنوعة من الأسباب الكامنة (تأثير الطلب) ، أو (3) حقيقة أن الاستثمار والتدفق النقدي مرتبطان بمتغير محذوف مثل فرص الاستثمار. وفي هذا الصدد يؤكد كلاً من (Barakat and Hussainey, 2013; Elshandidy and Neri, 2015; Togok et al., 2016) على أن الشركات لن يكون لديها حافزاً للتقرير عن معلومات حساسة إذا لم تكن متأكد من رد فعل المستثمرين عند الإفصاح عن مثل هذه المعلومات. ومن هنا تعتبر دراسة موضوع منفعة الإفصاح عن المخاطر وتأثيرها على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية من الموضوعات الحيوية بالنسبة للشركات والمستثمرين، خاصة بسبب ندرة الدراسات التي تناولت موضوع حساسية الإستثمار للتدفق النقدية – وذلك في حدود علم الباحثون – على الرغم من أهمية هذا المتغير والذي دعت بعض الدراسات السابقة لإجراء مزيد من البحوث التي تتناول هذا الموضوع، والتي دعى من خلالها الباحث إلى ضرورة إدراك كلاً من مساهمي وإدارات الشركات لأهمية تخفيض حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية مما يساعد على تخفيض القيود المالية التي تواجه الشركات (أبوخزائة، 2019، ص. 695). وفي ظل هذا التباين بين الدراسات السابقة فيما يخص التأثير المتوقع للإفصاح عن المخاطر وحاجة المستثمرين لمعلومات عن حقيقة أداء الشركة فإن هناك حاجة لإجراء دراسة تطبيقية تتناول إختبار وتحليل أثر مستوى الإفصاح عن المخاطر المالية على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية. وبالتالي يمكن للباحثون صياغة المشكلة البحثية في شكل السؤال البحثي الرئيسي التالي:

هل يوجد أثر لمستوى الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية؟

وينقسم هذا السؤال البحثي إلى الأسئلة الفرعية التالية

- 1- هل يوجد أثر لمستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر الائتمان على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية؟
- 2- هل يوجد أثر لمستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر السيولة على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية؟
- 3- هل يوجد أثر لمستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر السوق على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية؟

3/1-أهداف البحث

في ضوء عرض مشكلة البحث يسعى الباحثون من خلال هذا البحث إلى تحقيق الهدف الرئيسي التالي

التعرف على أثر مستوى الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.

وينقسم هذا الهدف الرئيسي إلى الأهداف الفرعية التالية

- 1- التعرف على أثر مستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر الائتمان على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.
- 2- التعرف على أثر مستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر السيولة على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.
- 3- التعرف على أثر مستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر السوق على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.

4/1-أهمية البحث: وتنقسم إلى

1/4/1- الأهمية العلمية للبحث

1. يعد موضوع البحث مساهمة علمية تشغل الفكر المحاسبي منذ الأزمنة المألوية العالمية وحتى الآن، حيث زاد الإهتمام بالإفصاح عن المخاطر وإدارتها والعوامل المؤثرة فيها.
2. كذلك موضوع حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية يعتبر من الموضوعات الحديثة وبالتالي فإن هذا البحث يواكب الإتجاهات الحديثة خلال السنوات القليلة الماضية، حيث أن دراسة تأثير التدفق النقدي على الإستثمار أمر بالغ الأهمية لأنه يوفر نظرة حيوية حول كيفية تأثير التدفق النقدي على أحد القرارات الاستراتيجية الرئيسية للشركات.
3. يركز البحث على تحليل أثر مستوى الإفصاح عن المخاطر المالية على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية وهو ما يتسم بالندرة في الدراسات المحاسبية التطبيقية التي تناولت هذا التحليل في البيئة المصرية.

2/4/1- الأهمية العملية للبحث

- 1-دراسة وتحليل الإفصاح عن المخاطر المالية في الشركات قد يساعد الجهات المهنية المعنية في تطوير المعايير المحاسبية المرتبطة بالإفصاح المحاسبي.
- 2-زيادة الإهتمام بالإفصاح عن المخاطر يساعد على تطوير إستراتيجيات توقع المخاطر مما يعتبر ذات أهمية كبيرة في استقرار الشركة وتعزيز الثقة في إدارة الشركة على مجابهة المخاطر المحتملة دون التأثير على قيمة الشركة مما يزيد من ثقة المستثمرين ويشجع الإستثمار، وبالتالي تحسين سيولة وكفاءة السوق.
- 3-من المتوقع أن تساعد النتائج التي ستتوصل إليها الدراسة الجهات التنظيمية والمشاركين في السوق على تحسين فهمهم إلى أي مدى يؤثر الإفصاح عن المخاطر المالية على حساسية الإستثمار وتقييمهم لقدرة الشركة على مواجهة المخاطر مما يشجع الشركات على تحسين شفافية تقاريرها الماليه بالتوسع في الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالمخاطر.

5/1-فروض البحث

للإجابة على السؤال البحثي وتحقيقاً لهدف البحث قام الباحثون بصياغة الفرض البحثي الرئيسي التالي:

يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.

وينقسم هذا الفرض الرئيسي إلى الفروض الفرعية التالية

- 1-يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر الإلتزام على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.
- 2-يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر السيولة على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.
- 3-يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر السوق على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.

6/1-نطاق البحث

1-يقتصر البحث على الشركات المساهمه غير الماليه المدرجه في البورصه والتي يتم تداول أسهمها في السوق المصري خلال فترة الدراسة، وسوف يتم إستبعاد قطاعي البنوك والخدمات الماليه غير المصرفية من الدراسة لعدم توافر خصائص قابلة للمقارنة مع الشركات غير الماليه بالإضافة إلى أن قطاع البنوك يخضع لتنظيم منفصل عن الشركات غير الماليه وخاصه فيما يتعلق بالإفصاح عن المخاطر.

2- يقتصر البحث على الشركات التي يتوافر عنها البيانات اللازمة لقياس متغيرات البحث، وكذلك سوف يتم استبعاد الشركات التي تم إيقاف التعامل على أسهمها خلال فترة الدراسة.

7/1- مجتمع وعينة البحث

يتكون مجتمع البحث من جميع الشركات المساهمة المدرجة في البورصة خلال فترة الدراسة ما عدا قطاعي البنوك والخدمات المالية غير المصرفية، وقد اعتمد الباحثون على عينه من هذه الشركات تكون ممثلة لأغلب القطاعات غير المالية بالبورصة، مع مراعاة أن تكون القوائم المالية لهذه الشركات يتم إعدادها في 1/1 وتنتهي في 12/31 من كل عام.

8/1- منهج البحث: يشمل كلاً من المنهج الاستنباطي والمنهج الاستقرائي كما يلي:

أ- **المنهج الاستنباطي:** يعتمد الباحثون على المنهج الاستنباطي لبناء الإطار النظري للبحث، وذلك من خلال الإطلاع على الدراسات السابقة والبحوث العلمية المنشورة بالدوريات والمجلات العلمية وعلى شبكة الانترنت، والمرتبطة بموضوع البحث بهدف دراسة وتحليل العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر المالية وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في بيئة الأعمال المصرية، وتطوير فروض البحث.

ب- **المنهج الاستقرائي:** ويتم استخدام المنهج الاستقرائي في إتمام الدراسة التطبيقية، وذلك للتعرف على أثر مستوى الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية، من خلال إستقراء وتحليل معلومات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية عن طريق تجميع البيانات اللازمة لقياس متغيرات الدراسة. وسيتم الحصول على البيانات اللازمة للدراسة من خلال استخدام أسلوب تحليل المحتوى وإختبار الفروض بإستخدام الأساليب الإحصائية المناسبة.

9/1- خطة البحث

- من أجل تحقيق أهداف البحث سيقوم الباحثون بتقسيم ما تبقى من هذا البحث على النحو التالي
- خلفية نظرية لمتغيرات البحث.
 - الدراسات السابقة وتطوير الفروض.
 - الدراسة التطبيقية.
 - خلاصة ونتائج وتوصيات البحث.

2- خلفية نظرية لمتغيرات البحث

1/2- مقدمة

تعتبر المعلومات التي يتم الإفصاح عنها ضمن التقارير المالية من أهم ركائز عملية إتخاذ القرارات داخل الشركة سواء بالنسبة للجهات الداخلية أو الخارجية، ومن أهم القرارات التي تستحوذ على جزء كبير من إهتمام الشركات هي القرارات المالية والتي تعد من أهم القرارات الإستراتيجية، والتي يتم على

إثرها تحديد مختلف القرارات الوظيفية الأخرى مثل التخطيط والرقابة والتنظيم وغيرها، وترتبط هذه القرارات بكل ما يتعلق بأموال الشركة وإستثماراتها.

ولا شك أن القرار الإستثماري يعد محور الربط بين القرارات المالية الأخرى، وذلك لأن القرار التمويلي يتحدد في ضوء القرار الإستثماري والذي يتحدد من خلاله الهيكل التمويلي اللازم للقرار الإستثماري أو توجيه الاستخدام الأمثل لمصادر التمويل المتاحة، وبناء على ذلك فإن توجيه قرارات المستثمرين يستدعي بالضرورة أن تتضمن القوائم والتقارير المالية المستخدمة في هذه العملية معلومات محاسبية تتميز بخصائص نوعية محددة من شأنها أن تضمن جودتها في العملية الموجهة نحوها (رحمون، 2019).

2/2- حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية

1/2/2- تمهيد

يعد الإستثمار أحد العوامل الأساسية التي تدخل في تطور ونمو المنشآت، فضلاً عن دوره في تحقيق النمو الإقتصادي على المستوى القومي لأي بلد، وفي إطار سعي الإدارة لتعظيم ثروة الملاك فإنها تكون معنية بإدارة إستثمارات المنشأة بشكل يعظم العائد على هذه الإستثمارات عند مستوى مقبول من المخاطر، وتمويل هذه الإستثمارات بمزيج مناسب من مصادر التمويل الذي يخفض تكلفة التمويل إلى الحد الأدنى وعند مستوى مقبول من المخاطر التمويلية (أبو خزائة، 2022، ص. 14).

2/2/2- ماهية قرار الإستثمار

تتميز بيئة الأعمال في الوقت الحاضر بالديناميكية والتأثير بالعديد من العوامل الداخلية والخارجية وذلك نتيجة التغيرات الاقتصادية العالمية والتطورات التكنولوجية المتواترة لدرجة تصبح معها بيئة الأعمال في أغلب الأوقات غير مستقرة. في مثل هذه البيئة المعقدة وسريعة التغير يواجه المديرون العديد من التحديات في عملهم التي قد تحدث بشكل يومي مما يصعب مهمة إتخاذ القرارات الإستثمارية.

ويعرف (يوسف ومحمد، 2018) قرار الإستثمار على أنه تأجيل لبعض التوزيعات النقدية المستحقة للملاك عن الفترة الحالية بهدف تمويل بعض الأصول التي يتوقع أن تحدث طفرات مستقبلية في أداء وقيمة المنشأة، الأمر الذي يتوقع من خلاله الملاك حدوث طفرات كبيرة في أسعار أسهمهم في المستقبل، بالإضافة إلى توقع الحصول على توزيعات مستقبلية كبيرة.

وهذا التعريف السابق غير شامل لأنه ينظر لقرار الإستثمار على أنه يتوقف على الأموال المتولدة داخلياً فقط، وفي حقيقة الأمر فإن قرار الإستثمار لا يتوقف على الفائض النقدي الذي تمتلكه الشركة؛ بل في أغلب الأحوال يتم اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية في تمويل جزء أو كل الإحتياجات اللازمة للإستثمار؛ إلا أن الحصول على تمويل خارجي قد يصطدم بعدد من العواقب والصعوبات ومنها: القيود التي تفرض على إدارة الشركة عند الحصول على الديون، بالإضافة إلى تكلفة الدين المتوقعة، والوضع المالي والإقتصادي للمنشأة وللقطاع والوضع الإقتصادي للدولة التي تعمل من خلالها (Salman & Hunjura, 2012 ; Divanoglu & Bagci, 2018).

بينما يعرف (بغداد، 2013، ص. 79) قرار الاستثمار الرأسمالي بأنه عبارة عن التنازل عن استخدام أموال حالية ولفترة زمنية معينة من أجل الحصول على مزيد من التدفقات النقدية في المستقبل تكون بمثابة تعويض عن الفرصة الضائعة للأموال المستثمرة، وكذلك تعويض عن الانخفاض المتوقع في القوة الشرائية للأموال المستثمرة بسبب التضخم مع إمكانية الحصول على عائد معقول مقابل تحمل عنصر المخاطرة.

ويشمل قرار الإستثمار الرأسمالي العديد من القرارات لعل من أهمها (يوسف، ٢٠١٧؛ أبو العز وآخرون، ٢٠١٤):

- قرار البدء في استثمار جديد بشراء أصول: ويرجع اللجوء إلى هذه القرارات نظراً لتوافر دراسات سوق، وحجم طلب متوقع يشير لتوافر حصة سوقية مناسبة يمكن للمنشأة الإستحواذ عليها عند إتخاذ قرار البدء في الإستثمار.
 - قرار التوسع في الأصول الحالية: حيث يهدف هذا النوع من القرارات إلى مواجهة الزيادة المتوقعة في الطلب مستقبلاً.
 - قرار إحلال الأصول: ويتم اللجوء لمثل هذا النوع من القرارات بسبب هلاك و/أو التقادم التكنولوجي للأصول المملوكة، أو لضعف إنتاجيتها مقارنة بالأصول الحديثة، أو لإرتفاع تكلفة الإستمرار بمثل هذا النوع من الأصول والذي يتوافر منه نسخات محدثة ومخفضة للتكلفة. وقرار الإحلال قد يشمل الأصول التي انتهى العمر الإنتاجي لها ولم تعد صالحة للعمل أو الأصول التي تعمل بإنتاجية ضعيفة.
- وهناك العديد من الأبعاد التي يجب أن تؤخذ في الإعتبار عند إتخاذ القرار الإستثماري، وتشمل هذه الأبعاد جوانب عديدة منها الجانب التسويقي والجانب الفني والجانب القانوني، والجانب المتعلق بالإقتصاد القومي ومؤشراته إلى غير ذلك؛ إلا أن أحد أهم الأبعاد الذي تعتمد عليه جودة القرار الإستثماري هو البعد المالي (محمد، 2021، ص. 689).

ويقصد بالبعد المالي تحديد مصادر التمويل اللازمة للبدء في تنفيذ الفكرة الإستثمارية، سواء كانت مصادر التمويل اللازمة لتمويل المشروع مصادر داخلية أو مصادر خارجية، ويدرج كلا المصدرين تحت بند التدفقات النقدية الخارجة عند تنفيذ المشروع الإستثماري، كما تدرج جميع العوائد المتوقعة من تشغيل الأصل الإستثماري أو مرتبطة بعملية التشغيل ضمن بند التدفقات النقدية الداخلة (2012 Qureshi & Hunjura).

وتتمثل التدفقات النقدية الخارجة في النفقات التي تتحملها المنشأة في سبيل تنفيذ القرار الإستثماري، حيث يدرج ضمن هذه النفقات نفقات ما قبل التشغيل والتي تتمثل في النفقات منذ بداية التفكير في القرار الإستثماري من دراسات جدوى ونفقات تأسيس والإنفاق الخاص بشراء الأصل الإستثماري، بالإضافة إلى نفقات تشغيل وإدارة الأصل على مدار عمره الإنتاجي. بينما تتمثل التدفقات النقدية الداخلة في التدفقات النقدية التي تحصل عليها الشركة كنتيجة للقرار الإستثماري ومن أهم المصادر لمثل هذا النوع من التدفقات المتحصلات النقدية من بيع منتجات الأصل الإستثماري، بالإضافة إلى التدفقات النقدية

المتوقع الحصول عليها في نهاية العمر الإنتاجي للأصل نتيجة بيعه كنفائية، بالإضافة إلى الإيرادات العرضية من بيع المخلفات وتأجير بعض المحلات وإلى غير ذلك (محمد، 2021، ص. 690).

ويتضح للباحثون مما سبق أن قرار الإستثمار هو عملية إختيار بديل من البدائل الإستثمارية المتاحة، مقابل التضحية بقدر من الأموال يتم دفعها حالياً – سواء كانت من مصدر تمويل داخلي أو خارجي – مقابل الحصول على تدفقات نقدية مستقبلية عن هذه الأموال المضحي بها، وبالتالي فإن الإستثمار ينطوي على التضحية بالأموال وتحقيق عائد وتكوين الثروة وتمييتها.

3/2/2- مفهوم حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية

تعتبر حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية Investment-Cash Flow Sensitivity أحد مكونات القرارات المالية، ويرجع ذلك إلى أن القدرة الإستثمارية للشركات تتأثر إلى حد كبير بقدرتها التمويلية، وبالتالي فهي تعتبر نوعاً من اتخاذ القرارات المالية، ففي سوق رأس المال، بقدر ما تكون إيرادات الإستثمار مساوية لنفقاتها، تستمر الشركات في القيام بالإستثمارات وبالتالي، بقدر ما تستطيع الشركات توفير التمويل اللازم لها، فإنها سوف تستثمر في الفرص التي تحقق أرباحاً كافية، بينما في الشركات التي تعاني من حساسية مالية وقيود تمويلية، سيتأثر الإستثمار بقدره السيولة لدى الشركة (Abdoh & Varela, 2019).

وتُظهر الأبحاث السابقة أن التغيرات في مقدار التدفق النقدي المتاح تسبب تغيرات في (حساسية) مستوى الإستثمار، ويرجع ذلك إلى أن الإستثمار باستخدام التدفق النقدي، باعتباره مصدر تمويل غير مُكلف، مقارنة بالموارد الأخرى، يجذب المديرين (Fazzari et al., 1988; Kadapakkam et al., 2005; Shen and Wang, 2005; Goergen and Renneboog, 2001; Laeven, 2003). والواقع أن انخفاض تكاليف التمويل من خلال استخدام الموارد الداخلية يؤدي إلى حساسية الإستثمار للتدفق النقدي، هي مسألة من الممكن أن تؤدي إلى الإفراط في الإستثمار أو نقص الإستثمار (عدم كفاءة الإستثمار)، وفي ضوء ذلك فإن حساسية الإستثمار للتدفق النقدي تشير إلى ميل المديرين إلى الإفراط في الإستثمار عند توافر التدفق النقدي (Jensen and Meckling, 1976).

وتعتبر دراسة (Fazzari et al., 1988) من أول الدراسات التي ناقشت حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية، باستخدام عينة من شركات التصنيع الأمريكية، قاموا بتوثيق أن الإستثمارات التي تقوم بها الشركات المقيدة ماليا هي أكثر حساسية لتوافر الأموال الداخلية، وذلك لأنها تواجه فروق كبيرة بين تكاليف مصادر التمويل الداخلية والخارجية (القروض المصرفية وإصدار الأسهم والسندات)، ويخلصون ضمناً إلى أن حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية مؤشر جيد للقيود المالية.

وقد أيد ذلك العديد من الدراسات مثل دراسة (Bhagat et al., 2005) ذلك حيث قام الباحثون من خلال هذه الدراسة بالتحقيق في السلوك الإستثماري للشركات المتعثرة ماليا ووثق أن الربح التشغيلي يتحكم في العلاقة بين الأموال الداخلية وإستثمارات الشركات، ووجدوا أيضاً أن الشركات المقيدة مالياً تستثمر بشكل أقل، ولديها تدفق نقدي أقل، ونمو محدود، وروافع مالية عالية مقارنة بالشركات غير المقيدة مالياً. وأيضاً دراسة (Bassetto & Kalatzis, 2011) حيث توصلت هذه الدراسة إلى أن الشركات المقيدة مالياً تظهر حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية بشكل أكبر، وهذا قد يجعل هذه الشركات

تفقد الفرص الإستثمارية في المستقبل حتى في ظل توافر مصادر التمويل الداخلية مما يزيد من صراعات الوكالة داخل هذه الشركات.

فيما أوضحت دراسة (Samet & Jarboui, 2017) أيضاً أنه في السوق غير الكفاء، فإن القرارات الإستثمارية للشركة تعتمد على وضعها المالي، وبالتالي إذا واجه المشاركون في أسواق رأس المال قدراً كبيراً من عدم اليقين بشأن التوقعات المستقبلية للشركة، فإن تكلفة رأس المال الخارجي غالباً ما تتجاوز تكلفة التمويل الداخلي. في هذه الحالة، يمكن أن يُظهر الاستثمار حساسية زائدة تجاه الأموال المولدة داخلياً للشركة.

ويوضح (أبو خزاعة، 2019، ص. 671) أن مفهوم حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية يتبلور في طبيعة العلاقة التأثيرية بين التدفقات النقدية الداخلية والاستثمار، فحينما يزيد حجم الاستثمار نتيجة زيادة التدفقات النقدية الداخلية يعني ذلك ارتفاع حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، ويكون ارتفاع تلك الحساسية دليلاً على زيادة قيود التمويل الخارجي التي تواجه الشركة، وتتركز هذه القيود بشكل رئيسي في ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي – سواء عن طريق الديون أو الملكية- عن تكلفة التمويل الداخلي.

ووفقاً لدراسة (Yi, 2023) فإنه في حالة ارتفاع حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية ومع عدم كفاية التدفق النقدي، ستفتقر الشركات إلى الأموال الكافية وتتخلى عن المشاريع الإستثمارية الجيدة، أو تزيد الاستثمار بشكل أعمى في حالة كفاية التدفق النقدي، مما يجعل سلوك الاستثمار لدى الشركات أكثر تقلباً بسبب تأثير مستوى التدفق النقدي. علاوة على ذلك، فقط عندما تكون حساسية التدفق النقدي الإستثماري للمؤسسة ضعيفة، يمكن أن يكون قرار السلوك الإستثماري مستقلاً نسبياً عن القيود المفروضة على التدفق النقدي الداخلي (Yi, 2023, P. 1).

وبناء على ماسبق يمكن للباحثين القول أن حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية تشير إلى درجة التأثير الذي يمكن أن تحدثه التغيرات في التدفقات النقدية على قرارات الاستثمار لإدارة الشركة فيما يتعلق بالمشاريع وإقتناء الأصول المختلفة، وعادة ما تتأثر قرارات الاستثمار بعوامل متعددة، منها التدفقات النقدية المتوقعة للمشروع أو الاستثمار، ومدى الاستعداد لتحمل المخاطر، وتكلفة التمويل المتاحة، والعوامل الاقتصادية العامة، وغيرها. فعندما يكون هناك تباين كبير في التدفقات النقدية المتوقعة بسبب التغيرات في هذه العوامل، يزداد مستوى حساسية الاستثمار للتدفق النقدي، وإذا كانت إدارة الشركة حساسة بشكل كبير للتغيرات في التدفقات النقدية، فهذا يعني أنها قد تكون أقل قدرة على التكيف مع التقلبات في السوق أو الظروف الاقتصادية، وبالتالي يمكن اعتبارها مقيدة مالياً.

4/2/2-محددات حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.

فيما يلي يعرض الباحثون لبعض محددات حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية كما تناولتها الدراسات السابقة في هذا السياق.

1-عمر الشركة

وفقاً لدراسة (Platikanov, 2007) فإنه يتم النظر إلى الشركات الناشئة على نطاق واسع على أنها أكثر عرضة للقيود المالية، حيث قام في دراسته بفصل تأثير عمر الشركة عن تأثير القيود المالية على الحساسية، وأشارت النتائج التي توصل إليها إلى أن استثمارات الشركات الأصغر عمراً أو الأقل تقييداً هي أكثر حساسية لتقلبات التدفقات النقدية. وقدمت نتائج هذه الدراسة دليلاً على أن عمر الشركة قد يكون مقياساً للتعلم داخل الشركة، حيث تقوم الشركات الناشئة بتحديث معتقداتها حول جودة مشاريعها الاستثمارية من خلال مراقبة تحقيق التدفقات النقدية. وذلك على العكس من الصناعات الحديثة، حيث وجدت هذه الدراسة أن الحساسية للتدفق النقدي أقل بالنسبة للشركات العاملة في الصناعات الأحدث، وذلك لأن الشركات في الصناعات الناشئة لديها تدفقات نقدية أكثر تقلباً. وعندما تكون التدفقات النقدية أكثر تقلباً، فإن قدرتها على العمل كأداة لفرص الاستثمار تندهور، وتنخفض حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.

بما يعني أن استثمار الشركات الناشئة أكثر حساسية للتدفقات النقدية من استثمار الشركات الأكثر نضوجاً ضمن مجموعات من الشركات في صناعات ذات درجات مختلفة من عدم التأكد، مقياساً بنضج الصناعة أو كثافة البحث والتطوير.

2-حوكمة الشركات

مما لا شك فيه أن المستوى الجيد من حوكمة الشركات يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة ويرضي جميع الأطراف أصحاب المصلحة، وبالتالي زيادة كفاءة الاستثمار، كما أن هناك علاقة وثيقة بين حوكمة الشركات وعمليات الشركات (Jiang et al., 2019)، بسبب الفصل بين ملكية الشركة وتشغيلها، حيث يمكن لكبار المساهمين الحصول على فوائد السيطرة الخاصة عن طريق إجبار الشركة على الاستثمار في مشاريع غير مربحة ولكنها مفيدة للمساهم المسيطر. في المقابل، في ظل آليات حوكمة الشركات المناسبة، يتم تقليل هذه الاستثمارات غير الفعالة الناجمة عن مشاكل الوكالة، وبالتالي يتم تقليل حساسية الاستثمار للتدفق النقدي لدى الشركة (Khodamipur & Amiri, 2019).

وفي حالة الإفراط في الاستثمار، يمكن لآليات حوكمة الشركات، باعتبارها قاعدة مؤسسية، أن تقلل من مصالح المديرين الداخليين ضد المستثمرين الخارجيين، وبالتالي تحد بشكل فعال من الاستثمارات غير الفعالة بسبب مشاكل الوكالة. فمن ناحية، من خلال الحد من تركيز الملكية وتوسيع حجم مجلس الإدارة، يمكن تنظيم وتقييد سلوك المديرين بشكل فعال. كذلك سيتم الحد من إساءة استخدام النقد الحر بحيث يتم كبح سلوك استخدام التدفق النقدي الداخلي الكافي لتوسيع الاستثمار بشكل أعمى (French & Li, 2022)؛ ومن ناحية أخرى، فإن نظام الحوافز الإدارية الممتاز سوف يربط الأداء التشغيلي للمديرين بقيمة الشركة، مما يجعل المديرين يتخذون قرارات استثمارية مع مراعاة الكاملة لمصالح الشركة ويقلل من سلوكهم المتمثل في استخدام الأموال الفائضة للاستثمار بشكل أعمى، وبالتالي تقليل حساسية الاستثمار للتدفق النقدي (El Ghouli & Karoui, 2021).

بالإضافة إلى حل مشاكل وكالة المديرين، فإن آليات حوكمة الشركات المناسبة تعني زيادة تبادل المعلومات بين مشغلي الشركة وأصحابها (Guizani et al., 2021). في حالة نقص الاستثمار، من خلال توصيل المعلومات الإيجابية للمساهمين حول الإدارة الداخلية وصنع القرار، يمكن لمديري

الشركات تخفيف القيود المفروضة على الشركات في تمويل الأسهم وبالتالي نقص استثمار الشركات، وبالتالي ضمان إمكانية الحصول على التمويل بسرعة وبتكلفة معقولة للوفاء باحتياجات المشروع الاستثماري (Beladi et al., 2021).

وبناء على ما سبق فإنه يتضح لدى الباحثون أنه مع تحسن جودة حوكمة الشركات، ستقل صراعات الوكالة بين المديرين والمالكين، وسيتم تبادل المزيد من المعلومات بين المالكين والمستثمرين. وبالتالي ستزداد كفاءة الاستثمار، وستنخفض حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.

3- مستوى الإفصاح عن المعلومات

أوضحت دراسة (Tran, 2020) أن الإفصاح عن المعلومات يعد دليلاً على زيادة القوة التنافسية للشركة، مما يساعد على تعزيز ثقة الدائنين في الشركة وزيادة رغبتهم في الاستثمار. ولذلك، فإن تكاليف تمويل الديون والأسهم ستخفض مع زيادة مستوى الإفصاح عن المعلومات، ذلك لأن تضييق الفجوة بين تكلفة التمويل الخارجي وتكلفة استخدام الأموال الداخلية سوف يقلل من تفضيل الشركة للتدفقات النقدية المولدة داخلياً، مما سيجعل أيضاً قرارات السلوك الاستثماري للشركة مستقلة نسبياً عن مستوى التدفق النقدي وتعتمد على جودة الفرص الاستثمارية واحتياجات تطوير الشركة مما يجعل استثمار الشركة أقل اعتماداً على التدفق النقدي وبالتالي تنخفض حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.

بينما تناولت دراسة (Yi, 2023) تأثير الإفصاح عن المعلومات على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية في حالة نقص الاستثمار والإفراط في الاستثمار وذلك بالتطبيق على الشركات الصينية المدرجة في الفترة من (2013-2020)، ووفقاً لهذه الدراسة فإنه مع تحسين جودة الإفصاح عن المعلومات سيكون لدى المستثمرين فهم أفضل للعمليات الداخلية وربحية الشركة وبالتالي سيكونون قادرين على الحكم على المشاريع الاستثمارية الجيدة أو السيئة لمختلف الشركات بناءً على المعلومات التي تم الإفصاح عنها قبل اتخاذ القرارات بشأن سلوكهم الاستثماري. ومن خلال مقارنة التصنيف الائتماني للشركة مع متوسط المستوى الائتماني للسوق، يكون من المفيد للمستثمرين الحصول على أسعار أكثر معقولة للمشاريع الاستثمارية وتحسين الموارد. وبالتالي، يمكن للشركات التي تواجه صعوبات تمويلية الحصول على أموال خارجية بتكلفة تتناسب مع مستوى ائتمانيها، ففي حالة نقص الاستثمار، يمكن أن يخفف الإفصاح عن المعلومات من اعتماد الاستثمار على التدفق النقدي من خلال توسيع نطاق الوصول إلى التمويل وتوسيع التمويل الخارجي، وبالتالي إضعاف حساسية الاستثمار للتدفق النقدي.

بينما في حالة الإفراط في الاستثمار، فإن نتائج دراسة (Yi, 2023) توصلت إلى أن جودة الإفصاح عن المعلومات تؤدي إلى الحد بشكل فعال من الاستثمار غير الفعال للشركة، وتلعب دوراً تنظيمياً فعالاً وتقلل من حساسية الاستثمار للتدفق النقدي.

4-الرئيس التنفيذي

تناولت دراسة (Reihani, 2022) تحليل أثر قوة الرئيس التنفيذي للشركة على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية للشركات المدرجة في بورصة طهران وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من (104) شركة مدرجة خلال الفترة من (2014-2020)، وقد أشارت النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذه

الدراسة إلى أن سلطة الرئيس التنفيذي لها تأثير سلبي كبير على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية. حيث أن السلطة هي السمة الأساسية للمدير، وهي تمهد الطريق لفعاليته داخل الشركة، حيث يحدد المديرون السياسة ويمتلكون السلطة، ويرتبط أداء المنظمة أيضًا بسلطتهم.

وفقا لهذه الدراسة فإن المديرين من خلال توظيف مصادر القوة، إما أن يمهّدوا الطريق لتطور الشركة أو انحرافها، ويعتمد ذلك على طريقة استخدام السلطة ومواردها؛ وبالتالي، كلما زادت قوة الرؤساء التنفيذيين، كلما كانت قراراتهم أكثر ملاءمة وأفضل. وبالتالي، فيما يتعلق باتخاذ القرارات المتعلقة بالدخل المحاسبي والحد من المخاطر المالية، فإن المديرين الأقوياء، الذين لديهم فهم جيد للنظام المحاسبي واللوائح الحالية، عادة ما يميلون إلى القيام باستثمارات طويلة الأجل والعمل على الأنشطة الأكثر دخلا في المستقبل (مثل إدارة النقد واستخدامه في قطاع الإنتاج وغيرها). وبناءً على ذلك، بمجرد منح المزيد من الصلاحيات للمديرين، فمن الممكن أن يؤدي ذلك إلى إدارة أكثر كفاءة لعمليات الشركة، خاصة في فترات العمليات الحاسمة التي يمكن أن تؤثر فيها القرارات الإدارية بشكل كبير على أداء الشركة. علاوة على ذلك، خلال الفترات التي تواجه فيها الشركة أزمات، يمكن للمديرين المختصين اتخاذ بعض القرارات الأفضل بشأن الحصول على التمويل المطلوب (Baker et al., 2018).

وتفسر دراسة (Reihani, 2022) حجتها بأن المديرين الأقوياء يتمتعون بدرجات أعلى من الاستقلالية ويلعبون دورًا إشرافياً أكبر تجاه مجلس الإدارة؛ وفي كثير من الحالات، يمنع انتهاك حقوق أصحاب المصلحة، ويخفض تكاليف الوكالة؛ وبالتالي، فإن انخفاض تكاليف الوكالة يقلل من عدم تماثل المعلومات، ويعزز شفافية المعلومات المالية، ويقال حساسية الإستثمار للتدفق النقدي، وأخيراً يزيد من قيمة الشركة.

5-المسؤولية الاجتماعية للشركات

وفقا لنظرية قيود التمويل، وبسبب العيوب المتأصلة في سوق رأس المال، فإن استثمار الشركات يخضع لقدرتها على جذب الأموال الخارجية. عندما تواجه الشركة قيودًا تمويلية، فإن إنفاقها الاستثماري سيكون حساسًا لقدرتها على تجميع الأموال الداخلية، أي أنه كلما زادت خطورة قيود التمويل، زادت حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية (Love & Zicchino, 2006).

وتناولت دراسة (Ruonan & Hong, 2019) العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية، بالتطبيق على عينة من الشركات الصينية المدرجة خلال الفترة (2009 إلى 2016)، وأظهرت نتائج هذه الدراسة أن حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية للشركات ذات المستوى المنخفض من الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات Corporate Social Responsibility Disclosure (CSRD) أقل بكثير من الشركات ذات المستوى العالي من (CSRD). وهذا يعني أنه من أجل تخفيف قيود التمويل، فإن الشركات التي تواجه قيود تمويل شديدة من المرجح أن تزيد من الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية. ولذلك، فإن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وقيود التمويل يرتبطان بشكل إيجابي، مما يؤدي إلى العلاقة الإيجابية بين (CSRD) وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات.

6- جودة التقارير المالية

أحد أهداف معلومات التقارير المالية هو تسهيل التخصيص الفعال لرأس المال في الاقتصاد، وذلك من خلال تحسين القرارات الاستثمارية للشركات. وعلى وجه التحديد، تشير النظرية إلى أن تحسين الشفافية المالية يساعد على التخفيف من مشاكل الإفراط في الاستثمار ونقص الاستثمار (Biddle et al., 2009). ويمكن أن توفر المعلومات المالية الموثوقة مقياس أداء أقل تحيزاً، مما يساعد على مكافأة المديرين على اتخاذ قرارات استثمارية جيدة ومعاقبتهم على القرارات السيئة. سيؤدي تقليل عدم تماثل المعلومات عن طريق الكشف عن المعلومات عالية الجودة إلى خفض تكاليف التمويل، وتقليل عدم كفاءة السوق، وتسهيل التمويل خاصة للمشاريع ذات العائد المرتفع طويلة الأجل (Bushman & Smith, 2001).

وقد تناولت لدراسة (Li & Wang, 2010) العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار على عينة مكونة من (2319) مشاهدة خلال فترة العينة من (2004-2006) في الصين، وتوصلت نتائج هذه الدراسة إلى أن جودة التقارير المالية ترتبط ارتباطاً سلبياً بكل من انخفاض استثمارات الشركات والإفراط فيها وبالتالي يمكن القول أن جودة التقارير المالية ترتبط ارتباطاً سلبياً بحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، بما يشير إلى أن الشركات ذات جودة التقارير المالية الأعلى ترتبط باستثمار أكثر كفاءة، وقد فسر الباحثان هذه النتائج بأن جودة التقارير المالية تؤدي إلى تحسين كفاءة الاستثمار عن طريق الحد من عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين، وتحسين سيولة سوق رأس المال. وبالتالي يمكن أن تقلل من تكلفة التمويل بسبب الاختيار السلبي، وتسهل أيضاً تمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل وعالية العائد، في حين أن المعلومات المحاسبية ستقل أيضاً من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين، مما يدفع مقدمي رأس المال إلى تقييم القيمة السوقية لأسهم الشركة بشكل صحيح، وبالتالي تقليل تكاليف التمويل، وذلك مع الإشارة إلى أنه بجانب استخدام المعلومات المحاسبية بشكل مباشر لتصميم عقود التعويضات التنفيذية، فإنها أيضاً مصدر مهم للمعلومات التي يستخدمها المساهمين للرقابة على المديرين، مما يساعد بشكل كبير على التخفيف من مشكلة وكالة الشركة بين المساهمين والمديرين.

2/2-5- قياس حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية

إعتمدت الدراسات السابقة في قياس حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية بشكل رئيسي على نموذج لإنحدار الاستثمار على التدفقات النقدية، والذي فيه يمثل الاستثمار المتغير التابع بينما تمثل التدفقات النقدية المتغير المستقل، ورغم ذلك فقد رأى (أبو خزاعة، 2019، ص 13) أنه لا يوجد نموذج إنحدار واحد لقياس العلاقة السابقة، حيث تضمنت الدراسات السابقة نماذج مختلفة استخدمها العديد من الباحثين لذلك الغرض، وكانت أوجه الاختلاف بين هذه النماذج من حيث طرق قياس كلا من متغيري الاستثمار والتدفقات النقدية، كذلك من حيث المتغيرات الأخرى التي تم إضافتها إلى هذين المتغيرين، ويعرض الباحثون فيما يلي هذه النماذج:

1- نموذج (Lin et al., 2019):

$$INVES_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 OCF_{i,t-1} + \alpha_2 x_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث يشير $INVES_{i,t}$ إلى استثمار الشركة i في السنة الحالية (t)، مقاسا بقيمة الاستثمار في الأصول الثابتة مقسوماً على رأس مال الأسهم في بداية الفترة.

وتشير OCF إلى التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i في السنة السابقة ($t-1$) مقسومة على رأس مال الأسهم في بداية الفترة.

وتشير (X) إلى المتغيرات الرقابية. وتم قياس حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية من خلال قيمة المعامل α_1 .

2- النموذج الذي استخدمه (Choi et al., 2018):

$$I_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DC_{i,t} + \beta_2 DC_{i,t} + \beta_3 DC_{i,t} \times DC_{i,t} + C0. + \varepsilon_i$$

- حيث يشير $I_{i,t}$ إلى استثمار الشركة، مقاسا بالإنفاق الرأسمالي للشركة i في السنة t ، مقسوماً على القيمة الدفترية للأصول.

- بينما تشير $C_{i,t}$ إلى التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i في السنة الحالية، والتي تم قياسها عن طريق (الأرباح قبل البنود الاستثنائية + الإهلاك) مقسومة على القيمة الدفترية للأصول في نهاية السنة.

- أما $DC_{i,t}$ فهو متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كانت التدفقات النقدية التشغيلية في السنة t منخفضة عن العام السابق، والقيمة (صفر) في غير ذلك.

- وتشير $C0$ إلى المتغيرات الرقابية.

3- النماذج المستخدمة من قبل كلا من (Chowdhury et al., 2016)، (Moshirian et al., 2017)

فقد قاموا بإدراج (Tobin's Q) ضمن المتغيرات المستقلة، وذلك كما يلي:

$$\frac{I_{i,t}}{K_{i,t-1}} = \alpha + \beta_1 Tobin's Q_{i,t} + \beta_2 \left[\frac{CF_{i,t}}{K_{i,t-1}} \right] + \varepsilon_{i,t}$$

حيث تشير I إلى الاستثمار، K إلى رأسمال الأسهم، Q Tobin's إلى الفرص الإستثمارية للشركة والتي قام (Moshirian et al., 2017) بقياسها من خلال نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، CF إلى التدفقات النقدية، وان β_2 يعبر عن حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية.

4- نموذج (Adu-Ameyaw, et al., 2024)

وقدم الباحثون هذا النموذج بالإعتماد على تقسيم الإستثمارات إلى الإستثمارات في الأصول الملموسة والأصول غير الملموسة كما يلي:

$$INV_{it} = \alpha + \beta_1 CF_{it} + \beta_2 laggedINV_{it} + \beta_3 Controls_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث يشير INV_{it} إلى إجمالي الإستثمارات (الأصول الملموسة والأصول غير الملموسة) للشركة I في السنة t مقسومة على إجمالي الأصول في نهاية الفترة. بينما تشير CF_{it} إلى التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i في السنة الحالية، والتي تم قياسها عن طريق (الأرباح قبل البنود الاستثنائية + الإهلاك) مقسومة على القيمة الدفترية للأصول في نهاية السنة. بينما يشير $laggedINV_{it}$ إلى قيمة الإستثمار في العام السابق من أجل تقليل المشاكل الذاتية Endogeneity Problem في النموذج. وأخيراً تشير $Controls_{it}$ إلى المتغيرات الرقابية مثل الرافعة المالية وحجم الشركة وعمر الشركة ونمو المبيعات وربحية الشركة.

3/2- الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية

1/3/2-مقدمة

تتسم بيئة الأعمال اليوم على أنها مليئة بالمخاطر والشكوك، حيث تتعرض الشركات لمجموعة واسعة من المخاطر الداخلية والخارجية. وبالتالي، في بيئة الأعمال المتغيرة باستمرار، من المسلم به عمومًا أن الشركات تواجه العديد من التحديات والتحديات والشكوك بما في ذلك، على سبيل المثال لا الحصر، المخاطر الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، ويتطلب العمل في بيئة أعمال متقلبة وغير متوقعة من الشركات والمنظمات الأخرى أن يكون لديها نظام فعال لإدارة المخاطر واستراتيجيات للتعامل مع المخاطر. قد لا تؤثر هذه التحديات على أداء الشركة فحسب، بل قد تعرض بقاء الشركة للخطر أيضًا. ولذلك، كجزء من الحوكمة الرشيدة، يجب على الشركات تطوير استراتيجيات للاستجابة لمثل هذه التحديات والتخفيف من أثارها ونتائجها المحتملة أو الاستفادة منها. وبهذه الطريقة يمكنهم حماية وخلق الثروة للمساهمين.

وقد عرّف معهد المراجعين الداخليين (IIA) Institute of Internal Auditors المخاطر بأنها "عدم التأكد من حدوث حدث معين، والذي يكون له تأثير على تحقيق الأهداف، حيث أن تحقيق الأهداف يتم في ضوء اعتبارين، الأول: إذا كان الأثر سلبياً فيطلق عليه الخطر، أما الثاني: فيطلق عليه الفرص إذا كان الأثر إيجابياً (IIA, 2004). كما عرف معيار التقرير المالي الدولي رقم 7 "الأدوات المالية (IFRS No. 7, 2010) بأنها عدم التأكد بشأن العوائد الممكن تحقيقها، وينطوي ذلك على حد سواء على إمكانية تحقيق المكاسب أو التعرض للخسائر. في حين عرفت (ICAEW, 2011) المخاطر بأنها أي نتيجة في المستقبل غير مؤكدة وقد تكون تلك النتيجة المحتملة جيدة متمثلة في فرص أو نتيجة سيئة متمثلة في تهديدات (ICAEW, 2011).

2/3/2-أنواع المخاطر المالية

تواجه الشركات أنواع مختلفة من المخاطر ويقع على مسؤولية هذه الشركات تحديد هذه المخاطر وإدارتها، لذلك ينبغي على كل شركة تصنيف المخاطر الخاصة بها للتعامل معها بفعالية، ويمكن اعتبار ذلك خطوة أساسية لأن تحديد المخاطر أو إدراجها بشكل غير صحيح يمكن أن يجعل إجراء قياس المخاطر والإفصاح عنها غير دقيق، وبالتالي تؤدي مراجعة فئات المخاطر المختلفة إلى خلق فهم للمخاطر التي يتعين على الشركة التعامل معها.

وفقاً لنموذج تصنيف المخاطر الذي قدمه (ICAEW, 1997, P.27-28) يتم تصنيف المخاطر إلى مخاطر خارجية ومخاطر داخلية: المخاطر الخارجية هي التي تنشأ من المخاطر البيئية (التغير في تفضيلات المستهلك، والمنافسة، والكوارث الطبيعية)، والمخاطر الداخلية تنشأ من المخاطر التشغيلية أو مصادر مالية أو غيرها. المخاطر الداخلية أكثر قابلية للتحكم من المخاطر الخارجية؛ وبالتالي، فإن توفير المعلومات حول المخاطر الخارجية قد لا يكون مفيداً، لأن هذه المخاطر هي نتيجة لظروف وإجراءات لا يمكن السيطرة عليها. ولذلك، يركز ICAEW على المخاطر الداخلية، وخاصة المخاطر المالية وغير المالية، وتم تصنيف المخاطر المالية إلى (مخاطر السعر والسيولة والائتمان)، بينما تشمل المخاطر غير المالية على المخاطر الداخلية الأخرى (مثل المخاطر التشغيلية ومخاطر اتخاذ القرار).

بينما وفقاً لدراسة كلا من (Coyle, 2002 ; Cabedo & Tirado, 2004) فإن المخاطر المالية التي تتعرض لها الشركات هي المخاطر التي لها تأثير مباشر على قيمة أصول الشركة وإلتزاماتها النقدية وأرباح الشركات. وتشمل كلاً من مخاطر السوق، ومخاطر الائتمان، ومخاطر السيولة، وتم تناولها كما يلي:

- 1- مخاطر السوق Market Risks: وهي المخاطر الناتجة عن تباين الأسعار في السوق وتشمل كلا من مخاطر تغير أسعار الصرف، مخاطر تغير سعر الفائدة، مخاطر تغير أسعار الأصول المالية، ومخاطر تغيرات أسعار السلع الأساسية.
 - 2- مخاطر الائتمان Credit Risks: وهي المخاطر التي تمثل انخفاضاً في القيمة الحقيقية لمحفظة العميل الشركة مع مرور الوقت، والتي قد تحدث نتيجة لتدهور جودة الائتمان التي تعاني منها مكونات تلك المحفظة.
 - 3- مخاطر السيولة Liquidity Risks: وهي الخسائر المحتملة بسبب نقص الموارد النقدية الكافية للوفاء بمتطلبات الشركة في الأجل القصير.
- ووفقاً لدراسة (Linsley & Shrivs, 2006) في تلك المخاطر المرتبطة بالمركز المالي للشركة، وتتكون المخاطر المالية من (مخاطر سعر الفائدة، مخاطر السوق، مخاطر سعر الصرف، مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة، ومخاطر أسعار السلع).

بينما وفقاً للتصنيف الذي قدمه مجلس معايير المحاسبة الدولية، فقد أوضح أن فئات المخاطر المالية المتعلقة بالأدوات المالية (المعيار الدولي لإعداد التقارير المالية: رقم 7) هي:

أولاً: خطر الائتمان: هو خطر أن يتسبب أحد أطراف أداة مالية في خسارة مالية للطرف الآخر بسبب الإخفاق في الوفاء بالتزاماته.

ثانياً: خطر السيولة: هو خطر أن تواجه الشركة صعوبة في الوفاء بالتزاماتها المرتبطة بإلتزاماتها المالية، والتي يتم تسويتها عن طريق تقديم نقدية أو أصل مالي آخر.

ثالثاً: خطر السوق: هو خطر تذبذب القيمة العادلة أو التدفقات النقدية المستقبلية للأدوات المالية بسبب التغيرات في أسعار السوق. وهي تشمل على ثلاثة أنواع من المخاطر: مخاطر العملة، ومخاطر أسعار الفائدة ومخاطر تقلب السعر.

- أ- خطر العملة (Currency Risk): هو خطر تذبذب القيمة العادلة أو التدفقات النقدية المستقبلية للأداة المالية بسبب التغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية.
- ب- خطر سعر الفائدة (Interest Rate Risk): مخاطر تقلب القيمة العادلة أو التدفقات النقدية المستقبلية للأداة المالية بسبب التغيرات في أسعار الفائدة في السوق.
- ج- خطر السعر (Price Risk): هو خطر تذبذب القيمة العادلة أو التدفقات النقدية المستقبلية لأداة مالية بسبب التغيرات في أسعار السوق (بخلاف تلك الناشئة عن خطر سعر الفائدة أو خطر العملة)، سواء كانت هذه التغيرات بسبب عوامل محددة للأداة المالية أو مصدرها، أو بسبب عوامل تؤثر على جميع الأدوات المالية المماثلة التي يتم المتاجرة بها في السوق.
- وفي هذه الدراسة يعتمد الباحثون على تصنيف المخاطر المالية وفقا للمعيار (IFRS No. 7) والذي يصنفها إلى مخاطر إنتمان، ومخاطر سيولة، ومخاطر السوق (مخاطر العملة، ومخاطر سعر الفائدة، ومخاطر السعر الأخرى).

3/3/2-تعريف الإفصاح عن المخاطر

الإفصاح عن المعلومات هو عملية تقديم المعلومات سواء كانت مالية أو غير مالية، كمية أو نوعية، إلزامية أو إختيارية، عبر قنوات رسمية أو غير رسمية للجمهور لتسهيل عملية إتخاذ القرار، وهناك وسائل مختلفة للشركات للإفصاح عن المعلومات مثل التقارير السنوية، وعروض المحللين، وعلاقات المستثمرين، والتقارير المؤقتة، والنشرات الصحفية، والمواقع الإلكترونية، وما إلى ذلك؛ لكن التقارير السنوية تعتبر النوع الأكثر عمومية لتوصيل المعلومات إلى المستخدمين (Marston & Hassan , 2010, p.7).

وقد جاءت تعريفات الإفصاح عن المخاطر متعددة من قبل الباحثين، ومن أبرز هذه التعريفات ما جاء به (Linsley & Shrivs, 2006) حيث عرف الإفصاح عن المخاطر بأنه "إخطار قارئ القوائم المالية بأي فرصة أو احتمال، أو بأي خطر أو ضرر أو تهديد قد يتعرض له الشركة، يكون قد أثر على الشركة بالفعل أو قد يؤثر عليها في المستقبل أو في إدارة الشركة لهذا الخطر، بينما عرف (Hassan,) 2009, P669 الإفصاح عن المخاطر بالقوائم المالية التي تتضمن معلومات حول تقديرات وأحكام إدارة الشركة، والاعتماد على السياسات المحاسبية المستندة إلى السوق مثل: إضمحلال قيمة الأصول، وتحوط المشتقات المالية، والأدوات المالية، والقيمة العادلة، وكذلك الإفصاح عن العمليات المركزة، والمعلومات غير المالية عن خطط الشركات وإستراتيجية التوظيف، والمخاطر التشغيلية والاقتصادية والسياسية والمالية وغيرها من المخاطر غير المالية.

كما عرف كلا من (Probohudono et Al., 2011, P124) الإفصاح عن المخاطر بأنه توفير معلومات ذات صلة بجميع عوامل الخطر الرئيسية التي تمر بها الشركة تكون ذات صلة وموثوقية ومحيدة ومفهومة وكاملة، بصورة تمكن أصحاب المصالح من اتخاذ القرارات التجارية والاستثمارية. في حين عرفه (حسن، 2013) بأنه ضرورة إحتواء التقارير المالية على كافة المعلومات والبيانات الهامة والملائمة سواء كانت معلومات وصفية أو كمية، بهدف إعلام مستخدمي التقارير المالية بالأحداث والظروف التي حدثت أو متوقع حدوثها والتي تنشأ عن عوامل داخلية أو خارجية، والتي من شأنها أن

تؤثر بالإيجاب أو بالسلب على أداء الشركة في الحاضر أو في مستقبل، وكذلك إدارة تلك الفرص والتهديدات.

بينما عرفه (مليجي، ٢٠١٧، ص. 146) بأنه جميع المعلومات التي تقدمها الشركة في التقرير السنوي وتصف المخاطر الرئيسية التي تتعرض لها، وطرق إدارتها، وأثارها الاقتصادية المتوقعة على الأداء الحالي والمستقبلي، وهو ما يسهم في تقليل درجة عدم اليقين في أنشطة الشركة. في حين عرف (سلطان وآخرون، 2023، ص. 72) الإفصاح عن المخاطر بأنه كافة المعلومات التي تقوم إدارة الشركة بعرضها في تقاريرها والتي تتضمن كافة أنواع المخاطر التي تتعرض لها الشركة وكيفية إدارتها من قبل الشركة، والآثار المتوقعة لتلك المخاطر على الأداء الحالي والمستقبلي، مما يساعد في تخفيض درجة عدم التأكد عن أنشطة الشركة، ويساعد الأطراف أصحاب المصلحة في إتخاذ قرارات سليمة.

وعادة ما يتم الإفصاح المحاسبي عن مخاطر الشركات من خلال نوعين من الإفصاح هما الإفصاح الإلزامي أو الإلزامي والإفصاح الاختياري، ويقوم الإفصاح الإلزامي على الالتزام بشروط ومتطلبات الإفصاح وفقا للمعايير أو القوانين واللوائح والنشرات الصادرة من الجهات التنظيمية والمفروضة على الشركات، وتركز معظمها على الإفصاح عن المخاطر المالية، بينما في ظل الإفصاح الاختياري هناك دوافع أكبر لدي الإدارة للإفصاح عن مدى أوسع من معلومات المخاطر للأطراف الخارجية (Khalifa, et al., 2014).

ويرى الباحثون أن التعريفات التي وردت بدراسة (Linsley & Shrives, 2006) ودراسة (Hassan, 2009, P669) تتفق مع النظرة الشاملة لمفهوم المخاطر، حيث تتعدى المنظور السلبي للمخاطر الى الأخذ في الاعتبار المنظور الإيجابي للمخاطر، لأن المخاطر تعرف بأنها احتمال وقوع نتائج إيجابية أو سلبية (فرص أو تهديدات) ناتجة عن أحداث مستقبلية لا يمكن التنبؤ بها، كذلك التأكيد على أن الإفصاح عن المخاطر جزء لا يتجزأ من الإفصاح المحاسبي يعمل على تقديم المزيد من الشفافية وثقة المستثمرين، كذلك أكدت جميع التعريفات على ضرورة الإفصاح عن كيفية إدارة الفرص والتهديدات الناجمة عن المخاطر التي تواجه الشركات.

4/3/2-أهمية ودوافع الإفصاح عن مخاطر الشركات

لقد كان الإفصاح عن مخاطر الشركات (CRD) محط اهتمام كبير على مدى العقدين الماضيين في الأدبيات المحاسبية وكموضوع قيد المناقشة من قبل التنظيمات والهيئات المهنية، ومع ذلك فإن الموضوع لا يزال قيد المناقشة إلى حد كبير، يرتبط هذا الاهتمام الأخير بالإفصاح عن مخاطر الشركات جزئياً بزيادة الطلب على الشركات لتوفير المزيد من المعلومات حول المخاطر في أعقاب فشل الشركات والفضائح المحاسبية في أوائل العقد الأول من القرن الحادي والعشرين في عدد من الشركات الأمريكية مثل Enron، HealthSouth، Tyco، و Morgan Stanley، و J. P. Morgan. وقد حصلت هذه المطالب على مزيد من الاهتمام بسبب الأزمة المالية العالمية في 2008، لذلك يمكن عرض أهمية الإفصاح عن المخاطر بما له من أثر على قرارات المستثمرين وبالتالي على أسعار أسهم الشركات كما تناولتها الدراسات السابقة فيما يلي:

1. أكدت دراسة (ICAEW, 2011) على أن الإفصاح عن المخاطر يساعد في تخفيض تكلفة رأس مال الشركة وتحسين المعلوماتية لدى المستثمرين، ليس هذا فحسب ولكن أيضا في تحسين حوكمة الشركات، ويسهم أيضا في تحسين إدارة الشركات وتخصيص الموارد بشكل أكثر فاعلية وتحقيق الاستقرار المالي للشركة.
2. ويؤكد معهد المحاسبين القانونيين في اسكتلندا Institute of Chartered Accountants of Scotland (ICAS) على أن الإفصاح عن المخاطر من شأنه أن يساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات أكثر فعالية حول تنويع الاستثمار والمخاطر (Abraham et al., 2012).
3. كما أكدت دراسة (Barakat and Hussainey, 2013) على أن الإفصاح عن المخاطر يؤدي إلى تحسين كفاءة السوق وذلك من خلال الطرق التالية: أن الإفصاح عن المخاطر يعتبر آلية خارجية لمراقبة سلوك الإدارة العليا ويساعد المستثمرين على تقدير التغيرات المحتملة في التدفقات النقدية المستقبلية للشركة، بالإضافة إلى أن الإفصاح عن المخاطر يساعد أيضا في خفض تكلفة رأس المال للشركة، كما أن الإفصاح عن المخاطر يعمل على تعزيز الثقة لدى مجتمع المستثمرين في الشركة من خلال العمل على دعم شرعيتها وسمعتها.
4. وتناولت دراسة (Oliveira et al., 2013; Togok et al., 2016) الدافع من الإفصاح عن المخاطر في ضوء نظرية الوكالة، في تقليل عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين؛ وأن الإفصاح عن المخاطر سيقبل من تكاليف الوكالة.
5. وترى دراسة (Kerle, 2015) أن الإفصاح عن معلومات المخاطر وعلى وجه الخصوص المعلومات السارة وفي الوقت المناسب وبالمحتوى المطلوب من الممكن أن يخلق ميزة تنافسية للشركة، وذلك بتحقيق من خلال الإفصاح عن تحليلات أكثر تفصيلاً لمعلومات المخاطر ومدى أهميتها والإجراءات التي تتخذها الشركة والضوابط التي تعتمد عليها للحد من المخاطر وإدارتها.
6. بينما ترى دراسة (Abdel-Azim and Abdelmoniem, 2015) أن الإفصاح عن المخاطر يعمل على تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والملاك وغيرهم من أصحاب المصالح والتي يمكن أن يكون لها تأثير سلبي على القيمة السوقية للشركة.
7. وترى دراسة (Elshandidy and Neri, 2015) أن الإفصاح عن المخاطر من قبل الشركات يساعد المستثمرين في توزيع المخاطر من خلال التنويع في المحافظ الاستثمارية، وتؤكد هذه الدراسات على أن الإفصاح عن المخاطر يساهم بشكل فعال في الحد من تشوهات الأسواق المالية وزيادة كفاءة الأسواق المالية.
8. بينما أكدت دراسة (Alzead & Hussainey, 2017) على أن الإفصاح عن المخاطر يعتبر عنصر رئيسي في حوكمة الشركات، حيث أن الإفصاح عن المخاطر يساعد المستثمرين وأصحاب المصلحة في تقييم الأداء المستقبلي للشركة والحكم على قدرة وكفاءة الإدارة على مواجهة المخاطر وتقديم الحلول المناسبة دون التأثير على القيمة السوقية للشركة.
9. وأكدت دراسة (Elshandidy et al., 2018) على العلاقة بين عملية إدارة المخاطر والإفصاح عن المخاطر حيث أن الإفصاح عن المخاطر يساهم في تحسين كفاءة وفعالية عملية إدارة المخاطر مما يكون له تأثير على نشاط واستدامة الشركة، وأن الإفصاح عن المخاطر يعتبر من العناصر الهامة التي تنعكس بشكل مباشر على أداء سوق المال.

5/3/2-النظريات المفسرة للإفصاح عن مخاطر الشركات

قد يكون الإفصاح عن مخاطر الشركات إلزامياً بموجب القوانين والمعايير والقواعد المنظمة لسوق المال، وقد تقوم الشركات بالإفصاح عن المخاطر بشكل إختياري لتخفيض تكاليف الوكالة أو إرسال إشارات للمشاركين في السوق حول قدرتها على تخفيض المخاطر أو غيرها من الدوافع، لذا قدمت الأدبيات المحاسبية العديد من النظريات التي توضح دوافع الشركات للإفصاح عن المخاطر في تقاريرها السنوية، ويعرض الباحثين فيما يلي بعض هذه النظريات:

1-نظرية الوكالة (The Agency Theory):

وفقاً لهذه النظرية، فإن الشركات تميل إلى الإفصاح عن المخاطر من أجل تقليل الصراعات بين الإدارة والمساهمين وتقليل درجة عدم اليقين المتعلقة بأداء الشركة في المستقبل (Buckby et al., 2015). كما أن هذه النظرية ترى أن قيمة الشركة تتأثر بتكاليف الوكالة، والتي تتمثل في الدوافع الإنتهازية للإدارة، وتكاليف الرقابة عليها، ولا شك أن الإفصاح الفعال في التقارير المالية يسهم في الرقابة على أداء الإدارة وتخفيض تكاليف تلك الرقابة، وبالتالي يمكن القول أن إدارة الشركة تفصح عن المعلومات – بما فيها معلومات المخاطر – بوصفها وسيلة لإقناع المستثمرين وباقي الأطراف أصحاب المصلحة بأن الإدارة تعمل لصالحهم (صالح، 2014). وعلى العكس من ذلك، فعندما يرى المستثمرون و/أو الدائنون عدم كفاية الإفصاح عن المخاطر في التقارير المالية، فإنهم سيلجأون إلى زيادة الإجراءات الرقابية على الإدارة وتفعيلها (Agyei-Mensah, 2016). لذا فإن الإفصاح عن المخاطر وفقاً لهذه النظرية يعتبر بمثابة أداة لمراقبة موقف المديرين تجاه المخاطر وجهودهم لتعظيم ثروة المساهمين.

2-نظرية الإشارة (Signaling Theory):

تم تقديم هذه النظرية من قبل (Spence, 1973)، وتنص على أن التقارير تتبع من رغبة الإدارة في الإفصاح عن أدائها المتفوق، الذي سيعزز من سمعة الإدارة ومكانتها، وتعتبر التقارير ذات جودة إذا ما كانت تحمل مؤشرات جيدة، والغرض من تقديم المديرين لمعلومات كافية في التقارير المالية؛ يتمثل في نقل إشارات جيدة عن الإدارة، حيث أن أي شركة مهتمة بالتوسع والاستمرارية تريد الحفاظ على ثقة المستثمرين من خلال تزويدهم بالمعلومات التي يحتاجونها وبالتالي، فإن معرفة المخاطر أمر بالغ الأهمية عندما يقرر المستثمرون الاستثمارات التي يجب عليهم القيام بها (Agyei-Mensah, 2016). وتسعى الشركات من خلال نظرية الإشارة إلى التوسع في نطاق الإفصاح الإختياري؛ للحد من عدم تماثل المعلومات بين الأطراف المختلفة، والإشارة بشكل أكثر إلى مدى جودة الشركة وزيادة قيمتها لدى جميع الأطراف أصحاب المصلحة (المطارنة، 2019)، ووفقاً لهذه النظرية فإن الإفصاح المستقبلي يُقدم إشارات إيجابية لأصحاب المصالح، كما أنه يؤثر بشكل مباشر في سمعة الشركات وأدائها في الأسواق وتستخدم الشركات الإفصاح المستقبلي لزيادة قيمتها الإقتصادية وجذب المستثمرين (على، 2021).

3-نظرية الشرعية (Legitimacy Theory):

تقوم هذه النظرية على إفتراض أساسي وهو وجود عقد بين الشركة والمجتمع الذي تعمل به، وبالتالي تقوم الشركة بالإفصاح عن المعلومات التي تؤكد للمجتمع شرعية الأنشطة التي تقوم بها، وأنها

تتماشى مع القواعد التي يتبناها المجتمع، مثل الإفصاح عن الإلتزام بالمعايير والقواعد والمتطلبات التي تم وضعها لحماية البيئة والمحافظة عليها، هذا بالإضافة الى الإفصاح عن المخاطر التي تواجه الشركة والجهود المبذولة لمواجهة هذه المخاطر، وذلك لكسب ثقة المستثمرين وكذلك تخفيض حالات التقاضي وتكاليف السمعة، وهو ما يعزز ثقة أصحاب المصلحة ويجذب المزيد من الموارد الجديدة (Abdallah et al., 2015). لذلك قد تكون هذه النظرية الأكثر إنتشاراً في تفسير الإفصاح عن المخاطر بسبب سعي الشركات لتحقيق التوازن بين القيم التنظيمية والمجتمعية. وفي هذا الصدد فقد أشارت دراسة (Salem et al., 2019) إلى أن الشركات تلجأ إلى الإفصاح عن المخاطر والتهديدات المحتملة وفقاً لنظرية الشرعية للحصول على دعم وتأييد المساهمين، وإضفاء الشرعية على إجراءات الشركة وتجنب التقاضي وتكاليف السمعة، وتقليل الحاجة الى لوائح إضافية، وإضفاء الشرعية على أعمال الشركات يمكنها من عرض قدراتها في إدارة المخاطر والتغلب عليها بكفاءة وهو ما يعزز ثقة المستثمرين ويجذب المزيد من الموارد المالية.

4-نظرية أصحاب المصالح (Stakeholders Theory)

ترتبط نظرية أصحاب المصالح ارتباطاً قوياً بنظرية الشرعية، ففي حين أن نظرية الشرعية تركز على التواصل مع المجتمع، فإن نظرية أصحاب المصالح تركز على التواصل مع مختلف المجموعات من أصحاب المصالح، حيث أنه وفقاً لنظرية لهذه النظرية فإن على الشركات التزاماً أخلاقياً تجاه أصحاب المصالح الخارجية (العملاء، المستثمرين، الموردين المقترضين، الحكومة، وغيرهم من المجتمع المحيط) وتختلف إحتياجات هذه الأطراف من المعلومات، وبالتالي يجب عليهم التوسع في الإفصاح لتلبية هذه الإحتياجات، ولأن إستمرار الشركة يتطلب دعم مختلف المجموعات من أصحاب المصالح فإنه ينبغي تعديل أنشطة الشركة لتناسب متطلبات أصحاب المصالح، والإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالمخاطر لمساعدتهم في إتخاذ القرارات والحفاظ على إستثماراتهم، وتعتبر هذه النظرية من أفضل النظريات في شرح دوافع الإفصاح عن المخاطر في الشركات (Deegan, 2002 ; Freeman, 2010).

5-نظرية التنظيم (Regulatory theory):

وفقاً لهذه النظرية فإن المنظمون يتدخلون بوضع قواعد تلزم الشركات بالإفصاح عن أنواع معينة من المعلومات، وذلك في حال ما إذا كانت كمية المعلومات التي تفصح عنها الشركات أو مستوى جودتها لا يلبي إحتياجات المشاركين في السوق، وقد يتم أيضاً تحديد طريقة وشكل الإفصاح عنها ومن بينها المعلومات المرتبطة بالمخاطر، وتفترض نظرية التنظيم أن إلزام الشركات بالإفصاح عن المعلومات التي ترتبط بنشاطها يسهم في تخفيض عدم تماثل المعلومات وحماية فئة صغار المستثمرين من إستغلال الفئات الأخرى، وتسهم نظرية التنظيم في توفير أساس مفاهيمي للإفصاح الإلزامي، فالأسواق غير الكاملة تتطلب درجة من التنظيم لحماية المستثمرين وتخفيض عدم تماثل المعلومات (Elshandidy et al., 2013, p. 300). فعلى سبيل المثال يستطيع المنظمون الحد من القيود المرتبطة بالإفصاح عن المخاطر وتحديد محتوى المعلومات التي ينبغي الإفصاح عنها من خلال طلب نظام لإدارة هذه المخاطر (Dobler, 2008, p. 188). كما تفسر تلك النظرية الظروف التي يطلب فيها المنظمون من الشركات

الإفصاح عن معلومات حول المخاطر مثل الأزمات المالية أو غيرها من الأزمات، أو بمعنى آخر عندما يفشل السوق في توفير المعلومات التي تسهم في حماية مستثمريه (Elshandidy, 2011, p. 70).

وبناء على ما سبق يتضح أن جميع النظريات المفسرة للإفصاح عن المخاطر إتفقت على أهمية الإفصاح عن معلومات المخاطر لما له من دور كبير في تخفيض عدم تماثل المعلومات وبالتالي تخفيض تكلفة رأس المال، وزيادة ثقة المستثمرين والمقرضين، وتحسين عملية إتخاذ القرار الإستثماري بشأن الأداء المستقبلي للشركة.

6/3/2-متطلبات الإفصاح عن المخاطر المالية وفقا لمعايير المحاسبة المصرية

تعتبر معايير المحاسبة المصرية من ضمن المصادر التي تحكم إفصاح الشركات المدرجة في البورصة المصرية، وقد ألزمت معايير المحاسبة المصرية الصادرة بموجب القرارين رقمي (١١٠) لعام ٢٠١٥ و (٦٩) لسنة ٢٠١٩ بضرورة إفصاح الشركات عن المخاطر المرتبطة بأنشطتها، وذلك كما هو موضح في المعايير التالية:

1/6/3/2-معيار المحاسبة المصري رقم (١٣) الخاص "بأثار التغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية"، وفقاً لهذا المعيار، يتعين على الشركات الإفصاح عن الأثار الاقتصادية والمالية الإيجابية أو السلبية الناتجة عن التغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية عند ترجمة البيانات والمعاملات المالية بالعملة الأجنبية. وبعبارة أخرى، يجب على الشركات تقديم معلومات عن حجم الأرباح والخسائر المرتبطة بالتغيرات في أسعار صرف العملات الأجنبية.

2/6/3/2-معيار المحاسبة المصري رقم (40) والصادر في عام (2015) كترجمة للمعيار الدولي (IFRS 7) وتم تطبيق هذا المعيار ببيئة الأعمال المصرية إعتباراً من يناير (2016)، وتكمل مبادئ هذا المعيار لمتطلبات معيار المحاسبة المصري رقم (25) "الأدوات المالية: العرض"، ومعيار المحاسبة المصري رقم (47) "الأدوات المالية". ويمكن للباحث عرض أهم ما تناولة هذا المعيار كما يلي:

أ-طبيعة ومدى المخاطر الناجمة عن الأدوات المالية، الفقرتان (31 و 32). حيث نصت بأنه على الشركة الإفصاح عن المعلومات التي تتيح للمستخدمين تقييم طبيعة ومدى المخاطر الناتجة عن الأدوات المالية والتي تتعرض لها الشركة في نهاية الفترة المالية، وكيف تمت إدارة هذه المخاطر. وتشمل هذه المخاطر عادة – دون أن تكون مقتصرة على ذلك – مخاطر الإئتمان ومخاطر السيولة ومخاطر السوق.

ب-الإفصاحات النوعية، فقرة (33): وفقاً لهذه الفقرة فإنه يجب على الشركة الإفصاح لكل نوع من مخاطر الأدوات المالية عن، أ) التعرض للمخاطر وكيف تنجم، ب) أهداف وأساليب وسياسات إدارة المخاطر والطرق المستخدمة لقياس المخاطر، ج) أيها تغيرات في هذه البنود عن الفترات السابقة.

ج-الإفصاحات الكمية، الفقرتان (34 و 35):

-فقرة (34): على إدارة الشركة الإفصاح لكل نوع من مخاطر الأدوات المالية عن ملخص للبيانات الكمية حول تعرضها لتلك المخاطر في تاريخ نهاية الفترة المالية، وذلك بناء على المعلومات المتوفرة داخلياً لموظفي الإدارة الرئيسيين.

-فقرة (35): إذا كانت البيانات الكمية التي تم الإفصاح عنها كما هي في تاريخ نهاية الفترة المالية لا توضح تعرض الشركة للمخاطر خلال الفترة فإن على إدارة الشركة تقديم مزيد من المعلومات لتوضيح مدى تعرض الشركة للمخاطر.

د-خطر الائتمان، الفقرة (36): وفقاً لهذه الفقرة فإنه يتعين على الشركة أن تقوم بالإفصاح لكل فئة من فئات الأدوات المالية عن:

أ) المبلغ الذي يمثل أقصى درجة تعرض لمخاطر الائتمان في تاريخ نهاية الفترة المالية دون الأخذ في الاعتبار أي ضمانات محتفظ بها أو تحسينات الائتمان الأخرى (على سبيل المثال اتفاقيات عمل المقاصة والتي لا تستوفي شروط عمل المقاصة طبقاً لمعيار المحاسبة المصري رقم (25)). ويعتبر هذا الإفصاح غير مطلوب للأدوات المالية التي يبلغ رصيدها الدفترى أقصى حد للتعرض لمخاطر الائتمان.

ب) وصف البنود المحتفظ بها كضمان وتحسينات الائتمان الأخرى، وأثرها المالي (مثل تحديد مدى إسهام الضمان وتحسينات الائتمان الأخرى في التخفيف من مخاطر الائتمان).

هـ- خطر السيولة، الفقرة (39): وفقاً لهذه الفقرة فإنه يجب على الشركة الإفصاح عن ما يلي:

أ) تحليل بتواريخ استحقاق الالتزامات المالية المشتقة وغير المشتقات (بما في ذلك عقود الضمانات المالية المصدرة) يبين تواريخ الاستحقاق التعاقدية المتبقية، والتي تعد فيها هذه التواريخ هامة لفهم توقيت التدفقات النقدية.

ب) وصف لكيفية إدارة الشركات لمخاطر السيولة المتأصلة في البنود السابقة.

و-خطر السوق:

تحليل الحساسية، الفقرة (40 و 41): وفقاً لهذه الفقرة فإنه يجب على الشركة الإفصاح عما يلي:

أ) تحليل الحساسية لكل نوع من مخاطر السوق، وبيان كيف أن الربح أو الخسارة وحقوق الملكية كانت ستتأثر بسبب التغيرات في المخاطر ذات العلاقة المتغيرة التي كانت محتملة بشكل معقول في ذلك التاريخ.

ب) الأساليب والافتراضات التي استخدمتها الشركة في إعداد تحليل الحساسية.

ج) التغيرات عن الفترة السابقة في الأساليب والافتراضات المستخدمة، وأسباب هذه التغيرات.

إفصاحات مخاطر السوق الأخرى، الفقرة (42): تنص هذه الفقرة على أنه، عندما يكون تحليل الحساسية التي تم الإفصاح عنها طبقاً للفقرتين (40 أو 41) لا تمثل المخاطر المتأصلة في الأداة المالية

(على سبيل المثال إذا كان التعرض في نهاية السنة لا يعكس التعرض خلال السنة) فإن على الشركة الإفصاح عن هذه الحقيقة وسبب اعتقادها أن تحليل الحساسية لا يمثل هذه المخاطر.

ويتضح مما سبق أن معايير المحاسبة المصرية ركزت على المخاطر المالية فقط دون الإهتمام بالإفصاح عن المخاطر غير المالية للشركات، مما ترتب على ذلك توافر المرونة والحرية لإدارات الشركات في تحديد طبيعة وكمية ونوعية معلومات المخاطر المفصح عنها في ضوء المبادئ التوجيهية المتفاوتة التي تصدرها الهيئات المحاسبية.

3-الدراسات السابقة وتطوير الفروض

1/3-مقدمة:

يهدف الباحثون من خلال هذا الفصل إلى عرض وتناول جهود الباحثين السابقة التي تناولت متغيرات البحث من أجل دراسة أثر الإفصاح عن المخاطر المالية على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية، وقد قام الباحثون بترتيب الدراسات حسب الترتيب الزمني كما يلي:

2/3-عرض وتحليل الدراسات السابقة

1-دراسة (Samet & Jarboui, 2017) بعنوان:

"CSR, agency costs and investment-cash flow sensitivity: a mediated moderation analysis"

هدفت هذه الدراسة الي إختبار العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، وباستخدام عينة مكونة من 398 شركة أوروبية مدرجة في STOXX Europe 600 خلال السنوات من 2009 إلى 2014.

توصلت الدراسة إلى أن أداء المسؤولية الاجتماعية للشركات لها تأثير سلبي على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية الداخلية، كذلك فإن تكاليف الوكالة تلعب دور المتغير الوسيط في العلاقة العكسية السابقة، وبالتالي فإن الشركات التي تقوم بأداء المسؤولية الاجتماعية يكون لديها فرص أفضل للحصول على التمويل من خلال أسواق رأس المال، حيث يخفف أداء المسؤولية الاجتماعية كلا من التعارضات المتواجدة في هذه الأسواق وتكاليف الوكالة.

2-دراسة (Alzead, & Hussainey, 2017) بعنوان:

"Risk disclosure practice in Saudi non-financial listed companies"

قامت هذه الدراسة بإجراء تحليل مفصل لممارسات الإفصاح عن مخاطر في الشركات السعودية غير المالية المدرجة في البورصة خلال الفترة من عام 2010 إلى عام 2014. وقد تكونت العينة في هذه الدراسة من 88 شركة غير مالية مدرجة وشمل 440 مشاهده. تم اختيار المملكة العربية السعودية لأنها

اقتصاد ناشئ يعمل على تحسين مناخها الاستثماري، نظراً لامتلاكها أعلى قيمة سوقية في المنطقة العربية.

أشارت النتائج الرئيسية التي توصلت إليها الدراسة إلى أن متوسط مستوى الإفصاح عن المخاطر (RD) بين جميع العينات هو 17 ٪، والحد الأقصى 55 ٪، و 10 شركات لم تقم بإجراء أي إفصاح عن المخاطر (RD) على الإطلاق ، والأغلبية التي تفعل ذلك، 63 ٪ من المعلومات تتعلق للإفصاح عن المخاطر المالية والمخاطر ذات الصلة و 37 ٪ الأخرى للإفصاح عن المخاطر غير المالية. يظهر الاتجاه الخاص بالإفصاح عن المخاطر على مدى فترة الخمس سنوات من الدراسة أن معظم الشركات شهدت زيادة في نشاط الإفصاح عن المخاطر، ولكنها تعتبر زيادة ضعيفة وقد أرجع الباحثان ذلك إلى أن الشركات تزعم أن هذه المعلومات تكون عادة معلومات حساسه تجارياً والتي يمكن أن تعرض الأعمال والوضع الإقتصادي لهذه الشركات للخطر.

3-دراسة (أبو خزانة، 2018) بعنوان

"مدى مساهمة الإفصاح عن مخاطر الأدوات المالية في ضوء (IFRS 7) في تنشيط سيولة الأسهم بالبورصة المصرية"

هدفت هذه الدراسة إلى إختبار مدى مساهمة الإفصاح عن مخاطر الأدوات المالية في ضوء المعيار الدولي رقم 7 لاعداد التقارير الماليه في تنشيط سيوله الاسهم وكذلك التعرف على مدى قيام الشركات المدرجة بالبورصة المصرية بالافصاح عن هذه المخاطر وفقا للمعيار رقم 7 ، ومن اجل تحقيق هذه الاهداف تم إجراء دراسته ميدانية على عينه شملت كلا من (107) من المحللين الماليين بشركات تداول الاوراق الماليه والمستثمرين في اسهم البورصة، وعدد 42 شركة من الشركات المدرجة بالبورصة وذلك خلال الفتره من عام 2014 حتى 2016، وتوصلت هذه الدراسة الى النتائج الاتية:

اولاً: ان الافصاح عن مخاطر الادوات الماليه وفقا للمعيار رقم 7 يساهم بدرجة قويه في تنشيط سيوله الاسهم. وثانياً: ان الشركات المدرجة بالبورصة لا تقوم بالافصاح عن هذه المخاطر وفقا للمعيار رقم (7) حيث كان مستوى الإفصاح اقل بكثير من مستوى الافصاح الوارد بالمعيار، وثالثاً: ان الافصاح الحالي لهذه الشركات عن تلك المخاطر لا يؤثر بشكل دال لاحصائيا على سيولة الاسهم، بينما كان هناك تأثيرا ايجابيا معنوياً على سيولة الاسهم لكل من حجم الشركة والربحية والرفع الماليه وسعر السهم والتي تم استخدامها كمتغيرات رقابيه في نموذج الدراسة

4-دراسة (القليطي، 2019) بعنوان:

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

هدفت هذه الدراسة إلى إختبار وتحليل تأثير الإفصاح عن المخاطر على القيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية. ومن أجل تحقيق هذه الأهداف قام الباحث بإجراء دراسة تطبيقية على

عينة مكونة من 44 شركة بما يعادل 54 % من مجتمع الدراسة بعد استبعاد قطاع البنوك والخدمات المالية خلال العام ٢٠١٧.

وباستخدام الأساليب الإحصائية المختلفة توصلت الدراسة إلى النتائج التالية، أولاً: أن الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية لا يزال منخفضاً، ولا سيما الإفصاح عن المخاطر غير المالية، وأن معلومات المخاطر المفصحة عنها بالتقارير السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية تعتبر معلومات مالية ومعظمها تعتبر معلومات سارة عن المخاطر. ثانياً: أن هناك اختلاف في مستوى الإفصاح عن معلومات المخاطر حسب القطاع، وأن هناك احتمال أن يكون للإفصاح عن المخاطر دوراً هاماً في التأثير على القيمة السوقية للشركات في كل قطاع من القطاعات محل الدراسة. ثالثاً: أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن كل من المخاطر المالية والمخاطر غير المالية والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، وأن الأثر الأكبر على القيمة السوقية للشركات عينة الدراسة يرجع إلى تأثير الإفصاح عن مخاطر السوق ويبي ذلك الربحية ثم الإفصاح عن مخاطر التشغيل. رابعاً: أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المعلومات السارة المتعلقة بالمخاطر والقيمة السوقية للشركات المدرجة في البورصة المصرية.

5-دراسة (أبوخزائة، 2019) بعنوان

"تنوع الشركات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية في الأسواق الناشئة: دراسة تطبيقية على مصر"

تمثل الهدف الرئيسي من هذا البحث في اختبار حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية بالشركات المتداول أسهمها بالبورصة المصرية. وأثر تنوع الشركات على هذه الحساسية في الأسواق الناشئة ولتحقيق ذلك الهدف قام الباحث بتطوير ستة فروض للبحث تم اختبارها من خلال دراسة تطبيقية على عينة شملت 40 شركة من الشركات المتداولة في مصر كأحد الأسواق الناشئة، وذلك خلال السنوات من 2014م حتى 2017م.

وقد أظهرت النتائج حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية بهذه الشركات، وأن تنوع الشركات له تأثيراً عكسياً ذو دلالة إحصائية على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية وذلك من خلال خمسة مجالات للتنوع هي: تنوع المنتجات، وتنوع الأنشطة، والتنوع الجغرافي، وتنوع الدخل، وتنوع الأصول، كذلك فإن تنوع المنتجات كان الأكبر تأثيراً بينما كان التنوع الجغرافي الأقل تأثيراً على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.

6-دراسة (Li, et al., 2019) بعنوان

"Risk disclosure in annual reports and corporate investment efficiency"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على كيفية تأثير الإفصاح عن المخاطر على كفاءة استثمار الشركات (من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة بين المستثمرين والشركات) باستخدام بيانات الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للسهم خلال الفترة من 2007 إلى 2015 في دولة الصين.

أظهرت النتائج التي توصلت إليها الدراسة أنه (1) كلما زادت وتيرة الإفصاح عن المخاطر في أقسام "عوامل الخطر الهامة و Management discussion and analysis (MD&A) - وهو قسم ضمن التقرير السنوي للشركة أو الربع سنوي حيث يحلل التنفيذيون أداء الشركة، يمكن أن يتضمن القسم أيضاً مناقشة حول المخاطر والخطط المستقبلية، مثل الأهداف والمشاريع الجديدة- كلما ارتفعت كفاءة الاستثمار في الشركات. وهذا يشير إلى أن عدم تجانس معلومات المخاطر في التقارير السنوية ضعيف في الصين. (2) في مزيد من التحليل، وجد الباحثون أن تأثير الإفصاح عن المخاطر على الكفاءة الاستثمارية للشركات أكثر بروزاً في لهجة الإفصاح الأكثر إيجابية، أو عندما يكون هناك المزيد من الكلمات الرئيسية حول فئة الاستثمار، والمزيد من طلبات المعلومات وقدرة أفضل على معالجة المعلومات من المستثمرين. تدعم هذه النتائج حجة التقارب بشأن الإفصاح عن المخاطر وتشير إلى أن خصائص الإفصاح وخصائص المستثمر قد تعدل العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وكفاءة الاستثمار.

7-دراسة (Ellouze, & Cherif, 2020) بعنوان

"Corporate governance and investment cash-flow sensitivity: evidence from Tunisia"

تمثل الهدف من هذه الدراسة في التحقق من تأثير جودة حوكمة الشركات على حساسية الاستثمار للتدفق النقدي. وقد استخدم الباحثان بيانات لعينة من 40 شركة تونسية غير مالية مدرجة في البورصة خلال الفترة من 2007 إلى 2016.

وتوصلت نتائج هذه الدراسة إلى أن الاستثمار حساس للتدفقات النقدية، ولكن تنخفض حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية عندما تظهر الشركات جودة حوكمة أفضل. تشير هذه النتائج إلى أن تحسين حوكمة الشركات يمكن أن يحل مشاكل الوكالة ويقلل القيود المالية. وهذا دفع الباحثان لإستنتاج أن الحوكمة الأفضل تؤدي إلى تخصيص استثمار أكثر كفاءة في تونس.

8-دراسة (Moussa, 2020) بعنوان

"The Effect of Corporate Risk Disclosure on Firm Value According to Corporate Governance"

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر الإفصاح عن مخاطر الشركات على قيمة الشركة كهدف رئيسي أول. وقد تم تقسيم هذا الهدف إلى مجموعه من الأهداف الفرعية، وقياس أثر حوكمة الشركات ومستوى الإفصاح عن مخاطر الشركات على قيمة الشركة.

وقد قامت هذه الدراسة بتحليل محتوى للتقارير السنوية للشركات غير المالية المدرجة على مؤشر (EGX 100) لقياس مستوى الإفصاح عن مخاطر الشركات واختبار تأثيره على قيمة الشركة المدرجة بالبورصة المصرية.

تمثلت أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة في: أن إفصاح الشركات للمخاطر المالية أكثر من المخاطر غير المالية، والمخاطر المستقبلية أكثر من المخاطر التي تتعلق بالماضي، والمخاطر النوعية أكثر من المخاطر الكمية، والمخاطر السيئة أكثر من المخاطر الجيدة. كما أن مستوى الإفصاح عن المخاطر المالية له تأثير سلبي كبير على قيمة الشركة، بينما لا توجد علاقة بين الإفصاح عن المخاطر غير المالية وقيمة الشركة.

أنواع الإفصاح عن المخاطر لها تأثير مختلف على قيمة الشركة ؛ مستوى الإفصاح عن المخاطر المالية، والماضية، والمستقبلية، والنوعية، والكمية، والسيئة له تأثير سلبي كبير على قيمة الشركة في الوقت نفسه، حيث لا يرتبط مستوى الإفصاح عن المخاطر الجيدة بقيمة الشركة، وقد تم حذف مستوى الإفصاح عن المخاطر المحايدة من التحليل. الإفصاح عن المخاطر السيئة هو أكثر أنواع الإفصاح عن المخاطر التي تؤثر على قيمة الشركة.

9-دراسة (Ibrahim, 2021) بعنوان

“The impact of risk disclosure on investment efficiency: evidence from Egypt”

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة أثر الإفصاح عن المخاطر على كفاءة الاستثمار. وتختبر هذه الدراسة الفرضيات باستخدام عينة مكونة من 84 شركة مصرية مقيمة بالبورصة للفترة (2014-2018). وقد استخدم الباحث تحليل المحتوى لحساب مؤشر الإفصاح عن المخاطر (RDI) من التقارير السنوية ودراسة مدى تأثيره على كفاءة الاستثمار في الشركات. وأظهرت النتائج أن هناك علاقة سلبية ومعنوية بين الإفصاح عن المخاطر والاستثمار، أي أنه في ظل زيادة (نقصان) الإفصاح عن المخاطر فإن الشركات تتمتع بكفاءة استثمارية أقل (أكثر).

وقد تم تفسير هذه النتيجة بأنها تتفق مع فرضية الاختلاف، التي تشير إلى أنه عند الإفصاح عن تفاصيل حول معلومات المخاطر، يمكن للمستثمرين أن يدركوا أن الشركة تواجه مخاطر، لذلك يطالبون بمزيد من التعويضات لتجنب المخاطر غير المؤكدة، أو على الأقل سحب ملكية أسهمهم. وهذا يؤثر على عدم كفاءة الاستثمار. وقد قسمت الدراسة العينة إلى مجموعتين: الإفراط في الاستثمار ونقص الاستثمار، لاختبار تأثير الإفصاح السنوي عن المخاطر على الاستثمار. أظهرت النتائج وجود علاقة معنوية وسلبية بين مجموعة الاستثمار المفرط والإفصاح عن المخاطر، في حين أنها غير معنوية في مجموعة نقص الاستثمار والإفصاح عن المخاطر حيث تشير إلى أن الإفصاح عن المخاطر يمكن أن يعزز كفاءة الاستثمار بشكل رئيسي عن طريق الحد من السلوك الاستثماري المفرط. وقد دعمت هذه النتائج الأدبيات المتعلقة بالإفصاح عن المخاطر وكفاءة الاستثمار.

10-دراسة (عبدالفتاح وعبدالسميع، 2022) بعنوان

"العلاقة بين القدرة الإدارية وجودة الإفصاح عن المخاطر وأثرها على الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين وجودة الإفصاح عن المخاطر وأثرها على الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من (2018م) حتى (2020م)، وتم قياس القدرة الإدارية باستخدام نموذج يعتمد على أسلوب تحليل مغلف البيانات (Data Envelopment Analysis (DEA)، كما تم قياس جودة الإفصاح عن المخاطر اعتماداً على ثلاث مؤشرات هي: كمية الإفصاح عن المخاطر، وتغطية الإفصاح عن المخاطر للمخاطر المالية وغير المالية، بالإضافة إلى مدى توافر الخصائص النوعية الدالة على جودة المعلومات المحاسبية في المعلومات التي يوفرها الإفصاح عن المخاطر، أما الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية فقد تم قياسه اعتماداً على أسلوب تحليل الانحدار وفقاً لنموذج (Ohlson, 1995).

وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها: ترتبط القدرة الإدارية للمديرين بعلاقة ارتباط موجبة ذات دلالة إحصائية بجودة الإفصاح عن المخاطر، كما توجد علاقة ارتباط طردية غير دالة إحصائياً بين القدرة الإدارية والدور التقييمي للمعلومات المحاسبية، وكذلك توجد علاقة ارتباط طردية ذات دلالة إحصائية بين جودة الإفصاح عن المخاطر والدور التقييمي للمعلومات المحاسبية، وأخيراً توجد علاقة ارتباط طردية قوية ذات دلالة إحصائية بين الأثر التفاعلي للقدرة الإدارية وجودة الإفصاح عن المخاطر على الدور التقييمي للمعلومات المحاسبية.

11-دراسة (Yi, 2023) بعنوان

Corporate governance, information disclosure and investment - Cash flow sensitivity

هدفت هذه الدراسة إلى إستكشاف حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية بالصين، في ظل سيناريوهات نقص الاستثمار والإفراط في الاستثمار وتأثيرات الإفصاح عن المعلومات وحوكمة الشركات على تنظيم حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية، وتم تطبيق هذه الدراسة على عينة من شركات التصنيع في الصين، وتم تجميع بيانات الدراسة من عام 2013 إلى عام 2020.

وتوصلت نتائج هذه الدراسة إلى أنه، لا تزال شركات التصنيع المدرجة في الصين تعاني من مشكلة حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية، والتي توجد في سيناريوهات الإفراط في الاستثمار ونقص الاستثمار؛ يمكن أن يؤدي نقص الاستثمار بسبب قيود التمويل والإفراط في الاستثمار بسبب تكاليف الوكالة إلى حساسية عالية للتدفق النقدي. ومن الممكن أن يؤدي الإفصاح عن المعلومات إلى تقليل حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية لدى الشركات، ويكون هذا التأثير أكثر وضوحاً في مجموعة الاستثمار المفرط. ويختلف تأثير حوكمة الشركات على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية إلى حد ما بين سيناريوهات الإفراط في الاستثمار وسيناريوهات نقص الاستثمار.

وبالتالي يمكن القول أنه في حالة الإفراط في الاستثمار، فإن تحسين مستوى الإفصاح يخفف بشكل كبير من حساسية التدفق النقدي للاستثمار؛ وفي حالة نقص الاستثمار، فإن تحسين حوكمة الشركات يقلل بشكل كبير من حساسية التدفق النقدي للاستثمار.

12-دراسة (الجرجاوى وآخرون، 2023) بعنوان

أثر الإفصاح عن المخاطر المالية علي الكفاءة الاستثمارية:دراسة تطبيقية

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر الإفصاح عن المخاطر المالية على كفاءة الاستثمار من خلال إجراء دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في بورصة مصر EGX100 من عام 2017 إلى عام 2021، مع عينة من 308 استجابة.

وكانت أهم نتائج الدراسة: - مستوى الإفصاح المحاسبي عن المخاطر له تأثير سلبي كبير على كفاءة الاستثمار المفرطة، وله تأثير سلبي كبير على العجز في كفاءة الاستثمار.

وأوصت الدراسة بضرورة قيام هيئة الرقابة المالية بإصدار كتيبات لتوعية الشركات التي لديها لجنة مستقلة لإدارة المخاطر بأهمية استقلال أعضاء هذه اللجنة، مع ضرورة تمتع أعضائها بالمؤهلات المحاسبية والمالية.

13-دراسة (Anri, & Utama, 2024) بعنوان

“ESG Performance on Investment-Cash Flow Sensitivity: Case Study of Non-Financial Companies Listed on the Indonesian Stock Exchange”

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل تأثير أداء الحوكمة البيئية والاجتماعية والحوكمة على حساسية الإستثمار للتدفق النقدي للشركات غير المالية المدرجة في بورصة إندونيسيا للفترة 2017-2022. تم قياس أداء الحوكمة البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) باستخدام تصنيفات الحوكمة البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) من أبحاث وتقييمات ESG الخاصة بشركة Sustainalytics، والتي تم الحصول عليها من قاعدة بيانات Bloomberg Terminal. تم إجراء عملية الاختبار على 50 شركة غير مالية مسجلة في إندونيسيا لمدة ست سنوات مع إجمالي 300 ملاحظة تم الحصول عليها من خلال تقنيات أخذ العينات الهادفة. توصلت نتائج هذه الدراسة أن الشركات غير المالية المدرجة ببورصة إندونيسيا لا تزال تعاني من ظاهرة حساسية الاستثمار للتدفق النقدي، وقد يؤدي الأداء الجيد للمعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة إلى تقليل هذه الحساسية. وبالتالي، يمكن الإشارة إلى أن الشركات التي تطبق أداءً جيدًا في مجال البيئة والاجتماعية والحوكمة يمكنها بسهولة الحصول على مصادر التمويل.

3/3-التعليق على الدراسات السابقة

- أوضحت الدراسات السابقة مدى أهمية قيام الباحثين، والمنظمين، والمحليلين الماليين بتحليل حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية للشركات المتداولة بالبورصة، للوقوف على حقيقتها، حيث تعد

- هذه الحساسية مؤشراً هاماً للكشف عن مشكلات حيوية عديدة أبرزها القيود المالية، وعدم تماثل المعلومات، وتكاليف الوكالة.
- ضرورة إدراك كلاً من مساهمي وإدارات الشركات لأهمية تخفيض حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية، وذلك من خلال الإستفادة من المتغيرات المالية وغير المالية العديدة التي تساهم في تحقيق ذلك.
 - أظهرت الدراسات السابقة أن دول منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا تعاني من صعوبة الوصول إلى مصادر التمويل الخارجي، وقد يعود ذلك إلى مشكلة عدم تماثل المعلومات التي تحد من تدفق الأموال الخارجية نحو الشركات.
 - وفقاً للدراسات السابقة تتأثر حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية بالعديد من المتغيرات والتي يمكن أن تمثل قنوات أو حلقات اتصال يؤثر الإفصاح المحاسبي عن المخاطر من خلالها على هذه الحساسية، مثل تكلفة التمويل الخارجي، مشكلتي تكاليف الوكالة وعدم تماثل المعلومات، أداء المسؤولية الاجتماعية وكذلك المستوى الجيد لحوكمة الشركات المطبقة في الشركات والتي يعد الإفصاح والشفافية أحد مبادئها.
 - كما أظهرت الدراسات السابقة مدى أهمية معلومات المخاطر بالنسبة للمستثمرين، ولكن يعاني الإفصاح عن المخاطر من الإنخفاض النسبي وأرجع الباحثون ذلك إلى أن الشركات تزعم أن هذه المعلومات تكون عادة معلومات حساسه تجارياً والتي يمكن أن تعرض الأعمال والوضع الإقتصادي لهذه الشركات للخطر.
 - أوصت الدراسات السابقة بمزيد من الاهتمام للنظر في معاني المخاطر ومفاهيم المخاطر وأنواع المخاطر وقياس المخاطر، وبالتالي تطبيق مصطلحات المخاطر بطريقة متماسكة وقابلة للمقارنة. فيما يتعلق بالقياس، هناك حاجة إلى مزيد من البحث لمعالجة مقاييس أنواع المخاطر (على سبيل المثال، السوق، الائتمان، السيولة، ومخاطر التشغيل) وكيف تتناسب البيانات المحاسبية مع هذه المقاييس (خاصة بالنظر إلى الترددات المختلفة المرتبطة ببيانات المحاسبة مقابل بيانات السوق).
 - وتؤكد نتائج بعض الدراسات السابقة على دور واضعي المعايير وقدرتهم على تشجيع الشركات على إنتاج معلومات مفيدة لمتخذ القرار، كما أشار الباحثون إلى أن الحالة الحالية لتنظيم الإفصاح عن المخاطر هي في مرحلة مماثلة لتلك الموجودة في تنظيم الإفصاح عن القيمة العادلة قبل إصدار مجلس معايير المحاسبة الدولية معياراً محدداً يغطي قياس القيمة العادلة والإفصاح عنها.
 - أوضحت نتائج دراسات هذه المجموعة مدى أهمية الإفصاح عن معلومات المخاطر الخاصة بالشركة لكل الأطراف أصحاب المصلحة سواء المساهمين او المقرضين وخاصة البنوك لما لهذه المعلومات من أهمية في تقييم أداء الشركات ومساعدته محلي الائتمان في إتخاذ قراراتهم.
 - ومع ذلك كان هناك تباين في بعض نتائج الدراسات السابقة حيث توصلت بعض الدراسات إلى وجود تأثير سلبي معنوي لمستوى الإفصاح عن معلومات المخاطر على كفاءة الإستثمار، بينما توصلت أخرى إلى أن الإفصاح عن المخاطر يؤثر على سلوك الإستثمار. فيما توصلت أخرى إلى أن الإفصاح عن المزيد من المعلومات يؤدي إلى تقليل حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية، وبالتالي يتم تشجيع الشركات على الإفصاح عن المخاطر المحتملة التي قد تواجهها دون إخفاء، مما يزيد من

شفافية المعلومات ويحسن كفاءة الاستثمار.

3/3- أوجه الإختلاف بين الدراسات السابقة والدراسة الحالية وتحديد الفجوة البحثية

من خلال عرض وتحليل الدراسات السابقة يستنتج الباحثون ما يلي

- هناك ندره في الدراسات التي تناولت تحليل أثر الإفصاح عن المخاطر على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية، حيث أنه في حدود علم الباحثون لا توجد دراسه تناولت هذه العلاقة بشكل مباشر.
- على الرغم من التوصل لمجموعه من الدراسات بالبيئة المصرية والتي تناولت بالدراسه والتحليل العوامل المحدده للإفصاح عن المخاطر وأهم الآثار الناتجة عنه إلا أن هذه الدراسات طالبت بمزيد من البحث والدراسه في موضوع الإفصاح عن المخاطر لما له من أهميه بالغة للمنظمين والمساهمين.
- أظهرت نتائج الدراسات التي تناولت الإفصاح عن المخاطر نتائج متعارضة بين مزايا وعيوب مما يترتب عليه من منافع وتكاليف لهذا الإفصاح وهو ما يمثل دافع لهذا البحث لتأييد أي من الطرفين هو الأفضل.
- على الرغم من الإهتمام بموضوع حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية من قبل البحوث والدراسات الأجنبية إلا أن الدراسات العربية لم تولى الإهتمام الكافي بهذا المتغير والذي لم يتوصل الباحثون إلا لدراستين عربيتين إحداهما مصرية والتي دورها أوصت بمزيد من البحث عن العوامل المؤثره على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية.

4/3- إشتقاق فروض البحث في ضوء الدراسات السابقة

تعتبر حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية بمثابة مقياس لكفاءة إمكانيات نمو الشركة، وبموجب نظرية العقد، تكون الشركة عبارة عن رابط بين العقود الصريحة والضمنية بين المديرين والمالكين والمستثمرين، وبالتالي سيقدم المستثمرون رأس المال للشركات في مقابل مطالبات بقيمة الشركات (Jiang et al., 2019). وكما ذكر (Modigliani & Miller, 1958)، أنه "في الأسواق المثالية والكاملة، تكون قرارات الاستثمار الخاصة بالشركة مستقلة عن وضعها المالي". ومن الناحية المثالية، سنتلقى الشركات رأس المال في أي وقت تستحق فيه فرص الاستثمار الخاصة بها الاستثمار الجديد. في هذه الحالة، سيكون إنفاقها الاستثماري مستقلاً عن تدفقاتها النقدية.

وفي ظل افتراض عدم كفاءة أسواق رأس المال، تحتاج الشركات إلى إنفاق المزيد على التمويل الخارجي مقارنة بالتمويل الداخلي (Machokoto et al., 2021). ووفقا لكلا من (Yang & Kim, 2020) فإن الشركات التي تعاني من نقص في الإفصاح عن المعلومات الخارجية لا تزال تفضل استخدام تمويل التدفق النقدي الداخلي لتلبية النفقات الاستثمارية. وبالتالي فإن السلوك الاستثماري للشركات سيظهر ارتباطاً كبيراً بمستوى التدفق النقدي.

كما يقول كلا من (Anri, & Utama, 2024) أن الأداء الجيد للمعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة قادر على تقليل حساسية الإستثمار للتدفق النقدي، حيث أنه عندما تتمتع الشركات بأداء جيد في مجال الحوكمة البيئية والاجتماعية والحوكمة بما تتضمنه من إفصاح وشفافية، فإنها تميل إلى إدارة المخاطر البيئية والاجتماعية ومخاطر الحوكمة بشكل أفضل، وبالتالي تتمتع بميزة تنافسية يمكنها زيادة القيمة على المدى الطويل، مما يسمح لها بالحصول على الدعم من أصحاب المصلحة، مثل المستثمرين والعملاء والموظفين، مما يزيد من تعزيز مكانتهم في السوق، ويمكن أن يؤدي ذلك إلى زيادة وصول الشركة إلى مصادر التمويل الخارجية، مثل القروض المستندة إلى معايير ESG أو المستثمرين الذين يركزون على الاستثمارات المسؤولة اجتماعيًا وبيئيًا. وبالتالي، لدى الشركات المزيد من الخيارات لتمويل استثماراتها، مما يمكن أن يقلل الاعتماد على التدفق النقدي الداخلي (Anri & Utama, 2024, P. 140).

ويمكن مناقشة تأثير الإفصاح عن المعلومات على حساسية التدفق النقدي للاستثمار في نقص الاستثمار والإفراط في الاستثمار، في حالة نقص الاستثمار، يمكن أن يخفف الإفصاح عن المعلومات من اعتماد الاستثمار على التدفق النقدي من خلال توسيع نطاق الوصول إلى التمويل وتوسيع التمويل الخارجي، وبالتالي تقليل حساسية التدفق النقدي للاستثمار. أولاً، مع تحسين جودة الإفصاح عن المعلومات، سيكون لدى المستثمرين فهم أفضل للعمليات الداخلية وربحية الشركة، وبالتالي سيكون قادرًا على الحكم على المشاريع الاستثمارية الجيدة أو السيئة للشركات المختلفة. ومن خلال مقارنة التصنيف الائتماني للشركة مع متوسط المستوى الائتماني للسوق، يكون من المفيد للمستثمرين الحصول على أسعار أكثر معقولة للمشاريع الاستثمارية وتحسين الموارد. وبالتالي، يمكن للشركات التي تواجه صعوبات تمويلية الحصول على أموال خارجية بتكلفة تتناسب مع مستوى ائتمانيها. وثانيًا، يؤدي تحسين الإفصاح أيضًا إلى الحد من إقدام المستثمرين على خوض المجازفات، وبالتالي خفض العائد المطلوب وبالتالي خفض تكاليف التمويل الخارجي للشركات. وأخيرًا، يعد الكشف الاستباقي عن المعلومات أيضًا علامة على زيادة القوة التنافسية للشركة، مما يساعد على تعزيز ثقة الدائنين في الشركة وزيادة رغبتهم في الاستثمار. ولذلك، فإن تكاليف تمويل الديون والأسهم ستخف مع زيادة مستوى الإفصاح عن المعلومات. إن تضييق الفجوة بين تكلفة التمويل الخارجي وتكلفة استخدام الأموال الداخلية سوف يقلل من تفضيل الشركة للتدفقات النقدية، مما سيجعل أيضًا قرارات السلوك الاستثماري للشركة مستقلة نسبيًا عن مستوى التدفق النقدي وتعتمد على جودة التدفق النقدي للمشاريع الاستثمارية واحتياجات تطور الشركة مما يجعل استثمار الشركة أقل اعتمادًا على التدفق النقدي (Tran, 2020).

في حالة الإفراط في الاستثمار، يمكن أن يؤدي الإفصاح عن المعلومات إلى الحد من الإستثمار غير الفعال للشركة، ويلعب دورًا تنظيميًا فعالًا ويقلل من حساسية التدفق النقدي للاستثمار. ومع تحسن جودة الإفصاح عن المعلومات، سيتم تنظيم السلوك والأداء الإداري لمديري الشركة بشكل أكبر من قبل السوق، مما سيضطر مديري الشركة إلى السعي لتحسين قيمة الشركة، وزيادة كفاءة استخدام رأس المال، واستخدامه في فرص استثمارية يمكن أن تكون مربحة (Yi, 2023, P. 3).

ويستخلص الباحثون مما سبق أنه من المحتمل أن يكون لممارسات الإفصاح عن المخاطر علاقة عكسية مع حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية، لأنها قد تخفف من السلطة التقديرية للمديرين الانتهازيين

وتعزز ثروة المساهمين وتخفف عدم تماثل المعلومات. وهذا يتوافق مع مقدمات نظرية الشرعية وكذلك نظرية أصحاب المصالح، حيث أنه وفقاً لهاتين النظريتين فإن الشركات تقوم بالإفصاح عن معلومات المخاطر للحصول على دعم وتأييد جميع أصحاب المصالح، وتعزيز ثقتهم لتسهيل عملية جذب الموارد المالية من خلال إضفاء الشرعية على عمليات الشركة وتجنب تكاليف التقاضي (Salem et al., 2019). وبالتالي تخفيض تكاليف التمويل الخارجي وبالتالي تخفيض حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية.

كذلك وفقاً لنظرية الوكالة فإن الإفصاح عن المخاطر يعتبر بمثابة أداة لمراقبة موقف المديرين تجاه المخاطر وجهودهم لتعظيم ثروة المساهمين، لذا تلجأ الإدارة للإفصاح عن المخاطر من أجل إقناع أصحاب المصلحة في الشركة بأن الإدارة تعمل لصالحهم (صالح، 2014). بينما وفقاً لنظرية الإشارة، فإن الإدارة تقوم بالإفصاح عن معلومات المخاطر بغرض نقل إشارات جيدة عن الإدارة، والحفاظ على ثقة المستثمرين، ولا شك أن ذلك يتم من خلال تزويدهم بالمعلومات التي يحتاجونها وبالتالي، فإن معرفة المخاطر أمر بالغ الأهمية عندما يقرر المستثمرون الاستثمارات التي يجب عليهم القيام بها (Agyei- Mensah, 2016). وتسعى الشركات من خلال نظرية الإشارة إلى التوسع في مدى الإفصاح الاختياري؛ للحد من عدم تماثل المعلومات بين الأطراف المختلفة، والإشارة بشكل أكثر إلى مدى جودة الشركة وزيادة قيمتها لدى جميع الأطراف أصحاب المصلحة (المطارنة، 2019).

وفي ضوء ما سبق يمكن القول أن الإفصاح عن المخاطر يزيد من جودة المعلومات المحاسبية وبالتالي تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين وتقليل مشاكل الوكالة، حيث يساعد في تشكيل صورة كلية عن طبيعة ونطاق المخاطر التي تتعرض لها الشركة وبالتالي إمكانية التقدير السليم للقيمة السوقية للشركة، مما يساعد في الحصول على التمويل اللازم للفرص الإستثمارية مما يخفف من احتمال نقص الاستثمار. ومن ناحية أخرى يمكن الإفصاح عن المخاطر المساهمين والإدارة من الإدراك المبكر للمشاكل المحتملة واتخاذ الإجراءات التصحيحية في الوقت المناسب كما أنه يفعل من الدور الإشرافي لتلك الآليات بما يمنع الإدارة التنفيذية من الاشتراك في المشاريع ضعيفة الأداء أو ذات صافي قيمة حالية سالبة لتحقيق مصالح ذاتية بما يخفف من مشكلة الإفراط في الاستثمار. ومن ثم، يتوقع الباحثون أن يكون للإفصاح عن مخاطر الشركات تأثير على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية، وفي ضوء ما سبق يمكن للباحثون صياغة الفرض الرئيسي للبحث في الصورة التالية:

H0- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية على

حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.

وينقسم هذا الفرض الرئيسي إلى الفروض الفرعية التالية

H01- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر الإنتمان على حساسية

الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.

H02- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر السيولة على حساسية

الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.

H03- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر السوق على حساسية

الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.

4- الدراسة التطبيقية

يتناول الباحثون في هذا القسم الجوانب المختلفة للدراسة التطبيقية تحقيقاً للهدف الرئيسي والأهداف الفرعية من هذا البحث والذي يتمثل في إختبار أثر مستوى الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية. سواء كانت (مخاطر الإنتمان – مخاطر السيولة – مخاطر السوق)، وذلك كما يلي:

3/4 مجتمع وعينة الدراسة:

1/3/4 مجتمع الدراسة: يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية، وذلك خلال فترة الدراسة على مدار ثلاث سنوات من عام 2021 حتى عام 2023. وفيما يلي يعرض الباحثون جدول يوضح عدد الشركات المقيدة بالبورصة خلال فترة الدراسة.

جدول (1/4) شركات مجتمع الدراسة

متوسط عدد الشركات	2023	2022	2021	السنة
246	244	246	248	عدد الشركات المقيدة

المصدر: من إعداد الباحثون بناءً التقارير السنوية للبورصة المصرية.

2/3/4 عينة الدراسة: إعتد الباحثون في تحديد حجم عينة الدراسة على إستخدام العينة التحكيمية العمدية والتي تخضع لمجموعة من الشروط والإعتبرات تتمثل في:
أ- أن تكون القوائم المالية للشركة متاحة للفترة من (2020 حتى 2023) وذلك لما يتطلبه قياس بعض المتغيرات من توافرت بيانات عن السنة السابقة لسنوات التحليل.
ب- إستبعاد الشركات التي تنتمي إلى قطاع البنوك، وقطاع الخدمات المالية غير المصرفية نظراً لخضوعهما إلى قواعد وإجراءات قانونية ونظامية تختلف عن غيرها من الشركات. وبلغ عدد الشركات المقيدة من هذان القطاعان عدد 49 شركة.
ج- أن يكون تاريخ بدأ السنة المالية 1/1 وتنتهي السنة المالية لإعداد القوائم المالية في 12/31 من كل عام.

وبناءً على ما سبق فقد قام الباحثون باختيار عينة مكونه من عدد (50) شركة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وبذلك تمثل حجم العينة (50 شركة × 3 سنوات = 150 شركة/سنة) موضحة من خلال جدول رقم (2/4) التالي.

جدول (2/4)

التبويب القطاعي لشركات عينة الدراسة

نسبة القطاع من العينة	عدد شركات العينة	اسم القطاع
12%	6	موارد أساسية
2%	1	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
20%	10	أغذية ومشروبات
6%	3	إتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات

رعاية صحية وأدوية	5	10%
عقار	11	22%
خدمات النقل والشحن	1	2%
منسوجات وسلع معمرة	3	6%
مرافق	1	2%
مقاولات وإنشاءات هندسية	6	12%
سياحة وترفيه	2	4%
تجارة وموزعون	1	2%
الإجمالي	50	100%

المصدر: من إعداد الباحثون.

4/4- متغيرات الدراسة وكيفية قياسها:

1/4/4- حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية

سوف يعتمد الباحثون في قياس حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية وما تتضمنه من متغيرات فرعية (الإستثمار كمتغير تابع والتدفقات النقدية التشغيلية كمتغير مستقل)، على النموذج الذي إستخدمته دراسة (Lin et al., 2019) وكذلك دراسة (أبو خزانة، 2019)، ويمكن عرض هذا النموذج كما سبق عرضة بالإطار النظري كما يلي:

$$INVES_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 OCF_{i,t-1} + \alpha_2 x_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث يشير $INVES_{i,t}$ إلى استثمار الشركة (i) في السنة الحالية (t)، مقاسا بقيمة الاستثمار في الاصول الثابتة مقسوماً على رأس مال الأسهم في بداية الفترة. وتشير OCF إلى التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i في السنة السابقة (t-1) مقسومة على رأس مال الأسهم في بداية الفترة. وتشير (X) إلى المتغيرات الرقابية. وتم قياس حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية من خلال قيمة المعامل α_1 .

2/4/4- المتغير المعدل: مستوى الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية

سوف يعتمد الباحثون في قياس مستوى الإفصاح عن المخاطر المالية على بناء مؤشر يتكون من (43) بند، وتم تطبيق هذا المؤشر من خلال استخدام أسلوب تحليل محتوى التقارير المالية لتحديد بنود المخاطر التي تم الإفصاح عنها، وتأخذ الشركة القيمة (1) إذا أفصحت عن البند، والقيمة (صفر) إذا لم تفصح عن البند، ثم يتم قياس مستوى الإفصاح عن المخاطر المالية من خلال النسبة المئوية لإجمالي نقاط الإفصاح التي إلتزمت بها الشركة إلى الحد الأقصى من النقاط المقررة لمستوى الإفصاح عن المخاطر المالية وفقاً للمؤشر المقترح. وتم بناء هذا المؤشر بالإعتماد على معايير المحاسبة المصرية المرتبطة بالمخاطر ومعيار التقرير المالي (IFRS 7) وكذلك الدراسات السابقة التي طورت مؤشر الإفصاح مثل (Hadi et al., 2016 ; Linsley & Shrivs, 2006) (أبوخزانة، 2018) والتي سبق للباحث عرضها بالإطار النظري، وتم إستخدام هذا المؤشر من قبل بعض الدراسات السابقة مثل (Alzead & Hussainey, 2017 ؛ القليطي، 2019 ؛ سلطان وآخرون، 2023). ويوضح الجدول

التالي رقم (3/4) مجموعات المؤشر المقترح للإفصاح عن مخاطر الشركات المصرية المدرجة بالبورصة.

جدول (3/4)

مؤشر الإفصاح عن مخاطر الشركات

أنواع المخاطر	عدد البنود
أولاً: المخاطر المالية	
مخاطر الإنتمان CR	19
مخاطر السيولة LR	15
مخاطر السوق MR	9
إجمالي المخاطر المالية	43

المصدر: من إعداد الباحثون

ويعرض الباحثون في الملحق رقم (1) المؤشر المقترح شاملاً جميع البنود.

3/4/4-المتغيرات الرقابية: تمثل المتغيرات الرقابية بعض المتغيرات التي تؤثر على المتغير التابع وهو الإستثمار ولكنها لا تدخل ضمن نطاق الدراسة محل البحث، وتتم إضافتها بغرض ضبط العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع. وقد تمثلت أهم المتغيرات الرقابية المستخدمة في مجال دراسة حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية والتي إستخدمتها العديد من الدراسات مثل (Lin et al., 2019; Yi, 2023) و (أبو خزاعة، 2019):

1-حجم الشركة Firm Size: ويتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

2-الرافعة المالية Leverage: ويتم قياسها عن طريق قسمة الديون إلى إجمالي الأصول في نهاية الفترة.

3-المبيعات Sales: ويتم قياسها بقسمة المبيعات السنوية على متوسط إجمالي الأصول.

ويمكن للباحثون عرض متغيرات الدراسة وكيفية قياسها من خلال الجدول التالي

جدول رقم (4/4)

متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

المتغير	الرمز	طريقة القياس
الإفصاح عن المخاطر المالية	RD	يقاس بنسبة عدد البنود من المؤشر المقترح والتي تفصح عنها الشركة إلى إجمالي بنود المؤشر.
الإستثمار	Invest	ويقاس عن طريق الإستثمار في الأصول الثابتة مقسوماً على رأس مال الأسهم في بداية الفترة.
التدفقات النقدية التشغيلية	OCF	وتقاس عن طريق قسمة التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i في السنة السابقة ($t-1$) على رأس مال الأسهم في بداية الفترة
حجم الشركة	Size	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول
الرافعة المالية	Lev	خارج قسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول في نهاية السنة
المبيعات	Sales	خارج قسمة المبيعات السنوية على متوسط إجمالي الأصول

المصدر: من إعداد الباحثون

5/4- الأساليب الإحصائية المستخدمة:

من أجل اختبار فروض البحث وإتمام الدراسة التطبيقية استخدم الباحثون مجموعة من الأساليب الإحصائية المناسبة وهي كما يلي:

- 1- أساليب الإحصاء الوصفي.
 - 2- اختبار معامل تضخم التباين للتأكد من خلو النموذج من مشكلة التداخل الخطي.
 - 3- أسلوب One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test.
 - 4- أسلوب (Pearson Correlation Coefficient) للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي.
 - 5- أسلوب الإنحدار المتعدد Multiple Regression من أجل اختبار فروض البحث.
- وقد إعتد الباحثون على بعض البرامج والحزم الإحصائية التي يمكن الإعتماد عليها في إتمام الإختبارات الإحصائية، وقد إستخدم الباحثون برنامجي (STATA V. 18) و Statistics and Data و (SPSS v. 26) Statistical Package for Social Sciences من أجل إتمام التحليلات والإختبارات الإحصائية.

6/4- عرض وتحليل نتائج الدراسة التطبيقية:

1/6/4- التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يعرض الباحثون في جدول رقم (5/4) التالي الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة والذي يتضح من خلاله ما يلي:

جدول رقم (5/4)

الإحصاءات الوصفية Descriptive Statistics

المتغير	الرمز	حجم العينة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أقل قيمة	أكبر قيمة
الإستثمار	Invest	150	.3103	.8259	-.0878	6.125
التدفقات النقدية التشغيلية	OCF	150	.3518	.9358	-1.218	5.975
مخاطر الإئتمان	CR	150	.6168	.1280	.0526	.7895
مخاطر السيولة	LR	150	.5479	.1844	.0667	.8667
مخاطر السوق	MR	150	.5985	.2590	.1111	1.000
المخاطر المالية	FR	150	.5889	.1551	.0930	.8605
حجم الشركة	Size	150	9.180	.7616	7.584	11.128
الرافعة المالية	Lev	150	.4799	.2347	.0313	.9132
المبيعات	Sales	150	.7315	.7134	.0105	3.172

المصدر: مخرجات برامج التحليل الإحصائي

ويتضح من جدول رقم (5/4) السابق ما يلي:

- بلغ متوسط نسبة الإستثمار إلى رأس مال الأسهم (Invest) 31.03% بإنحراف معياري قدرة 82.5%، مما يشير إلى تفاوت كبير بين الشركات محل البحث من حيث الإنفاق الإستثماري منسوبا إلى رأس مال الأسهم، ويفسر الباحثون ذلك التشتت إلى تنوع شركات العينة من حيث القطاعات وطبيعة كل صناعة، ويؤكد على ذلك من خلال نسبة الإستثمار في دراسة (أبو خزانة، 2019) والتي بلغت 62.5%، بينما في دراسة (محمد، 2021) بلغت نسبة الإنفاق الإستثماري 4% من إجمالي الأصول.
- فيما بلغت متوسط نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى رأس مال الأسهم (OCF) 35.18% وإنحراف معياري قدرة 93.58%، مما يشير إلى تفاوت كبير بين الشركات محل البحث من حيث صافي التدفقات النقدية من الأنشطة منسوبا إلى رأس مال الأسهم.
- بلغ متوسط مستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر الإئتمان (CR) 61.68% من إجمالي عدد بنود الإفصاح عن مخاطر الإئتمان الواردة بالمؤشر المقترح، أي ما يعادل حوالي 12 بند من أصل 19 بند تتعلق بالإفصاح عن مخاطر الإئتمان، فيما بلغت نسبة الإنحراف المعياري 12.8%.
- بلغ متوسط مستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر السيولة (LR) 54.8% من إجمالي عدد بنود الإفصاح عن مخاطر السيولة الواردة بالمؤشر المقترح، أي ما يعادل حوالي 8 بنود من أصل 15 بند تتعلق بالإفصاح عن مخاطر السيولة، فيما بلغت نسبة الإنحراف المعياري 18.43%.
- بلغ متوسط مستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر السوق (MR) 59.85% من إجمالي عدد بنود الإفصاح عن مخاطر الإئتمان الواردة بالمؤشر المقترح، أي ما يعادل حوالي 6 بنود من أصل 9 بنود تتعلق بالإفصاح عن مخاطر السوق، فيما بلغت نسبة الإنحراف المعياري 25.9%.
- بلغ متوسط مستوى الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية (FR) 58.89% من إجمالي عدد بنود الإفصاح عن المخاطر المالية الواردة بالمؤشر المقترح، أي ما يعادل حوالي 25 بند من أصل 43 بند تتعلق بالإفصاح عن المخاطر المالية، فيما بلغت نسبة الإنحراف المعياري 15.5%.
- وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية، فقد بلغ متوسط متغير حجم الشركة (Size) 9.18 مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول والإنحراف المعياري 0.762. بلغ متوسط متغير الرافعة المالية (Lev) 48% بإنحراف معياري 23.5%. وأخيراً بلغ متوسط نسبة المبيعات إلى الأصول (Sales) 73.15% بإنحراف معياري 71.34%.

2/6/4- إختبارات التحقق من صلاحية البيانات للخضوع لتحليل الإنحدار المتعدد:

يتطلب إستخدام نموذج الإنحدار في التحليل توافر مجموعة من الإفتراضات والتي بدون توافرها قد تتأثر صحة نتائج التحليل، ويعرض الباحثون فيما يلي إختبارات التحقق من صلاحية البيانات.

أولاً: **التحقق من الارتباط الذاتي (Autocorrelation):** إستخدم الباحثون معاملات ارتباط بيرسون لتحديد مدى قوة علاقة الارتباط بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض أو بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، وتستخدم أيضاً للتحقق من خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض. ويوضح الجدول التالي رقم (6/5) نتائج تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة:

جدول رقم (6/4)
مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
1-Invest	1							
2-OCF	.432**	1						
3-CR	.192*	.062	1					
4-LR	.198*	.059	.603**	1				
5-MR	.299*	.198*	.637**	.612**	1			
6-Size	.148	.187*	.362**	.279**	.507**	1		
7-Lev	.131	.033	.204*	.219**	.272**	.422**	1	
8-Sales	.187*	.356**	-.084	.025	.134	.083	.227**	1

المصدر: مخرجات برامج التحليل الإحصائي *معنوي عند 0.01 ، *معنوي عند 0.05

يتضح من جدول (6/4) السابق ما يلي:

- عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين متغيرات نموذج الدراسة، حيث لا يوجد أي معامل ارتباط بين المتغيرات أكبر من (0.80) (Hair, 2006)، وبناءً عليه، لا يعاني نموذج الإنحدار الخطي المتعدد من مشكلة الارتباط الذاتي، مما يدل على صلاحية البيانات لإجراء تحليل الإنحدار.
- وجود علاقة ارتباط موجبة ومعنوية بين نسبة التدفقات النقدية التشغيلية الأسهم ونسبة الإستثمار في الأصول الثابتة، مما يدل على وجود حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية بالشركات المصرية.
- وجود علاقة موجبة ومعنوية بين حجم الشركة وكلا من المتغيرات المستقلة والرقابية جميعاً.
- وجود علاقة ارتباط موجبة ومعنوية بين درجة الرافعة المالية والإفصاح عن مخاطر الإنتمان والإفصاح عن مخاطر السيولة والإفصاح عن مخاطر السوق والإفصاح عن المخاطر غير المالية.
- وجود علاقة ارتباط موجبة ومعنوية بين المبيعات والتدفقات النقدية التشغيلية.

ثانياً: التحقق من التداخل الخطي Multicollinearity:

قام الباحثون بإجراء إختبار Multicollinearity للتأكد خلو النموذج من مشكلة التداخل الخطي، وذلك بإيجاد معامل تضخم التباين (VIF) Variance Inflation Factor لكل متغير من المتغيرات المستقلة، علماً بأن النموذج يعتبر خالي من مشكلة التداخل الخطي طالما كانت قيمة معامل تضخم التباين أقل من (10). كما يجب ألا تقل نسبة التباين المسموح Tolerance عن (0.1).

ويمكن للباحث عرض نتائج إختبار Multicollinearity من خلال جدول (7/4) التالي:

جدول رقم (7/4)
نتائج إختبار Multicollinearity

Variables	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
OCF	0.815	1.227
CR	0.428	2.338

LR	0.390	2.563
MR	0.362	2.761
Size	0.614	1.630
Lev	0.754	1.326
Sales	0.755	1.325

المصدر: مخرجات برامج التحليل الإحصائي

ويساعد معامل التداخل الخطى Tolerance في التعرف على ما إذا كان نموذج الانحدار يعاني من مشكلة التداخل الخطى أو الارتباط بين أحد أو بعض المتغيرات المستقلة والرقابية، وهذا التداخل يؤثر سلباً على دلالة النموذج وصلاحيته نتائج. ويتضح من الجدول رقم (7/4) السابق أن قيم VIF تتراوح بين (1.227) لمتغير التدفقات النقدية التشغيلية، و(2.761) لمتغير الإفصاح عن مخاطر السوق، كما أن قيمة Tolerance لكافة المتغيرات جاءت أكبر من (0.1)، وبالتالي يتضح خلو النموذج من مشكلة التداخل الخطى وذلك نظراً لأن قيمة معامل تضخم التباين لكل متغير من المتغيرات المستقلة والرقابية أقل من (10)، وبالتالي فإن النموذج يعد صالحاً لإجراء اختبار الانحدار المتعدد إحصائياً.

3/6/4 - اختبار الفروض الإحصائية:

ينص الفرض الرئيسي H0 لهذا البحث على أنه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية". وقد تم تقسيم هذا الفرض الرئيسي إلى ثلاثة فروض فرعية يمكن عرض نتائج اختبارهم كما يلي:

1/3/6/4 - نتائج اختبار الفرض الفرعي الأول

ينص هذا الفرض على أنه H01 - يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر الائتمان على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية. وسيقوم الباحثون باختبار هذا الفرض من خلال نموذج الانحدار التالي:

$$\text{Invest} = \beta_0 + \beta_1 \text{OCF} + \beta_2 \text{CR} + \beta_3 \text{CR} * \text{OCF} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Lev} + \beta_6 \text{Sales} + \varepsilon$$

حيث أن

Invest: تشير إلى الإستثمار في الأصول الثابتة.

OCF: تشير إلى التدفقات النقدية التشغيلية.

CR: تشير إلى مخاطر الائتمان.

CR*OCF: يشير إلى تفاعل الإفصاح عن مخاطر الائتمان مع التدفقات النقدية التشغيلية.

Size: يشير إلى حجم الشركة.

Lev: يشير إلى درجة الرفع المالي.

Sales: تشير إلى نسبة المبيعات السنوية إلى متوسط إجمالي الأصول.

ε : تعبر عن الخطأ المعياري في النموذج.

β_0 : تشير إلى ثابت نموذج الانحدار.

β_1, \dots, β_6 : تعبر عن معاملات المتغيرات المستقلة والرقابية.

ويوضح جدول رقم (8/4) التالي بعض المقاييس التي تم حسابها للنموذج المقدر وهي:

جدول (8/4)

نتائج اختبار الفرض رقم H_{01}

Model summary					
Model	R		R ²	Adjusted R ²	ϵ
	0.542 ^a		0.294	0.265	0.7082
ANOVA					
Model	F			Sig.	
	9.939			0.000	
COEFFICIENTS					
MODEL	Unstandardized		Beta	T	Sig.
	B	Std.Error			
Constant	0.192	0.761		0.253	0.801
OCF	1.085-	0.388	1.229-	2.796-	0.006
CR	0.174	0.543	0.027	0.320	0.750
CR*OCF	2.151	0.568	1.665	3.791	0.000
Size	0.033-	0.090	0.030-	0.364-	0.716
Lev	0.313	0.283	0.089	1.108	0.270
Sales	0.083	0.091	0.071	0.906	0.367

المصدر: نتائج برامج التحليل الإحصائي

يتضح من الجدول رقم (8/4) السابق ما يلي:

-قيمة معامل الارتباط R هي 0.542، مما يشير إلى وجود ارتباط متوسط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع Invest.

-قيمة R² تساوي 0.294، مما يعني أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر حوالي 29.4% من التغير في الإستثمار.

-قيمة Adj. R² هي 0.265، وهي لها نفس المعنى السابق ولكنها تعطي صورة أدق عن قدرة النموذج التفسيرية، وتأخذ بعين الاعتبار عدد المتغيرات المستقلة.

-قيمة الخطأ المعياري هي 0.708، وهي تعكس مدى تباين القيم الفعلية عن القيم المقدرة بواسطة النموذج، ويلاحظ أنها أقل من (1) مما يشير إلى قدرة النموذج التنبؤية.

-قيمة F تساوي 9.939، وهي دالة إحصائيًا عند مستوى معنوية 0.000، مما يعني أن النموذج ككل دال إحصائيًا، وأن المتغيرات المستقلة مجتمعة تؤثر على المتغير التابع وهو الإستثمار.

-قيمة معامل الانحدار للمتغير المشترك CR*OCF هو 2.151، وهو دال إحصائيًا حيث بلغت قيمة (Sig = 0.000)، مما يعني أن تفاعل الإفصاح عن مخاطر الإئتمان مع التدفقات النقدية التشغيلية له

تأثير إيجابي قوي على الإستثمار عند مستوى ثقة 95%، بما يعنى أن زيادة مستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر الإنتمان تؤدي إلى زيادة حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية. وبناء على النتائج السابقة يتم رفض الفرض الصفري رقم H01 وقبول الفرض البديل بأنه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر الإنتمان على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية".

H02- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر السيولة على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية. وسيقوم الباحثون باختبار هذا الفرض من خلال نموذج الإنحدار التالي:

$$\text{Invest} = \beta_0 + \beta_1 \text{OCF} + \beta_2 \text{LR} + \beta_3 \text{LR*OCF} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Lev} + \beta_6 \text{Sales} + \varepsilon$$

حيث أن

LR: تشير إلى مخاطر السيولة.

LR*OCF: يشير إلى تفاعل الإفصاح عن مخاطر السيولة مع التدفقات النقدية التشغيلية.

ويوضح جدول رقم (9/4) التالي بعض المقاييس التي تم حسابها للنموذج المقدر وهي:

جدول (9/4)

نتائج اختبار الفرض رقم H02

Model summary					
Model	R		R ²	Adjusted R ²	ε
	0.497 ^a		0.247	0.215	0.7317
ANOVA					
Model	F			Sig.	
	7.806			0.000	
COEFFICIENTS					
MODEL	Unstandardized		Beta	T	Sig.
	B	Std.Error			
Constant	0.092-	0.773		0.119-	0.906
OCF	0.014	0.183	0.016	0.076	0.939
LR	0.396	0.372	0.088	1.063	0.289
LR*OCF	0.598	0.287	0.442	2.086	0.039
Size	0.011-	0.091	0.010-	0.119-	0.906
Lev	0.324	0.294	0.092	1.104	0.271
Sales	0.003	0.093	0.003	0.034	0.973

المصدر: نتائج برامج التحليل الإحصائي

يتضح من الجدول رقم (9/4) السابق ما يلي:

-قيمة معامل الارتباط R هي 0.497، مما يشير إلى وجود ارتباط متوسط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع Invest.

قيمة R² تساوي 0.247، مما يعني أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر حوالي 24.7% من التغير في الإستثمار.

قيمة Adj. R² هي 0.215، وهي لها نفس المعنى السابق ولكنها تعطي صورة أدق عن قدرة النموذج التفسيرية، وتأخذ بعين الاعتبار عدد المتغيرات المستقلة.

قيمة الخطأ المعياري هي 0.732، وهي تعكس مدى تباين القيم الفعلية عن القيم المقدرة بواسطة النموذج، ويلاحظ أنها أقل من (1) مما يشير إلى قدرة النموذج التنبؤية.

قيمة F تساوي 7.806، وهي دالة إحصائيًا عند مستوى معنوية 0.000، مما يعني أن النموذج ككل دال إحصائيًا، وأن المتغيرات المستقلة مجتمعة تؤثر على المتغير التابع وهو الإستثمار.

قيمة معامل الانحدار للمتغير المشترك LR*OCF هو 0.598، وهو دال إحصائيًا حيث بلغت قيمة (Sig = 0.039)، مما يعني أن تفاعل الإفصاح عن مخاطر السيولة مع التدفقات النقدية التشغيلية له تأثير إيجابي قوي على الإستثمار عند مستوى ثقة 95%، بما يعني أن زيادة مستوى الإفصاح عن مخاطر السيولة تؤدي إلى زيادة حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية.

وبناء على النتائج السابقة يتم قبول الفرض رقم H₀₂ بأنه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر السيولة على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية".

H₀₃-يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر السوق على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية. وسيقوم الباحثون باختبار هذا الفرض من خلال نموذج الانحدار التالي:

$$\text{Invest} = \beta_0 + \beta_1 \text{OCF} + \beta_2 \text{MR} + \beta_3 \text{MR*OCF} + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Lev} + \beta_6 \text{Sales} + \varepsilon$$

حيث أن

MR: تشير إلى مخاطر السوق.

MR*OCF: يشير إلى تفاعل الإفصاح عن مخاطر السوق مع التدفقات النقدية التشغيلية.

ويوضح جدول رقم (10/4) التالي بعض المقاييس التي تم حسابها للنموذج المقدر وهي:

جدول (10/4)

نتائج إختبار الفرض رقم H₀₃

Model summary				
Model	R	R ²	Adjusted R ²	ε
	0.510 ^a	0.260	0.229	0.7252
ANOVA				
Model	F	Sig.		
	8.384	0.000		

COEFFICIENTS					
MODEL	Unstandardized		Beta	T	Sig.
	B	Std.Error			
Constant	0.473	0.799		0.592	0.555
OCF	0.054	0.176	0.061	0.307	0.759
MR	0.578	0.288	0.181	2.012	0.046
MR*OCF	0.397	0.216	0.372	1.842	0.068
F					
Size	0.086-	0.098	-0.080	0.884-	0.378
Lev	0.319	0.289	0.091	1.102	0.272
Sales	0.012	0.092	0.011	0.132	0.895

المصدر: نتائج برامج التحليل الإحصائي

يتضح من الجدول رقم (10/4) السابق ما يلي:

قيمة معامل الارتباط R هي 0.510، مما يشير إلى وجود ارتباط متوسط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع Invest.

قيمة R² تساوي 0.260، مما يعني أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر حوالي 26% من التغير في الإستثمار وباقي التغيرات ترجع لعوامل أخرى خارج النموذج.

قيمة Adj. R² هي 0.229، وهي لها نفس المعنى السابق ولكنها تعطي صورة أدق عن قدرة النموذج التفسيرية، وتأخذ بعين الاعتبار عدد المتغيرات المستقلة.

قيمة الخطأ المعياري هي 0.725، وهي تعكس مدى تباين القيم الفعلية عن القيم المقدرة بواسطة النموذج، ويلاحظ أنها أقل من (1) مما يشير إلى قدرة النموذج التنبؤية.

قيمة F تساوي 8.384، وهي دالة إحصائياً عند مستوى معنوية 0.000، مما يعني أن النموذج ككل دال إحصائياً، وأن المتغيرات المستقلة مجتمعة تؤثر على المتغير التابع وهو الإستثمار.

قيمة معامل الانحدار للمتغير المشترك MR*OCF هو 0.397، وهو دال إحصائياً حيث بلغت قيمة (Sig = 0.068)، مما يعني أن تفاعل الإفصاح عن مخاطر السوق مع التدفقات النقدية التشغيلية له تأثير إيجابي قوي على الإستثمار عند مستوى ثقة 90%، بما يعني أن زيادة مستوى الإفصاح عن مخاطر السوق تؤدي إلى زيادة حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية.

وبناء على النتائج السابقة يتم قبول الفرض رقم H₀₃ بأنه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح المحاسبي عن مخاطر السوق على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية".

وفي ضوء نتائج إختبار الفروض الفرعية الثلاثة يمكن للباحثون قبول الفرض الرئيسي H_0 بأنه "يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية".

5- نتائج وتوصيات البحث والدراسات المستقبلية

1/5- تفسير نتائج البحث

- بلغ متوسط مستوى الإفصاح المحاسبي عن المخاطر 49.3%، وهو ما يعتبر مستوى منخفض من الإفصاح عن المخاطر. كما بلغ متوسط الإفصاح عن المخاطر المالية 58.9% ومتوسط الإفصاح عن المخاطر غير المالية 36.4%، ويرجع زيادة مستوى الإفصاح عن المخاطر المالية عن مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية إلى إختيارية الإفصاح عن المخاطر غير المالية.
- أعلى متوسط نسبة إفصاح على مستوى مجموعات المؤشر المقترح للإفصاح عن المخاطر هي الإفصاح عن مخاطر الإئتمان بنسبة 61.68% يليها مخاطر السوق بنسبة 59.85% ثم مخاطر السيولة بنسبة 54.8% وأخيرا الإفصاح عن المخاطر غير المالية بنسبة 36.4%.
- كل أنواع المخاطر كان لها تأثير إيجابي معنوي على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية، وكان الترتيب من حيث الأكثر تأثير للأقل تأثير على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية وفقا لقيمة (R^2) هي مخاطر الإئتمان، مخاطر السوق، مخاطر السيولة.
- توصلت نتائج إختبار الفروض إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية، بما يعني زيادة حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية بزيادة مستوى الإفصاح عن المخاطر، وبالتالي وفقا لهذه النتيجة فإن الشركات التي تقوم بزيادة الإفصاح عن المخاطر تواجه صعوبة و/أو زيادة في تكاليف الحصول على التمويل الخارجي ومن ثم فإنها تعتمد بشكل أكثر على التدفقات النقدية المولدة داخليا في تمويل إستثماراتها.
- يفسر الباحثون النتيجة السابقة بأن الإفصاح عن المخاطر يعطي صورة أكثر وضوحا للمستثمرين عن نقاط الضعف لدى الشركة والتحديات والتهديدات الخارجية التي تواجه الشركة، وبالتالي زيادة المخاوف بين المستثمرين الذين قد يرون أن المخاطر المفصوح عنها بمثابة إشارة إلى عدم إستقرار الشركة أو إحتماية تعرضها لمشكلات مستقبلية، مما يدفع المستثمرين لطلب عوائد أعلى للتعويض عن المخاطر أو الإحجام عن شراء أسهم وسندات الشركة في الأجل القصير، وبالتالي تواجه الشركة صعوبة في جذب إستثمارات إضافية مما يزيد من الإعتماد على التدفقات النقدية المولدة داخليا في التمويل.
- وتتفق النتائج التي توصل إليها الباحثون من خلال إختبار الفروض مع مجموعة من الدراسات السابقة التي توصلت للتأثير السلبي للإفصاح عن معلومات المخاطر على قيمة الشركة وكفاءة الإستثمار (Hassan et al., 2009 & Garay et al., 2013 & Siagian et al., 2013 & Miihkinen, 2013 & Elzahar et al., 2015 & Tan et al., 2017 & Kamaruzaman et al., 2019 & Mousa, 2020 & Ibrahim, 2021 & Khan et al.,

(2024) ، حيث أنه وفقا لذلك فإن المستثمرين ينظرون إلى الإفصاح عن المخاطر على أنه يكشف عن نقاط الضعف الموجودة لدى الشركة وكذلك التهديدات الخارجية التي تواجه الشركة مما يدفع المستثمرين لإتخاذ قرار بعد الإستثمار في الشركات التي يزيد لديها مستوى المخاطر، مما يزيد من تكلفة التمويل الخارجي لدى هذه الشركات ومن ثم زيادة حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية.

- ويشير الباحثون إلى أن قرارات المستثمرين قد تكون صحيحة في الأجل القصير بشأن الشركات التي تفصح عن مستوى مرتفع من المخاطر، أما بشأن الشركات التي لا تفصح بشكل جيد عن المخاطر قد تضطر هذه الشركات في المستقبل إلى الإفصاح عن المخاطر عند ظهور تأثيرها، مما يزيد من حالة عدم اليقين لدى المستثمرين ويجعلهم غير مدركين لحقيقة الوضع المالي والتشغيلي للشركة، وبالتالي يؤدي إلى تقييم غير دقيق لأداء الشركة من قبل المستثمرين، وقد يؤدي ذلك إلى خسائر مفاجئة للمستثمرين، مما يدفع لتجنب الإستثمار في الشركة.

2/5-توصيات البحث

في ضوء أهداف البحث والنتائج التي توصل إليها فإنه يمكن للباحثون تقديم بعض التوصيات بغرض تحسين الإفصاح عن المخاطر، وتقليل الآثار السلبية المحتملة على الشركات والمستثمرين:

- 1- يجب على إدارات الشركات تحسين إستراتيجيات التمويل من خلال تنوع مصادر التمويل كإصدار أسهم أو سندات أو البحث عن شركات إستراتيجية.
- 2- يجب على إدارات الشركات توضيح إستراتيجيات التخفيف من المخاطر، حيث يجب عليها توضيح كيف تخطط للتعامل مع هذه المخاطر دون التركيز على عرض المخاطر فقط من أجل الحد من تأثيرها على قرارات المستثمرين.
- 3- يجب أن تعمل الشركات على تحسين التخطيط الإستثماري من خلال ربط المخاطر بالفرص وتوضيح كيف يمكن أن تدار تلك المخاطر بفعالية من أجل تحويلها إلى فرص إستثمارية، مع التركيز على الإستثمار طويل الأجل والذي لا يتأثر كثيرا بالتقلبات قصيرة الأجل في التدفقات النقدية.
- 4- يجب تعزيز الفهم المالي لدى المستثمرين من خلال تحليل شامل لإفصاحات الشركات عن المخاطر وربطها بقدرة الشركة على التكيف والنمو، والنظر إلى الإفصاح كأداة للتقييم وليس فقط كإشارة سلبية عن أداء الشركة.
- 5- يجب على المستثمرين أن يُظهروا ثقة أكثر في الشركات التي تفصح عن المخاطر وكيفية مواجهتها بشفافية، أفضل من تلك الشركات التي لا تفصح.

3/5-مقترحات بحثية مستقبلية.

في ضوء نتائج البحث يرى الباحثون أن هناك مجموعة من النقاط البحثية التي يمكن تناولها في المستقبل:

- 1- أثر خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وقرارات المستثمرين.

2- أثر الإفصاح عن مخاطر التغير في المناخ على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية.

3- أثر الإفصاح عن مخاطر التغير في المناخ على الإستثمار الأخضر.

4- أثر الثقة الإدارية المفرطة على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية

1. إبراهيم، علاء الدين توفيق، (2016)، "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 الإسكندرية، العدد الأول، المجلد الثالث والخمسون، ص ص 89-125.
2. أبوخزانة، إيهاب محمد (2022)، "التمويل وإدارة الميزانية"، بدون ناشر.
3. أبوخزانة، إيهاب محمد (2019)، "تنوع الشركات وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الأسواق الناشئة: دراسة تطبيقية على مصر"، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة JCCS، كلية التجارة - جامعة كفر الشيخ، العدد السادس، الجزء الثاني، ص ص. 661:700.
4. أبو خزانة، إيهاب محمد. (2018). مدى مساهمة الإفصاح عن مخاطر الأدوات المالية في ضوء "IFRS 7" فى تنشيط سيولة الأسهم بالبورصة المصرية. الفكر المحاسبي، مج22، ع1، 946-987.
5. أحمد، عماد محمد رياض أحمد. (2021). تحليل العلاقة بين مدى الإفصاح عن المخاطر بالتقارير المالية ومخاطر الشركات وإنعكاس ذلك على إدارة الأرباح - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في سوق الأسهم السعودي. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، مج 12، ع3، 217-292.
6. الجرجاوى، دعاء عبدالفتاح ؛ عصام عبدالمنعم إسماعيل ؛ احمد حسن زغول (2023). أثر الإفصاح عن المخاطر المالية علي الكفاءة الاستثمارية:دراسة تطبيقية. المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة - جامعة المنصورة، المجلد 47، العدد 1، ص ص. 227-254.
7. الفليطي، إبراهيم عبدالمجيد على. (2019). تأثير الإفصاح عن المخاطر على القيمة السوقية للشركة - دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية. مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، جامعة الإسكندرية - كلية التجارة - قسم المحاسبة، العدد الثاني المجلد الثالث، ص ص. 1-73.
8. المطارنة، علاء. (2019). أثر خصائص الشركة على الإفصاح الإختياري في التقارير السنوية للشركات الصناعية الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي. مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، مج11، ع25، 445-468.
9. حسن، نرمين صبحي. (2013). قياس آثار معايير جودة الإفصاح المحاسبي عن مخاطر منشآت الأعمال وإنعكاساتها على تكلفة رأس المال. رسالة دكتوراة غير منشورة في المحاسبة، كلية التجارة - جامعة القاهرة.
10. رحمون، سليم. (2019). أثر الإفصاح المحاسبي على جودة القرارات الإستثمارية دراسة حالة: مجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية. رسالة دكتوراة غير منشورة في المحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر.

11. سلطان, محمد موسى, ابراهيم عبد القادر, السيد &, على مجاهد احمد السيد. (2023). محددات الإفصاح المحاسبي عن المخاطر لأغراض إدارة المخاطر المصرفية في بيئة الأعمال المصرية. *مجلة الدراسات التجارية المعاصرة*. 881-947, 9(15), <https://doi.org/10.21608/csj.2025.171809.1304>
12. صالح, أبو الحمد. (2014). العلاقة بين خصائص الشركة ومستوى الإفصاح في التقارير المالية: دراسة إختبارية. *مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية, كلية التجارة – جامعة أسيوط*, ع56, ص.ص. 7-57.
13. على, صالح على صالح. (2021). دراسة وإختبار العلاقة بين الخصائص التشغيلية للشركات ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الأسكندرية للبحوث المحاسبية*, ع5, مج3, 73-128.
14. محمد, محمد محمود سليمان (2021) علاقة تكلفة الوكالة والتحفيز المحاسبي بحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية (دراسة إمبريقية)", *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية, كلية التجارة – جامعة دمياط*, 2(1) ج2, 673-744.
15. مركز المديرين المصري (2016), "الدليل المصري لحوكمة الشركات", *جمهورية مصر العربية - الهيئة العامة للرقابة المالية*, أغسطس, ص ص 1-47, الإصدار الثالث.
16. مليجي, مجدى عبدالحكيم. (2017). محددات الإفصاح عن المخاطر وأثره على القرارات المالية: دراسة تطبيقية على الشركات المسجلة في سوق رأس المال المصرى. *مجلة البحوث المحاسبية*. ع2, 138-199.
17. يوسف, أبو بكر محمد أحمد (2017), "المراجعة الإدارية وتقييم الأداء الإدارى", *كلية التجارة, جامعة الزقازيق*.
18. يوسف, أبو زيد كامل السيد ؛ محمد, محمد محمود سليمان (2018), "المحاسبة الإدارية", *كلية التجارة, جامعة الزقازيق*.

ثانياً: المراجع الإنجليزية

- 1) Abdallah, A. A. N., Hassan, M. K., & McClelland, P. L. (2015). Islamic financial institutions, corporate governance, and corporate risk disclosure in Gulf Cooperation Council countries. *Journal of Multinational Financial Management*, 31, 63-82.
- 2) Abdel-Azim, M. H., & Abdelmoniem, Z. (2015). Risk Management and Disclosure and Their Impact on Firm Value: The Case of Egypt. *International Journal of Business, Accounting & Finance*, 9(1).
- 3) Abdoh, H. A. A., & Varela, O. (2019). Product Market Competition, Cash Flow and Corporate Investments, *Managerial Finance*, 44(2), pp. 207–221.
- 4) Abdullah, M., Abdul Shukor, Z., Mohamed, Z. M., & Ahmad, A. (2015). Risk management disclosure: A study on the effect of voluntary risk

- management disclosure toward firm value. *Journal of Applied Accounting Research*, 16(3), 400-432.
- 5) Abraham, S., Marston, C. L., & Darby, P. (2012). Risk reporting: Clarity, relevance and location. ICAS.
 - 6) Adu-Ameyaw, E., Danso, A., Uddin, M., & Acheampong, S. (2024). Investment-cash flow sensitivity: Evidence from investment in identifiable intangible and tangible assets activities. *International Journal of Finance & Economics*, 29(2), 1179-1204.
 - 7) Agyei-Mensah, B. K. (2016). Internal control information disclosure and corporate governance: evidence from an emerging market. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 16(1), 79-95.
 - 8) Al-Hadi, A., Hasan, M. M., & Habib, A. (2016). Risk committee, firm life cycle, and market risk disclosures. *Corporate Governance: An International Review*, 24(2), 145-170.
 - 9) Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 20(5), 1429-1460.
 - 10) Alzead R., & Hussainey, K. (2017). Risk disclosure practice in Saudi non-financial listed companies. *Corporate Ownership & Control*, 14(4-1), 262-275. doi:10.22495/cocv14i4c1art8.
 - 11) Amran, A., Bin, A. M. R., & Hassan, B. C. H. M. (2009). Risk reporting: An exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. *Managerial Auditing Journal*. 24(1), 39-57.
 - 12) Anri, N., & Utama, C. A. (2024). ESG Performance on Investment-Cash Flow Sensitivity: Case Study of Non-Financial Companies Listed on the Indonesian Stock Exchange. *Quantitative Economics and Management Studies*, 5(1), 135-141.
 - 13) Baker, T. A., Lopez, T. J., Reitenga, A. L., & Ruch, G. W. (2018). The influence of CEO and CFO power on accruals and real earnings management. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52, 325-345.
 - 14) Barakat, A., & Hussainey, K. (2013). Bank governance, regulation, supervision, and risk reporting: Evidence from operational risk disclosures in European banks. *International Review of Financial Analysis*, 30, 254-273.

- 15) Beretta, S., & Bozzolan, S. (2004). A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, 39(3), 265-288.
- 16) Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 112-131.
- 17) Buckby, S., Gallery, G., & Ma, J. (2015). An analysis of risk management disclosures: Australian evidence. *Managerial Auditing Journal*, 30(8/9), 812-869.
- 18) Cabedo, J. D. and Tirado, J. M., (2004). The disclosure of risk in financial statements. *Accounting Forum*. 28, PP. 181-200.
- 19) Choi, P. M. S., Chung, C. Y., & Liu, C. (2018). Self-attribution of overconfident CEOs and asymmetric investment-cash flow sensitivity. *The North American Journal of Economics and Finance*, 46, 1-14.
- 20) Chowdhury, J., Kumar, R., & Shome, D. (2016). Investment-cash flow sensitivity under changing information asymmetry. *Journal of Banking & Finance*, 62, 28-40.
- 21) Coyle, B., (2002). Risk Awareness and Corporate Governance. Financial World Publishing: UK.
- 22) Danso, A., Lartey, T., Amankwah-Amoah, J., Adomako, S., Lu, Q., & Uddin, M. (2019). 'Market sentiment and firm investment decision-making', *International Review of Financial Analysis*, 66, art. 101369.
- 23) Deegan, C. (2002). Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures—a theoretical foundation. *Accounting, auditing & accountability journal*, 15(3), 282-311.
- 24) Derouiche, I., M. Hassan and S. Amdouni (2018). 'Ownership structure and investment-cash flow sensitivity', *Journal of Management & Governance*, 22, pp. 31-54.
- 25) Divanoğlu, S., & BAĞCI, D. H. (2018). Determining the factors affecting individual investors' behaviours. *International Journal of Organizational Leadership*, 7, 284-299.
- 26) Dobler, M. (2008). Incentives for risk reporting—a discretionary disclosure and cheap talk approach. *The International Journal of Accounting*, 43(2), 184-206.
- 27) Domínguez, L. R., & Gámez, L. C. N. (2014). **Corporate reporting**

- on risks: Evidence from Spanish companies. *Revista de Contabilidad*, 17(2), 116-129.**
- 28) Ellouze, D., & Cherif, W. (2020). Corporate governance and investment cash-flow sensitivity: evidence from Tunisia. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 10(2), 168-183.
- 29) Elshandidy, T. (2011). Risk reporting incentives: A cross-country study. **Ph.D. Thesis**, University of Stirling, https://www.researchgate.net/publication/309395204_Risk_Reporting_Incentives_A_Cross-Country_Study.
- 30) Elshandidy, T., & Neri, L. (2015). Corporate governance, risk disclosure practices, and market liquidity: Comparative evidence from the UK and Italy. *Corporate Governance: An International Review*, 23(4), 331-356.
- 31) Elshandidy, T., Fraser, I., & Hussainey, K. (2013). Aggregated, voluntary, and mandatory risk disclosure incentives: Evidence from UK FTSE all-share companies. *International Review of Financial Analysis*, 30, 320-333.
- 32) Elshandidy, T., Shrivess, P. J., Bamber, M., & Abraham, S. (2018). Risk reporting: A review of the literature and implications for future research. *Journal of Accounting Literature*, 40(1), 54-82.
- 33) Elzahar, H., & Hussainey, K. (2012). Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports. *The Journal of Risk Finance*, 13(2), 133-147.
- 34) Fazzari, S.M., Hubbard, R.G. and Petersen, B.C. (1988), "Financing constraints and corporate investment", Brookings Papers on Economic Activity, pp. 141-206.
- 35) Freeman, R. E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge university press.
- 36) Garay, U., González, M., Guzmán, A., & Trujillo, M. A. (2013). Internet-based corporate disclosure and market value: evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, 17, 150-168.
- 37) Goergen, M. and Renneboog, L. (2001), "Investment policy, internal financing and ownership concentration in the UK", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7 No. 3, pp. 257-284.
- 38) Hair Jr, J. F. (2006). Successful strategies for teaching multivariate statistics. In *Proceedings of the 7th International Conference on* (pp. 1-5).

- 39) Hassan, M. K. (2009), "UAE corporations-specific characteristics and level of risk disclosure", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 24 No. 7, pp. 668-687. <https://doi.org/10.1108/02686900910975378>
- 40) Hassan, O. A., Romilly, P., Giorgioni, G., & Power, D. (2009). The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt. *The International Journal of Accounting*, 44(1), 79-102.
- 41) Ibrahim, A. I. A., (2021). The impact of risk disclosure on investment efficiency: evidence from Egypt. *Alexandria Journal of Accounting Research*, 1(5), 1-39.
- 42) IIA, (2004). Code of ethics and standards for the professional practice of internal auditing, *The Institute of Internal Auditor's Research Foundation*. 1-2.
- 43) Islam, S. S. (2002). INVESTMENT CASH FLOW SENSITIVITY : INTERNATIONAL EVIDENCE. *Doctoral Dissertation, Virginia Polytechnic Institute and State University*, 197–241.
- 44) Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- 45) Jiang, F., Kim, K. A., Ma, Y., Nofsinger, J. R., & Shi, B. (2019). Corporate culture and investment–cash flow sensitivity. *Journal of Business Ethics*, 154, 425-439.
- 46) Kadapakkam, P.R., Kumar, P.C. and Riddick, L.A. (1998), "The impact of cash flows and firm size on investment: the international evidence", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22 No. 3, pp. 293-320.
- 47) Kamaruzaman, S. A., Ali, M. M., Ghani, E. K., & Gunardi, A. (2019). Ownership structure, corporate risk disclosure and firm value: a Malaysian perspective. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 11(2), 113-131.
- 48) Kashefi-Pour, E., Amini, S., Uddin, M., & Duxbury, D. (2020). Does Cultural Difference Affect Investment–Cash Flow Sensitivity? Evidence from OECD Countries. *British Journal of Management*. Vol. 00, 1–23.
- 49) Kay, J. (2012). The Kay review of UK equity markets and long-term decision making. Final Report.
- 50) Kerle, K. (2015). Enhancing the quality of risk reporting: The roles of the risk decision maker and the accountable executive. *Journal of Securities Operations & Custody*, 8(1), 35-40.

- 51) Khalifa, M., Othman, H. B., & Hussainey, K. (2014). *The effect of unconditional and conditional conservatism on cost of capital: A quantile regression approach for MENA countries* (pp. 1-38). Working Paper.
- 52) Khan, M. A., Yau, J. T. H., Marsidi, A., & Ahmed, Z. (2024). Pushing a balloon: does corporate risk disclosure matter for investment efficiency? *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21(5), 1021-1048.
- 53) Khlif, H., & Hussainey, K. (2016). The association between risk disclosure and firm characteristics: a meta-analysis. *Journal of Risk Research*, 19(2), 181-211.
- 54) Kim, H., & Yasuda, Y. (2016). Mandatory adoption of business risk disclosure: evidence from Japanese firms. Available at: http://hermes-ir.lib.hit-u.ac.jp/rs/bitstream/10086/27921/1/070hcfrWP_1_014.pdf.
- 55) Laeven, L. (2003), "Does financial liberalization reduce financing constraints?", *Financial Management*, Vol. 32 No. 1, pp. 5-34.
- 56) Lajili, K., & Zeghal, D. (2005). A content analysis of risk management disclosures in Canadian annual reports. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 22, 125-142.
- 57) Lewellen, J., & Lewellen, K. (2016). Investment and cash flow: New evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(4), 1135-1164.
- 58) Li, Y., He, J., & Xiao, M. (2019). Risk disclosure in annual reports and corporate investment efficiency. *International Review of Economics & Finance*, 63, 138-151., doi:10.1016/j.iref.2018.08.021.
- 59) Linsley, Philip M., and Shrivs, Philip J. (2006), "Risk Reporting: A Study of Risk Disclosures in the Annual Reports of UK Companies", *the British Accounting Review*, Vol 38, Pp387-404.
- 60) Love, I., & Zicchino, L. (2006). Financial development and dynamic investment behavior: Evidence from panel VAR. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 46(2), 190-210.
- 61) Machokoto, M., Tanveer, U., Ishaq, S., & Areneke, G. (2021). Decreasing investment-cash flow sensitivity: Further UK evidence. *Finance Research Letters*, 38, 101397.
- 62) Malmendier, U. and G. Tate (2005). 'CEO overconfidence and corporate investment', *Journal of Finance*, 60, pp. 2661-2700.

- 63) Marzouk, M. (2017). *A framework for the quality of corporate risk disclosure* (Doctoral dissertation, University of York).
- 64) Miihkinen, A. (2013). The usefulness of firm risk disclosures under different firm riskiness, investor-interest, and market conditions: New evidence from Finland. *Advances in Accounting*, 29(2), 312-331.
- 65) Mokhtar, E. S., & Mellett, H. (2013). Competition, corporate governance, ownership structure and risk reporting. *Managerial Auditing Journal*. 28 (9):838-865.
- 66) Moncef Guizani (2020): Investment-cash flow sensitivity: a macroeconomic approach, *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, P.P 1-25, DOI: 10.1080/17520843.2020.1717570.
- 67) Moshirian, F., Nanda, V., Vadilyev, A., & Zhang, B. (2017). What drives investment-cash flow sensitivity around the World? An asset tangibility Perspective. *Journal of Banking & Finance*, 77, 1-17.
- 68) Mousa, G., & Elamir, E. (2013). Content analysis of corporate risk disclosures: the case of Bahraini capital market. *Global review of Accounting and Finance*, 4(1), 27-54.
- 69) Moussa, Ahmed Saber Moussa Ali. (2020). the Effect of Corporate Risk Disclosure on Firm Value According to Corporate Governance: An Empirical Study. (Doctoral thesis, Faculty of commerce - Menoufia University, Egypt).
- 70) Mulier, K., Schoors, K., & Merlevede, B. (2016). Investment-cash flow sensitivity and financial constraints: Evidence from unquoted European SMEs. *Journal of Banking & Finance*, 73, 182-197.
- 71) Nahar, S., Azim, M., & Jubb, C. A. (2016). Risk disclosure, cost of capital and bank performance. *International Journal of Accounting & Information Management*. 24 (4):476-494.
- 72) Neifar, S., & Jarboui, A. (2018). Corporate governance and operational risk voluntary disclosure: Evidence from Islamic banks. *Research in International Business and Finance*, 46, 43-54.
- 73) Ntim, C. G., Lindop, S., & Thomas, D. A. (2013). Corporate governance and risk reporting in South Africa: A study of corporate risk disclosures in the pre-and post-2007/2008 global financial crisis periods. *International Review of Financial Analysis*, 30, 363-383.

- 74) Oliveira, J., Rodrigues, L. L., & Craig, R. (2013). Company risk-related disclosures in a code law country: a synopsis. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 7(1), 123-130.
- 75) Platikanov, S. (2007). *Essays on corporate investments, learning, and financial constraints* (Doctoral dissertation, University of Colorado at Boulder).
- 76) Reihani, R. S. (2022) the Analysis of the Impact of the CEO Power on the Investment-Cash Flow Sensitivity. *The Islamic University College Journal*, 69(2): PP. 193-214.
- 77) Ruonan, Z., & Hong, Y. (2019). Corporate social responsibility disclosure, financing constraints and investment-cash flow sensitivity. *East Asian Journal of Business Management*, 9(1), 21-28.
- 78) Salem, I. H., Ayadi, S. D., & Hussainey, K. (2019). Corporate governance and risk disclosure quality: Tunisian evidence. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 9(4), 567-602.
- 79) Salman, A. Q., REHMAN, K., & HUNJURA, A. (2012). Factors Affecting Investment Decision Making of Equity Fund Managers. *Munich Personal RePEc Archive*, 19(10).
- 80) Samet, M. and Jarboui, A. (2017), CSR, agency costs and investment-cash flow sensitivity: a mediated moderation analysis, *Managerial Finance*, Vol. 43, No. 3, pp. 299-312.
- 81) Shen, C.H. and Wang, C.A. (2005), "Does bank relationship matter for a firm's investment and financial constraints? The case of Taiwan", *Pacific-basin Finance Journal*, Vol. 13 No. 2, pp. 163-184.
- 82) Siagian, F., Siregar, S. V., & Rahadian, Y. (2013). Corporate governance, reporting quality, and firm value: evidence from Indonesia. *Journal of accounting in emerging economies*, 3(1), 4-20.
- 83) Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355– 374.
- 84) Togok, S. H., Isa, C. R., & Zainuddin, S. (2016). Enterprise risk management adoption in Malaysia: A disclosure approach. *Asian Journal of Business and Accounting*, 9(1), 83-104.
- 85) Tran, Q. T. (2020). Corruption and corporate cash holdings: international evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, 54, 100611.

- 86) Yang, D., & Kim, H. (2020). Managerial overconfidence and manipulation of operating cash flow: Evidence from Korea☆. *Finance Research Letters*, 32, 101343.
- 87) Yi, E. (2023). Corporate governance, information disclosure and investment-Cash flow sensitivity. *Finance Research Letters*, 55, 103942.

ملاحق البحث

مؤشر الإفصاح المحاسبي عن مخاطر الشركات

المجموعات	بنود مؤشر الإفصاح
1-مخاطر الائتمان Credit Risk	أولاً: المخاطر المالية
	1-مدى تعرض الشركة لمخاطر الائتمان، والتغيرات التي تحدث في ذلك التعرض.
	2-توضيح كيف نشأت مخاطر الائتمان.
	3-أهداف الشركة، وسياساتها، وإجراءاتها لإدارة مخاطر الائتمان، والتغيرات التي حدثت بها.
	4-الطرق التي تتبعها الشركة في قياس مخاطر الائتمان، والتغيرات التي حدثت في هذه الطرق.
	5-عرض بيانات كمية بشأن مخاطر الائتمان التي تتعرض لها الشركة.
	6-عرض تركيزات مخاطر الائتمان، مع وصف لكيفية تحديد الإدارة لهذه التركيزات.
	7-توضيح المخاطر الائتمانية المتأصلة في الأصول المالية، والإرتباطات بتقديم إئتمان.
	8- قياس وعرض الخسائر الائتمانية المتوقعة، والتغيرات التي تحدث بها.
	9-معلومات توضح ممارسات الشركة لإدارة المخاطر الائتمانية، وكيف أنها ترتبط بأثبات وقياس الخسائر الائتمانية المتوقعة.
	10-معلومات كمية ونوعية تسمح لمستخدمي القوائم المالية بتقييم مبالغ القوائم المالية الناشئة عن الخسائر الائتمانية المتوقعة.
	11-تعريف الشركة للتعرض في السداد، مع توضيح أسباب إختيار ذلك التعريف.
	12-مخصص الخسارة مفاًساً بمبلغ مساو للخسائر الائتمانية المتوقعة، مع توضيح التغيرات في هذا المخصص، وأسبابها خلال الفترة، مع مطابقته بدءاً من الرصيد الإفتتاحي حتى الرصيد الختامي.
	13-المبلغ الذي يعبر عن الحد الأقصى لتعرض الشركة للمخاطر الائتمانية، وبدون الأخذ في الحسبان أي ضمان رهني مُحْتَفَظ به أو تعزيزات إئتمانية أخرى.
	14-وصف سردي الطبيعة وجودة الضمان الرهني الذي تحتفظ به الشركة والتعزيزات الائتمانية الأخرى.
	15-معلومات بشأن الأدوات المالية التي لم تثبت لها الشركة مخصص خسارة بسبب الضمان الرهني.
	16-معلومات كمية بشأن الضمان الرهني المحتفظ به للأصول المالية ذات المستوى الإئتماني الهابط في تاريخ التقرير.
	17-إجمالي المبلغ الدفترى للأصول المالية والتعرض للمخاطر الائتمانية على الإرتباطات بقرود عقود الضمان المالي، بحسب درجات تصنيف المخاطر الائتمانية.
	18-المبالغ المستحقة التحصيل من المدينين التجاريين، ومبالغ الإيجار مستحقة التحصيل.
19-طبيعة الأصول المالية وغير المالية ومبالغها الدفترية التي حصلت عليها الشركة خلال الفترة عن طريق تملك الضمان الرهني الذي تحتفظ به.	

مخاطر السيولة Liquidity Risk 2	20-مدى تعرض الشركة لمخاطر السيولة ، وأية تغييرات تحدث في ذلك.
	21-توضيح كيف نشأت مخاطر السيولة.
	22-أهداف الشركة، وسياساتها، وإجراءاتها لإدارة مخاطر السيولة، وأية تغييرات حدثت في ذلك.
	23-الطرق التي تتبعها الشركة في قياس مخاطر السيولة، والتغييرات التي حدثت بها.
	24-عرض بيانات كمية بشأن مخاطر السيولة التي تتعرض لها الشركة.
	25-عرض تركيزات مخاطر السيولة سواء في أصولها أو في مصادر تمويلها.
	26-تحليل لأجل إستحقاق الإلتزامات المالية غير المشتقة، بحيث يوضح آجال الإستحقاق التعاقدية المتبقية لتلك الإلتزامات.
	27-تحليل لأجل إستحقاق الإلتزامات المالية المشتقة، بحيث يوضح آجال الإستحقاق التعاقدية المتبقية لتلك الإلتزامات.
	28-وصف لكيفية إدارة الشركة لمخاطر السيولة المتأصلة في الإلتزامات المالية غير المشتقة، والإلتزامات المالية المشتقة.
	29-تسهيلات الإقتراض التي ترتبط بها الشركة أو التسهيلات الإئتمانية الأخرى التي تستطيع الوصول إليها للوفاء بإحتياجاتها من السيولة.
	30-الودائع التي تحتفظ بها الشركة في البنوك المركزية للوفاء بإحتياجات السيولة.
	31-معلومات توضح مدى تنوع مصادر تمويل الشركة.
	32-إجراءات الرقابة الداخلية، وخطط الطوارئ لإدارة مخاطر السيولة.
	33-الأدوات الخاصة بشروط التسديد المعجل.
مخاطر السوق Market Risk 3	34-الأدوات التي تتيح للشركة الإختيار بين ما إذا كانت ستقوم بتسوية التزاماتها المالية من خلال تسليم نقد، أو من خلال تسليم أسهمها.
	35-مدى تعرض الشركة لكل نوع من مخاطر السوق ، وأية تغييرات في ذلك التعرض.
	36-توضيح كيف نشأ كل نوع من أنواع مخاطر السوق.
	37-أهداف الشركة، وسياساتها، وإجراءاتها لإدارة كل نوع من أنواع مخاطر السوق والتغييرات التي حدثت فيها.
	38-الطرق التي تتبعها الشركة في قياس كل نوع من أنواع مخاطر السوق، والتغييرات التي حدثت بها.
	39-عرض بيانات كمية بشأن كل نوع من أنواع مخاطر السوق التي تتعرض لها الشركة.
	40-عرض تركيزات كل نوع من أنواع مخاطر السوق.
	41-تحليل حساسية لكل نوع من مخاطر السوق، والتي تكون الشركة معرضة لها في نهاية فترة التقرير، مع إظهار كيف كان الربح أو الخسارة وحقوق الملكية ستتأثر بالتغيرات في المخاطر المحتملة في ذلك التاريخ.
	42-يظهر تحليل الحساسية أثر التغيرات المحتملة في متغير السوق ذي الصلة على الربح أو الخسارة وحقوق الملكية .
	43-الطرق والإفتراضات المستخدمة في تحليل الحساسية، والتغيرات عن الفترة السابقة وأسباب هذه التغيرات.