

دراسة تحليلية للعلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم

**Analytical Review of the Relationship between Risk Disclosure's
Level and Stock Prices Crash Risk**

بحث مستخرج من رسالة دكتوراة بعنوان:

قياس تأثير خصائص المديرين التنفيذيين وهيكل الملكية على المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن
المخاطر وانعكاس ذلك على مخاطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية

إعداد

محمود عرابى عزب محمود

Mahmoud Oraby Azab Mahmoud

٠١٠٩٠٠٣٦٠٩٢

مدرس مساعد بقسم المحاسبة
كلية التجارة - جامعة القاهرة

تحت إشراف

دكتور/ وليد حامد غنيم
Dr. Waleed Hamed Ghoniem

مدرس المحاسبة
كلية التجارة - جامعة القاهرة

الأستاذ الدكتور/ هالة عبدالله الخولي
Prof. Hala Abdullah EI- kholy

أستاذ المحاسبة
كلية التجارة - جامعة القاهرة

ملخص البحث

هدف البحث:

يهدف البحث إلى دراسة وتحليل العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم، وحيث أن خطر انهيار اسعار الأسهم ينشأ أساسياً نتيجة حجب المنشآت لكمية كبيرة من الأخبار السيئة لفترة زمنية طويلة، ثم الإفصاح عنها دفعة واحدة إلى السوق، فمن الضروري دراسة تلك العلاقة لفهم الدور الذي قد يلعبه الإفصاح عن المخاطر في تقليل حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم.

منهج البحث:

يعتمد البحث على إجراء دراسة تحليلية نظرية لاستكشاف طبيعة العلاقة المحتملة بين كل من مستوى الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم.

الإضافة العلمية:

على الرغم من أن العديد من الدراسات توصلت إلى أن الإفصاحات بشكل عام قد تؤثر سلباً على حدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أنه لا زالت توجد ندرة في الدراسات - في حدود علم الباحث- التي تناولت تأثير مستوى الإفصاح عن المخاطر لمنشآت الأعمال على مخاطر انهيار أسعار أسهمها.

نتائج البحث:

إن الإفصاح المنظم والكافي للمعلومات المرتبطة بالمخاطر سيعمل على تخفيض حالة عدم التماثل في المعلومات بين المستثمرين، بالإضافة إلى إمداد السوق بشكل منتظم بالمعلومات المرتبطة بالمخاطر وتقديم المزيد من الشفافية بشأن المخاطر التي تتعرض لها منشآت الأعمال، ومن سيعمل ذلك على الحد من ردة فعل السوق القوية تجاه المعلومات الخاصة بالمخاطر المفصح عنها، وبالتالي فمن المتوقع وجود علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم.

الكلمات المفتاحية: الإفصاح المحاسبي، الإفصاح عن المخاطر، خطر انهيار أسعار الأسهم

Abstract

Research objective:

The research aims to study and analyze the relationship between the level of risk disclosure and stock prices crash risk. Since the crash risk of stock price occurs mainly as a result of withholding a large quantity of bad news for a long period and disclosing it to the market. So, it is necessary to study this relationship to understand the role that risk disclosure may play in reducing stock prices crash risk.

Research methodology:

The research relies on a theoretical analytical study to explore the nature of the potential relationship between both the level of risk disclosure and stock prices crash risk.

Originality/value

Although many studies have concluded that disclosures in general may negatively affect the occurrence of and Stock Prices Crash Risk. there is still a Few Studies have addressed the impact of the level of risk disclosure stock prices crash risk.

Research results:

Organized and adequate risk disclosure will reduce the Information Asymmetry among Investors, in addition to providing the Market with regular risk-related Information and providing more transparency about the risks to which Firms are exposed, which will reduce the strong market reaction to the disclosed risk information, and therefore it is expected that the level of risk disclosure and stock prices crash risk.

Keywords: Accounting disclosure, Risk disclosure, Stock prices crash risk.

١ . مقدمة:

تزايد اهتمام الباحثين في الآونة الأخيرة بالمحتوى المعلوماتي للإفصاح المحاسبي عن المعلومات المالية وغير المالية، نظرًا لدورها الحيوي في إمداد متخذي القرارات الاستثمارية بالمعلومات

اللازمة التي تمكنهم من اتخاذ القرارات على نحو أفضل، وفي ظل التطورات الاقتصادية ونمو الأسواق المالية، تظهر الحاجة للمزيد من المعلومات الهامة الأخرى التي قد يحتاجها المستثمرون سواء الحاليون أو المرتقبون والتي من أهمها المعلومات المرتبطة بالمخاطر التي تتعرض لها المنشآت في بيئة الأعمال.

هذا، وتواجه منشآت الأعمال العديد من المخاطر والتي تختلف في طبيعتها وتأثيرها عن بعضها البعض، وذلك في ظل التطورات الاقتصادية المستمرة في بيئة الأعمال سواء على المستوى المحلي أو المستوى العالمي، وهو الأمر الذي فرض على تلك المنشآت القيام بأفضل الممارسات لإدارة تلك المخاطر (Mazumder & Hossain, 2018)، ونظراً لأن منشآت الأعمال في الوقت الراهن تعمل في بيئة أعمال تتصف بالتعقد والتشابك والمنافسة الشديدة والتغيرات السريعة، فقد أصبحت تواجه العديد من المخاطر سواء المالية أو غير المالية. لذا، فهناك ضرورة للاهتمام بجودة الإفصاحات بشكل عام، مع التركيز على الإفصاح عن المخاطر التي تواجه منشآت الأعمال بشكل خاص، لما له من تأثير محتمل على الأداء السوقي لتلك المنشآت وكذلك قرارات المستثمرين (Khlif & Hussainy, 2016).

٢. طبيعة المشكلة:

يرى (Tan et al. (2017) أن إحدى الأسباب المؤثرة في حدوث الأزمات والانهيارات في أسواق المال هو عدم تطوير منشآت الأعمال للإستراتيجيات اللازمة لتوقع المخاطر والفشل في ادارتها وكذلك عدم كفاية الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية لتلك المنشآت، بالإضافة إلى ذلك فقد أشار (Cordazzo et al. (2017) إلى أن مستوى الإفصاح عن المخاطر بوضعه الحالي يُعد غير كافياً لتلبية احتياجات مستخدمي التقارير المالية، الأمر الذي سيؤدي الى زيادة الضغوط على منشآت الأعمال لتقديم المزيد من الإفصاحات المرتبطة بالمخاطر.

على جانب آخر، يعتبر موضوع مخاطر انهيار أسعار الأسهم Stock Prices Crash Risks من أهم القضايا التي يتم تناولها في دراسات اسواق المال، والتي تحظى باهتمام العديد من المستثمرين والباحثين، وتشير مخاطر انهيار أسعار الأسهم إلى احتمال حدوث انخفاض مفاجئ في أسعار الأسهم (Chen et al., 2001; Jin & Myers, 2006; Hutton et al., 2009)، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض مماثل في ثروة حملة الأسهم (Dang et al., 2016).

ومع الفصل بين الملكية والإدارة فقد يكون لدى المديرين حوافز لحجب الأخبار السيئة من أجل الحفاظ على المنافع الخاصة بالمديرين التنفيذيين CEOs، الأمر الذي سيؤدي إلى تراكم تلك الأخبار وعدم الإفصاح عنها في التوقيت المناسب. ويرى (He et al. (2019 أنه مع تراكم الأخبار السيئة لفترة زمنية طويلة وارتفاع أسعار الأسهم بشكل مبالغ فيه، فإن القيام بالإفصاح عن تلك الأخبار السيئة كدفعة واحدة يؤدي إلى حدوث انهيار في أسعار الأسهم.

بناءً على ما تقدم، ونظراً لزيادة المخاطر التي تواجهها منشآت الأعمال بشكل عام، بالإضافة إلى عدم كفاية المستوى الحالي من الإفصاح عن المخاطر الذي يلبي احتياجات المستخدمين في سوق المال، وتعدد العوامل التي قد تؤثر على تعرض تلك المنشآت لمخاطر الانهيار في أسعار أسهمها يمكن صياغة مشكلة البحث في التساؤل التالي: هل توجد علاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم؟.

٣. أهداف البحث:

يهدف البحث بشكل أساسي إلى التعرف على طبيعة العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم. وينبثق عن هذا الهدف الرئيس الأهداف الفرعية التالية:

الهدف الفرعي الأول: التعرف على مفهوم كل من الإفصاح عن المخاطر، وخطر انهيار أسعار الأسهم، وكيفية قياسهما.

الهدف الفرعي الثاني: تحليل العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم.

٤. خطة البحث:

في ضوء طبيعة مشكلة البحث، وفي سبيل تحقيق أهدافه، يتناول الباحث بالدراسة والتحليل الأجزاء التالية:

٤-١. الإفصاح عن المخاطر.

٤-٢. خطر انهيار أسعار الاسهم.

٤-٣. تحليل العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر وبين تعرض منشآت الأعمال لخطر الانهيار في أسعار أسهمها.

٤-٤. تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فروض الدراسة.

٤-٥. الدراسات المستقبلية.

٤-١. الإفصاح عن المخاطر.

٤-١-١. مفهوم الإفصاح عن المخاطر.

عرف العديد من الدراسات المخاطر بأنها حالة عدم التأكد المرتبطة بالمكاسب والخسائر المحتمل حدوثها (Solmon et al., 2000; Baroma, 2015; Khandelwal & Kumar, 2021; Khandelwal et al., 2022)؛ رضوان، ٢٠٢٠، ويتماشى هذا المفهوم مع المفهوم الصادر عن معهد المحاسبين القانونيين بإنجلترا وويلز The Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW) والذي أشار إلى أن المخاطر تتمثل في حالة عدم التأكد المرتبطة بالمبالغ النقدية، والتي قد تتضمن احتمالية حدوث أو تحقيق مكاسب أو خسائر (ICAEW, 2006).

وتأسيساً على ما تقدم، يتضح للباحث أن مفهوم الخطر لا يرتبط فقط بتحقيق المنشأة للخسائر، بل يمتد مفهوم الخطر لأي مكاسب من الممكن أن تحققها المنشأة في ظل حالة عدم التأكد المصاحبة لتلك المكاسب أيضاً، وهو ما أشارت إليه لجنة Committee of Sponsoring Organizations (COSO)، والتي عرفت المخاطر بأنها إمكانية حدوث الأحداث التي تؤثر على إمكانية تحقيق المنشأة لأهدافها الإستراتيجية، ويشمل ذلك كلا من الأحداث السلبية والتي قد تمثل تهديدات للمنشأة مثل (إنخفاض الإيرادات المستهدفة أو الأضرار التي تلحق بالسمعة)، وكذلك بالأحداث الإيجابية والتي تمثل فرصاً للمنشأة مثل؛ ظهور أسواق ناشئة لمنتجات جديدة، كما عرفت المخاطر أيضاً بأنها حالة عدم التأكد والتي قد تؤدي إلى تحقيق كل من مكاسب أو خسائر محتملة (Solomon et al., 2019; Elamer et al., 2019).

وبناء على ما تقدم، يمكن للباحث تعريف المخاطر على أنها حالة من الشك أو عدم التأكد أو عدم المعرفة بمجموعة من الأحداث المستقبلية، والتي من المتوقع والمحتمل أن يكون لها تأثيراً

موجباً أو سلباً على أداء المنشأة في الوقت الحالي أو في المستقبل، مما يؤثر في النهاية على الحد من قدرة المنشأة على تحقيق أهدافها المختلفة، بالإضافة إلى تأثيرها أيضاً على عدم قدرة المستثمرين من تقييم المخاطر المتعلقة باستثماراتهم المختلفة في تلك المنشآت.

وفي هذا الصدد، فقد تم تقسيم المخاطر إلى عدة تقسيمات، حيث قام كلاً Cabedo & Tirado (2004) بتصنيف المخاطر إلى مجموعتين؛ تتمثل المجموعة الأولى في المخاطر غير المالية Non-financial Risks، والتي تشمل كلاً من المخاطر الاستراتيجية Strategic Risks ومخاطر الأعمال Business Risks. بينما تتمثل المجموعة الثانية في المخاطر المالية financial Risks وتشمل مخاطر السوق Market Risks، مخاطر الائتمان Credit Risks، مخاطر السيولة Liquidity Risks، والمخاطر القانونية والتشغيلية Legal & Operational Risks، كما صنّف (2004) Beretta & Bozzolan المخاطر إلى ثلاثة تصنيفات وهي: المخاطر المرتبطة بإستراتيجية المنشأة Firm's strategy Risks، والمخاطر المرتبطة بخصائص المنشأة Firm's characteristics Risks، وأخيراً المخاطر المرتبطة بالبيئة المحيطة بالمنشأة Firm's Environment Risks، أما (2005) Lajili & Zéghal فقد وضع تصنيفاً للمخاطر على نطاق أوسع من التصنيف السابق، حيث تتضمن هذا التصنيف أحد عشر نوعاً من المخاطر التي يمكن الإفصاح عنها وهي: المخاطر المالية financial Risks، المخاطر التشغيلية Operational Risks، المخاطر الحكومية Governmental Risks، المخاطر التكنولوجية Technological Risks، المخاطر السياسية political Risks، المخاطر البيئية Environmental Risks، المخاطر المرتبطة بالطقس أو المناخ Climate Risks، المخاطر الموسمية Seasonal Risks، المخاطر الدورية Cyclical Risks، المخاطر المتعلقة بالموارد الطبيعية Natural resources Risks، والمخاطر المرتبطة بالموردين Suppliers Risks، كما صنّف (2006) Linsley & Shrivies المخاطر إلى كل من المخاطر المالية Financial Risks، ومخاطر التشغيل Operational Risks، بالإضافة إلى مخاطر التمكين Empowerment Risks، والمخاطر المرتبطة بالتكنولوجيا Technological Risks، ومخاطر النزاهة Integrity Risks، فضلاً عن المخاطر الإستراتيجية Strategic Risks.

وفي سياق متصل، عرف (Beretta & Bozzolan, 2004) الإفصاح عن المخاطر بأنه عملية التوصيل والتقرير عن المعلومات المرتبطة بكل من استراتيجيات الشركة، وعملياتها، وكذلك العوامل الخارجية الأخرى التي يمكن أن تؤثر على النتائج المتوقعة، أما Linsley & Shrivies (2006) فقد عرف الإفصاح عن المخاطر بأنه إعلام قارئ القوائم المالية بأي فرص أو احتمالات أو تهديدات من شأنها التأثير على المنشأة سواء في الوقت الحالي أو في المستقبل، وكذلك الإستراتيجيات المتبعة لإدارة هذه الفرص أو التهديدات. بينما عرف رضوان (٢٠٢٠) الإفصاح عن المخاطر بأنه عملية التقرير عن كافة المعلومات والتي من المحتمل أن يكون لها تأثير على حالة عدم التأكد المرتبطة بالمنشأة سواء بشكل كمي أو وصفي. من جانب آخر وضعت عددًا من الدراسات مفهومًا للإفصاح عن المخاطر يقضي بأن تتضمن القوائم المالية كافة المعلومات والبيانات الهامة والملائمة سواء كانت وصفية أو كمية، والتي تهدف إلى إعلام مستخدمي القوائم والتقارير المالية بالأحداث المتوقع حدوثها والنتيجة عن عوامل داخلية أو خارجية، وتأثيرها على الأداء الحالي أو المستقبلي، مع كيفية إدارة تلك المخاطر والتهديدات (علي وآخرون، ٢٠١٧؛ الصائغ، ٢٠٢٢).

مما تقدم، يمكن للباحث تعريف الإفصاح عن المخاطر بأنه عملية تضمين ووصف التقارير المالية المنشورة للأحداث التي من المحتمل أن يكون لها تأثير على حالات عدم التأكد المرتبطة بالأرباح والخسائر أو المتعلقة بالتدفقات النقدية المستقبلية، سواء كان هذا الوصف كميًا أو سرديًا، وسواء كان مرتبطًا بالماضي أو بالمستقبل مع ضرورة الإفصاح عن الوسائل والطرق المختلفة التي تتبعها الإدارة من أجل مواجهة وإدارة تلك المخاطر.

هذا، ويرى الباحث أن الإفصاح عن المخاطر لا ينبغي أن يقتصر فقط على الإفصاحات الإلزامية، بل يجب أن يتجاوز ذلك ليشمل الإفصاحات الطوعية أو الاختيارية، والتي تركز على زيادة مستوى شفافية المعلومات وتقديم رؤية واضحة عن المخاطر، حيث يساهم ذلك بشكل كبير في تحسين ثقة المستثمرين وتقليل حالة عدم التماثل في المعلومات، مما يعزز استقرار الأسواق المالية.

وأشار بعض الدراسات إلى وجود مجموعة من الخصائص المرتبطة بالإفصاح عن المخاطر، حيث تتضمن تلك الخصائص كل من كمية معلومات المخاطر، نغمة الإفصاح، بالإضافة إلى التوقيت الزمني المرتبط بتلك المعلومات (Linsley & Shrivies, 2006; Beretta &

Bozzolan, 2008; Miihkinen, 2012; Mokhter & Mellelte, 2013; Marzouk, 2016; Jia et al., 2017)؛ مليجي، ٢٠١٧؛ سليم، ٢٠٢١، ويمكن توضيح تلك الخصائص من خلال الجدول رقم (١) التالي:

جدول (١): خصائص الإفصاح عن معلومات المخاطر

المفهوم	خصائص الإفصاح عن معلومات المخاطر
الإفصاح عن المعلومات بشكل أكبر يساعد المستثمرين على تقييم مخاطر الشركة، في حين أن نقص المعلومات قد يؤدي إلى صعوبة في التقييم.	كمية معلومات المخاطر Information Risk Quantity
يجب أن يتضمن الإفصاح عن المخاطر كل من الأخبار الجيدة عن فرص الأعمال ونظم إدارة المخاطر لطمأنة المستثمرين، وخفض تكلفة رأس المال، وكذلك الإفصاح عن الأخبار السيئة لتجنب عمليات التقاضي، نتيجة عدم الإفصاح الكافي عن المعلومات.	نعمة الإفصاح Disclosure Tone
ضرورة اشمال الإفصاح عن المخاطر لمعلومات تاريخية ومستقبلية تساعد المستثمرين في تقييم الأداء المستقبلي للشركة.	التوقيت الزمني Time Orientation

المصدر: (مليجي، ٢٠١٧)

هذا، وعادة ما يتم الإفصاح عن المخاطر من خلال نوعين من الإفصاح يتمثلان في؛ النوع الأول، الإفصاح الإلزامي عن المخاطر Mandatory Risk Disclosure الذي يقوم على الالتزام بشروط ومتطلبات الإفصاح وفقاً للمعايير المحاسبية أو وفقاً للقوانين واللوائح والنشرات الصادرة من الجهات التنظيمية، بينما النوع الثاني فيتمثل في الإفصاح الاختياري عن المخاطر Optional Risk Disclosure، حيث تقوم المنشآت من خلاله بتقديم معلومات إضافية تزيد عن المعلومات

التي يجب أن تقدمها تلك المنشآت إلزامياً، كما أن غالبية القواعد الإلزامية المتعلقة بالإفصاح عن المخاطر تركز بشكل أكبر على الإفصاحات الكمية المرتبطة بالمخاطر المالية ومخاطر السلع أو السوق، وفي المقابل فإن قيام المنشآت بتقديم نطاق أوسع من المعلومات المرتبطة بالمخاطر لمختلف الأطراف أصحاب المصلحة يكون غالباً من قبيل الإفصاح الاختياري عن المخاطر.

٤-١-٢. قياس مستوى الإفصاح عن المخاطر.

حدد بعض الدراسات كدراسة أبو طالب (٢٠١٤) و Hassan & Marston (2010) بعض الأساليب المتبعة في قياس مستويات الإفصاح بشكل عام، حيث صنفت إلى مجموعتين رئيسيتين؛ حيث تتمثل المجموعة الأولى في أساليب قياس الإفصاح بدلالة ردود الأفعال وأشهر تلك الأساليب وأكثرها استخداماً هو أسلوب استطلاع الرأي سواء بالاعتماد على قوائم الاستقصاء أو من خلال إجراء مقابلات شخصية. بينما المجموعة الثانية فتتمثل في أساليب قياس ما يتم الإفصاح عنه من معلومات، حيث تركز تلك الأساليب على قياس مستوى وخصائص الإفصاح الذي تقوم به منشآت الأعمال. ويعد أسلوب مؤشر الإفصاح Disclosure Index وتحليل المحتوى Content Analysis سواء تم تشغيل هذا الأسلوب يدوياً manual أو إلكترونياً Automated من أشهر أساليب قياس المعلومات التي تم الإفصاح عنها وأكثرها استخداماً في كثير من الدراسات في الدول النامية والمتقدمة.

هذا، ويعد أسلوب تحليل المحتوى أحد الأساليب المستخدمة في قياس مستوى الإفصاح عن المخاطر، وذلك من خلال الاعتماد على عدد الكلمات، أو الجمل التي تتضمن الإفصاح عن المخاطر، وتماشياً مع الدراسات الحديثة في مجال الإفصاح عن المخاطر استخدم العديد من الباحثين لعدد الجمل التي تحتوي على إفصاح عن المخاطر كمقياس لمستوى الإفصاح عن المخاطر (Beretta & Bozzolan, 2004; Linsley & Shrivess, 2006; Amran et al., 2009; Dobler et al., 2011; Elzahar & Hussainey, 2012) ويرى البعض أن أسلوب الجمل أكثر موثوقية من أسلوب الكلمات (Milne & Adler, 1999)، إلا أنه على الرغم من أن أسلوب الكلمات يمكن أن يتم عدها بدرجة أكثر دقة لكن من الصعب تصنيفها إلى مجموعات مختلفة من المخاطر دون الرجوع إلى الجمل التي وردت من خلالها تلك الكلمات، فمعنى الكلمة يعتمد على السياق الذي وردت من خلاله في الجملة (Krippenorf, 2004).

على جانب آخر، يعد إعداد مؤشرات الإفصاح الأسلوب الثاني الذي يمكن الاعتماد عليه في قياس مستوى الإفصاح عن المخاطر في منشآت الأعمال؛ حيث يتكون مؤشر الإفصاح عن المخاطر من مجموعة البنود الرئيسية، وكل مجموعة تتضمن عدد من البنود الفرعية الواجب الإفصاح عنها، بحيث يأخذ البند رقم (١) إذا تم الإفصاح عنه و(صفر) إذا لم يتم الإفصاح عنه، وسيقوم الباحث بإعداد مؤشر لقياس مستوى الإفصاح عن المخاطر في البيئة المصرية وذلك في ضوء الدراسات السابقة ذات الصلة.

هذا، ويمكن قياس المحتوى الإعلامي للمعلومات المرتبطة بالمخاطر التي يتم الإفصاح عنها في التقارير السنوية للمنشآت من خلال التركيز على الدلالات اللفظية لمحتوى الجمل وعدد الكلمات المستخدمة في الإفصاح عن المخاطر، والذي تضمن ثلاثة جوانب أساسية تتمثل في؛ كمية الإفصاح عن المخاطر، ونطاق الإفصاح، بالإضافة إلى عمق الإفصاح وذلك كما يلي:

الجانب الأول: كمية الإفصاح عن المخاطر.

يمكن قياس كمية معلومات المخاطر المفصح عنها من خلال حصر عدد الجمل المفصح عنها، والتي تتضمن في محتواها ما يدل على المخاطر، ويرى (Beretta & Bozzolan, 2008) أنه على الرغم من أن كمية المعلومات المفصح عنها قد لا تعتبر مقياس صالح لقياس جودة الإفصاح عن المخاطر، إلا أنها تشير إلى مقدار الجهد المبذول من جانب المنشأة لتوفير معلومات شاملة عن المخاطر لمستخدميها. بينما خلص (Mihkinen, 2012) إلى وجود علاقة طردية بين كمية معلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها في التقارير وبين جودة هذا الإفصاح، إلا أن البعض يرى أن كمية المعلومات المفصح عنها يمكن أن تمثل أحد جوانب جودة الإفصاح، طالما أن المعلومات الخاصة بالمخاطر التي تواجه المنشأة والتي يتم الإفصاح عنها تزود مستخدميها بمعلومات مفيدة من شأنها أن تساعد في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية بشكل رشيد (Jia et al., 2017). كما أكدت دراسة كل من إبراهيم (٢٠١٦) ورضوان والسيد (٢٠٢٠) على ذلك، حيث أشارت تلك الدراسات إلى أن كمية معلومات المخاطر والتي تتضمنها التقارير السنوية، تعتبر أحد المدخلات الأساسية في قرارات المستثمرين.

الجانب الثاني: نطاق الإفصاح عن المخاطر.

يتضمن نطاق الإفصاح عن المخاطر نوعية معلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها، وما إذا كانت معلومات عامة عن أنواع المخاطر التي يتعرض لها القطاع، أو معلومات تخص الشركة والمخاطر التي تواجهها، ويشير البعض إلى أن الإفصاح عن معلومات المخاطر التي تخص الشركة أو جوانب محددة منها يتسم بالجودة، نظرًا لدوره الفعال في مساعدة المستخدمين على التقييم الدقيق للمخاطر مقارنة بالإفصاح عن معلومات المخاطر التي يتعرض لها القطاع التي تعتبر معلومات عامة وغامضة وغير كافية (Beretta & Bozzolan, 2008; Olivera et al., 2011; رضوان والسيد، ٢٠٢٠)، وأشارت العديد من الدراسات إلى أن معظم الشركات تقوم بالإفصاح عن معلومات نمطية وعامة عن المخاطر ولا تقوم بالإفصاح عن معلومات محددة عنها (Linsley & Shrivies, 2014; Dominguez & Gamez, 2014; Campble et al., 2005).

الجانب الثالث: عمق الإفصاح عن المخاطر.

يتضمن عمق الإفصاح عن المخاطر كل من التوجه الزمني لمعلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها سواء كانت معلومات تاريخية أو مستقبلية، ويرى البعض أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية المتعلقة بالمخاطر يعد أكثر فائدة للمستثمرين مقارنة بالإفصاح عن المعلومات التاريخية، فالمعلومات المستقبلية تلعب دورًا هامًا في زيادة دقة توقعات المحللين المرتبطة بالأرباح المستقبلية، وفي مساعدة المستثمرين على التقييم الدقيق للمخاطر والأداء المستقبلي، مع تعديل قراراتهم الاستثمارية بناءً على تلك المعلومات (Linsely & Shrivies, 2006; Beretta & Bozzolan, 2008; Mihkinen, 2012).

٤-١-٣. النظريات المفسرة للإفصاح عن المخاطر.

تطرق العديد من الدراسات ذات الصلة لمجموعة من النظريات التي تسهم في تفسير دوافع منشآت الأعمال للإفصاح عن مخاطرها، ويعرض الجدول التالي رقم (٢) إيجازًا للنظريات التي تفسر قيام منشآت الأعمال بالإفصاح عن المخاطر.

جدول (٢): النظريات المفسرة للإفصاح عن المخاطر

النظرية	مبررات النظرية للإفصاح عن المخاطر
نظرية الوكالة Agency Theory أحمد، ٢٠٢١؛ (Campbell et al., 2014؛ Buckby et al., 2015)	نتيجة تعارض المصالح بين الإدارة (الوكيل) والملاك (الأصيل)، يسعى كل طرف لتعظيم مصالحه الخاصة، مما يتسبب في ما يسمى بمشكلة الوكالة، ولتخفيض تكاليف الوكالة الناتجة عن تلك المشكلة فإنه من الضروري تقديم محتوى معلوماتي للإفصاح عن المخاطر، مما يؤكد على سعي الإدارة نحو تحقيق مصالح الملاك.
نظرية الإشارة Signaling Theory (Elzahar & Hussainey, 2012 ; Abduall et al., 2015; Hemrit, 2018; Ibrahim, 2021)	نتيجة عدم تماثل المعلومات بين كل الإدارة والأطراف الأخرى من أصحاب المصالح، ترغب الإدارة في المنشآت الأكثر نجاحاً في إرسال بعض الإشارات على نجاحها للملاك والمستثمرين وباقي الأطراف الأخرى ذوي المصلحة، بالإضافة إلى إرسال إشارات إلى السوق بشأن كفاءة وفعالية إدارة المنشأة في التعامل مع المخاطر التي واجهتها، وهو ما ينعكس بالإيجاب على سمعة المنشأة في السوق.
نظرية الشرعية Legitimacy Theory (Habbash et al., 2016; Mazumder & Hossain 2018; Grassa et al., 2021)	نظراً لأن المنشأة تستمد شرعيتها من خلال الالتزام بقيم المجتمع الذي تعمل فيه؛ فإن تقديم المزيد من المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المخاطر يساعد المنشأة في الحصول على قبول اجتماعي واضفاء الشرعية على أنشطتها، نظراً لقدرة المنشأة على إدارة مخاطرها بكفاءة وفعالية.

<p>يجب على إدارة المنشأة أن تحقق التوازن بين أهداف كافة أطراف أصحاب المصلحة مع المنشأة، وبالتالي أصبح على الإدارة ضرورة الإفصاح عن كافة المعلومات التي تساعد أصحاب المصلحة على إتخاذ قراراتهم التي تضمن تحقيق أهدافهم المختلفة، ومن ثم يسهم المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المخاطر في حصول كافة أصحاب المصلحة على مزيد من المعلومات الضرورية الهامة التي تساعد في الحد من حالة عدم التماثل في المعلومات بينهم، بالإضافة إلى زيادة الثقة من جانبهم تجاه المنشأة وأدائها، وتحسين سمعة المنشأة في السوق.</p>	<p>نظرية أصحاب المصالح Stakeholder Theory (Tauringana & Chithambo, 2016; Grassa et al., 2021)</p>
----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

المصدر: إعداد الباحث

٤-٢. خطر انهيار أسعار الأسهم.

٤-٢-١. مفهوم خطر انهيار أسعار الأسهم.

عرف العديد من الباحثين مفهوم خطر انهيار سعر السهم على أنه احتمالية الانخفاض الكبير في سعر سهم المنشأة بشكل مفاجئ بعد القيام بالإفصاح عن الأخبار السيئة (Bad News) (Lim وآخرون، ٢٠٢١؛ الصباغ، ٢٠٢١؛ الوكيل، ٢٠٢١)، وأكد على هذا المفهوم دراستي (Zhou et al. (2021); Ryu & Chae (2021) حيث عرفتا خطر انهيار سعر السهم بأنه الانخفاض الحاد في سعر السهم - والذي كان مرتفعاً - بسبب الإفصاح المفاجئ عن كمية من المعلومات السيئة والتي تم حجبها مسبقاً عن الأطراف الخارجية أو بسبب حدوث تغيير في توقعات المستثمرين. كما أشار كل من حسين (٢٠٢٠) و Cheng et al. (2020) إلى أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم تمثل الظاهرة التي ينخفض فيها سعر السهم المنشأة بشكل كبير وذلك خلال فترة زمنية قصيرة.

في المقابل، تناولت مجموعة أخرى من الدراسات مفهوم خطر انهيار أسعار الأسهم ولكن من منظور توزيعات عوائد الأسهم، حيث يمكن تعريف مخاطر انهيار أسعار الأسهم بأنها تكرار حدوث عوائد سلبية ذات قيمة عالية للسهم بشكل مفاجئ (DeFond et al., 2015; Ak et al., 2017; Lobo et al., 2017)، كما أشار (Habib & Hasan (2017) إلى أن خطر انهيار سعر الأسهم يعد أحد أهم المخاطر التي تواجهها إدارة المنشأة، والتي عرفها بأنها احتمالية رصد قيم سلبية كبيرة في توزيعات عوائد سهم المنشأة. بالإضافة إلى ذلك، يمكن اعتبار مخاطر انهيار أسعار الأسهم بأنها الظاهرة التي يحدث فيها انحرافات سالبة Negative Skewness في توزيعات عوائد الأسهم بشكل متكرر وذلك خلال فترة زمنية قصيرة نسبياً (Habib & Hasan, 2017; Liu & Zhong, 2018; Kim et al., 2019; Lobo et al., 2020; Lee et al., 2020; Hamza & Zaatir, 2021؛ حسين، ٢٠٢٠).

ويعتقد الباحث أن مفهوم خطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً لارتباطه بتوزيعات عوائد السهم يتفق مع مفهوم خطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً لارتباطه بسعر السهم، حيث أن كلاهما يتعرضان لانخفاض كبير سواء في سعر السهم أو في قيمة عوائد السهم، بالإضافة إلى أن هذا الإنخفاض

يحدث بشكل مفاجئ، وخلال فترة زمنية قصيرة، كما يعد الإفصاح المفاجئ والكبير عن الأخبار أو المعلومات السيئة أحد أهم العوامل المؤثرة في حدوث هذا النوع من المخاطر.

وبناءً على ما تم تقدم، يمكن تعريف خطر انهيار سعر السهم بأنه احتمال حدوث انخفاض حاد في سعر سهم الشركة بشكل مفاجئ ومتكرر، ينتج عنه انخفاض حاد في ثروة المساهمين، والذي يمكن تحديده أو ملاحظته من خلال الانحراف أو الإلتواء السالب في توزيع العائد على السهم خلال فترة زمنية قصيرة نسبياً، ويحدث ذلك بشكل أساسي بسبب ميل المديرين إلى تخزين أو حجب الأخبار السيئة أو السلبية عن المستثمرين بصفة خاصة والمجتمع المالي بصفة عامة، وذلك لأطول فترة ممكنة، وذلك بهدف تحقيق مزايا معينة مثل حفاظ المديرين على مكافاتهم ثم الإفصاح عن تلك المعلومات مرة واحدة وفي وقت واحد.

٤-٢-٢. أسباب حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم.

من خلال مراجعة ما تناوله الأدب المحاسبي المهتم بموضوع خطر انهيار أسعار الأسهم، فقد تناول العديد من الدراسات مجموعة من الأسباب التي تمثل تفسيراً لحدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Hutton et al., 2009; Callen & Fang, 2015; Kim et al., 2016; Kim et al., 2016 a; Yin & Tian, 2017; Fu et al., 2021; Cui & Zhang, 2020; Habib et al., 2018; Luo et al., 2021; Cho & Kim, 2020؛ عبد المجيد، ٢٠٢٠؛ عبد الرحيم، ٢٠٢٢؛ Habib et al., 2020, Hunjra et al., 2020) والتي تتمثل فيما يلي:

٤-٢-٢.١. حجب الأخبار السيئة Bad News Hoard :

يعتمد هذا التفسير على فكرة أن الأطراف الداخلية - المديرين - يقومون بحجب أو منع أو إخفاء قدرًا من الأخبار السيئة مقارنة بالأخبار الجيدة عن الأطراف الخارجية للمنشأة وخاصة المستثمرين لفترة زمنية طويلة نسبياً، حيث يرجع سبب هذا الإخفاء استجابةً لدوافع محددة وتحققاً لمزايا معينة من جانب المديرين (عبد المجيد، ٢٠١٩)، ولعل من أبرز تلك الدوافع التي تحفز المديرين لحجب وإخفاء المعلومات والأخبار السيئة هو تحسين المسار الوظيفي، وتحسين المكافآت والتعويضات التي يحصلون عليها، وهذا يجعل ثرواتهم الشخصية مرتبطة بالأداء المحاسبي وأسعار

الأسهم (Ball, 2009; Callen & Fang, 2017; (الصباح، ٢٠١٩؛ فودة، ٢٠٢٢؛ عبد الحليم وآخرون، ٢٠٢٢).

يرى (Zhu 2016) أن هناك بعض المؤشرات التي يمكن الاعتماد عليها من أجل التعرف على ما إذا كانت الإدارة تقوم بحجب مجموعة من الأخبار والمعلومات السيئة عن المستثمرين أم لا، ويعد من أهم تلك المؤشرات غموض أو عدم شفافية المنشأة Firm Opacity، أو بمعنى آخر غموض التقارير المالية التي تقوم المنشأة بالإفصاح عنها. كما أن نجاح المديرين في منع تدفق المعلومات والأخبار السلبية المتراكمة عن المنشأة إلى سوق الأوراق المالية وكافة الأطراف أصحاب المصلحة من شأنه أن يجعل توزيع العوائد المرتبطة بسهم المنشأة غير متماثل (Hutton et al., 2009; Kothari et al., 2009؛ الوكيل، ٢٠١٩؛ حسين، ٢٠٢٢).

مما سبق، يتضح أن ميل الإدارة نحو عدم الإفصاح عن الأخبار السيئة Bad News يمثل أحد أهم التفسيرات التي قدمها الأدب المحاسبي لحدوث خطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل، حيث يؤدي ذلك إلى زيادة عدم التماثل في المعلومات بين الإدارة والمساهمين والأطراف الأخرى من أصحاب المصالح الآخرين، كما أنه ومع تراكم تلك الأخبار السيئة فإنها تصل إلى نقطة التحول والتي عندها سيكون من الصعب على الإدارة الاستمرار في حجب تلك الأخبار، مما يجعلها مُجبرة على الإفصاح عنها مرة واحدة وفي وقت واحد، وفي النهاية سترتب على إرسال الأخبار السيئة المتراكمة دفعة واحدة حدوث انهيار في سعر سهم المنشأة في السوق (Chang et al., 2017; Li et al., 2017).

٤-٢-٢-٢. عدم التجانس في معتقدات المستثمرين Heterogeneity in Investors Beliefs:

قدم (Hong & Stein (2003) نموذجاً لقياس تأثير عدم التجانس والاختلافات في معتقدات المستثمرين تجاه سهم الشركة، كأحد المحركات الرئيسية لحدوث انهيار أسعار الأسهم، حيث وفقاً لهذا النموذج تم تقسيم المستثمرين في أسواق المال إلى ثلاث فئات مختلفة من حيث معتقدات المستثمرين تجاه سهم المنشأة وهي؛ فئة المستثمرين المتفائلين Optimistic Investors، وفئة المستثمرين المتشائمين Pessimistic Investors، وفئة المستثمرين المرجحون للسوق

Arbitrageur Investors. حيث من المتوقع أن تؤدي تلك الاعتقادات إلى تحريك سعره حتى في ظل نقص أو غياب المعلومات الأساسية عن هذا السهم (حسين، ٢٠٢٠).

وفقاً لهذا النموذج فإن لكل فئة من الفئات الثلاثة السابقة من المستثمرين معلوماتها المتوفرة لديها، والتي تقدم لها إشارات معينة تستخدمها في تقييم سعر سهم المنشأة في السوق، كما تؤثر الاختلافات في معتقدات المستثمرين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وأشارت دراسة (عبد المجيد، ٢٠١٩) إلى أن الاتجاه التصاعدي لسعر سهم الشركة يؤدي إلى إقبال المستثمرين المتفائلين على التداول النشط على هذا السهم، وبالتالي يزداد حجم التداول عليه في سوق الأوراق المالية. على الجانب الآخر، يحجم المستثمرين المتشائمين عن المشاركة في عمليات التداول نظراً لتشككهم في المعلومات المتعلقة بزيادة سعر السهم حتى ينخفض سعره، ويؤدي هذا الإحجام إلى تذبذبات في أسعار الأسهم نتيجة حدوث إعاقة في قنوات تدفق المعلومات من الأفراد إلى سوق المال، حيث إن إعاقة المعلومات بعد ارتفاع سعر السهم تؤدي إلى حدوث التواء سالب لعوائد السهم (Zhu, 2016; عبد المجيد، ٢٠١٩؛ سليم، ٢٠٢١).

كما أشارت نظرية التمويل السلوكي Behavioral Finance Theory إلى الدور المؤثر الذي تلعبه ميول المستثمرين في حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث تفترض هذه النظرية أن المستثمرين والمشاركين في أسواق رأس المال كائنات غير رشيدة، وقد تتسبب تصرفاتهم غير العقلانية في انحراف أسعار الأسهم عن قيمتها الحقيقية (Zhou, 2018 ; عوض، ٢٠٢٣).

هذا، وتعد ردود فعل المستثمرين تجاه تقلبات أسعار الأسهم في السوق أحد الأسباب الأخرى المفسرة لحدوث مخاطر انهيار أسعار أسهم، حيث أن حدوث تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم يدفع المستثمرين إلى زيادة علاوة تحمل المخاطر Risk Premium، الأمر الذي يعزز تأثير الأخبار السيئة في مقابل تأثير الأخبار الجيدة، مما يؤدي إلى تحقيق التواء سالب في عوائد أسهم المنشأة (عبد المجيد، ٢٠١٩؛ مسعود، ٢٠٢٠؛ حسين، ٢٠٢٠؛ عيطه، ٢٠٢١؛ عبد الحليم وآخرون، ٢٠٢١) (Hutton et al., 2009; Habib et al., 2018).

٤-٢-٣. خطر الائتمان أو التوقف عن السداد Default Risk :

يشير خطر عدم قدرة المنشأة على السداد إلى احتمال عدم قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها المالية خلال فترة زمنية معينة، حيث يرى حسين (٢٠٢٠) أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم قد تنشأ

نتيجة عدم مقدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها المالية وارتفاع مخاطر التخلف عن السداد، وللتخفيف من تأثير تلك المخاطر فقد يفرض المقرضون أو الدائنون على المنشأة معدلات فائدة أعلى ليتوافق مع مخاطر تخلف المنشأة عن السداد، وتعتبر نسبة الرافعة المالية أحد أهم المقاييس المرتبطة بمخاطر عدم القدرة على السداد، كما أشار (Zhu (2016) و (Habib et al. (2018) إلى أن منشآت الأعمال التي يرتفع فيها خطر التخلف عن السداد أو خطر الائتمان تكون أكثر عرضة للإفصاح عن المعلومات والأخبار السيئة، مما يؤدي إلى انهيار أسعار أسهم تلك المنشآت.

٤-٢-٢-٤. حجم المنشأة وطبيعة الأنشطة التي تقوم بها Firm's Size and it's Operations's Nature

أشار (Hutton et al. (2009) إلى وجود علاقة موجبة بين حجم المنشأة وبين احتمالية تعرضها لمخاطر الانهيار في سعر السهم في المستقبل؛ حيث قد يرجع سبب ذلك إلى أن المنشآت كبيرة الحجم تزداد لديها مخاطر الائتمان وبالتالي تكون أكثر عرضة لمخاطر التعثر والإفلاس المالي بالإضافة إلى احتمالية التعرض لمخاطر الشطب المالي من قبل وكالات التصنيف الائتماني المعتمدة، كما يمكن أن تحدث مخاطر انهيار أسعار الأسهم بسبب الطبيعة عمليات وأنشطة تلك المنشآت، فعلى سبيل المثال قد تواجه المنشآت التي تعمل في مجال البترول لاحتتمالية حدوث انهيارات في أسعار البترول، وكذلك تواجه شركات التأمين احتمال ارتفاع المطالبات نتيجة حدوث بعض الكوارث الطبيعية أو الأزمات البيئية. (الصبغ، ٢٠١٩؛ مسعود، ٢٠٢٠؛ عبد الحليم وآخرون، ٢٠٢٢؛ Habib et al., 2018).

٤-٢-٢-٥. حدوث الأزمات والأوبئة الصحية Occurrence of Crises and Health Epidemics

قد يؤدي ظهور وانتشار الأزمات والأوبئة الصحية إلى زيادة حدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال تأثيراتها السلبية على أسواق المال واقتصاديات دول العالم، ولعل آخر هذه الأزمات انتشار جائحة فيروس كورونا المستجد (Covid-19) والتي أربكت اقتصاديات جميع دول العالم، حيث أدى انتشار ذلك إلى قيام العديد من الشركات بالإغلاق وتجميد استثماراتها، ومن ثم قيام المستثمرين إما بالتوقف عن الاستثمار أو بيع أسهمها مما قد يؤدي إلى حدوث انخفاض حاد

ومفاجئ في أسعار الأسهم الأمر الذي قد يؤدي في النهاية إلى تعرض تلك الأسهم لانهيار في أسعارها (مسعود، ٢٠٢٠).

يخلص الباحث مما تقدم، إلى أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم هي ناتج للعديد من الأسباب المختلفة والتي من أهمها: عدم تجانس آراء ومعتقدات المستثمرين، بالإضافة إلى التعرض لمخاطر الائتمان أو مخاطر التوقف عن سداد الالتزامات، إضافة إلى حجم الشركة وطبيعة نشاطها، والتعرض للالتزامات الكبيرة. ويرى الباحث أنه وعلى الرغم من تعدد الأسباب المفسرة لحدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أن السبب الأهم من وجهة نظر الباحث هو قيام إدارة المنشآت بحجب أو إخفاء الأخبار والمعلومات السيئة عن المستثمرين لأطول فترة ممكنة تحقيقاً لبعض المزايا الخاصة بهم، وهو الأمر الذي يتطلب ضرورة زيادة مستويات الإفصاح والشفافية، وخاصةً فيما يتعلق بالمعلومات المرتبطة بالمخاطر التي قد تتعرض لها منشآت الأعمال.

٤-٢-٣. مقاييس خطر انهيار أسعار الأسهم.

توجد عدة طرق لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم والتي اعتمدت في معظمها على العوائد غير العادية الأسبوعية للسهم، والتي تقدر كبقاقي (**residual**) في نموذج السوق، وهو ما يضمن أن هذه المقاييس تعكس العوامل الخاصة بالشركة بدلاً من التحركات في سوق الأوراق المالية (إبراهيم، ٢٠١٦؛ Kim et al., 2019; Kim & Zhang, 2016)، ويمكن توضيح تلك المقاييس على النحو التالي:

المقياس الأول: احتمال أن تكون العوائد غير العادية الأسبوعية للسهم سالبة.

تواجه المنشأة مخاطر انهيار أسعار الأسهم وذلك عند ظهور أحداث غير عادية للمنشأة وعندما يكون الانحراف المعياري للعوائد غير العادية لسهم المنشأة أكبر من متوسط العوائد غير العادية الأسبوعية لنفس السهم خلال سنة مالية كاملة (Hutton et al., 2009; Kim et al., 2011b)، ويمكن قياس احتمال أن تكون العوائد غير العادية الأسبوعية للأسهم سالبة بكل شركة من شركات العينة خلال الخطوات التالية:

١- حساب العوائد غير العادية الأسبوعية لسهم كل شركة من شركات العينة خلال فترة الدراسة في شكل عوائد مجمعة أسبوعية Cumulative Extremely Firm Specific Weekly Returns

(CEWER) ، ويتم ذلك وفقًا لنموذج الانحدار الخطي المعبر عن حساب العائد المقدر لسهم الشركة Rit، بالاعتماد على نموذج السوق ويأخذ النموذج العلاقة الخطية التالية:

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_{1j} R_m(t-2) + \beta_{2j} R_{mt}(t-1) + \beta_{3j} R_{mt} + \beta_{4j} R_{mt}(t+1) + \beta_{5j} R_m(t+2) + \varepsilon_{jt}$$

حيث أن:

- α_j : ثابت المعادلة للشركة (j) وهو الجزء من العائد الذي يتحقق بغض النظر عن العلاقة بين عائد السوق R_m وعائد الشركة R_j .
- β_j : ميل العلاقة بين العائد على سهم الشركة R_j خلال الفترة (t) وعائد السوق R_m خلال نفس الفترة (t).
- R_{jt} : عائد سهم الشركة (j) خلال الفترة (t).
- R_m : عائد السوق خلال الفترة (t).
- ε_{jt} : الخطأ العشوائي لنموذج الانحدار. وهو يعبر عن العوائد غير العادية لسهم الشركة (j) خلال الفترة (t).

٢- تقدير قيمة المعلمات (α , β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 , and α) في نموذج الانحدار السابق لكل شركة من شركات عينة الدراسة من خلال بيانات العوائد الفعلية الأسبوعية لسهم كل شركة، وكذلك العوائد الفعلية الأسبوعية للسوق، وذلك بالاعتماد على البيانات الخاصة بمؤشر البورصة المصرية خلال فترة الدراسة.

٣- بالتعويض عن قيمة المعلمات المحددة في الخطوة السابقة في نموذج الانحدار الخطي السابق، وتكوينه أسبوعيًا لكل شركة من الشركات على حدة خلال فترة الدراسة وحساب القيمة ε_{jt} وهي قيمة العائد غير العادي الأسبوعي لسهم الشركة (j) خلال الأسبوع (t).

٤- تحديد قيمة W_{jt} وهي عبارة عن العوائد غير العادية الأسبوعية السالبة لسهم الشركة (j) في الأسبوع (t)، وتُحسب تلك القيمة بأخذ اللوغاريتم الطبيعي (\ln) لمجموع العائد غير العادي الأسبوعي ε_{jt} مضاف إليه واحد صحيح، ويتم التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية:

$$W_{jt} = \ln (1 + \varepsilon_{jt})$$

٥- تحديد تكرار انخفاض القيمة W_{jt} عن الانحراف المعياري البالغ (٣.٢)، ويتم استخدام متغير تصنيفي Indicator Variable للتعبير عن احتمال حدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم الشركة خلال فترة الدراسة، بحيث يأخذ القيمة (١) إذا كانت القيمة W_{jt} أقل من (٣.٢) وظهرت مرة واحدة خلال فترة الدراسة، ويأخذ القيمة (٢) إذا كانت القيمة W_{jt} أقل من (٣.٢) وظهرت مرتين خلال فترة الدراسة، أما في حالة حدوث غير ذلك فيأخذ القيمة (صفر).

المقياس الثاني: معامل الإلتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للسهم.

يستخدم معامل الإلتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للسهم The Negative Coefficient of Skewness (NCSKEW) كمقياساً إضافياً للتعبير عن احتمال حدوث مخاطر انهيار الأسهم، ويمثل الإلتواء Skewness عدم التماثل في توزيع العوائد على سهم الشركة، وتشير القيم السالبة إلى أن البيانات تلتوي في اتجاه اليسار، والعكس صحيح. ويمكن حساب هذا المعامل من خلال المعادلة التالية:

$$NCSKEW_{jt} = -[n(n-1)^{3/2} \sum W_{3jt}] / [(n-1) (n-2)(\sum W_{2jt})^{3/2}]$$

حيث أن:

- n : تمثل عدد الأسابيع التي تم خلالها حساب العوائد لسهم الشركة (j) في الأسبوع (t).
- W_{jt} : تمثل العوائد غير العادية الأسبوعية السالبة لسهم الشركة (j) في الأسبوع (t).

ويلاحظ أن هذا المقياس يتم ضربه في (-١)، لذلك طبقاً للمعادلة السابقة فإنه كلما زاد معامل الإلتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية لسهم الشركة (j) خلال الفترة (t) كلما زاد احتمال تعرض أسعار الأسهم تلك الشركة لمخاطر الانهيار، وذلك لأن معظم القيم للعوائد غير العادية الأسبوعية لسهم الشركة خلال فترة الدراسة ستكون أكبر من المتوسط السنوي لتلك العوائد خلال نفس السنة مما يعني زيادة الإنحراف السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية عن وسطها الحسابي خلال الفترة.

المقياس الثالث: طريقة التقلب من أسفل إلى أعلى (The Down-to-up Volatility (DUVOL).

تعتبر طريقة التقلب من أسفل إلى أعلى من المقاييس شائعة الاستخدام في الدراسات السابقة، وقد تم استخدام هذا المقياس للمرة الأولى من قبل دراسة (Chen et al., 2001) ويعتمد هذا المقياس على تقسيم العوائد الأسبوعية لكل شركة على مدار الفترة الزمنية محل القياس إلى مجموعتين هما؛ المجموعة الأولى هي المجموعة المنخفضة (down' weeks) وهي تمثل مجموعة المشاهدات التي انخفضت عن متوسط العوائد المحسوب عن الفترة الزمنية محل القياس، أما المجموعة الثانية هي المجموعة المرتفعة (up' weeks) وهي تمثل مجموعة المشاهدات التي زادت عن هذه المتوسط ثم يتم حساب الانحراف المعياري لكل مجموعة على حدة. وتكون قيمة مقياس التقلب من أسفل إلى أعلى هي اللوغاريتم الطبيعي لنسبة الانحراف المعياري لمجموعة المشاهدات المنخفضة إلى الانحراف المعياري لمجموعة المشاهدات المرتفعة ويأخذ هذه المقياس المعادلة التالية (Cui & Zhang, 2020; Fu et al., 2021).

$$DUVOL_{jt} = \log (n_u - 1) \Sigma \text{down} W_{jt}^2 / (n_d - 1) \Sigma \text{up} W_{jt}^2$$

حيث أن:

n_u : تمثل عدد المشاهدات (الأسبوعية) المجموعة المنخفضة.

n_d : تمثل عدد المشاهدات (الأسبوعية) المجموعة المرتفعة.

W_{jt} : تمثل العوائد غير العادية الأسبوعية السالبة لسهم الشركة (j) في الأسبوع (t).

وتشير القيم العالية لهذا المقياس إلى ارتفاع الإلتواء السالب في توزيع العوائد وبالتالي ارتفاع مخاطر انهيار أسعار سهم الشركة.

٤-٣. العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم.

يرى (Song (2015) أن منشآت الأعمال التي لديها سياسة إفصاح عالية المعلوماتية تكون أقل احتمالاً في التعرض لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا يعني أن سياسة الإفصاح التي تتبعها المنشآت من شأنها أن تؤثر على حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث قد يرجع سبب ذلك إلى انخفاض حالة عدم التماثل في المعلومات الذي يوفره المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المخاطر والذي من شأنه أن يقلل من احتمالية تعرض المنشآت لمخاطر انهيار أسعار الأسهم (الكرخ، ٢٠٢٢).

وفي هذا الصدد، وعلى الرغم من أن دراسة (Murata & Hamori, 2021) توصلت إلى أن مستوى الإفصاحات البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) ليس له تأثير على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، إلا عدداً من الدراسات الأخرى توصلت إلى أن زيادة الإفصاحات البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG) يساعد في الحد من التعرض لمخاطر انهيار أسعار الأسهم (Pereira da Silva, 2020; Feng et al., 2021; Pereira da Silva, 2022). كما توصل الوكيل (٢٠٢١) إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح عن أداء الاستدامة وحالة عدم تماثل المعلومات، وأن حالة عدم التماثل في المعلومات نتيجة لتقديم المزيد من الإفصاحات عن أداء الاستدامة من شأنها أن تؤثر سلباً على خطر انهيار أسعار الأسهم.

هذا، ويرى (Kravet & Muslu, 2013) أن المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المخاطر الذي تقدمه منشآت الأعمال، من شأنه أن يحسن إدراك وتصور المستثمرين للمخاطر التي تواجهها تلك المنشآت، ومع زيادة إدراك المستثمرين بالمخاطر المحيطة بالمنشأة فإن ذلك يمثل ضماناً لاتخاذ قرارات استثمارية بشكل أفضل. كما يسهم الإفصاح عن عوامل الخطر في تقديم محتوى معلوماتي هاماً للمستثمرين (Yang et al., 2024). وعلى جانب آخر، يؤثر مستوى الإفصاحات المرتبطة بالمخاطر ضمن التقارير السنوية سلباً على حدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث يرى كل من (Lee & Chae, 2018) و (Su et al., 2023) أنه كلما زادت الإفصاحات عن المخاطر ضمن مناقشات وتحليلات الإدارة (Management Discussion and Analysis (MD&A) كلما انخفض احتمال تعرض المنشأة لمخاطر انهيار في أسعار أسهم. هذا، ويرجع السبب في ذلك إلى أن المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المخاطر من جانب منشآت الأعمال قد يسهم في تخفيض حالة عدم التماثل في المعلومات Information Asymmetry بين كل من الإدارة وبين الأطراف الأخرى أصحاب المصلحة.

وفي ذات السياق، أشارت دراسة (Chiu et al., 2018) إلى أن زيادة مستوى الإفصاح عن المخاطر يساهم في تحسين شفافية المعلومات المرتبطة بعوامل الخطر، والحد من حالة عدم التماثل في المعلومات بين كل من الإدارة وبين الأطراف الأخرى أصحاب المصالح، وبالتالي انخفاض احتمال تعرض المنشأة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، كما تطرق (Au et al., 2023) لقياس تأثير الإفصاحات المرتبطة بعوامل الخطر Risk Factor Disclosures والتي يتم

الإفصاح عنها ضمن تقارير (10-K) على مدى تعرض منشآت الأعمال لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث توصلت الدراسة إلى أن المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المخاطر يعتبر ذو فائدة للمستثمرين ويساهم في تحسين بيئة المعلومات المرتبطة بالمنشأة، مما يقلل حالة عدم التماثل في المعلومات بين المستثمرين، وبالتالي انخفاض فرصة حدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

كما توصل (Kim et al. (2024) إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح عن المخاطر ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وخاصةً في ظل زيادة حالة عدم التأكد بشأن السياسات الاقتصادية، حيث تقوم المنشآت بالإفصاح عن المزيد من الأخبار السيئة خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي، وتوصل (Yang et al. (2024) أيضًا إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح عن المخاطر ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث يساعد المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المخاطر المستثمرين من إدراك المعلومات السلبية بشكل أفضل، مما يساعدهم على فهم المخاطر المحتملة من خلال توفير معلومات أكثر شمولاً عن المخاطر. كما يرى سليم (٢٠٢١) أن الإفصاح المنتظم عن المخاطر يحد ويقلل من رغبة المديرين في إخفاء الأخبار السيئة عن المستثمرين، وهو العامل الأساسي في حدوث انهيار في أسعار الأسهم.

وبناءً على ما تم عرضه، فإن المحتوى المعلوماتي المرتبط بالإفصاح عن المخاطر التي تتعرض لها منشآت الأعمال من شأنه أن يسهم في تحقيق ما يلي:

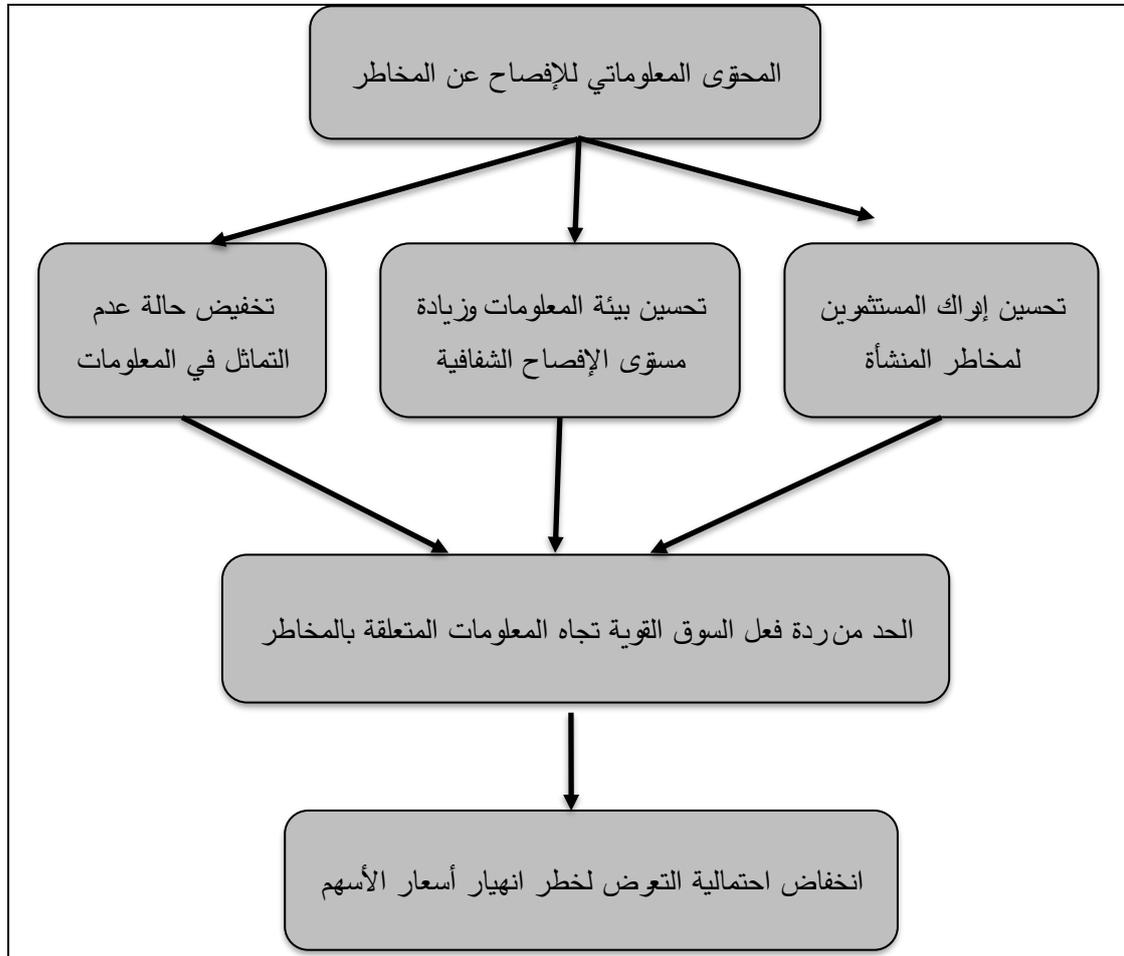
- ١) العمل على تحسين إدراك وتصور المستثمرين للمخاطر التي تتعرض لها المنشأة.
- ٢) العمل على تحسين بيئة المعلومات المرتبطة بالمنشأة وذلك من خلال زيادة مستويات الإفصاح والشفافية في المعلومات وخاصة تلك المعلومات المرتبطة بالمخاطر.
- ٣) المساهمة في تخفيض حالة عدم التماثل في المعلومات Information Asymmetry بين كل من الإدارة وبين الأطراف الأخرى أصحاب المصلحة.

هذا، ويرى الباحث أن المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المخاطر من شأنه أن يسهم في تخفيض احتمالية تعرض منشآت الأعمال لمخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ نظراً لأن هذا النوع من المخاطر يحدث عندما يتم الإفصاح عن كمية كبيرة من الأخبار السلبية والتي لم يتم الإفصاح عنها أو تم حجبها في فترات سابقة دفعة واحدة في سوق الأوراق المالية، ومن ثم فمن المتوقع أن الإفصاح المنظم والكافي للمعلومات المرتبطة بالمخاطر سيعمل على تخفيض حالة عدم التماثل في المعلومات

بين المستثمرين، من خلال إمداد السوق والمشاركين فيه بالمعلومات المرتبطة بمخاطر تلك المنشآت بشكل منتظم، وبالتالي سيعمل ذلك في الحد من ردة فعل السوق القوية تجاه معلومات المخاطر المفصح عنها.

ونتيجة لما سبق، من المتوقع أن يسهم المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المخاطر في الحد من تعرض تلك المنشآت لأي حركات سلبية حادة في أسعار أسهمها أو ما يعرف بمخاطر انهيار أسعار الأسهم. ويلخص الشكل التالي رقم (١) طبيعة العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المخاطر وبين تعرض المنشأة لخطر انهيار أسعار الأسهم.

شكل (١): العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم.



المصدر: إعداد الباحث

٤-٤. تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فرض الدراسة.

٤-٤-١. دراسات تناولت العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم.

أوضحت دراسة (Kravet & Muslu, 2013) أن المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المخاطر الذي تقدمه منشآت الأعمال، من شأنه أن يحسن إدراك وتصور المستثمرين للمخاطر التي تواجهها تلك المنشآت، كما أن منشآت الأعمال التي لديها سياسة إفصاح عالية المعلوماتية تواجه احتمالات منخفضة للتعرض لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، مما يعني أن سياسة الإفصاح التي تتبعها المنشآت من شأنها أن تؤثر على خطر انهيار أسعار الأسهم (Song, 2015).

كما توصلت دراسة الكرخ (٢٠٢٢) إلى أن انخفاض حالة عدم التماثل في المعلومات من شأنه أن يقلل من احتمالية تعرض المنشآت لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، وقد تطرقت بعض الدراسات الأخرى إلى قياس أثر الإفصاحات المختلفة التي تقدمها منشآت الأعمال على حالة عدم التماثل في المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

هذا، وتوصل بعض الدراسات إلى وجود تأثير سلبي لمستوى الإفصاحات المرتبطة بالمخاطر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، أي أنه كلما زاد مستوى الإفصاح عن المخاطر كلما انخفض احتمال تعرض المنشأة لمخاطر انهيار في أسعار أسهمها في المستقبل، وخاصة في المنشآت التي تحظى باهتمام أكبر من جانب المستثمرين (Lee & Chae, 2018; Su et al., 2023). وقد يرجع سبب ذلك إلى أن المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المخاطر يعمل على تخفيف حالة عدم التماثل في المعلومات بين الإدارة وكافة الأطراف أصحاب المصلحة. وفي المقابل، اختلفت نتائج دراسة (Liu, 2021) مع النتيجة السابقة، حيث توصلت إلى أن معلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها ضمن فقرة (MD&A) لا تسهم في الحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات، ومن ثم لا تخفف من احتمال التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم، وقد يرجع سبب ذلك إلى احتمالية أن تكون تلك الإفصاحات غير قابلة للقراءة من جانب مستخدميها، وأنه في حالة تقديم تلك الإفصاحات في التوقيت المناسب وبشكل يكون أكثر قابلية للقراءة من جانب المستخدمين، سيؤدي ذلك إلى تخفيض حالة عدم التماثل في المعلومات، والحد من التعرض لمخاطر انهيار أسعار الأسهم.

هذا، ومن المتوقع أن يكون لمستوى الإفصاحات عن المخاطر التي قد تتعرض لها منشآت الأعمال دورًا هامًا في تحسين شفافية المعلومات المرتبطة بعوامل الخطر المختلفة في تلك المنشآت، وهذا من شأنه أن يعمل على الحد من حالة عدم التماثل في المعلومات بين الإدارة وبين الأطراف الأخرى أصحاب المصالح، مما قد يقلل من احتمالية التعرض لمخاطر انهيار أسعار الأسهم (Chiu et al., 2018).

وفي إطار البحث في العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المخاطر واحتمالية التعرض لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، فقد استهدفت دراسة سليم (٢٠٢١) قياس مستوى الإفصاح عن المخاطر من جانب المنشآت في البيئة المصرية، بالإضافة إلى التعرف على ما إذا كان هناك ارتباطاً بين مستوى الإفصاح عن المخاطر الذي تقدمه تلك المنشآت وبين مخاطر انهيار أسعار الأسهم، كما تطرقت الدراسة أيضاً إلى استكشاف ما إذا كانت هناك علاقة ارتباط بين أنماط الملكية (الحكومية، والإدارية، والمؤسسية) وبين مستوى الإفصاح عن المخاطر، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح عن المخاطر ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا يتماشى مع أن زيادة الإفصاحات الخاصة بالمخاطر من شأنها تخفيض حالة عدم التماثل في المعلومات والحد من التعرض لمخاطر انهيار أسعار الأسهم.

هذا، وقد أصبحت التغيرات المناخية أحد التحديات التي تواجه منشآت الأعمال، فقد قامت دراسة (Lin & Wu (2023) بقياس العلاقة بين مستوى الإفصاح عن مخاطر التغيرات المناخية وبين خطر انهيار أسعار الأسهم للمنشآت الصينية، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين قيام المنشآت بتقديم المزيد من المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن مخاطر التغيرات المناخية وبين تعرضها لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، كما أن هذا التأثير يكون أكثر وضوحاً في المنشآت التي تعمل في مجالات التصنيع والتعدين والطاقة والزراعة والغابات وتربية الحيوانات وصيد الأسماك، والتي تهددها التغيرات المناخية بشكل مباشر، وفي نفس السياق، توصلت دراسة (Wang et al. (2024) إلى أن مستويات الإفصاح عالية الجودة عن المخاطر المناخية يخفف بشكل كبير من التأثير السلبي لمخاطر الانبعاثات الكربونية على الملاءة المالية ومستوى الربحية للمنشآت مقارنة بالمنشآت الأخرى، التي تقدم مستويات منخفضة من الإفصاحات الخاصة بالمخاطر المناخية.

كما تناولت دراسة (Au et al. (2023) قياس أثر الإفصاحات المرتبطة بعوامل الخطر والتي يتم الإفصاح عنها ضمن (10-K) على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وقد توصلت تلك الدراسة إلى أن المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المخاطر يعمل على تحسين بيئة المعلومات، كما أنه يعتبر ذو فائدة للمستثمرين ويساهم في تقليل حالة عدم التماثل في المعلومات بين المستثمرين، بالإضافة إلى ذلك فإن المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المخاطر يقلل من احتمالية حدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتوصلت دراسة (Yang et al. (2024) أيضاً لوجود علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح عن المخاطر وبين تعرض المنشآت لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث يساعد المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المخاطر المستثمرين على إدراك المعلومات السلبية بشكل أفضل، مما يساعدهم على فهم المخاطر المحتملة من خلال توفير معلومات أكثر شمولاً عن المخاطر ومن ثم يمكن القول بأن الإفصاح عن عوامل الخطر التي تتعرض له المنشأة يساهم في تقديم محتوى معلوماتي هاماً للمستثمرين، حيث يساعد في الحد من حالة عدم التماثل في المعلومات بين الإدارة وبين الأطراف الأخرى أصحاب المصلحة وعلى رأسهم المستثمرين مما قد يخفف من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

كما توصلت بعض الدراسات إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الإفصاحات البيئية والاجتماعية والحوكومية (ESG) وبين مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أشارت نتائج تلك الدراسات إلى أن زيادة مستويات الإفصاح عن المعلومات البيئية والاجتماعية والحوكومية (ESG) يساعد في الحد من التعرض لمخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل (Pereira da Silva, 2020; Feng et al., 2021; Murata & Hamori, 2021; Pereira da Silva, 2022). كما توصلت دراسة الوكيل (٢٠٢١) إلى وجود علاقة عكسية بين الإفصاح عن أداء الاستدامة وحالة عدم تماثل المعلومات، وأن حالة عدم التماثل في المعلومات نتيجة تقديم المزيد من الإفصاحات عن أداء الاستدامة من شأنها أن تؤثر سلباً على خطر انهيار أسعار الأسهم.

هذا، وتطرقت دراسات أخرى لبعض الآثار الأخرى للإفصاح عن المخاطر، حيث توصلت دراسة Ibrahim (2019) لوجود علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح عن المخاطر وكفاءة الاستثمار، أي أن قيام المنشآت بالإفصاح عن المعلومات المرتبطة بالمخاطر ينعكس بالسلب على حجم استثماراتهم في تلك المنشآت والعكس صحيح، وتوصلت دراسة Tirado-Beltrán & Cabedo-Semper (2020) لعدم وجود علاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر ومستوى دقة توقعات

المحللين الماليين، كما توصلت دراسة رضوان والسيد (٢٠٢٠) إلى أن المحتوى المعلوماتي للإفصاح الطوعي عن المخاطر يؤثر على كل من عوائد الأسهم وتكلفة التمويل، وتوصلت دراسة (Obiedallah (2021) إلى أن الإفصاح عن مخاطر المنشآت المصرية لم يقدم معلومات جديدة لسوق رأس المال، وبالتالي لم تختلف توقعات المستثمرين بشأن التدفقات النقدية المستقبلية المرتبطة بالمنشأة.

٤-٤-١. التعليق على الدراسات السابقة.

في العرض السابق للدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر ومدى تعرض منشآت الأعمال لمخاطر الأعمال، فقد خلص الباحث إلى أنه على الرغم من اتفاق العديد من الدراسات السابقة على أن الإفصاحات بشكل عام من شأنها أن تسهم في تقليل فرص تعرض منشآت الأعمال لمخاطر الانهيار في أسعار أسهمها من خلال العمل على تقليل حالة عدم التماثل في المعلومات، إلا أنه ما زالت هناك ندرة في الأبحاث التي تناولت العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المخاطر ومخاطر انهيار أسعار الأسهم - في حدود ما اطلع عليه الباحث - وخاصة في البيئة المصرية، وهو ما يعد الإضافة الأساسية لهذا البحث.

هذا، ويرى الباحث أن الإفصاح بشكل عام يعتبر أحد العوامل التي قد يكون لها تأثير على انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم، كما أن المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المخاطر من شأنه أن يقلل من احتمالية تعرض المنشآت لمخاطر انهيار أسعار أسهمها؛ حيث أن انهيار أسعار الأسهم يحدث عندما يتم الإفصاح عن كمية كبيرة من الأخبار السلبية والتي لم يتم الإفصاح عنها أو حجبها في فترات سابقة في سوق الأوراق المالية دفعة واحدة، ومن ثم فمن المتوقع أن الإفصاح المنظم والكافي للمعلومات المرتبطة بالمخاطر سيعمل على تخفيض حالة عدم التماثل في المعلومات بين المستثمرين، بالإضافة إلى إمداد السوق بشكل منتظم بالمعلومات المرتبطة بمخاطر تلك المنشآت، وبالتالي سيعمل ذلك في الحد من ردة فعل السوق القوية تجاه المعلومات المفصح عنها عن المخاطر، ومن ثم فقد يسهم المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المخاطر في تقديم المزيد من الشفافية بشأن المخاطر التي تتعرض لها منشآت الأعمال. ونتيجة لما سبق، فإنه من المتوقع أن يسهم ذلك في الحد من تعرض تلك المنشآت لأي حركات سلبية حادة في أسعار أسهمها أو ما يعرف بمخاطر انهيار أسعار الأسهم. وفي ضوء ما سبق عرضه، يمكن صياغة الفرض الرئيس للدراسة على النحو التالي:

توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح عن المخاطر الذي تقوم به منشآت الأعمال المصرية وخطر انهيار أسعار الأسهم.

٤-٥. الدراسات المستقبلية.

يرى الباحث أنه لا زالت هناك فجوة في الدراسات التي تناولت العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم وخاصة في الأسواق الناشئة، ومن ثم لا زالت هناك العديد من الدوافع لتقديم المزيد من الأبحاث لفهم هذه العلاقة بشكل أعمق، كما يقترح الباحث بعض البحوث المستقبلية في مجال الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم مثل:

- دور الإفصاح عن المخاطر غير المالية مثل: المخاطر البيئية، والتغيرات المناخية في تحقيق استقرار سوق الأسهم، حيث قد يؤدي الإفصاح عن المخاطر غير المالية إلى الحد من تقلبات الأسهم.
- دور التكنولوجيا المالية في تحسين الإفصاحات المرتبطة بمخاطر منشآت الأعمال وانعكاس ذلك على حالة عدم التماثل في المعلومات.
- دراسة العلاقة بين نوع القطاع وبين مستوى الإفصاح عن المخاطر وانعكاس ذلك على قرارات المستثمرين.
- تقييم مستوى الإفصاح عن المخاطر في ظل الأزمات الاقتصادية وانعكاس ذلك على وخطر انهيار أسعار الأسهم.

مراجع البحثأولاً: مراجع باللغة العربية:

- إبراهيم، علاء الدين توفيق. (٢٠١٦). العوامل المؤثرة في جودة الإفصاح عن المخاطر: إطار مقترح دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بسوق الأسهم السعودية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد ١، ص ص. ١٢٧:٨٩.
- أبوطالب ، احمد محمد. (٢٠١٤). نموذج مقترح لقياس مستوى الإفصاح والعوامل المؤثرة فيه للشركات المتداولة في البورصة المصرية: دراسة تطبيقية، مجلة التجارة والتمويل ، كلية التجارة، جامعة طنطا ، العدد ١ ، ص ص ١٨١ : ٢٢٨.
- أحمد، عماد محمد رياض. (٢٠٢١). تحليل العلاقة بين مدى الإفصاح عن المخاطر بالتقارير المالية ومخاطر الشركات وانعكاس ذلك على إدارة الأرباح-دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في سوق الأسهم السعودي. **المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية**، العدد ٣، المجلد ١٢، ص ص. ٢١٧ : ٢٩٢.
- الحناوي، السيد محمود. (٢٠٢٠). أثر خصائص مجلس الإدارة وجودة المراجعة على مستوى الإفصاح عن إدارة المخاطر دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. **مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية**، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد ٢، المجلد ٤، ص ص. ٦٢ : ١.
- الصائغ، مها فيصل & الحربي، سلمى عوض. (٢٠٢٢). أثر الإفصاح عن المخاطر علي الأداء المالي للبنوك المدرجة في سوق الأسهم السعودي (تداول) دراسة تطبيقية - المملكة العربية السعودية. **مجلة البحوث التجارية**، جامعة الزقازيق، العدد ١، المجلد، ٤٤، ص ص. ٤٥٢:٣٩٩.
- الصباغ، أحمد عبده السيد. (٢٠١٩). أثر جودة المعلومات المحاسبية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. **مجلة الفكر المحاسبي**، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد ٤، المجلد ٢٣، ص ص. ٣٥٤ : ٣٩٨.
- القليطي، إبراهيم عبد المجيد علي. (٢٠١٩). تأثير الإفصاح عن المخاطر على القيمة السوقية للشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية. **مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية**، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد ٢، المجلد ٣، ص ص. ٧٣ : ١.

- الكرخ، محمد أمين محمد نور. (٢٠٢٢). أثر عدم تماثل المعلومات في زيادة نشوء خطر انهيار سعر السهم: دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي. *مجلة جامعة البعث*. سلسلة العلوم الاقتصادية والسياحية، العدد ٣، المجلد ٤٤، ص ص. ٤٨:١١.
- الملاح، شيرين شوقي السيد. (٢٠١٩). تحليل العلاقة بين خصائص الشركة والإفصاح عن المخاطر وأثرها على الأداء المالي: دراسة تطبيقية على الشركات المسجلة في البورصة المصرية. *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد ٣، المجلد ٢٣، ص ص. ١٥٣: ٢٠٥.
- الوكيل، حسام السعيد. (٢٠٢١). أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دراسة تطبيقية، *المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية*، العدد ٤، المجلد ٣٥، ص ص. ١: ٧٥.
- رضوان، أحمد جمعه أحمد، السيد، إيمان جمعة سالم. (٢٠٢٠). نموذج مقترح لقياس أثر الإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة التمويل: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية. *مجلة العلوم الانسانية*، العدد ٥٦، ص ص. ٩٧: ١٩٠.
- حسين، علاء علي احمد. (٢٠٢٠). تحليل العلاقة بين غموض التقارير المالية، أداء المسئولية الاجتماعية، وممارسات التجنب الضريبي، وبين خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة. *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد ١، المجلد ٢٤، ص ص. ٢٧٥: ٢٠٨.
- سليم، أيمن عطوه عزازي. (٢٠٢١). أثر العلاقة بين هيكل الملكية والإفصاح عن المخاطر على خطر انهيار أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري. *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد ٢، المجلد ٢٥، ص ص. ١٠٢: ١٧٢.
- عبد الحلیم، أحمد حامد محمود. محمد، نبيل ياسين احمد. محمود، وائل حسين محمد. (٢٠٢٢). أثر قابلية القوائم المالية للمقارنة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية*. العدد ١، المجلد ٣٦، ص ص. ٢٧٥: ٣٦٤.
- عبد المجيد، حميدة محمد. (٢٠١٩). قياس أثر التنبؤ الإلزامي لمعايير التقرير المالي على خطر انهيار أسهم الشركات السعودية. *مجلة البحوث المحاسبية*، الجمعية السعودية للمحاسبة، العدد ١، المجلد ١٤، ص ص: ٦٩-١٤٢.

- عبدالمجيد، حميده محمد. (٢٠٢١). قياس أثر القدرة الإدارية على جودة الإفصاح المحاسبي في الشركات السعودية. **مجلة الفكر المحاسبي**، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد ١، مجلد ٢٥، ص ٢٤٦: ٢٨٧.
- عيطة، متولي السيد متولي. (٢٠٢١). تفسير العلاقة بين فعالية لجان المراجعة وجودة التقرير المالي وأثر ذلك على خطر انهيار أسعار الأسهم: أدلة عملية من الشركات المسجلة بالبورصة المصرية. **مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية**، العدد ١، مجلد ١٠، ص ٢٠٨: ٢٧٩.
- مسعود، سناء ماهر محمدى. (٢٠٢٠). قياس أثر تبني معايير التقارير المالية الدولية على جودة التقرير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. **مجلة الفكر المحاسبي**، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد ٣، المجلد ٢٤، ص ٣٧١: ٢٨١.
- مليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم. (٢٠١٧). محددات الإفصاح عن المخاطر: وأثره على القرارات المالية: دراسة تطبيقية على الشركات المسجلة في سوق رأس المال المصري. **مجلة البحوث المحاسبية**، كلية التجارة جامعة طنطا، العدد ٢، ص ١٣٨: ١٩٩.

ثانياً: مراجع باللغة الإنجليزية:

- 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.
- Ak, B. K., Rossi, S., Sloan, R., & Tracy, S. (2016). Navigating stock price crashes. **The Journal of Portfolio Management**, 42(4), 28-37.
- Al-Hadi, A., Al-Yahyaee, K. H., Hussain, S. M., & Taylor, G. (2019). Market risk disclosures and corporate governance structure: Evidence from GCC financial firms. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 73, 136-150.
- Amran, A., Manaf Rosli Bin, A., & Che Haat Mohd Hassan, B. (2008). Risk reporting: An exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. **Managerial auditing journal**, 24(1), 39-57

- Aryani, D. N. (2016). **The Determinants and Value Relevance of Risk Disclosure in the Indonesian Banking Sector** (Doctoral dissertation, University of Gloucestershire).
- Au, S. Y., Qiu, B., & Wu, S. Y. (2023). Do mandatory risk factor disclosures reduce stock price crash risk?. **Journal of Accounting and Public Policy**, 42(4), 1–19.
- Beretta, S., & Bozzolan, S. (2004). A framework for the analysis of firm risk communication. **The International Journal of Accounting**, 39(3), 265–288.
- Beretta, S., & Bozzolan, S. (2008). Quality versus quantity: the case of forward-looking disclosure. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, 23(3), 333–376.
- Buckby, S., Gallery, G., & Ma, J. (2015). An analysis of risk management disclosures: Australian evidence. **Managerial Auditing Journal**, 30(8/9), 812–869.
- Cabedo, J. D., & Tirado, J. M. (2004, June). The disclosure of risk in financial statements. **In Accounting Forum** 28 (2), 181–200.
- Callen, J. L., & Fang, X. (2017). Crash risk and the auditor–client relationship. **Contemporary Accounting Research**, 34(3), 1715–1750.
- Campbell, J. Y., Hilscher, J., & Szilagyi, J. (2008). In search of distress risk. **The Journal of Finance**, 63(6), 2899–2939.
- Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H. M., & Steele, L. B. (2014). The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. **Review of Accounting Studies**, 19, 396–455.
- Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. **Journal of Financial Economics**, 61(3), 345–381.
- Chiu, T. T., Guan, Y., & Kim, J. B. (2018). The effect of risk factor disclosures on the pricing of credit default swaps. **Contemporary Accounting Research**, 35(4), 2191–2224.

- Chiu, T. T., Kim, J. B., & Wang, Z. (2019). Customers' risk factor disclosures and suppliers' investment efficiency. **Contemporary Accounting Research**, 36(2), 773–804.
- Cordazzo, M., Papa, M., & Rossi, P. (2017). The interaction between mandatory and voluntary risk disclosure: a comparative study. **Managerial Auditing Journal**, 32(7), 682–714.
- Dang, V. A., Lee, E., Liu, Y., & Zeng, C. (2018). Corporate debt maturity and stock price crash risk. **European Financial Management**, 24(3), 451–484.
- Dang, V. A., Lee, E., Liu, Y., & Cheng, Z. (2016). **Does debt maturity affect stock price crash risk**. Working paper, Alliance Manchester Business School.
- DeFond, M. L., Hung, M., Li, S., & Li, Y. (2015). Does mandatory IFRS adoption affect crash risk?. **The Accounting Review**, 90(1), 265–299.
- Dobler, M., Lajili, K., & Zéghal, D. (2011). Attributes of corporate risk disclosure: An international investigation in the manufacturing sector. **Journal of International Accounting Research**, 10(2), 1–22.
- Dobler, M., & Luckner, M. (2018). Risk disclosures, governance and ownership: Evidence from German non-listed firms. **Corporate Ownership & Control**, 15(4), 46–57.
- Elzahar, H., & Hussainey, K. (2012). Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports. **The Journal of Risk Finance**, 13(2), 133–147.
- Feng, J., Goodell, J. W., & Shen, D. (2022). ESG rating and stock price crash risk: Evidence from China. **Finance Research Letters**, 46, 1–8.
- Fu, J., Wu, X., Liu, Y., & Chen, R. (2021). Firm-specific investor sentiment and stock price crash risk. **Finance Research Letters**, 38, 1–10.
- Grassa, R., Moumen, N., & Hussainey, K. (2021). Do ownership structures affect risk disclosure in Islamic banks? International evidence. **Journal of Financial Reporting and Accounting**. 19(3), 369–391.

- Habbash, M., Hussainey, K., & Awad, A. E. (2016). The determinants of voluntary disclosure in Saudi Arabia: an empirical study. **International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation**, 12(3), 213–236.
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Business strategy, overvalued equities, and stock price crash risk. **Research in International Business and Finance**, 39, 389–405.
- Habib, A., Hasan, M. M., & Jiang, H. (2018). Stock price crash risk: review of the empirical literature. **Accounting & Finance**, 58, 211–251.
- Hassan, O. and Marston, C. (2010) Disclosure Measurement in the Empirical Accounting Literature: A Review Article. **Economics and Finance Working Paper Series**, Brunel University, London. Available at <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1640598>
- He, G., Bai, L., & Ren, H. M. (2019). Analyst coverage and future stock price crash risk. **Journal of Applied Accounting Research**, 20(1), 63–77.
- Hemrit, W. (2018). Risk reporting appraisal in post–revolutionary Tunisia. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, 16(4), 522–542.
- Hong, H., & Stein, J. C. (2003). Differences of opinion, short–sales constraints, and market crashes. **The Review of Financial Studies**, 16(2), 487–525.
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. **Journal of Financial Economics**, 94(1), 67–86.
- Ibrahim, A. (2021). The Impact of Risk Disclosure on Investment Efficiency: Evidence From Egypt. **Alexandria Journal of Accounting Research**, 5, 1–39.
- Jia, J., Munro, L., & Buckby, S. (2017). A finer–grained approach to assessing the “quality”(“quantity” and “richness”) of risk management disclosures. **Managerial Auditing Journal**, 31(8/9), 770–803.
- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. **Journal of Financial Economics**, 79(2), 257–292.

- Khlif, H., & Hussainey, K. (2016). The association between risk disclosure and firm characteristics: a meta-analysis. **Journal of Risk Research**, 19(2), 181–211.
- Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011b). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. **Journal of financial Economics**, 100(3), 639–662.
- Kim, J. B., & Zhang, L. (2016). Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence. **Contemporary Accounting Research**, 33(1), 412–441.
- Kim, J. B., Yeung, I., & Zhou, J. (2019). Stock price crash risk and internal control weakness: presence vs. disclosure effect. **Accounting & Finance**, 59(2), 1197–1233.
- Kravet, T., & Muslu, V. (2013). Textual risk disclosures and investors' risk perceptions. **Review of Accounting Studies**, 18, 1088–1122.
- Lee, A. Y., & Chae, S. J. (2018). The effect of management disclosure and analysis on the stock crash risk: Evidence from Korea. **The Journal of Asian Finance, Economics and Business**, 5(4), 67–72.
- Li, Y., & Zhang, J. (2020). Stakeholder orientation and stock price crash risk. **Finance Research Letters**, 37, 1–9.
- Lim, H., Kang, S. K., & Kim, H. (2016). Auditor quality, IFRS adoption, and stock price crash risk: Korean evidence. **Emerging Markets Finance and Trade**, 52(9), 2100–2114.
- Lin, B., & Wu, N. (2023). Climate risk disclosure and stock price crash risk: The case of China. **International Review of Economics & Finance**, 83, 21–34.
- Liu, J., & Zhong, R. (2018). Equity index futures trading and stock price crash risk: Evidence from Chinese markets. **Journal of Futures Markets**, 38(11), 1313–1333.
- Liu, J. (2021). Does negative information in MD&A can reduce stock crash risk?. **Nankai Business Review International**, 12(4), 537–552.

- Liu, J., Lin, G., Liu, Z., & Jiang, X. (2022). The effect of geopolitical risk on market information asymmetry, management disclosure and investor information collection. **Management Disclosure and Investor Information Collection**. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4289288>.
- Lobo, G., Wang, C., Yu, X., & Zhao, Y. (2020). Material weakness in internal controls and stock price crash risk. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, 35(1), 106–138.
- Linsley, P. M., & Shrivess, P. J. (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. **The British Accounting Review**, 38(4), 387–404.
- Lajili, K., & Zéghal, D. (2005). A content analysis of risk management disclosures in Canadian annual reports. **Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration**, 22(2), 125–142.
- Marzouk, M. (2016). Risk reporting during a crisis: evidence from the Egyptian capital market. **Journal of Applied Accounting Research**, 17(4), 378–396.
- Mazumder, M. M. M., & Hossain, D. M. (2018). Research on corporate risk reporting: Current trends and future avenues. **The Journal of Asian Finance, Economics and Business**, 5(1), 29–41.
- Miihkinen, A. (2012). What drives quality of firm risk disclosure?: the impact of a national disclosure standard and reporting incentives under IFRS. **The International Journal of Accounting**, 47(4), 437–468.
- Milne, M. J., & Adler, R. W. (1999). Exploring the reliability of social and environmental disclosures content analysis. **Accounting, auditing & accountability journal**, 12(2), 237–256.
- Mokhtar, E. S., & Mellett, H. (2013). Competition, corporate governance, ownership structure and risk reporting. **Managerial Auditing Journal**, 28(9), 838–865.

- Murata, R., & Hamori, S. (2021). ESG disclosures and stock price crash risk. **Journal of Risk and Financial Management**, 14(2), 70.1-20.
- Oliveira, J., Lima Rodrigues, L., & Craig, R. (2011). Voluntary risk reporting to enhance institutional and organizational legitimacy: Evidence from Portuguese banks. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, 19(3), 271-289.
- Pereira da Silva, P. (2020). Crash risk and ESG disclosure quality. **Available at SSRN 3791264**.
- Rageh Obiedallah, Y. (2021). Investigating the Effect of Risk Disclosure Quality on Investors' Reaction in the Egyptian Capital Market. **Journal of Financial and Commercial Studies**, 31(2), 45-52.
- Rodríguez-Domínguez, L., & Gámez, L. C. N. (2014). Corporate reporting on risks: Evidence from Spanish companies: Información corporativa de riesgos: pruebas de empresas españolas. **Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review**, 17(2), 116-129.
- Solomon, J. F., Solomon, A., Norton, S. D., & Joseph, N. L. (2000). A conceptual framework for corporate risk disclosure emerging from the agenda for corporate governance reform. **The British Accounting Review**, 32(4), 447-478.
- Su, F., Zhai, L., & Liu, J. (2023). Do MD&A Risk Disclosures Reduce Stock Price Crash Risk? Evidence from China. **International Journal of Financial Studies**, 11(4), 147.
- Tan, Y., Zeng, C., & Elshandidy, T. (2017). Risk disclosures, international orientation, and share price informativeness: Evidence from China. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, 29, 81-102.
- Tauringana, V., & Chithambo, L. (2016). Determinants of risk disclosure compliance in Malawi: a mixed-method approach. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, 6(2), 111-137.

- Tirado–Beltrán, J. M., & Cabedo–Semper, J. D. (2020). Risk information disclosure and its impact on analyst forecast accuracy. **Estudios Gerenciales**, 36(156), 314–324.
- Yang, M., Dong, D., & Xia, G. (2024). Risk disclosure and stock price crash risk: Evidence from Chinese listed firms. **Finance Research Letters**, 60, 1–15.
- Zhou, X., Wan, J., Yang, Y., & Gan, X. (2021). Management equity incentives and stock price crash risk: “Golden handcuffs” or “gold watch, **Available at <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0294800>**
- Zhu, W. (2016). Accruals and price crashes. **Review of Accounting Studies**, 21, 349–399.