

أثر الإفصاح عن المخاطر المالية علي الكفاءة الاستثمارية:دراسة تطبيقية

The impact of Accounting Disclosures offinancial Risk on Investment Efficiency : Empirical study

٢٠٢٢

مستخلص :

استهدفت الدراسة إلي معرفة تأثير الإفصاح عن المخاطر المالية علي الكفاءة الاستثمارية, وذلك من خلال القيام بدراسة تطبيقية علي الشركات المدرجة بالبورصة المصرية EGX100 في الفترة من ٢٠١٧-٢٠٢١ عينة مكونة من ٣٠٨ مشاهدة وقد توصلت الدراسة إلي :

- يوجد تأثير عكسي معنوي لمستوي الإفصاح المحاسبي عن المخاطر علي الافراط في الكفاءة الاستثمارية
- يوجد تأثير عكسي معنوي لمستوي الإفصاح المحاسبي عن المخاطر علي العجز في الكفاءة الاستثمارية

وأوصت الدراسة بقيام الهيئات والمنظمات المهنية المسئولة عن إصدار معايير المحاسبة المصرية بإصدار معيار مستقل للإفصاح عن المخاطر بحيث ينظم الإفصاح عن المخاطر المالية وغير المالية بما يساهم في تحسين جودة الإفصاح عن المخاطر ، كما توصي الدراسة أيضاً بضرورة قيام الهيئة العامة للرقابة المالية بإصدار نشرات لتوعية الشركات التي بها لجنة مستقلة لإدارة المخاطر بأهمية استقلال أعضاء هذه اللجنة ، مع ضرورة توافر المؤهلات المحاسبية والمالية لأعضائها .

Abstract

The study aimed to investigate the impact of financial risk disclosure on investment efficiency by conducting an applied study on companies listed on the Egyptian Stock Exchange EGX100 from 2017 to 2021, with a sample of 308 responses .

The study findings were as following:

- The level of accounting disclosure of risks has a significant negative impact on excessive investment efficiency .
- The level of accounting disclosure of risks has a significant negative impact on the deficit in investment efficiency .

The study recommended that the professional bodies and organisations in charge of issuing Egyptian accounting standards should develop an independent risk disclosure standard that regulates the disclosure of financial and non-financial risks in a way that contributes to improving risk disclosure quality , The study also recommends the need for the Financial Supervisory Authority to issue brochures to educate companies that have an independent risk management committee of the importance of the independence of the members of this committee, with the need to have the accounting and financial qualifications of its members.

مصطلحات الدراسة

المصطلح	التعريف
الكفاءة الاستثمارية Investment Efficiency	هي اختيار وتنفيذ الإدارة للمشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة وذلك في ظل عدم وجود احتكاكات سوقية.
عدم كفاءة القرارات الاستثمارية Inefficient Investment	يعني أن القرار الاستثماري قد يترتب عليه حالة من الإفراط الاستثماري Over-Investment, وذلك عند قيام الإدارة باختيار المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية السالبة أو حالة من النقص الاستثماري - Investment Under وذلك عند عدم قيام الإدارة باختيار المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة.
الإفراط الاستثماري Over-Investment	الاستثمار الذي يتجاوز المستوى المخطط أو المتوقع لسعي الإدارة إلي الحصول علي علاوات أو امتيازات إضافية لتعظيم ثروتهم علي حساب أصحاب المصالح.
العجز الاستثماري Under-Investment	انخفاض مستوى الاستثمار عن المستوى المخطط أو المتوقع علي الرغم من وجود فرص استثمارية مربحة, وقد يرجع ذلك إما إلي تفضيل الإدارة الحياة الهادئة أو وجود قيود مالية تعوق القيام بالاستثمار.
المخاطر المالية Financial Risks	هي تلك المخاطر التي تؤثر بشكل مباشر علي التدفقات النقدية الصافية للشركة.
الاحتكاكات السوقية Market Frictions	يقصد بها القيود التي تفرضها طبيعة السوق المالية, التي تجعل من الصعب تحقيق النتائج المستهدفة بشكل كامل, وتتمثل في النواحي ذات الصلة بإتمام المعاملات في السوق المالية, مثل الوقت, الجهد, التكلفة, الأعباء الضريبية اللازمة لتجميع البيانات الملائمة التي تساعد علي إتمام المعاملات.

١. مقدمة:

تنشأ مشكلة الوكالة من عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين نتيجة الفصل بين الملكية والإدارة والتي قد تدفع المديرين إلي سوء استغلال السلطة الإدارية الموكلة لهم باتخاذ قرارات استثمارية من شأنها تعظم من مصالحهم الشخصية علي حساب مصلحة المساهمين الأمر الذي قد يقود إلي حدوث إفراط استثماري خاصة في ظل وجود تدفقات نقدية حرة متاحة نتيجة قيام المديرين بتجاوز الحد الأمثل للاستثمار والاستثمار في مشاريع ضعيفة الأداء أو ذات صافي قيمة حالية سالبة, فقد يرفض المديرون الاستثمار في المشاريع المربحة أو ذات صافي قيمة حالية موجبة نظراً لأن أغلب تلك المشاريع تحقق عوائدها (منافعها) في السنوات الأخيرة من عمر المشروع حينها تكون الإدارة الحالية قد احييت للتقاعد وظهر جيل آخر من المديرين بما يدفع الإدارة الحالية إلي التركيز علي الأداء قصير الأجل واختيار المشروعات ذات المكاسب قصيرة الأجل (التي عوائدها تتحقق في السنوات الأولى من عمر المشروع) الأمر الذي يدمر من قيمة الشركة في الأجل الطويل ويهدد من بقاؤها في دنيا الأعمال, لذا أغلب الدراسات عبرت عن الإفراط الإستثماري بأنه مقياس انعكاسي لمدي حدة مشكلة الوكالة في المنشأة بمعنى إذا لم تتواجد مشكلة الخطر الأخلاقي لم يتواجد بدوره

الإفراط الاستثماري ، ومن الجدير بالذكر إن تورط الإدارة التنفيذية في المشاريع ضعيفة الأداء ليس بسبب دوافعها الإنتهائية في كل الحالات فقد يكون بسبب عدم قدرة الإدارة علي اختيار المشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة نتيجة نقص المهارات والكفاءات لدي الإدارة والتي قد تسبب افراط أو عجز استثماري.

من ناحية أخرى يسبب عدم تماثل المعلومات ظهور مشكلة الاختيار السلبي ، أو الاختيار العكسي وتظهر تلك المشكلة نتيجة قيام الإدارة بطرح أوراق مالية (أسهم أو سندات) للمستثمرين بقيمة سوقية أعلى من القيمة الحقيقية الأمر الذي قد يؤدي إما إلي نجاح الإدارة فيما تخطط له وهو الحصول علي أموال إضافية من طرحها للأسهم بأسعار مرتفعة بما يتوافر لديها تدفقات نقدية حرة تقوم باستثمارها في مشاريع محفوفة بالمخاطر، أو فشل الإدارة فيما تخطط له نتيجة احجام المستثمرين عن الاستثمار في اسهم المنشأة نتيجة استشعارهم بالخطر علي استثماراتهم بما قد يدفعهم إما إلي تقيد حجم استثماراتهم أو رفع معدل الفائدة علي استثماراتهم بما يزيد من تكلفة التمويل الخارجي الأمر الذي قد يدفع الشركات إلي التخلي عن القيام بالمشاريع الاستثمارية ذات صافي قيمة الحالية الموجبة نتيجة العجز عن توفير التمويل اللازم للاستثمار بتكلفة منخفضة أو معقولة بما يقود إلي مشكلة العجز /النقص الاستثماري.

في ضوء ماسبق تزيد أهمية الإفصاح عن المخاطر بشكل عام والمخاطر المالية بصفة خاصة حيث أن ذلك النوعية من الإفصاح يزيد من جودة المعلومات المحاسبية وبالتالي تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين حيث يمكن الإفصاح عن المخاطر من تشكيل صورة كلية عن طبيعة ونطاق المخاطر التي تتعرض لها الشركة وبالتالي التقدير السليم للقيمة السوقية لاسهم الشركة مما يزيد من فرصة المنشأة في الحصول علي التمويل اللازم للاستثمار بما يخفض من احتمال العجز أو النقص الاستثماري.

من ناحية أخرى يمكن الإفصاح عن المخاطر المساهمين ومجلس إدارة المنشأة من الإدراك المبكر للمشاكل المحتملة واتخاذ الإجراءات التصحيحية في الوقت المناسب كما أنه يفعل من الدور الاشرافي لتلك الآليات بما يمنع الادارة التنفيذية من الاشتراك في المشاريع ضعيفة الاداء أو ذات صافي قيمة حالية سالبة لتحقيق مصالح ذاتية بما يخفض من مشكلة الإفراط الاستثماري.

٢. مشكلة البحث :

توصف القرارات الإستثمارية بالكفاءة اذا كانت تتعهد فقط بالمشاريع ذات صافي القيمة الحالية الموجبة في ظل عدم وجود احتكاكات سوقية مثل مشكلة الخطر الاخلاقي والاختيار السلبي الناتجة عن عدم تماثل المعلومات ومن ثم الاستثمار الغير الكفاء والمتمثل في النقص الاستثماري أو الإفراط الاستثماري لذا من المتوقع أن يساعد الإفصاح عن المخاطر المالية تحسين جودة المعلومات المحاسبية وبالتالي تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المساهمين والمديرين من ناحية وبين المستثمرين والمديرين من ناحية أخرى الأمر الذي يقود إلي تحسين الكفاءة الاستثمارية من خلال انخفاض مستوى الاستثمار في الشركات التي تعاني من الإفراط الاستثماري وارتفاع مستوى الاستثمار في الشركات التي تعاني من العجز الاستثماري بالتالي تتمثل الفجوة البحثية في ندرة الدراسات المحاسبية في مجال العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر

والكفاءة الإستثمارية في بيئة الأعمال المصرية , كمثال لاقتصادية الدول الناشئة وبالتحديد فإن هذه الدراسة الحالية تحاول الاجابة علي السؤال البحثي التالي:

٣. أهداف البحث :

في ضوء ماتقدم يهدف البحث إلي دراسة أثر الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية علي الكفاءة الإستثمارية في الشركات الغير مالية .المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري ,وذلك من خلال الإجابة عن التساؤلات السابق عرضها في مشكلة البحث ,وتناول النظريات المحاسبية التي يتم الاستناد عليها عند دراسة هذه العلاقة .كماستتناول الباحثة التأصيل العلمي لهذاالأثر من خلال عرض الدراسات السابقة التي تبحث في مجال المخاطر المالية وأيضا الدراسات التي تبحث في مجال دراسة الكفاءة الاستثمارية وأيضا الدراسات التي تربط بين كلا منها.

ويهدف البحث من ناحية أخرى إلي القيام بدراسة تطبيقية لدراسة أثر الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية علي الكفاءة الأستثمارية في الشركات . المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري .إذا يهدف البحث أيضا إلي صياغة نموذج جديد لدراسة هذا الأثر ، وهو مالم تتناولة أي دراسة مصرية من قبل في هذا المجال علي حد علم الباحثة ,واختبار إمكانية تطبيق هذا النموذج في جمهورية مصر العربية من خلال القيام بدراسة تطبيقية علي عينة من الشركات غير المالية في سوق الاوراق المالية المصري.

٤. منهجية البحث :

في سبيل التعرف علي مشكلة الدراسة وسعيا لتحقيق أهدافها واختيار فروضها,فإن الباحثة سوف تعتمدفي هذه الدراسة علي كلا من المنهج الاستنباطي والمنهج الاستقرائي وذلك علي النحو التالي:

أولاً: المنهج الاستنباطي

وهو الاعتمادعلي التسلسل المنطقي من الفروض أوالبديهيات المسلم بها للوصول إلي استنتاجات معينة تؤدي إلي تكوين نظريات خاصة محددة المعالم تفسر أوضاع خاصة,أي يتجه البحث فيه من العام إلي الخاص؛وذلك من خلال الاطلاع علي الكتب والدوريات العلمية المتخصصة والدراسات السابقة التي يتضمنها الفكر المحاسبي ذات الصلة بموضوع الدراسة الحالية؛للخروج بتأصيل نظري حول أثر القياس والإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية علي الكفاءة الاستثمارية.

ثانياً: المنهج الاستقرائي

ويستند هذا المنهج علي حقائق عامة من واقع مفردات معينة, أي تتجه منه الدراسة من الخاص إلي العام؛وذلك من خلال استقراء الواقع والمشاكل ذات الصلة بموضوع الدراسة الحالية؛ حيث يقوم الباحث بالدراسة التطبيقية اعتمادا علي بيانات فعلية لعينة من الشركات في البيئة المصرية.

٥ . فروض البحث:

تمثل الهدف من هذه الدراسة في دراسة أثر الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية علي الكفاءة الإستثمارية في الشركات الغير مالية -في سوق الأوراق المالية المصري، ولهذا تم اشتقاق وصياغة فروض الدراسة علي النحو التالي:
الفرض الأول: لا يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للإفصاح عن المخاطر المالية علي الانفاق الاستثماري في الشركات التي لديها عجز استثماري.

الفرض الثاني: لا يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للإفصاح عن المخاطر المالية علي الانفاق الاستثماري في الشركات التي لديها افراط استثماري.

٦. أهمية البحث:

من الناحية العلمية:

تتمثل الأهمية العلمية للدراسة في أنها تتناول الإفصاح المحاسبي من زاوية جديدة، وهي فحص مدى تأثير الإفصاح عن المخاطر علي كفاءة القرارات الاستثمارية المُتخذة من قبل إدارة الشركات، تلك الكفاءة التي إذا تحققت فإنها تشير إلى تحقق كفاءة كل من السياسة التمويلية وسياسة توزيع الأرباح بالشركات.

من الناحية العملية:

تساهم تلك الدراسة في النقاش الدائر حول أهمية الإفصاح عن المخاطر التي تتعرض لها الشركات، حيث ازداد الاهتمام بموضوع إدارة المخاطر بشكل كبير في العقدين الماضيين، وهو ما يعكس جزء رئيسي من تطبيق حوكمة الشركات، والذي يطالب الشركات بالإفصاح عن أي مخاطر جوهرية تؤثر علي نشاط الشركة أو المتعاملين معها خاصة إذا كانت تلك الأحداث تتعلق بالقدرة المالية للشركة، لذلك تحاول هذه الدراسة اختبار مدى تأثير الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية علي الكفاءة الاستثمارية.

وتتمثل دوافع الدراسة في محاولة تضيق فجوة البحث المحاسبي في هذا المجال، وإيجاد دليل علمي وتجريبي بشأن أثر الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية علي الكفاءة الإستثمارية للشركة.

٧ . حدود البحث:

- **حدود موضوعية:** يقتصر البحث علي دراسة أثر الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية علي الكفاءة الإستثمارية وبالتالي يخرج عن نطاق هذا البحث دراسة المخاطر غير المالية.
- **حدود مكانية:** تقتصر الدراسة التطبيقية علي عينة من الشركات غير المالية المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية وذلك بعد استبعاد المؤسسات المالية نظرا لخضوعها لبعض المعايير والمتطلبات الرقابية الخاصة.
- **حدود زمانية:** تقتصر الدراسة علي الفترة من عام ٢٠١٧ حتي عام ٢٠٢١

٨. الدراسات السابقة:

١/٢/١ المجموعة الأولى: الدراسات التي تناولت الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية:

(١) دراسة (Francisco , Bravo.,2017) بعنوان:

"Are Risk Disclosures An Effective Tool to Increase Firm value?"

هل الإفصاح عن المخاطر أداة فعالة لزيادة قيمة الشركة ؟

هدف الدراسة: هدفت إلي دراسة أثر الإفصاح المحاسبي عن المخاطر علي قيمة Standard and poor,s 500 الشركة بالتطبيق علي الشركات الصناعية المدرجة في مؤشر باستخدام أسلوب تحليل المحتوي خلال سنة ٢٠٠٩ وذلك لأن بها (S&P) الازمة المالية العالمية.

نتائج الدراسة: توصلت أن مستوي الإفصاح عن المخاطر يؤثر بصورة إيجابية علي سمعة الشركة والتي تنعكس بدورها علي زيادة قيمة الشركة.

(٢) دراسة (Moussa,A.,2020) بعنوان:

"The Effect of Corporate Risk Disclosure on firm Value According to corporate Governance: An Empirical study"

تأثير الإفصاح عن مخاطر الشركات علي قيمة الشركة وفقا لحوكمة الشركات .
دراسة تجريبية

هدف الدراسة: هدفت الدراسة تحديد أثر الإفصاح عن مخاطر الشركات علي قيمة الشركة . وتم إجراء تحليل المحتوي علي التقارير السنوية للشركات غير المالية المدرجة في مؤشر EGX100 خلال الفترة من ٢٠١١ حتي عام ٢٠١٦ لعينة مكونة من ٣٢ شركة مقيدة في البورصة المصرية.

نتائج الدراسة: أظهرت نتائج الدراسة أن إفصاح الشركات عن المخاطر المالية هو أكثر من المخاطر غير المالية , المخاطر المستقبلية أكثر من المخاطر الماضية , المخاطر النوعية أكثر من المخاطر الكمية والمخاطر السيئة أكثر من المخاطر الجيدة . وبأستخدام أسلوب الإنحدار التدريجي تم التوصل إلي:

- أن مستوي الإفصاح عن المخاطر المالية له تأثير سلبي كبير علي قيمة الشركة.
- لا تؤثر حوكمة الشركات (حجم مجلس الإدارة ولجنة المراجعة) علي العلاقة بين مستوي الإفصاح عن المخاطر وقيمة الشركة.
- الإفصاح عن المخاطر السيئة هو أكثر أنواع الإفصاح عن المخاطر التي تؤثر علي قيمة الشركة.

(٣) دراسة (Fasihi and Hosseini., 2020) بعنوان:

Does risk disclosure increase firms, value?

هل الإفصاح عن المخاطر يزيد من قيمة الشركات ؟

هدف الدراسة: تهدف هذه الدراسة في معرفة تأثير إفصاح الشركات عن المخاطر علي قيمة شركات التصنيع المدرجة في بورصة طهران . لعينة مكونة ٥٩ شركة مدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية خلال الفترة من ٢٠١٠ حتي عام ٢٠١٦ .
نتائج الدراسة: توصلت النتائج إلي إن الإفصاح عن مخاطر الشركات له علاقة كبيرة ومباشرة بقيمة الشركة . أي , مع زيادة الإفصاح عن المخاطر , تزداد قيمة الشركة . هذه النتيجة تتفق مع نظرية الوكالة . هذا يعني أنه مع زيادة المعلومات , يتم تقليل إفصاح الشركات عن المخاطر وتكاليف الوكالة ومشكلة عدم تماثل المعلومات , وبالتالي يصبح لدي المستثمرين المزيد والمزيد من المعلومات الشفافة , مما يزيد من قيمة الشركات.

(٤) دراسة (شميس ، ٢٠٢٠) بعنوان:

"نموذج محاسبي مقترح لقياس جودة الإفصاح عن المخاطر وأثره علي قيمة المنشأة: دراسة تطبيقية."

هدفت الدراسة: يتمثل الهدف العام للدراسة في تحديد أبعاد ومقومات جودة الإفصاح عن المخاطر لبناء مقياس كمي لها كنقطة إنطلاق لبناء نموذج ترابطي لقياس لجودة الإفصاح عن المخاطر, ودراسة القوة التفسيرية لأثر جودة الإفصاح عن المخاطر كمتغير مستقل علي قيمة المنشأة كمتغير تابع, وقد تم إختبار هذا النموذج المقترح عمليا وذلك من خلال استخدام عينة مكونة من ٥٦ منشأة مقيدة بسوق الأوراق المالية في البيئة المصرية , وذلك في الفترة من عام ٢٠١٥ إلي عام ٢٠١٨ وقد تم تحليلها إحصائيا باستخدام تحليل الانحدار بطريقة GLS للبيانات المقطعية Panel Data باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS, E-Views.

نتائج الدراسة: توصلت الدراسة إلي عدة نتائج من أهمها أن النموذج المقترح هو نموذج متكامل من خلال توفير معلومات أكثر شمولاً حيث يجمع بين دوافع الإدارة وتأثيرها علي جودة الإفصاح عن المخاطر , وتحليلها في ضوء النظريات المختلفة , ودور أليات حوكمة الشركات بجانب معايير المحاسبة المحلية والدولية في دعم جودة الإفصاح عن المخاطر , وتعد أليات حوكمة الشركات المحرك الرئيسي لتحسين جودة الإفصاح عن المخاطر كما توصلت الدراسة أيضا إلي أنه توجد علاقة وتأثير لجودة الإفصاح عن المخاطر علي قيمة المنشأة وفقا لنموذج الأثار الثابتة.

٢/٢/١ المجموعة الثانية: الدراسات التي تناولت الكفاءة الاستثمارية:

(١) دراسة (Biddle et al., 2009) بعنوان:

"How does financial reporting quality relate to investment efficiency?"

تأثير التقارير المالية علي كفاءة الاستثمار

هدف الدراسة: استهدفت هذه الدراسة بحث تأثير جودة التقارير المالية علي كفاءة الاستثمار سواء النقص او الافراط في الاستثمار، وتم استخدام نموذج جودة الاستحقاق وشفافية الافصاح المالي لقياس جودة التقارير المالية.

نتائج الدراسة: توصلت هذه الدراسة إلي أن جودة التقارير المالية مرتبطة بانخفاض الاستثمارات بين الشركات ذات التدفقات النقدية العالية وارتفاع الاستثمارات في الشركات ذات التدفقات النقدية المحدودة، كذلك وجدت الدراسة أن الشركات ذات جودة التقارير المالية المرتفعة تكون أقل احتمالاً أن تنحرف عن المستوي المتوقع للاستثمار، وتتفق تلك النتائج مع الفكرة التي تقول أن جودة التقارير المالية تقدم دور في تخفيف اختلاف المعلومات التي تعوق كفاءة الاستثمار في نهاية المطاف.

(٢) دراسة (Jin&YU ., 2018) بعنوان :-

"Government governance, executive networks and corporate investment efficiency"

الشبكات التنفيذية للحكومة الحكومية وكفاءة الإستثمار المؤسسي

هدف الدراسة: أستهدفت هذه الدراسة اكتشاف العلاقة بين المديرين التنفيذيين Executive network والحكومة الحكومية Government governance علي كفاءة القرارات الاستثمارية خلال الفترة من عام ٢٠٠٣ حتي عام ٢٠١٣ بالتطبيق علي ١١,٢٢٦ مشاهدة لشركات صينية مقيدة بورصة Shanghai and shenzhen.

نتائج الدراسة: توصلت هذه الدراسة إلي أن شبكة المديرين التنفيذيين والحكومة الحكومية سيؤدي إلي المزيد من الكفاءة الاستثمارية . علاوة علي ذلك ، فإن شبكة المديرين التنفيذيين ، هو ليس فقط وسيلة فعالة لتخفيف القيود المالية ، ولكن أيضا يمكن أن تحل مشكلة نقص الاستثمار . في حين أن الحكومة الحكومية يمكن أن يوفر الحماية المؤسسية ، إلا أنه سيكون أكثر ملاءمة لتقييد سلوك الاستثمار المفرط.

المالية FRQ وجودة المراجعة AQ وبين الفرص الاستثمارية وكفاءة IE.

(٣) دراسة (حسين، ٢٠١٩) بعنوان:

قياس تأثير جودة التقارير المالية واليات حوكمة الشركات وخصائص المديرين التنفيذيين علي كفاءة القرارات الاستثمارية : دراسة تطبيقية .

هدف الدراسة: استهدفت هذه الدراسة دراسة دور القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وجودة التقارير المالية ،الالتزام بأليات حوكمة الشركات في تخفيض عدم كفاءة القرارات الاستثمارية ، سواء كان الناتج عن نقص الاستثمار أو حتي بالإفراط في الاستثمار. وقد استخدم الباحث المنهجية التي قدمها (Biddle et al. (2009 للاستدلال علي كفاءة القرارات الاستثمارية . كما استعان الباحث للتعبير عن جودة التقارير المالية بالقيمة المطلقة للمستحقات التشغيلية ، والتي تم حسابها وفقا لنموذج (Jones 1991) Modified cross-sectional Jones Model, كما قد استخدمت الدراسة مؤشر القدرة الإدارية (DEA score) الذي قدمه Demergian, et al. (2012) لقياس القدرة الإدارية للمديرين . وللتعبير عن حوكمة الشركات فقد عبر عنها الباحث من خلال اقتراح مؤشر للحكومة الذي يقيس مدى التزام الشركات بأليات

حوكمة الشركات والمتعلقة بصفة أساسية بكفاءة مجلس الإدارة ولجنة المراجعة التابعة لمجلس الإدارة. وقد تمت الدراسة من خلال تحليل قطاعي زمني Panel Data يغطي السنوات من ٢٠٠٧ لـ ٢٠١٧ لـ ٥٦ شركة .
نتائج الدراسة: توصلت الدراسة إلي أن:

- ارتفاع جودة التقارير المالية والالتزام بأليات حوكمة الشركات والقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين من شأنه تخفيض عدم كفاءة القرارات الإستثمارية بشكل عام ، وبالإفراط في الاستثمارات بشكل خاص دون أن يكون هذا التأثير جوهريا علي نقص الاستثمار.
- أن جودة التقارير المالية تدفع الي تخفيض عدم الكفاءة في القرارات الاستثمارية والإفراط في الاستثمار وبصفة خاصة في الشركات التي تعتمد علي التمويل بالمدىونية بنسبة أكبر.
- أن الشركات الأكثر التزاما بحوكمة الشركات , والتي تقدم تقارير مالية ذات جودة مرتفعة هي الأكثر قدرة في الحد من عدم كفاءة القرارات الإستثمارية ، وبصفة خاصة عدم كفاءة القرارات الاستثمارية الناتج عن الإفراط في الاستثمار.

(٤) دراسة (Lei & Chen., 2019) بعنوان:

"Corporate Governance Boundary ,Debt Constraint, and Investment Efficiency .

حدود حوكمة الشركات وقيود الديون وكفاءة الإستثمار

هدف الدراسة: استهدفت هذه الدراسة معرفة تأثير حوكمة الشركات لشركات المجموعة (الشركات التابعة) علي كفاءة القرارات الاستثمارية وذلك خلال الفترة من ٢٠٠٧ إلي ٢٠١٣ بالتطبيق علي ٩,٤٩١ مشاهدة لشركات صينية مقيدة ببورصة China Stock Market .

نتائج الدراسة: توصلت هذه الدراسة إلي أن التوسع في حدود حوكمة الشركات يمكن أن يحسن بشكل كبير من كفاءة الإستثمار، كما أنه يمكن لزيادة الديون تعزيز الآثار الإيجابية لحدود حوكمة الشركات علي كفاءة الإستثمار.

٣/٢/١ الدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المخاطر والكفاءة الاستثمارية:

(١) دراسة (Al-Hahi et al. , 2017) بعنوان:

"Market risk disclosures and investment efficiency: International evidence from the Gulf Cooperation Council financial firms"

الإفصاح عن مخاطر السوق وكفاءة الاستثمار, بالتطبيق علي الشركات المالية لمجلس التعاون الخليجي

هدف الدراسة: استهدفت هذه الدراسة فحص الارتباط بين الإفصاح عن المخاطر السوقية والكفاءة الاستثمارية. حيث استخدمت الدراسة عينة من الشركات المالية من ستة أسواق ناشئة تابعة لدول مجلس التعاون الخليجي (٥٣٣ مشاهدة) خلال الفترة من ٢٠٠٧-٢٠١١ باستخدام نموذج (Biddle et al. (2009).

نتائج الدراسة: توصلت هذه الدراسة إلي وجود ارتباط سلبي معنوي بين الإفصاح عن المخاطر السوقية وكل من العجز الاستثماري والافراط الاستثماري، حيث يكون هذا الارتباط أكثر شيوعاً في الشركات الكبرى، كما أظهرت الدراسة أن الارتباط بين الإفصاح عن المخاطر السوقية والعجز الاستثماري يكون خاضع للإشراف أو المراقبة خلال فترات التعثر أو الانكماش الاقتصادي على سبيل المثال، الأزمة المالية العالمية التي حدثت في ٢٠٠٨. بينما الارتباط بين الإفصاح عن المخاطر السوقية والافراط الاستثماري يتعاضم خلال فترات انخفاض الأزمة المالية. وفسرت الدراسة هذه النتائج بأن الإفصاح عن المخاطر يخفض من عدم تماثل المعلومات، وهو ما يحسن في نهايه المطاف من الكفاءة الاستثمارية.

(٢) دراسة (Liet al., 2018) بعنوان:

Risk Disclosure in Annual Reports and corporate Investment Efficiency

الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية وكفاءة الاستثمار المؤسسي

هدف الدراسة: استهدفت الدراسة معرفة كيف يؤثر الإفصاح عن المخاطر علي كفاءة الإستثمار باستخدام بيانات الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية لعينة من الشركات الصينية خلال الفترة من عام ٢٠٠٧ حتي عام ٢٠١٤ واعتمدت علي نموذج تحليل المحتوي.

نتائج الدراسة: توصلت الدراسة إلي النتائج التالية:

(١) كلما زاد تكرار الإفصاح عن المخاطر في أقسام " عوامل المخاطرة الهامة و، MD&A (التحليل والإفصاح الإداري Management Discussion Analysis)" كلما زادت كفاءة استثمار الشركات.

(٢) وجدت الدراسة أن تأثير الإفصاح عن المخاطر علي كفاءة استثمار الشركات يكون أكثر بروزاً في نعمة الإفصاح الأكثر إيجابية ، أو عندما يكون هناك المزيد من الكلمات الرئيسية حول فئة الإستثمار.

(٣) دراسة (Smith ., 2018) بعنوان:

Risk Disclosure, liquidity, and Investment Efficiency

الإفصاح عن المخاطر والسيولة وكفاءة الإستثمار

هدف الدراسة: صياغة نموذج للكشف عن المنافع الممكن تحقيقها من وراء الإفصاح عن المخاطر والمتمثلة في تعزيز السيولة وتخفيض تكلفة راس مال الشركة ومدى تحقق تلك المنافع اذا ماكان الإفصاح متعلق بشكل صريح بمخاطر الشركة.

نتائج الدراسة: علي عكس ماتوقعته النماذج السابقة وجدت الدراسة ان الإفصاح عن المخاطر يزيد من درجة عدم تماثل المعلومات مابين المستثمرين ويخفض من السيولة بدلا من تعزيزها وبالتالي يخفض من الكفاءة الاستثمارية.

٤) دراسة (Mohammadi and Ebrahimi ., 2020) بعنوان:

"Investment efficiency and Risk Disclosure in financial statements"

كفاءة الإستثمار والإفصاح عن المخاطر في البيانات المالية

هدف الدراسة: تهدف الدراسة إلى دراسة تأثير الإفصاح عن المخاطر في البيانات المالية علي كفاءة الإستثمار وذلك من خلال عينة مكونة ١٣٩ شركة من الشركات المدرجة في بورصة طهران خلال الفترة من ٢٠١١ إلى ٢٠١٧.

نتائج الدراسة: توصلت الدراسة إلي عدة نتائج أهمها أن هناك علاقة مباشرة وهامة بين الإفصاح عن المخاطر وكفاءة الاستثمار للشركات العاملة في سوق الأوراق المالية الإيرانية ، بحيث تزداد كفاءة استثماراتها بزيادة إفصاح الشركات عن المخاطر في التقارير المالية السنوية . كما تظهر دراسات أخرى أن حجم الشركات له علاقة مباشرة وهامة بكفاءة الاستثمار وعلاقة سلبية وهامة في الشركات التي تكون استثماراتها أقل.

٩. الإطار المفاهيمي لكلاً من : المخاطر المالية – الكفاءة الإستثمارية:

يعرف الإفصاح عن المخاطر بأنه جميع المعلومات التي تقدمها الشركات في استعراضات المخاطر المعروضة في تقاريرها السنوية . فالإفصاح عن المخاطر هو المعلومات التي تصف المخاطر الرئيسية للشركات ، وتأثيرها الاقتصادي المتوقع علي الأداء المستقبلي . (Miihkinen., 2012)

كما عرفت (Alzead., 2017) الإفصاح عن المخاطر بأنه التقرير عن المعلومات المتعلقة باستراتيجيات الشركة وخصائصها وعملياتها والعوامل الخارجية الأخرى ، فضلا عن المعلومات غير المالية ذات الصلة .

ويعد تعريف دراسة (Lihlsley and snrives ., 2006) أكثر شمولاً للإفصاح عن المخاطر ، وهو إعلام القارئ عن أي معلومات تمثل فرصة أو احتمال أو خلل أو ضرر أو تهديد أو التعرض لخطر ما، والتي أثرت بالفعل أو قد يكون لها تأثير علي الشركة أو الإدارة في المستقبل ، بالإضافة إلي توصيل معلومات عن إدارة هذه العناصر .

بينما يري (مليجي ، ٢٠١٧) أن الإفصاح عن المخاطر يتمثل في جميع المعلومات التي تقدمها الشركة في التقرير السنوي وتصف المخاطر الرئيسية التي تتعرض لها ، وطرق إدارتها وأثارها الاقتصادية المتوقعة علي الأداء الحالي والمستقبلي ، وهو ما يساهم في تقليل عدم اليقين في أنشطة الشركة .

كما عرف (Godwin ., 2015) بأن الإفصاح عن المخاطر يقصد به إبلاغ القاري عن أي فرص أو احتمال أو وجود خطر أو ضرر أو تهديد يؤثر بالفعل علي الشركة أو قد يؤثر علي الشركة في المستقبل وكيفية إدارة أي من هذه الفرص أو الاحتمالات أو المخاطر أو الأذي أو التهديد .

كما أكد (حسين، ٢٠١٣) بأن الإفصاح المحاسبي عن المخاطر هو ضرورة احتواء القوائم والتقارير المالية علي كافة المعلومات والبيانات الهامة الملائمة سواء كانت وصفية أو كمية , والتي تهدف إلي اعلام مستخدمي القوائم والتقارير المالية بالأحداث والظروف والمواقف والتصرفات التي تحدث أو من المتوقع حدوثها والناشئة عن عوامل داخلية أو خارجية ,والتي من شأنها التأثير سواء ايجابيا أو سلبيا علي أداء المنشأة حاليا أو في المستقبل ،وكذلك إدارة تلك الفرص والتهديدات (حسن ٢٠١٣،

وتتفق الباحثة مع (Godwin ., 2015) بأن الإفصاح عن المخاطر هو إبلاغ القاري عن "أي فرص أو احتمال أو وجود خطر أو ضرر أو تهديد يؤثر بالفعل علي الشركة ، أو قد يؤثر علي الشركة في المستقبل وكيفية إدارة أي من هذه الفرص أو الاحتمالات أو المخاطر أو الأذي أو التهديد .

ويمكن تصنيف الإفصاح عن المخاطر من أكثر من زاوية مثل، الإفصاح عن المخاطر وفقا لدرجة الإلزام إلي نوعين هما الإفصاح الإجمالي (الإلزامي) عن المخاطر والإفصاح الاختياري عن المخاطر كما يلي:-

- الإفصاح الإجمالي (الإلزامي) عن المخاطر: عرفه (Eishandidy and Neri., 2015) بأنه معلومات المخاطر التي تظهرها الشركات والتي ترتبط بالقواعد المنظمة للمخاطر ,والمتمثلة في المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRS) ومبادئ المحاسبة المقبولة عموما في كل دولة (أبو خزانه، ٢٠١٨)
- الإفصاح الإختياري عن المخاطر :هو الإفصاح الذي يتم طبقا للمبادئ التوجيهية الوطنية للإفصاح عن المخاطر(Cordazzo; et al ., 2017)

الإفصاح عن المخاطر وفقا لنوع المخاطر

أغلب الدراسات قسم المخاطر إلي نوعين رئيسين ، وهما المخاطر المالية والمخاطر غير المالية كما أن أغلب هذه الدراسات اتفق علي مكونات المخاطر المالية والتي تشمل مخاطر السوق بأنواعها ، ومخاطر السيولة , ومخاطر الائتمان ، ويعتبر الاختلافات في أنواع المخاطر غير المالية . فالبعض تناولها من منظور ضيق والبعض الآخر تناولها من منظور واسع وتتفق الباحثة مع الدراسات التي تناولتها من منظور واسع مثل دراسة (Amran et al ., 2009 ; Abdullanetal., 2015) (Linsley and Shrives., 2006)

- الإفصاح عن المخاطر المالية : ويشير عن معلومات المخاطر المرتبطة مباشرة بالبيانات المالية والتي لها تأثير مباشر علي أصول الشركة والتزاماتها وتدفقاتها النقدية .(السمادوني، ٢٠٢٠)

ولقد تناول معيار التقارير المالية الدولية (International financial IFRS 7 Reporting standard., 2005)

والذي يقابله معيار المحاسبة المصري رقم (٤٠) الصادر سنة ٢٠١٥ بعنوان الأدوات المالية – الإفصاحات, أنواع المخاطر المالية التي تواجه الشركات والمتمثلة فيما يلي:(وزارة الإستثمار المصرية، ٢٠١٥)

- **مخاطر الائتمان credit risk**:- هي مخاطر تسبب أحد أطراف أداة مالية في خسارة مالية لطرف آخر نتيجة فشلة في تنفيذ تعهداته .
- **مخاطر السيولة Liquidity risk**:- هي مخاطر تعرض المنشأة لصعوبة في مواجهة تعهداتها المرتبطة بالتزاماتها المالية .
- **مخاطر السوق Market risk**:- هي خطر تذبذب القيمة العادلة للأداة المالية أو تذبذب التدفقات النقدية المستقبلية منها بسبب تغيرات سعر السوق , وتتكون مخاطر السوق من ثلاث مخاطر هي
- **مخاطر العملة currency risk**:- هي خطر تذبذب القيمة العادلة للأداة المالية أو تذبذب التدفقات النقدية المستقبلية منها بسبب التغيرات في أسعار العملات الأجنبية المستقبلية
- **مخاطر سعر الفائدة Interest rate risk**:- هي خطر تذبذب القيمة العادلة للأداة المالية أو تذبذب التدفقات النقدية المستقبلية منها بسبب التغيرات في أسعار الفائدة بالسوق.
- **مخاطر الأسعار الأخرى Other price risk**:- هي خطر تذبذب القيمة العادلة للأداة المالية أو تذبذب التدفقات النقدية المستقبلية منها بسبب تغيرات سعر السوق (بخلاف تلك الناتجة عن مخاطر سعر الفائدة أو مخاطر العملة , مثل تغير سعر السلعة.

الإفصاح عن المخاطر غير المالية :- يشير إلى الإفصاح عن معلومات المخاطر التي ليس لها تأثير مباشر على أصول الشركة والتزاماتها وتدفقاتها النقدية , ويستخدم مصطلح المخاطر غير المالية للإشارة إلى تقلب الأرباح المستقبلية المتوقعة أو التدفقات النقدية غير المرتبطة بالإستثمارات المالية . (السمادوني، ٢٠٢٠) **بمعنى أن المخاطر غير المالية هي التي لا يمكن قياس نتائجها ماليا وتشمل :-**

- **مخاطر التشغيل مثل** :رضا العملاء , وتطوير المنتج والكفاءة والأداء ، وفشل المنتجات والخدمات وعوامل بيئية ، ومصادر الصحة والسلامة , وتدهور الأسم والعلامة التجارية.
 - **مخاطر التكنولوجيا ومعالجة المعلومات** : مثل النزاهة ، وإمكانية الوصول ، والتوفر و الإتاحة , والبنية التحتية .
 - **مخاطر التمكين Empowerment risks** : مثل القيادة والإدارة ، والإستعانة بمصادر خارجية وحوافز الإداء
 - **مخاطر السلامة والنزاهة Thtegrity risk** : مثل غش الإدارة والموظف ، والسمعة ، والأعمال غير المشروعة .
 - **المخاطر الاستراتيجية** :المسح البيئي ، والصناعة ، ومحفظة الأعمال ، والمنافسين ، والتسعير ، والتقييم ، والتخطيط ، ودورة الحياة ، والتنظيم ، والسيادية والسياسة ، ومقياس الأداء .
- ويجب أن يتسم الإفصاح عن المخاطر بالجودة ، ويقصد بجودة الإفصاح بصفة عامة: الإفصاح عن جميع المعلومات المحاسبية الضرورية بالتفصيل المناسب

وبالشكل المناسب لتحقيق الفائدة لمستخدمي المعلومات المحاسبية ، ولكي تعبر الشركة عن مستوى إفصاح عن المخاطر ذو جودة مرتفع، أكد معيار التقارير المالية الدولية (International Financial Reporting, standard, 2005)IFRS7 والذي يقابله معيار المحاسبة المصري رقم ٤٠ لسنة ٢٠١٥ بعنوان " الأدوات المالية – الإفصاحات"، علي ضرورة قيام الشركات بالإفصاح عن معلومات المخاطر الكمية والوصفية معا، حيث أن التفاعل بين الإفصاح الوصفي والكمي من شأنه أن يسهم في توفير معلومات تساعد مستخدمي المعلومات علي تقييم تعرض الشركة للمخاطر بشكل أفضل , وبالتالي تشكيل صورة كلية لطبيعة ونطاق المخاطر التي تتعرض لها الشركة. (سلامة، ٢٠١٨)

فبالنسبة للإفصاح الوصفي أكد المعيار علي ضرورة قيام الشركة بتوفير الإفصاح الوصفي لكل نوع من أنواع المخاطر المالية التي تتعرض لها الشركة (مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة ، ومخاطر السوق) فيما يتعلق بما يلي :-

- أهداف وسياسات وأساليب إدارة المخاطر والطرق المستخدمة لقياس المخاطر والتغير فيها عن الفترة السابقة .

- التعرض للمخاطر وكيف تنشأ والتغير فيها عن الفترة السابقة .

أما بالنسبة للإفصاح الكمي

أكد المعيار علي ضرورة قيام الشركة بتوفير الإفصاح الكمي لكل نوع من أنواع المخاطر المالية التي تتعرض لها الشركة (مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة ومخاطر السوق) فيما يتعلق بما يلي :

- درجة تركيز المخاطر إذا لم تكن واضحة من الإفصاحات التي تم القيام بها.
- ملخص البيانات الكمية حول تعرضها لتلك المخاطر في تاريخ نهاية الفترة المالية، ويجب أن يكون هذا الإفصاح بناء علي المعلومات المتوفرة داخليا لموظفي الإدارة الرئيسيين للشركة مثل مجلس الإدارة أو المسؤول التنفيذي الرئيسي للشركة

وعلي الرغم من تناول المعيار جودة الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية من خلال ضرورة توفير المعلومات الوصفية والكمية معا إلا أن بعض الدراسات مثل دراسة (سلامة، ٢٠١٨) أخذ عليه أنه أشار إلي أن المعلومات الكمية عن المخاطر يجب توفيرها بصورة ملخصة وليست بصورة معقولة من التفصيل ، والمطلع علي ممارسات الشركة الفعلية في الإفصاح عن المخاطر يلاحظ وجود عدد قليل من الشركات التي تستخدم الإفصاح الكمي بتفصيل مناسب .

مفهوم الكفاءة الإستثمارية

قدم الباحثون مفاهيم عديدة للكفاءة الإستثمارية وتعرض الباحثة تلك المفاهيم علي النحو التالي:-

قد عرف كلا من (حسين ، ٢٠١٩ ، Houcine. , 2009 ; Biddle et al.) 2017 الكفاءة الإستثمارية علي أنها اختيار وتنفيذ المشاريع ذات صافي القيمة الحالية الموجبة ، في ظل سيناريو عدم وجود احتكاكات سوقية مثل الخطر الأخلاقي والاختيار العكسي والنتائج عن عدم تماثل المعلومات وإن وجود مثل هذه الاحتكاكات

تسبب عدم تحقيق الكفاءة بصورتها سواء كان إفراط استثماري أو عجز استثماري .
وأشار (العزب، ٢٠١٧) أن الكفاءة الإستثمارية هي عدم الإنحراف عن
المستوي المتوقع أو المخطط للإستثمار , والذي يتم تحديده بناء علي الفرص
الإستثمارية للشركة فقط ،مع عدم وجود عوامل إضافية أخرى تؤثر علي القرارات
الإستثمارية للشركة مثل الفائض أو العجز النقدي ، الرفع المالي ، كفاءة أسواق المال
لان تلك العوامل تعبر عن وجود مشاكل عدم تماثل المعلومات أو صراع الوكالة
(السلطة التقديرية للمديرين) والتي تؤدي إلي وجود إما إفراط استثماري أو عجز
استثماري .

كما أشار (عيد، ٢٠١٩) بأن الكفاءة الإستثمارية هي قدرة الإدارة علي اتخاذ
القرار الإستثماري الأمثل من خلال تنفيذ المشروعات ذات صافي القيمة الحالية
الموجبة والابتعاد عن المشاريع الخاسرة , ذات صافي القيمة الحالية السالبة مما يعود
بالنفع علي أصحاب المصالح في الشركة. وتأسيسا علي ماسبق , يمكن القول بأن
الكفاءة الإستثمارية هي قيام الإدارة بتنفيذ المشاريع ذات صافي القيمة الحالية الموجبة
والابتعاد عن المشاريع الخاسرة وذلك في ظل عدم وجود احتكاكات سوقية مثل الخطر
الأخلاقي والاختيار العكسي الناتج عن عدم تماثل المعلومات . والذي يعود بالنفع علي
أصحاب المصالح .

في الواقع تواجه الشركة صورتين من عدم كفاءة القرارات الإستثمارية
Inefficient Investment (Biddle, et al ., 2009;CAI. ,2013) وتعني أن
القرارات الإستثمارية قد يترتب عليها إما حالة من الإفراط الإستثماري(استثمار أكثر
من اللازم) Over-Investment أو حالة من العجز الإستثماري (استثمار أقل من
اللازم- Investmen Under)

الإفراط في الإستثمار (الاستثمار أكثر من اللازم) Over-Investment:-
يتمثل في زيادة الإستثمار في الشركة بحيث تتبني بعض الفرص الإستثمارية ذات
صافي القيمة الحالية السالبة بمعنى ارتفاع مستوى الإستثمار علي الرغم من ضعف
الفرص الإستثمارية .

أما العجز الإستثماري (النقص الإستثماري- Investmen Under):-
يحدث عند تفويت الشركة لبعض الفرص الإستثمارية ذات صافي القيمة الحالية
الموجبة، بمعنى انخفاض مستوى الإستثمار علي الرغم من وجود فرص إستثمارية
جذابة.

العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر والكفاءة الإستثمارية

تنامي اهتمام الهيئات المهنية في الآونة الأخيرة بعملية الإفصاح المحاسبي عن
المخاطر، اعتقاداً منهم بأنها تسهم في تحسين القيمة الملائمة للتقارير المالية، حيث
أوضح الأدب المحاسبي أن الإفصاح المحاسبي عن المخاطر سيسهم في التأثير الى
حد كبير على المركز المالي والسيولة والأداء المستقبلي للشركة، حيث أنه يؤدي
بصفة عامة الى تقليل مخاطر المعلومات وتحسين دقة تنبؤات المحللين الماليين
بالأرباح والتدفقات النقدية، وخفض تكلفة رأس المال وهو ما ينعكس بدوره على

القيمة السوقية للشركة. وبالتالي، تظهر أهمية الإفصاح المحاسبي عن المخاطر في تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال دوره في تقليل عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب رؤوس الأموال، والتي تمثل أحد مظاهر الخلل في أسواق رأس المال، مما يمنع من الوصول إلى مستوى الاستثمار الأمثل . وقد تم استعراض ذلك من خلال النقاط التالية :

١/٢/٣: دور الإفصاح عن المخاطر في تدنية مستويات عدم تماثل المعلومات. تم دراسة دور الإفصاح المحاسبي عن المخاطر في تدنية عدم تماثل المعلومات من خلال تحليل دور الإفصاح المالي عن المخاطر أولاً، ثم تحليل دور الإفصاح غير المالي عن المخاطر في تدنية عدم تماثل المعلومات ثانياً، وذلك على النحو التالي:

أ- دور الإفصاح المالي عن المخاطر في تدنية عدم تماثل المعلومات:

تعتبر المعلومات المالية واحدة من أهم المدخلات التي يعتمد عليها المستخدم الخارجي للقوائم المالية، ولذلك حاول العديد من الكتاب والباحثين في تحليل أثر الإفصاح المالي عن المخاطر على مستوى عدم تماثل المعلومات، ولا سيما إذا كان الإفصاح المالي عن المخاطر اختيارياً عن الممارسات المحاسبية المختلفة بالشركة. ولقد اختلفت تلك الدراسات فيما بينها بين مؤيد ومعارض للتأثير الإيجابي للمعلومات المالية عن المخاطر على عدم تماثل المعلومات، حيث إتفقت مجموعة من الدراسات السابقة (Pae&Yoon .,2012; Cotter et al .,2012; Ionascu.,2012; Deslauriers.,2011; Hope.,2003) على أن الإفصاح الاختياري المحاسبي عن المخاطر يساهم في تدنية مستوى عدم تماثل المعلومات وتحسين المحتوى المعلوماتي للقوائم المالية، وبذلك يساعد الإفصاح المحاسبي الاختياري عن المخاطر على تحسين القدرة التنبؤية للمحللين الماليين وتحسين قرارات المستخدم الخارجي للقوائم المالية. ومن ناحية أخرى، قد يساهم الإفصاح عن المخاطر في سد الفجوة بين صافي التدفقات النقدية وصافي الأرباح مما يؤدي إلى زيادة القدرة على تفسير الاستحقاقات حيث يساهم في ارجاع فجوة الاستحقاقات الناتجة عن استغلال الخيارات المحاسبية إلى مسبباتها، مما يساهم في تخفيض مستويات عدم تماثل المعلومات والتأثير ايجابياً علي دقة تنبؤات المحللين الماليين بالأرباح المستقبلية (Pae & Yoon.,2012; Deslauriers.,2011).

وفي هذا الصدد، يرتبط الإفصاح المالي عن المخاطر تحديداً ارتباطاً كبيراً بالمعايير المحاسبية المستخدمة والمطبقة في الدولة. فإذا اتسعت مرونة المعايير المحاسبية زادت الحاجة إلى ارتفاع مستويات الإفصاح الاختياري، وهنا يساهم زيادة مستوى الإفصاح الاختياري عن المخاطر وتفسير نتائج الأعمال في زيادة المعلومات المتوفرة عن اختيار السياسات المحاسبية المتعلقة بتحديد نتائج الأعمال، ولكن إذا اكتفت المنشأة بتطبيق مستويات الإفصاح الإلزامي تصبح الفجوة المعلوماتية بين المستخدم الخارجي للقوائم المالية والإدارة الداخلية المعدة للقوائم المالية أكثر اتساعاً، ومن ثم ارتفاع مستويات عدم تماثل المعلومات (Acker et al.,2002; Hope.,2003; Ionascu.,2012).

وعلى غرار ذلك، أشار معيار التقرير المالي الانجليزي رقم (٣) الى ضرورة نشر مجموعة أوسع من المعلومات ضمن تقاريرها المالية لكي تساعد المستخدمين علي تقييم الأداء الحالي للشركات وتكوين رأي عن مستويات الأداء في المستقبل وتأثير هذه المعلومات علي دقة تنبؤات المحللين الماليين بأرباح الأسهم لهذه الشركات، ومن ضمن المعلومات التي أشار اليها المعيار السياسات المحاسبية المختارة في تاريخ التقرير المالي السنوي للشركة، وهو ما يؤدي الى انخفاض مستويات عدم تماثل المعلومات، حيث تساهم المعلومات التفسيرية الاضافية في ازالة الغموض مما يعكس على زيادة دقة تنبؤات المحللين الماليين بأرباح الأسهم (Acker et al.,2002).

وفي هذا الصدد، اتجهت التوقعات البحثية العالمية نحو ارتفاع جودة التقرير المالي وتضييق فرص ادارة الأرباح نتيجة تضييق فجوة الخيارات المحاسبية مما يساهم في تدنية مستويات عدم تماثل المعلومات وتحسين القدرة التنبؤية للمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية، ومن ثم تتخفف الحاجة الى التوسع في الافصاح الاختياري نتيجة تطبيق المعايير لأن ظاهرة عدم تماثل المعلومات لن تكون هناك فرص كبيرة لخلقها (Glaum el al.,2013; Cotter et al.,2012).

وعلي النقيض من ذلك، اتفق العديد من الكتاب والباحثين على أن التوسع في مستوى الافصاح الاختياري عن المخاطر سيؤدي الى ارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات، وذلك لأن الغالبية العظمى من مستخدمي القوائم المالية من غير المتخصصين في العلوم المالية والمحاسبية، فاذا ما كان الافصاح الاختياري عن المخاطر متوسعاً بشكل عالي عن السياسات المحاسبية المختلفة المستخدمة في اعداد القوائم المالية سيكون المستخدم الخارجي للقوائم المالية في حيرة مما اذا كانت هذه السياسات المستخدمة جيدة أم لا (Porter & Kraut.,2013; Dhaliwal et al.,2012; Malgharni et al.,2011; Orens& Lybaert., 2017; Mensah et al.,2004; Hope.,2003).

وبناء على ذلك، التوسع في الافصاح الاختياري عن المخاطر بدلاً من أن يكون وسيلة ناجحة لكسب ثقة وطمأنينة المستثمر المستخدم الخارجي للقوائم المالية أصبحت وسيلة ضارة بالمستخدم الخارجي للقوائم المالية ورفعت مستويات عدم تماثل المعلومات حيث أصبحت الأطراف الداخلية هي أيضاً الأكثر دراية بمراد السياسات المحاسبية من الأطراف الخارجية، وظهور فجوة عدم تماثل المعلومات مرة أخرى (Parra et al.,2005).

وتأسيساً على العرض السابق: يتضح أن الافصاح الاختياري عن المخاطر قد يعد وسيلة جيدة لتدنية مستويات عدم تماثل المعلومات حيث أن هذه الممارسات الافصاحية تساهم في رفع وعي المستخدم الخارجي للقوائم المالية عن نقاط الضعف بالتقارير المالية ومن ثم تدنية مستوى عدم تماثل المعلومات. ولكنه قد يصبح وسيلة ضارة اذا تم التوسع بقدر أكثر من اللازم مما يساهم في تشتيت القارئ للقوائم المالية وارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات مرة أخرى.

ب- دور الإفصاح غير المالي عن المخاطر في تدنية عدم تماثل المعلومات:

أدى تزايد المنافسة وتطوير قطاعات الأعمال الجديدة والتقدم التكنولوجي إلى وجود بعض الانتقادات والمشاكل في القوائم المالية التقليدية حيث تعاني القوائم المالية من قصور في الوقتية وعدم الدقة وقدرتها المحدودة على توصيل والإفصاح عن المعلومات المستقبلية والمخاطر التي تواجه الشركة وبالتالي يجب أن يكون لدى المستثمرين وعي متزايد بأهمية المعلومات غير المالية التي لا تنعكس بشكل مباشر في القوائم المالية (Parra et al.,2005).

كما أن المعلومات المالية عن المخاطر لم تعد تلبي إحتياجات المستخدمين وتحديد المستثمرين لأنها معلومات تاريخية ولا تقدم أي شيء عن الأحداث المتوقعة في المستقبل مما يساهم في زيادة عدم تماثل المعلومات وانخفاض دقة تنبؤات المحللين الماليين، حيث أن المعلومات غير المالية عن المخاطر قد تشمل بعض المعلومات غير المالية مثل رضا العملاء وسمعة المنشأة ومدى كفاءة ومهارة العاملين والتي لها تأثير على نجاح الشركات وأدائها المستقبلي (Orens & Lybaert., 2017; Malgharni et al.,2011; Dhaliwal et al.,2012; Hope.,2003).

كما أن التراجع في أهمية قيمة المعلومات المالية عن المخاطر للمحللين الماليين يرجع إلى أنها أصبحت غير كافية لتعكس الأصول المعرفية غير الملموسة والمعلومات غير المالية الأخرى مثل رضا العملاء وخبرة العاملين، حرية التصرف الممنوحة للإدارة في تقدير المعلومات المالية. بالإضافة إلى أن العولمة وزيادة نفوذ الشركات متعددة الجنسيات والتحول نحو الإقتصاد المعرفي وإدخال التكنولوجيا الجديدة والأزمات المالية أدى إلى انخفاض ملائمة المعلومات المالية في تقييم الشركات بسبب الطبيعة غير المحدثة لهذه المعلومات (معلومات تاريخية) (Orens & Lybaert., 2017) ومن ناحية أخرى، يركز الإفصاح عن المعلومات المالية عن المخاطر على أهداف الربحية قصيرة الأجل وتهمل الأهداف الإستراتيجية للشركة طويلة الأجل مما يؤدي إلى انخفاض كفاءة الشركة في الأجل الطويل وبالتالي انخفاض رضا وولاء العملاء مما يعنى ضعف الأداء المستقبلي للشركة وارتفاع مستويات عدم تماثل المعلومات (Porter & Kraut.,2013).

وفي هذا الصدد، تتجلى أهمية المعلومات غير المالية عن المخاطر كمكمل للمعلومات المالية وذلك لتحسين قرارات مستخدمي القوائم المالية وأصحاب المصالح، حيث أن أسواق رأس المال أصبحت تعتمد على المعلومات غير المالية في تحليل الموقف المالي للشركة ومركزها التنافسي في الأسواق ولا سيما المعلومات المتعلقة بعوامل الخطر والتوجه الإستراتيجي والمزايا والصفات الإدارية والمهارات الإبتكارية والخبرة والنزاهة (Orens & Lybaert. 2017; Arvidsson,2011; Simpson,2010).

كما أن الإفصاح عن المعلومات غير المالية عن المخاطر أصبح نتيجة حتمية للمنافسة المتزايدة والعولمة والتطورات التكنولوجية وتقديم أعمال جديدة، مما يؤدي إلى تخفيض مخاطر الاستثمار وتحسين السيولة لأسهم الشركات، ومن ثم انخفاض

عدم تماثل المعلومات وزيادة كفاءة قرارات الإستثمار التي يمكن الحصول عليها (Arvidsson ., 2011; Orens& Lybaert ., 2017) وعلاوة على ذلك، قد يساهم الإفصاح النوعي عن المعلومات غير المالية للمخاطر في تطوير الدور التقييمي من خلال الإفصاح عن المؤشرات القيادية أو الرائدة لعدد من المقاييس القائمة على المحاسبة المفصح عنها مثل الإيرادات ، وهوامش الربح و العائد على المبيعات والدخل التشغيلي والمصاريف التشغيلية. وذلك يساهم في زيادة اقناع المحلل المالي حول امكانية الاعتماد على المعلومات المالية الاجبارية عندما تفصح الشركة أيضا عن معلومات غير مالية إختيارية (Simpson.,2010).

٢/٢/٣ : انعكاسات قصور الافصاح عن المخاطر على كفاءة القرارات الاستثمارية.
ينعكس عدم تماثل المعلومات الناشئ من قصور الافصاح عن المخاطر على قرارات الاستثمار للمستخدم الخارجي للقوائم المالية. ومن ناحية أخرى، يساهم عدم تماثل المعلومات في التقليل من كفاءة الاستثمار الداخلي بالمنشأة، وذلك لأن تباين المعلومات يعطي اشارة سلبية للمستخدم الخارجي للقوائم المالية ويمنعه من الاستثمار في هذه الشركة فيحدث عجز في القدرة على الاستثمار الداخلي في الأصول الرأسمالية(Luo, et al., 2020).

وفي هذا الصدد، يتبين أن المستثمرين يفضلون الاستثمار في الشركات التي ترغب في الاحتفاظ بالأرباح لاعادة استثمارها، وتقوم بتوزيع نسبة منخفضة من أرباحها على شكل توزيعات نقدية، وهذا عائد الى أن الضريبة على المكاسب الرأسمالية أقل من الضريبة على توزيعات الأرباح، وهذا يشجع المستثمرون على الاستثمار في الشركات التي تقوم باحتجاز الجزء الأكبر من الأرباح بدلاً من توزيعها على المساهمين، إذ يؤدي ذلك إلى إعادة استثمار الأرباح في أنشطة الشركة، وهذا بدوره سيؤدي الى إرتفاع معدل النمو، ومن ثم إرتفاع أسعار الأسهم، وذلك نظراً لأن الضريبة على توزيعات الأرباح تدفع فوراً، بينما لا يدفع المستثمرون ضرائب على الأرباح الرأسمالية ما لم يقرر المستثمر بيع السهم مما يدفع المستثمرين الى دفع سعر أعلى لسهم الشركات التي تتبنى سياسة احتجاز الأرباح (Brav, et al., 2005; Daniel, et al., 2010).

وبناء على ذلك، يصبح كلاً من الاستثمار الداخلي والخارجي وجهان لعملة واحدة تنعكس في مفهوم واحد يسمى الكفاءة الاستثمارية والذي يعكس كفاءة الاستثمار الداخلي المفترض حدوثها أو عدم حدوثها والتي تساهم بشكل مؤكد في حدوث عدم تماثل المعلومات الذي يؤثر بشكل جوهري على قرارات المستخدم الخارجي المستثمر في الشركة (Coricelli, et al., 2012).

وتقضي الكفاءة الاستثمارية بأن الشركة تحقق أعلى معدلات الاستثمار الداخلي في الأصول الرأسمالية بمعنى عدم وجود أي أصول رأسمالية غير مستغلة في الانتاج فيصبح الاستثمار في الأصول الرأسمالية أكبر من اللازم، ويعني أيضاً عدم وجود أي انتاج معطل نتيجة عدم وجود أصول رأسمالية كافية لانتاجه فيصبح الاستثمار أقل من اللازم. وهنا ينبغي أن تكون المحصلة النهائية هو المستوى المثالي من الاستثمار الداخلي بشكل يتناسب مع الانتاج الحالي للشركة وهو ما يتبين للمستخدم الخارجي

للقوائم المالية من خلال دراسة العلاقة بين أرقام الإيرادات وحجم الأصول الواردة بالقوائم المالية (Chung., 2014).

ونتيجة لذلك، إذا حدث التباين المعلوماتي نتيجة ممارسات التخطيط الضريبي فمن المفترض أن يطمئن المستثمر للصحة المالية للشركة من خلال أرقام الاستثمار الداخلي الخاصة بالأصول والإيرادات، وبالتالي يتراجع الأثر السلبي لعدم تماثل المعلومات (Chan, et al., 2018)، وهو ما يعزز من تزايد الدور الاقتصادي لأسواق المال لجعل التعامل في هذه الأسواق أكثر عدالة لتوفيره فرصاً متكافئة للمستثمرين في الحصول على المعلومات، وهذا بدوره يوفر مناخاً استثمارياً ملائماً ويزيد من فرصة نمو وازدهار واستمرارية السوق المالي (الشيرازي، ٢٠١٠) وفي هذا الصدد، تعتبر التقارير المالية المنشورة مصدراً هاماً للمعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الهامة حتى وإن كان السوق المالي يعاني من ظاهرة عدم تماثل المعلومات (Chan, et al., 2018). ومن ناحية أخرى، قد يساهم الإفصاح عن المعلومات المالية عن المخاطر في التخفيف من حدة عدم تماثل المعلومات، وتوفير العديد من المعلومات اللازمة لحماية مستقبل المساهمين وجعل المجتمع يعترف بأن المنظمة قادرة على الوفاء بالتزاماتها، كما يساعد التخفيف من مستوى عدم تماثل المعلومات على خلق دعامة هامة لضمان العدالة والنزاهة والثقة في إجراءات إدارة المنظمات وإدارة أفرادها واتخاذ القرارات الرشيدة، حيث تؤمن توصيل معلومات واضحة وصحيحة ووافية إلى كل الأطراف المستفيدة. كما تهتم الأسواق المالية بالقضاء على ظاهرة عدم تماثل المعلومات لتحقيق الشفافية بممارسات الإفصاح عن المخاطر بقدر تعلق الأمر بالمستثمرين والأطراف المستفيدة كافة (Smith and Watts, 1992).

وبشكل عام، تساعد شفافية الإفصاح عن المخاطر فيما يتعلق بكافة الممارسات المحاسبية إلى ارتفاع درجة احساس المستثمرين بوجود المساواة والعدالة في الأسواق المالية، ومن ثم زيادة درجة ترحيب أولئك المستثمرين بتقديم رؤوس الأموال. بالإضافة إلى ذلك، يؤدي وضوح سياسات الإدارة التي تساعد على تحسين القابلية للتنبؤ بواقع الحال المالي مستقبلاً، مما يؤدي إلى كفاءة القرارات المستقبلية خاصة إذا تمكنت الإدارة من تبرير وجهات نظرها وافترضاها المستقبلية، ولتعزيز التماثل المعلوماتي يجب أن يتم فحص الأفعال والقرارات من قبل جهات مختلفة لمساءلة الإدارة، إذ يعد ذلك بمثابة المنبه عند إتباع الإدارة سياسة الاختباء وعدم الوضوح والتضليل بدلاً من الإفصاح والشفافية والوضوح، وعلاوة على ذلك لا يؤثر تحقيق التماثل المعلوماتي بشكل ايجابي على ثقة المستثمرين في السوق المالي فحسب، بل يشجع الشركات أيضاً على إصدار أوراق مالية جديدة (Glaum, et al., 2013).

١٠ . الدراسة التطبيقية

تهدف الدراسة الحالية إلى قياس أثر الإفصاح عن المخاطر المالية على مستوى الكفاءة الاستثمارية للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري. ولتحقيق ذلك، يمكن للباحثة صياغة الفروض الاحصائية، ثم تحديد متغيرات الدراسة وأدوات القياس، وتحديد المنهجية العلمية الملائمة لاختبار تلك الفروض وصولاً إلى النتائج وتحليلها، ثم إجراء المزيد من التحليل الإضافي، وذلك على النحو التالي:

- صياغة الفروض الاحصائية للدراسة:

يمكن صياغة الفروض الاحصائية للدراسة على الشكل العدم التالي:
الفرض الأول: لا يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للافصاح عن المخاطر المالية على الانفاق الاستثماري في الشركات التي لديها عجز استثماري.

الفرض الثاني: لا يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للافصاح عن المخاطر المالية على الانفاق الاستثماري في الشركات التي لديها افرط استثماري.

- أدوات قياس متغيرات الدراسة:

استنادا الى العرض السابق للاطار النظري للدراسة يمكن للباحثة عرض متغيرات الدراسة وأدوات قياسها لأغراض تحليل العلاقة بين المتغيرات على النحو التالي:

- المتغير المستقل للدراسة:

يتمثل المتغير المستقل محل الاهتمام بالدراسة في مستوى الافصاح المحاسبي عن المخاطر المالية بالشركات غير المالية المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري. وفي هذا الصدد، قامت الباحثة ببناء مؤشر للافصاح عن المخاطر المالية باستخدام أسلوب الدراسة المكتبية من خلال الاضطلاع على الدراسات ذات الصلة. وفي اطار اتباع أسلوب الدراسة المكتبية في بناء مؤشر الافصاح تبين أن الدراسات غالباً ما كانت تنحصر في أربعة اتجاهات رئيسية:

- يتمثل الاتجاه الأول في الجزء الخاص بالتقلبات المالية في القوائم المالية والبيانات المحاسبية ومن ثم يتركز الافصاح المحاسبي فيها عن البيانات المحاسبية الخاصة بمستويات التعثر المالي والديون والاقتراضات وكذلك أرقام الربحية والدخل وما شابه ذلك من بيانات (Li, et al., 2019).

- ويتمثل الاتجاه الثاني في الافصاح عن التقلبات السوقية والأحداث المفاجئة التي تحدث مما يؤدي الى التغيير في تسعير تكلفة الانتاج وكذلك تسعير المنتجات النهائية المقدمة للعميل، ومن ثم تسهم الافصاحات في هذا الجانب في التعرف على التغيرات السعرية المستمرة في المنتج وتكلفة خدمات ومواد الانتاج (Chen, et al., 2020).

- ويتمثل الاتجاه الثالث في الافصاح عن التقلبات العرضية التي تنعكس على مصروفات الدخل والتشغيل وهي تشير الى التحركات الاستثمارية سواء في حركة المصروفات أو الايرادات الخاصة بالشركة، وهي حتماً خطر مالي لا يمكن تجاهله (Chen, et al., 2022).

- وأخيراً، الإفصاح عن القيود الحكومية التي تؤدي الى وجود مخاطر مالية تنعكس بشكل كبير على البيانات المحاسبية المفصح عنها، وهي مخاطر تتعلق بالقرارات الحكومية التي تنعكس على بيئة العمل مثل القرارات الضريبية والتنظيمية المختلفة (Yu, et al., 2021).

وفي هذا الصدد، قامت الباحثة بصياغة مؤشر الإفصاح النهائي عن المخاطر المالية باستخدام الإفصاحات القياسية التي تناولت الأبعاد الأربعة سالفة الذكر من خلال المكونات التالية:

مؤشر الإفصاح المحاسبي عن المخاطر المالية		
الأبعاد	م	عناصر الإفصاح
التقلبات المالية في القوائم المالية	١	ارتفاع مستوى الأرصدة المدينة
	٢	العسر المالي للمدين
	٣	خطر الدخل الاستثماري
	٤	انخفاض نسبة دخل التشغيل الأساسي
	٥	انخفاض الربحية للعام الحالي
	٦	انخفاض التدفق النقدي التشغيلي
	٧	تركز الإيراد التشغيلي
	٨	تقلب مجمل الربح والدخل التشغيلي
	٩	خطر السيولة
	١٠	الخسائر التشغيلية للفروع
	١١	الاعتماد على الدخل من الفروع
التقلبات السوقية والأحداث المفاجئة	١٢	زيادة أسعار المواد الخام
	١٣	ارتفاع مستوى المخزون
	١٤	تقلب أسعار المواد الخام
	١٥	زيادة التكلفة
	١٦	الالتزامات الطارئة
	١٧	خطر انخفاض الأداء وعدم استقرار مصادر الأرباح
	١٨	تقلب الأداء في الأعوام الثلاثة الأخيرة
	١٩	خطر زيادة تكلفة العمالة
التقلبات العرضية	٢٠	ارتفاع نسبة الدخل العرضي غير المتكرر والاعتماد عليه
	٢١	الزيادة السريعة في المصروفات الدورية
	٢٢	الخطر المؤثر على الأعمال الرئيسية للشركة
	٢٣	خطر الضمانات الخارجية
	٢٤	خطر المصروفات المدفوعة مسبقاً
القيود الحكومية	٢٥	نسبة عالية من معاملات الأطراف ذوي العلاقة
	٢٦	مخاطر ضمانات الأصول
	٢٧	اختلاف مبالغ الدعم الحكومي
	٢٨	خطر الاستثمار والتشغيل من خلال الفروع
	٢٩	التغير في المعاملة الضريبية

– المتغير التابع للدراسة:

يتمثل المتغير التابع للدراسة في القرار الاستثماري ويعبر عن قدرة الشركة في استغلال أصولها وتحقيق أعلى معدلات الاستثمار، ويمكن قياسها من خلال نموذج (Biddle, et al., 2009) والذي يعتمد على قياس الانحراف عن الإستثمار المتوقع وذلك باستخدام نموذج لتقدير الإستثمار كدالة في فرص النمو، ويشير كل من الإستثمار الأقل من اللازم (الانحراف السالب عن الإستثمار المتوقع) والإستثمار الأكثر من اللازم (الانحراف الموجب عن الإستثمار المتوقع) إلى عدم كفاءة الإستثمار. وتمثل هذا النموذج فيما يلي:

$$\text{Invest}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{NEG}_{i,t-1} + \alpha_2 \% \text{RevGrowth}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{NEG} * \% \text{RevGrowth}_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

$\text{Invest}_{i,t}$: إجمالي الإستثمارات الجديدة في الأصول الثابتة ومدفوعات الإستثمارات طويلة الأجل مطروحا منها مبيعات الأصول الثابتة ومقبوضات الإستثمارات طويلة الأجل وذلك للشركة عن السنة مع قسمة ذلك على إجمالي الأصول في نهاية السنة السابقة.

$\text{NEG}_{i,t-1}$: هو متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان نمو الإيراد في العام السابق (أي $t-1$) سالبا والقيمة (صفر) في غير ذلك.

$\% \text{RevGrowth}_{i,t-1}$: يمثل معدل النمو السنوي في الإيرادات في العام السابق، والذي يحسب باعتباره النسبة المئوية لمعدل النمو السنوي في الإيرادات من العام $t-2$ إلى العام $t-1$

$\text{NEG} * \% \text{RevGrowth}_{i,t-1}$: متغير تفاعلي بين المتغير الوهمي ومعدل نمو الإيراد للشركة في السنة السابقة $t-1$

معاملات النموذج: $\alpha_0, \alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$

وقد تم استخدام بيانات الشركات التي تنتمي لكل قطاع على حدة في تقدير معلمات هذا النموذج. ومن خلال النموذج المقدر يتم حساب الإستثمار المتوقع والذي يتم مقارنته بالإستثمار الفعلي للشركة. ويشير الانحراف الموجب إلى وجود إستثمار أكثر من اللازم، في حين يشير الانحراف السالب إلى وجود إستثمار أقل من اللازم.

– المتغيرات الحاكمة للدراسة:

يمكن للباحث حصر أهم المتغيرات الحاكمة على مستوى الشركة والمؤثرة على قرارات الإستثمار من خلال العديد من الدراسات (See: Li, et al., 2019; Chen, et al., 2020; Yu, et al., 2021) والتي تريد الباحثة التحكم فيها من خلال الجدول التالي:

المتغير	الرمز	التفسير
قيمة الشركة	Tonbin's Q	نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية للشركة.
الرافعة المالية	LEV	وهي نسبة الديون الى اجمالي الأصول.
ربحية السهم	EPS	وهي نصيب السهم من الأرباح الموزعة على المستثمرين.
النمو التشغيلي	Operating Growth	معدل النمو السنوي للدخل التشغيلي.

- نموذج اختبار الفروض الاحصائية للدراسة:

تهدف الفروض الاحصائية الى التنبؤ بأثر الافصاح عن المخاطر المالية على الكفاءة الاستثمارية من خلال تقسيم العينة بين الشركات أو المشاهدات ذات العجز الاستثماري، والشركات أو المشاهدات ذات الافراط الاستثماري. وم ثم يصبح النموذج الرئيسي للدراسة على الشكل التالي:

$$\text{Invest-Eff} = \beta_0 + \beta_1 \text{RiskDisc} + \beta_2 \text{Tobins'Q} + \beta_2 \text{LEV} + \beta_2 \text{EPS} + \beta_2 \text{Operating Growth} + \varepsilon.$$

حيث أن:

Invest-Eff = تعبر عن البواقي المستخرجة من نموذج قياس الكفاءة الاستثمارية؛

RiskDisc = نتيجة تطبيق مؤشر الافصاح المحاسبي عن المخاطر المالية المطبق على العينة؛

وقد تم تعريف بقية المتغيرات فيما سبق.

- مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المساهمة التي يتم تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية المصري، والتي تنتمي الى قطاعات اقتصادية مختلفة. ونظراً للتقلبات الاقتصادية المتكررة على سوق الأوراق المالية المصري، والتحديات المتكررة لدليل الحوكمة المصري وطبيعة القوانين الملزمة في سوق الأوراق المالية المصري وما يرتبط بها من افصاحات، فقد تم اختيار عينة الدراسة بشكل حكمي وفقاً للمعايير التالية:

- أن تكون الشركات مدرجة بالمؤشر المصري EGX 100، وذلك لأن تلك النوعية من الشركات تكون أكثر تداولاً بسوق الأوراق المالية المصري وأكثر التزاماً بمتطلبات سوق الأوراق المالية المصري ومن ثم الافصاح.
- أن تبدأ السلسلة الزمنية من عام ٢٠١٧ الى عام ٢٠٢١.
- توافر التقارير المالية السنوية المراجعة خلال فترة الدراسة وأن تكون بالجنية المصري.
- استبعاد المؤسسات المالية والبنوك وشركات التأمين لما لها من طبيعة خاصة تؤثر على طريقة حساب متغيرات الدراسة.

وبتطبيق المعايير السابقة، تبين أن عينة الدراسة تتمثل في عدد ٧٦ شركة وقد سجلت هذه العينة عدد ٣٨٠ مشاهدة (٧٦ شركة × ٥ سنوات) مقسمة الى قطاعات (اتصالات، واعلام، وأغذية ومشروبات، والتشييد ومواد البناء، وموارد أساسية، وخدمات ومنتجات صناعية وسيارات، ورعاية صحية وأدوية، وسياحة وترفيه، وعقارات، وغاز وبتترول، وكيمائيات، ومنتجات منزلية وشخصية)، وباستبعاد المشاهدات المتعلقة بالشركات التي لا تتعامل بالجنية المصري والبالغ عددها ٤٠

مشاهدة، واستبعاد القيم الشاذة والمتطرفة البالغة ٣٢ مشاهدة تصبح العينة النهائية ٣٠٨ مشاهدة.

- مصادر الحصول على البيانات:

تم الحصول على بيانات متغيرات الدراسة من خلال القوائم المالية المجمعة المستقلة المنشورة وتقارير مجالس الادارات فيما يتعلق باجراءات الحوكمة لعينة الدراسة من خلال الموقع الرسمي لسوق الأوراق المالية المصري (<https://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx>) وموقع معلومات مباشر (<https://www.mubasher.info/countries/eg>) ، وشركة مصر لنشر المعلومات، بالإضافة الى مواقع الشركات على شبكة المعلومات الدولية. وقد تم تجميع البيانات خلال الفترة من (٢٠١٧-٢٠٢١)، وقد تم الاعتماد على بيانات القوائم المالية المجمعة دون المستقلة لأن نتائج التحليل المالي للقوائم المالية المجمعة تأخذ قيم متوسطة. وبالتالي، تقيم الشركات الضعيفة داخل المجموعة على أنها شركة قوية نتيجة الأثر المجمع للقوائم المالية المجمعة.

١١. نتيجة البحث

- نتيجة اختبار الفرض الأول للبحث

يوجد تأثير عكسي معنوي لمستوى الإفصاح المحاسبي عن المخاطر على الإفراط في الكفاءة الاستثمارية.

- نتيجة اختبار الفرض الثاني للبحث

يوجد تأثير عكسي معنوي لمستوى الإفصاح المحاسبي عن المخاطر على العجز في الكفاءة الاستثمارية.

ملخص نتائج تحليل الانحدار لاختبارات الفروض الأساسية

الفرض	النتيجة	اتجاه العلاقة
الفرض الأول: لا يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للإفصاح عن المخاطر المالية على الانفاق الاستثماري في الشركات التي لديها عجز استثماري.	رفض الفرض العدم وقبول الفرض البديل	العلاقة عكسية
الفرض الثاني: لا يوجد تأثير ذو دلالة احصائية للإفصاح عن المخاطر المالية على الانفاق الاستثماري في الشركات التي لديها افراط استثماري.	رفض الفرض العدم وقبول الفرض البديل	العلاقة عكسية

١٢. المراجع

أولا المراجع باللغة العربية

- ١- اسماعيل ، عصام عبدالمنعم ، ٢٠١٦ " أثر درجة الإفصاح عن استنادة الشركات على جودة التقارير المالية " ، دراسة تطبيقية عن الشركات المقيدة بالبورصة المصري .

- ٢- حسين, محمد ابراهيم محمد (٢٠١٩) " قياس تأثير جودة التقارير المالية والبيانات
حوكمة الشركات وخصائص المديرين التنفيذيين علي كفاءة
القرارات الاستثمارية : دراسة تطبيقية ,مجلة الفكر المحاسبي ,
كلية التجارة ,جامعة عين شمس ,قسم المحاسبة والمراجعة ,مج
٢٣ , ٢٤ , ص ١-٥٧ .
- ٣- شمس, مني أحمد أحمد (٢٠٢٠), "نموذج محاسبي مقترح لقياس جودة
الإفصاح عن المخاطر وأثره علي قيمة المنشأة : دراسة تطبيقية
" , رسالة دكتوراة ,كلية التجارة , قسم المحاسبة ,جامعة
المنصورة.
- ٤- عامر ,عباس علي عباس , (٢٠١٩) , " محددات الإفصاح الإختياري عن
إدارة المخاطر وأثره علي قيمة الشركة :- دراسة تطبيقية " ,
رسالة ماجستير غير منشورة ,كلية التجارة , جامعة دمنهور.
- ٥- العزب , أميرة محمد محمود علي , (٢٠١٧), " قياس أثر التحفظ المحاسبي علي
الكفاءة الاستثمارية في ضوء البيات حوكمة الشركات -دراسة
تطبيقية , رسالة ماجستير , كلية التجارة , جامعة المنصورة .

ثانياً : المراجع باللغة الإنجليزية

- 1- Abd Elghaffar ,E. S., Abotlib A. M., & Khalil M.A. (March 2019)
"Determining Factors That Affect Risk Disclosure Level in
Egyptian Banks' Banks and Bank Systems , Vol . 14 , NO . 1
,pp: 159 171 .
- 2- AL-Hadi,A.,Hasan,M.M.,tayior,g.,Hossain,M.,&Ricnardson,g. (2017)
.Market Risk Disclosures and investment efficiency:
international evidence from tneguif cooperation council
financial firms. gournal of in ternational financial
management &Accounting .28(3),349-393.
- 3- Bidde ,g.c,HiIary,g.,&Verdi,R.s."How does financial reporting quality
relatetoin vestment efficiency? .**gournal OF Accounting and
Economics**, vol,48,IS2, (2009) :112-131.
- 4- Chen,l J ., & Chen, s.s. (2017) . Corporate Governance and the
Investment Efficiency of Diversified Corporate Asset Buyers
Journal of Applied Corporate finance , 29 (1) , 99-114.
- 5- Fasihi,S.&Hosseini,A," Does risk disclosure in crease firms, value?",
Iranian Journal of Finance,Vol.u,No.2, (2020), PP.68-76.
- 6- Firmansyah,A.&Triqstie,G.A., "The Role of Corporate Governance In
Emerging Market : Tax Avoidance, Corporate Social
Responsibility Disclosures, Risk Disclosures,And Investment
efficiency",**gournal of governance and Regulation**,vo.9
,No.3,(2020) PP8-26.
- 7- Gao , R., & Yu ,x. (2018) . How to measure Capital investment
efficiency : a literature Synthesis . Accounting & Finance.

Online Version of Record before inclusion in an issue .

- 8- Jin,X., &YU, J. (2018) . Government governance,executive networks and corporate investment efficiency. **China finance Review International**, 8 (2) ,122-139.
- 9- Lei,Q.,&Chen,H. (2019). Corporate Governance Boundary ,Debt Constraint, and Investment Efficiency ". **Emerging Markets Finance and Trade**,55 (5) , 1091- 1108 .
- 10- Li, Y., He, J., & Xiao, M. (2019). Risk disclosure in annual reports and corporate investment efficiency. **International Review Of Economics & Finance**, 63, 138-151.
- 11- Luo, J., Ni, X., &Tian, G. G.(2020). Short selling and corporate tax avoidance: Insights from a financial constraint view. **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 61, PP. 1-21.
- 12- Luo, J., Ni, X., &Tian, G. G.(2020). Short selling and corporate tax avoidance: Insights from a financial constraint view. **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 61, PP. 1-21.
- 13- Moussa,A.S.M.A.,(2020),"The Effect of Corporate Risk Disclosure on firm Vaive According to corporate Governance: An Empirical study",Ph. D, Dissertation, Faculty of Commerce, Menoufia University.
- 14- Sawani, E. (2019). The role of financial reporting in resolving uncertainty about corporate investment opportunities, *Journal of Accounting and Economics*,Volume 68, Issues 2–3, PP. 1-9.
- 15- Yanqiong ,Li,gie,H. &Minx." Risk Disclosure in Annual Reports and corporate InvestmentEfficiency",*Internationalgournal Review of Economics and Finance* Vol.56,No1, (2018).
- 16- Yu, W., Liang, P., &Gao, N. (2021). Can higher levels of disclosure bring -greater efficiency: Empirical research on the effect of government information disclosure on enterprise investment efficiency .*China Economic Quarterly International*, 1(3), 221-232.