



## أثر حوكمة مجلس الإدارة على قبول المخاطرة - دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د/عبد الله حسين يونس محمد<sup>١</sup>  
مدرس المحاسبة  
كلية التجارة - جامعة بنى سويف

### ملخص البحث

استهدف البحث اختبار أثر محددات حوكمة مجلس الإدارة على قبول المخاطرة والقدرة على تحملها، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة (٢٠١٣-٢٠١٩). وقد تم الاعتماد على نماذج الانحدار الطولية لأسلوب البيانات المقطعية لاختبار فروض البحث من خلال تحليل أساسى وإضافى واختبار حساسية، وقد تم تشغيل النماذج على برنامج (SPSS) إصدار رقم (٢٣) وبرنامج (E-Views) إصدار رقم (٩).

وقد أشارت نتائج التحليل الأساسى إلى أن حجم مجلس الإدارة (استقلالية المجلس) يؤثر إيجاباً (سلبياً) على قبول المخاطرة، مقياساً بمؤشر تقلبات عوائد الأسهم. فى حين لا تؤثر ازدواجية منصب المدير التنفيذى على قبول المخاطرة.

وأشارت نتائج التحليل الإضافى إلى ارتفاع المقدرة التفسيرية للنموذج فى ظل وجود مجموعة من المتغيرات الرقابية، كما أشارت نتائج التحليل إلى تأثير عمر الشركة والقيمة السوقية إلى الدفترية - كمتغيرين رقابيين - على قبول المخاطرة، كما تتشابه نتائج اختبار فرض البحث الرئيس وفرعياته مع نتائج التحليل الأساسى.

وأشارت نتائج اختبار الحساسية إلى أن حجم مجلس الإدارة (ازدواجية منصب المدير التنفيذى) يؤثر إيجاباً (سلبياً) على قبول المخاطرة، مقياساً بمؤشر تقلبات العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية. فى حين لا تؤثر استقلالية المجلس على قبول المخاطرة، والتي تختلف مع نتائج التحليل الأساسى.

واستناداً إلى النتائج السابقة، يوصى البحث تفعيل ما جاء بدليل الحوكمة المصرى، بضرورة تحقيق استقلالية مجلس الإدارة، لضمان فعالية عملية المراقبة على أعمال المجلس، وكذلك ضرورة الفصل بين منصبى المدير التنفيذى ورئيس مجلس الإدارة، للتخفيف من الآثار السلبية لمشكلة الوكالة. وتُسهم الدراسة فى تخفيض الفجوة البحثية فى الأدب المحاسبى بشأن الموضوع مجال الدراسة، من خلال الاستدلال بأن حجم واستقلالية مجلس الإدارة يمكنان من مراقبة المدير التنفيذى بشكل أفضل فى عملية اتخاذ القرار، بناءً على مستوى أكثر ملاءمة من تقييم المخاطرة، مما يؤدي إلى التخفيف من الآثار السلبية المحتملة لمشكلة الوكالة. ومن المتوقع أن تكون النتائج محل اهتمام المستثمرين، المديرين، المحللين الماليين، وأصحاب المصالح الآخرين.

**الكلمات المفتاحية:** حجم مجلس الإدارة؛ استقلالية مجلس الإدارة؛ ازدواجية منصب المدير التنفيذى؛ قبول المخاطرة.

<sup>1</sup>E.mail:abdulah.mohamed1980@gmail.com

# The Impact of Board Governance on Corporate Risk-Taking Evidence from the Egyptian Stock Market

## Abstract

The research aimed to examine the impact of board governance determinants on corporate risk-taking, using a sample of non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange (EGX) from (2013–2019). The longitudinal regression models of the panel data method were used to test the research hypotheses through fundamental and additional analysis and sensitivity test. The models were run on (SPSS) version No. (23) and (E-Views) version No. (9).

The results of the fundamental analysis indicated that there was a positive (negative) effect of board size (board independence), and there was no effect of CEO duality, on corporate risk-taking using stock returns volatility proxy.

The results of the additional analysis indicated an increase in the explanatory ability of the model in the presence of control variables, and there is an effect of the company's age and market to book – as two control variables – on corporate risk-taking. Also, the results of the main and sub research hypothesis are similar to the results of the fundamental analysis.

The results of the sensitivity test indicated that there was a positive (negative) effect of board size (CEO duality), and there was no effect of the board independence, on corporate risk-taking using ROA and ROE volatility proxies, which are different from the fundamental analysis results.

Based on the previous results, the research recommends activating what was stated in the Egyptian governance guide, the necessity of achieving the board independence, to ensure the effectiveness of the monitoring process over the board's work, as well as the necessity of separating the positions of the CEO and chairman of the Board, in order to mitigate the negative effects of the agency problem. The study contributes to reducing the research gap in the accounting literature on the subject area of study, by inferring that the board size and independence enables better monitor on the CEO in decision-making process, based on a more appropriate level of risk evaluation, which leads to mitigating the potential negative impacts of the agency problem. The results are expected to be of interest to investors, managers, financial analysts, and other stakeholders.

**Keywords:**Board size; Board independence; CEO duality; Corporate risk-taking.

## ١ - مقدمة

استحوذت دراسة وتحليل موضوع قبول الشركات للمخاطرة أو قدرتها على تحمل المخاطرة Corporate risk-taking عند القيام بعملية الاستثمار على اهتمام الباحثين، خاصة بعد الانهيارات التي تعرضت لها شركات عالمية، وكذلك المشكلات التي خلفتها الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨. كما استحوذت نتائج دراسة وتحليل هذا الموضوع على اهتمام المستثمرين أيضاً. وتقيس المخاطرة قدرة الشركة على الاضطلاع بمشروعات غير مؤكد نتائجها وتدفعاتها النقدية، والتي يمكن ملاحظتها من خلال تأثيرها على الأرباح وأسعار الأسهم وعوائدها (Shahzad et al., 2019)، كما أن للمخاطرة تأثير على نمو الشركة وأدائها وبقائها. وتتوجه الشركات التي تتمتع بفرص نمو أعلى إلى تبني مشروعات استثمارية مرتفعة المخاطرة، من أجل تعظيم ثروة الملاك وزيادة القيمة المضافة. بالتالي، فإن قبول المخاطرة ضروري لاغتنام فرص النمو الجديدة، من أجل ضمان البقاء والازدهار والاستدامة على المدى الطويل (Su et al., 2017). وعلى الرغم من أنه لا يمكن إنشاء القيمة بدون مخاطرة، إلا أن المخاطرة المفرطة يمكن أن تلحق ضرراً بالشركات، فقد تؤدي إلى انهيارها (Waris et al., 2019). ويُعد هيكل أو حوكمة مجلس إدارة<sup>(١)</sup> Board structure/Governance أحد الآليات الرئيسية لحوكمة الشركات، والذي يلعب دوراً مهماً فيها، بما في ذلك دور المراقبة والاستشارات، والذي يؤثر على خيارات قبول المخاطرة. وتعتبر حوكمة الشركات عاملاً حاسماً عند تفكير الإدارة في الاستثمارات مرتفعة المخاطرة، ومن المهم دراسة تأثير هيكل مجلس الإدارة وخصائصه الإضافية على مخاطرة الشركات. ويرى (Younas et al (2019); Linck et al. (2008) أن عدم كفاية العمل من قبل مجلس الإدارة كان أحد العوامل الرئيسية للانهيارات التي تعرضت لها شركات عالمية والمسئولة عن الأزمة المالية العالمية.

وتؤكد مبادئ حوكمة الشركات حول العالم على أهمية مجلس الإدارة في إدارة المخاطرة التي تتعرض لها الشركات المرتبطة بالاستثمارات التي تقوم بها. ففي المملكة المتحدة، ركز كود حوكمة الشركات (Code 2010) بقوة على مجلس الإدارة والمخاطرة عند وصف حوكمة الشركات الجيدة. فقد جاء بالقسم (A.1) من الكود، يتمثل دور مجلس الإدارة في توفير القيادة الريادية للشركة ضمن إطار من الضوابط الحكيمة والفعالة التي تمكن من تقييم المخاطرة وإدارتها (UK Corporate Governance (2017); Akbar et al., 2017). وفي الولايات المتحدة، يتمثل أحد الأهداف الرئيسية لقانون سيربانس-أوكسيلي SOX في تحسين حوكمة الشركات، من خلال تعزيز استقلالية مجلس الإدارة، وذلك

(١) يشير هيكل أو حوكمة مجلس الإدارة - في هذه الدراسة - إلى محددات: حجمه، استقلاليتيه، وازدواجية منصب مديره التنفيذي، والتي تُعد الأكثر مناقشة في أدبيات حوكمة الشركات (Hermalin and Weisbach, 2003; Akbar et al., 2017).

من خلال تغيير هيكل المجلس، وقد لوحظ بعد تطبيق القانون انخفاض المخاطرة غير الصحية (Unhealthy risk التي تتعرض لها الشركات (Bargeron et al., 2010; Younas et al., 2019).

ويكون لدى مجلس الإدارة (وخاصة المدير التنفيذي) حوافز للقيام باستثمارات مرتفعة المخاطرة، وذلك من أجل الحصول على مكافآت مرتفعة. في المقابل، قد يتجنب مجلس الإدارة الدخول في مثل هذه الاستثمارات لحماية سمعة أعضائه ومناصبهم الوظيفية، مما يؤدي إلى انخفاض قبول المخاطرة. وقد تكون المجازفة المفرطة، وما يترتب عليها من مخاطرة مرتفعة، ضارة بأداء الشركات ونتائجها، ولكن الاستثمارات التي تنسم بارتفاع المخاطرة مهمة لتعظيم ثروة الملاك (Chong et al., 2018). فمن خلال الاستثمار في أنشطة البحث والتطوير R&D من أجل الابتكار في المنتجات والخدمات المقدمة، تنخفض التكاليف بسبب تكنولوجيا الإنتاج المتقدمة، والتي لها تأثير إيجابي على الأداء المستقبلي للشركات، وبذلك، يرتفع قبول المخاطرة من خلال الدخول في مثل هذا الاستثمار.

## ٢ - مشكلة البحث

اكتسب دور حوكمة الشركات كمحدد للمخاطرة التي تتعرض لها الشركات أهمية بسبب الفضائح المالية المختلفة من قبل شركات مثل: Enron، WorldCom، فقد تسببت هذه الفضائح في مستوى مرتفع من حالة عدم التأكد، ويتمثل الرأي السائد الموجود في الأدبيات المحاسبية (e.g., Akbar et al., 2019; Younas et al., 2017) في أن عدم كفاية العمل من قبل مجلس الإدارة كان أحد العوامل الرئيسية المسؤولة عن هذه الفضائح، ومن ثم ضرورة تحديد دور محددات حوكمة مجلس الإدارة في مدى قبول المخاطرة التي تتعرض لها الشركات والقدرة على تحملها.

وقد تناولت العديد من الأدبيات السابقة أثر حوكمة مجلس الإدارة على قبول المخاطرة، وتوصلت إلى نتائج مختلطة، بدرجات متفاوتة. فقد توصلت بعضها (e.g., Pathan, 2009; Haider et al., 2019; Younas et al., 2016; Fang, 2016) إلى انخفاض قبول المخاطرة بارتفاع حجم مجلس الإدارة واستقلاليتها وازدواجية منصب مديره التنفيذي. في المقابل، توصلت أخرى إلى ارتفاع قبول المخاطرة بارتفاع حجم مجلس الإدارة (e.g., Chong et al., 2018) واستقلاليتها (e.g., Bhagat et al., 2001) and Black, 2001) وازدواجية منصب مديره التنفيذي (e.g., Chang et al., 2015). كما توصلت أخرى إلى عدم تأثر قبول المخاطرة بحجم مجلس الإدارة وازدواجية منصب مديره التنفيذي (e.g., Ferrero-Ferrero et al., 2012) واستقلالية المجلس (e.g., Bhagat and Black, 2001).

ونظرًا لاختلاف آليات حوكمة الشركات فيما بين الدول وبعضها البعض، باختلاف البيئة المؤسسية والقانونية لهذه الدول (Crisostomo et al., 2020)، فمن الضروري دراسة واختبار فعالية تطبيق الآليات المتعلقة بحوكمة مجلس الإدارة في البيئة المصرية (محمود والطحان، ٢٠٢٠)، وتأثيرها على قبول المخاطرة والقدرة على تحملها. وكامتداد لتلك الأدبيات، نتناول هذه الدراسة محددات قبول المخاطرة الكلية<sup>(١)</sup> Total risk، ومع ندرة الأدبيات في البيئة العربية بشكل عام والبيئة المصرية بشكل خاص، التي تناولت تأثير حوكمة مجلس الإدارة على قبول المخاطرة، تتضح أهمية هذا البحث. وعليه يمكن التعبير عن مشكلة البحث في كيفية الإجابة نظريًا وعمليًا على السؤال الرئيس وعناصره الفرعية في بيئة ممارسة المحاسبة المصرية:

- ما شكل واتجاه العلاقة بين حوكمة مجلس الإدارة وقبول المخاطرة؟

ويتعلق بهذا السؤال الأسئلة الفرعية الثلاثة التالية:

- ما شكل واتجاه العلاقة بين حجم مجلس الإدارة وقبول المخاطرة؟
- ما شكل واتجاه العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وقبول المخاطرة؟
- ما شكل واتجاه العلاقة بين ازدواجية منصب المدير التنفيذي وقبول المخاطرة؟

### ٣- هدف البحث

يهدف البحث بشكل رئيس إلى دراسة واختبار أثر محددات حوكمة مجلس الإدارة على قبول المخاطرة، وينقسم هذا الهدف إلى الأهداف الفرعية التالية:

- دراسة واختبار أثر حجم مجلس الإدارة على قبول المخاطرة.
- دراسة واختبار أثر استقلالية حجم مجلس الإدارة على قبول المخاطرة.
- دراسة واختبار أثر ازدواجية منصب المدير التنفيذي على قبول المخاطرة.

وسوف يسعى البحث إلى تحقيق الهدف الرئيس والأهداف الفرعية بالتطبيق على عينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة (٢٠١٣-٢٠١٩).

<sup>(١)</sup> تتضمن المخاطرة الكلية نوعين من المخاطرة: المخاطرة الخاصة بسوق الأسهم Market risk، وهي مخاطرة منتظمة Systematic risk أو غير قابلة للتوزيع Non-diversifiable risk. والمخاطرة أو التقلبات الخاصة بالشركة Idiosyncratic risk (volatility)، وهي مخاطرة غير منتظمة أو قابلة للتوزيع (Shahzad et al., 2019).

## ٤ - أهمية البحث ودوافعه

تتمثل أهمية البحث من الناحية الأكاديمية فى دراسة موضوع معاصر له أهميته من الناحية العلمية، من خلال تحديد أثر محددات حوكمة مجلس الإدارة على قبول المخاطرة.

ومن الناحية العملية يعتبر البحث مهماً، فبالرغم من الاهتمام الأكاديمى بدراسة أثر محددات حوكمة مجلس الإدارة فى بيئة الأعمال والممارسة المهنية الأمريكية والأوربية المتقدمة (كالولايات المتحدة والمملكة المتحدة وألمانيا) والأسبوية (كالصين وإيران وباكستان وماليزيا)، لم تتناول الأدبيات المحاسبية فى بيئة الأعمال والممارسة المهنية العربية والمصرية - على حد اطلاق الباحث - بشأن قياس هذه العلاقة التأثيرية مجال الدراسة. وبذلك، يواكب البحث الموضوعات المهمة فى الأدبيات الأجنبية ذات الصلة. فمن المتوقع أن توفر النتائج دعماً لفهم أفضل لتأثير محددات حوكمة مجلس الإدارة على قبول المخاطرة التى قد تواجه الشركات نتيجة استثماراتها. ويتم الاعتماد على تحليل النتائج باستخدام التحليل الأساسى والإضافى واختبار الحساسية، والذى يترتب عليه ارتفاع نفعية المعلومات المحاسبية، من أجل تدعيم عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بنواحى الاستثمار فى سوق المال المصرى، وتحسين ممارسات حوكمة الشركات المتعلقة بمحددات مجلس الإدارة.

## ٥ - حدود البحث

يقتصر البحث على دراسة واختبار أثر محددات حوكمة مجلس الإدارة على قبول المخاطرة، والقدرة على تحملها. وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية لفترة ٧ أعوام (٢٠١٣ - ٢٠١٩). وبذلك، يخرج عن نطاق البحث اختبار تلك العلاقات فى الشركات غير المقيدة بالبورصة المصرية، والشركات التى لا تتوفر بياناتها، وتلك التى تعد قوائمها بعملية أجنبية، بالإضافة إلى استبعاد الشركات التى تنتمى إلى القطاعات المالية، نظرًا لطبيعتها الخاصة التى تتعلق بقواعد تنظيمية مختلفة. كما يخرج عن نطاق البحث المحددات الأخرى لحوكمة مجلس الإدارة، بخلاف حجم مجلس الإدارة واستقلاليتيه وازدواجية منصب مديره التنفيذى، كما أن قابلية نتائج البحث للتعميم مشروطة بضوابط تحديد مجتمع وعينة الدراسة.

## ٦ - خطة البحث

لمعالجة مشكلة البحث وتحقيق الهدف منه وفى إطار حدوده، سوف يتم استكمال البحث كالتالى:

١/٦ تحليل الأدبيات ذات الصلة بأثر حوكمة مجلس الإدارة على قبول المخاطرة.

١/١/٦ تحليل الأدبيات ذات الصلة بأثر حجم مجلس الإدارة على قبول المخاطرة.

٢/١/٦ تحليل الأدبيات ذات الصلة بأثر استقلالية مجلس الإدارة على قبول المخاطرة.

٣/١/٦ تحليل الأدبيات ذات الصلة بأثر ازدواجية منصب المدير التنفيذي على قبول المخاطرة.

٢/٦ منهجية البحث.

٣/٦ نتائج البحث وإسهاماته وحدوده وتوصياته ومجالاته المقترحة.

## ١-٦ تحليل الأدبيات ذات الصلة بأثر حوكمة مجلس الإدارة على قبول المخاطرة

تشير المخاطرة إلى مقدار عدم التأكد المتعلق بالنتائج المتوقعة والتدفقات النقدية نتيجة عملية الاستثمار (Wright et al., 1996; Habib and Hasan, 2017). كما أنها تشير إلى درجة استعداد الشركات لقبول المخاطرة من خلال استثمار موارد مرتفعة الحجم للحصول على فرصة في السوق وتعزيز صافي القيمة الحالية الموجبة للمشروعات الاستثمارية (Faccio et al., 2016; Su et al., 2019). ومن منظور الوكالة، تشير المخاطرة إلى مدى توافق قرارات الإدارة مع مصالح المساهمين، وحجم تعارض المصالح فيما بينهما. ويُعد قبول المخاطرة سلوكاً ذو قيمة مضافة للشركات (Sanders and Hambrick, 2007)، لأنه يُسهم في تعظيم ثروة ملاكها.

ويلعب هيكل مجلس الإدارة دوراً مركزياً في حوكمة الشركات، كما يُعد مجلس الإدارة مسئولاً عن تحديد وتقييم وإدارة جميع أنواع المخاطر، لكن محدداته (حجمه، استقلاليتها، ازدواجية منصب مديره التنفيذي)، والتي تعتبر مهمة في تحسين فعاليتها، تظل غير حاسمة في هذا الشأن. وفي ضوء نظرية الوكالة Agency theory، يعتبر المديرون أكثر عرضة لاتخاذ القرارات بأنفسهم، ولا يتصرفون دائماً لتحقيق أهداف أصحاب المصالح (Jensen and Meckling, 1976; Waris et al., 2019). ويفضل المساهمون أن تقوم الشركة بتنفيذ المشروعات الاستثمارية المتوقع أن تحقق صافي قيمة عالية موجب بغض النظر عن المخاطرة المرتبطة بها، في مقابل تأثر المديرون بسلوكهم في تحقيق مصالحهم الشخصية ويترددون في القيام بمثل هذه المشروعات. وبالنظر إلى عملية صنع واتخاذ القرارات، تلعب حوكمة مجلس الإدارة دوراً مهماً في تحديد مستوى قبول المخاطرة، وتؤدي القرارات الفردية المختلفة التي يتم اتخاذها بدوافع مختلفة إلى تفضيلات ومعتقدات مختلفة للمخاطرة (Haider and Fang, 2016).

ويمكن النظر إلى حوكمة الشركات على أنها أداة تخفض من المخاطرة التي تواجه الشركات، فقد خلص Ferreira and Laux (2007) إلى أن حوكمة الشركات ترتبط سلباً بالمخاطرة، وتعمل على انخفاضها. كما أشار Ferrero-Ferrero et al. (2012) إلى أن الآليات الجيدة لحوكمة الشركات يجب أن تخفض من المخاطرة التي تواجه الشركات وتحمي مصالح أصحاب المصلحة. كما أوضح Namazi and Hosseini-Nia (2017) أنه يمكن لهيكل مجلس الإدارة القوي (كأحد آليات حوكمة الشركات) أن يخفض من هذه المخاطرة، حيث يمكنه تخفيض الآثار السلبية لمشكلة الوكالة، من خلال الاستثمارات ذات صافي القيمة الحالية الموجب. وقد قدمت دراسة (Chang et al. (2015)

دليلاً تجريبياً يفيد بأن ارتفاع مستوى حوكمة الشركات يُسهم في ارتفاع أداء الشركات التايوانية، كما يخفض من المخاطرة التي تواجهها. وقد أوصت الدراسة بضرورة تحقيق استقلالية مجلس الإدارة، لضمان فعالية عملية المراقبة على أعمال المجلس، وكذلك ضرورة الفصل بين منصبى المدير التنفيذى ورئيس مجلس الإدارة.

وفى ضوء التحليلات السابقة، تُعد حوكمة مجلس الإدارة بمحدداته المختلفة آلية مهمة من آليات حوكمة الشركات، والذي يُمكن من تخفيض الآثار السلبية لمشكلة الوكالة، الناتجة عن تضارب المصالح بين إدارة الشركة وملاكها. ونظراً لأن حوكمة مجلس الإدارة تتضمن ثلاثة محددات مختلطة التأثير على قبول المخاطرة، فلن يتم تبنى اتجاه محدد للعلاقة بينهما. وبذلك، من المتوقع أن تؤثر هذه المحددات (إيجاباً أو سلباً) على قبول المخاطرة، لحين تنفيذ التحليلات والنتائج لكل محدد على حدة. وبناءً عليه، يتم صياغة الفرض الأول كالتالى:

**ف ١: تؤثر حوكمة مجلس الإدارة على قبول الشركات المقيدة بالبورصة المصرية للمخاطرة.**

#### ١-١-٦ تحليل الأدبيات ذات الصلة بأثر حجم مجلس الإدارة على قبول المخاطرة

وفقاً لدليل الحوكمة المصرى، يتولى مجلس إدارة الشركة إدارة أمورها بناءً على تكليف من الجمعية العامة، ويلعب المجلس دوراً مهماً فى وضع أهدافها الإستراتيجية، وإقرار الخطط والسياسات العامة لسير العمل بها، وكذلك مراقبة أداء إدارتها التنفيذية، والتأكد من فعالية نظام الرقابة الداخلى وإدارة مخاطرها، وتحديد الأسلوب الأمثل لتطبيق الحوكمة. لذلك، تؤثر قرارات مجلس الإدارة تأثيراً كبيراً على أداء الشركة بما يضمن الحفاظ على أصولها وتعظيم ثروة ملاكها (مركز المديرين المصرى، ٢٠١٦).

وقد أشار Coles et al. (2008) إلى أنه لا يوجد حجم مجلس إدارة أمثل واحد لجميع الشركات، نظراً لارتباطها بميزات مختلفة، كما أكد على أن الشركات كبيرة الحجم والمعقدة فى حاجة إلى مجلس إدارة كبير الحجم، بسبب حاجتها إلى الدور الاستشارى والرقابى. كما يعتمد حجم مجلس الإدارة على عوامل أخرى بخلاف حجم الشركة، أهمها: عمر الشركة، ربحيتها، تعقد عملياتها، والرفع المالى (الحناوى، ٢٠٢٠). وأشار Sah and Stiglitz (1986) إلى أنه بسبب تنوع وجهات النظر، يصعب على مجموعة كبيرة من الأفراد (أى أعضاء مجلس الإدارة) التوصل إلى توافق فى الآراء بشأن القرارات الجيدة وغير الجيدة على حد سواء. لذلك، تُعد قرارات المجموعات الكبيرة - مقارنة بالصغيرة - أكثر اعتدالاً وأقل قبولاً للمخاطرة (Haider and Fang, 2016). ويتسق هذا مع افتراضات نظرية الوكالة، فى أن عدد أعضاء مجلس إدارة الشركة وثيق الصلة بنتيجة قراراته المجلس. كما يُنظر إلى مجلس الإدارة منخفض الحجم عموماً على أنه أكثر كفاءة وإنتاجية، لانخفاض مشكلات الاتصال والتنسيق فيما بين أعضائه (Jensen, 1993; Akbar et al., 2017).



ويؤكد Cheng (2008) على هذا بأنه بسبب مشكلات الاتصال والتنسيق في مجلس الإدارة كبير الحجم، تستغرق عملية اتخاذ القرار وقتاً طويلاً، حيث لا يتم اتخاذ القرارات بشأن الأمور المهمة في الوقت المناسب، لصعوبة التوصل إلى إجماع بين أعضائه. ويعنى هذا أن الشركات ذات مجلس الإدارة كبير الحجم تواجه عقبات تحول دون قبول المخاطرة. ويتوافق هذا مع ذكره Yermack (1996) بأن مجلس الإدارة كبير الحجم - مقارنةً بمنخفض الحجم - لديه تحيز ضد قبول المخاطرة، حيث إن الأخير أكثر عرضة للتصديق على المشروعات الاستثمارية التي تتطلب كثافة في أنشطة البحث والتطوير (تجسد مخاطر فشل المنتج وتقلبات الأرباح)، والتي تزيد في نهاية المطاف من قبول المخاطرة.

ويتوافق أيضاً مع نظرية اتخاذ القرار Decision making theory، فمن غير المرجح أن يتوافق مجلس الإدارة كبير الحجم في اتخاذ قرار بشأن استراتيجيات ومشروعات مرتفعة المخاطرة (Su et al., 2019). وقد أيد Wang (2012) هذا الطرح أيضاً بأن الشركات ذات مجلس الإدارة منخفض الحجم تدخل في استثمارات كثيفة في أنشطة البحث والتطوير، وتنفذ المشروعات الاستثمارية مرتفعة المخاطرة والتي تتماشى مع مصلحة المساهمين في تحقيق ربحية أعلى، كما يمنح مجلس الإدارة منخفض الحجم المدير التنفيذي حوافز أكبر ويدفعه إلى قبول المخاطرة.

كما يرى Christensen et al. (2010) أن ارتفاع حجم مجلس الإدارة يسمح بالتخصص داخل المجلس، مما يسمح بتخصص الواجبات فيما بين أعضائه بشكل أفضل، بناءً على الخبرة والمعرفة المتوفرة لديهم، مما يعزز الدور الرقابي للمجلس. وفي نفس السياق، أشار Mollah et al. (2012) إلى أن ارتفاع حجم مجلس الإدارة يرتبط بوجود نسبة مرتفعة من الأعضاء غير التنفيذيين، الذين يشجعون على اتخاذ قرارات متحفظة، تجنباً لفقد وظيفتهم وخوفاً على سمعتهم حال فشل الشركة (الحناوى، ٢٠٢٠).

وتدعيماً للأراء والتحليلات السابق ذكرها، توصل Cheng (2008) إلى انخفاض قبول المخاطرة في الشركات الأمريكية ذات مجلس الإدارة كبير الحجم (أي ارتفاع عدد أعضائه). وقد فسرت الدراسة النتائج بأن مشكلات الاتصال والتنسيق بين أعضاء مجلس الإدارة كبير الحجم تؤدي إلى قرارات أقل تطرفاً بشأن المخاطرة، كما أن أداء هذه الشركات أقل تبايناً، حيث إن عملية اتخاذ القرار للمجموعات الكبيرة أكثر تعقيداً، فمن الضروري تقديم تنازلات أكبر مقارنةً بالمجموعات الصغيرة، كما أن كبر حجم مجلس الإدارة أكثر فاعلية وأفضل في عملية المراقبة، بالإضافة إلى ارتفاع مستوى التنوع والخبرة. كما توصل Linck et al. (2008) إلى أن الشركات الأمريكية ذات مجلس الإدارة منخفض الحجم تتميز بارتفاع تقلبات أدائها (أي انخفاض أدائها وارتفاع المخاطرة التي تواجهها).

كما أشارت نتائج (Pathan 2009) إلى أن ارتفاع حجم مجلس الإدارة يخفض من المخاطرة في الشركات الأمريكية التي تنتمي للقطاع المالي. ويتسق هذا مع نتائج Ferrero–Ferrero et al. (2012) بوجود دليل تطبيقي يفيد بأن ارتفاع عدد أعضاء مجلس إدارة الشركات الأمريكية يخفض من مستوى قبول المخاطرة التي تواجهها، خلال فترة ما قبل الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٥-٢٠٠٧). وقد فسرت النتائج بأن ارتفاع عدد أعضاء مجلس الإدارة يُظهر مشكلات تتعلق بانخفاض جودة عملية الاتصال والتنسيق فيما بينهم، ومشكلات تتعلق بالمرونة في عملية اتخاذ القرارات. كما تتفق أيضاً مع نتائج (Nakano and Nguyen 2012) في أن مجلس الإدارة كبير الحجم في الشركات اليابانية يرتبط بتقلبات أداء ومخاطر إفلاس منخفضة. كما وجد (Wang 2012) أن مجلس الإدارة منخفض (كبير) الحجم يؤثر إيجاباً (سلباً) على قبول المخاطرة، حيث يستثمر بدرجة أكبر (أقل) في الأصول والاستثمارات ذات المخاطرة المرتفعة. كما أفادت نتائج استبيان (McNulty et al. 2013) إلى وجود علاقة تأثير سلبى لحجم مجلس الإدارة الشركات البريطانية على قبول المخاطرة المالية التي تواجهها.

كما تتفق النتائج السابقة مع نتائج دراسة (Huang and Wang 2014); Haider and Fang (2016, 2018); Su et al. (2019) التي أشارت إلى أن انخفاض حجم مجلس الإدارة الشركات الصينية يرتبط بخيارات الاستثمارات مرتفعة المخاطرة المتوافقة مع مصلحة المساهمين، حيث إن مجلس الإدارة كبير (منخفض) الحجم يواجه صعوبة أكبر (أقل) في التوصل إلى توافق في الآراء بشأن القرارات المتطرفة وصعوبة الاتصال والتنسيق فيما بينهم. وتتفق أيضاً مع نتائج دراسة Koerniadi et al. (2014b) المطبقة على الشركات النيوزيلندية. كما قدمت دراسة (Younas et al. 2019) دليلاً تجريبياً يفيد بأن ارتفاع حجم مجلس الإدارة يخفض من قبول مخاطرة بالشركات الأمريكية مقارنةً بالألمانية.

في مقابل النتائج السابقة، توصلت دراسة (Chong et al. 2018) إلى أن ارتفاع عدد أعضاء مجلس الإدارة يُسهم في ارتفاع قبول المخاطرة المالية (وتقاس بمؤشر الرافعة المالية) في الشركات الماليزية. وفي اتجاه ثالث لنتائج العلاقة محل الدراسة، توصلت دراسة Ferrero–Ferrero et al. (2012) إلى عدم وجود تأثير لحجم مجلس الإدارة على قبول المخاطرة في الشركات الأمريكية خلال فترة الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٨). كما لم تتوصل دراسة (Akbar et al. 2017) التطبيقية في القطاع المالي<sup>(٣)</sup> في المملكة المتحدة إلى وجود علاقة معنوية بين حجم مجلس الإدارة وقبول المخاطرة. كما لم تجد دراسة (Chong et al. 2018) تأثير لحجم مجلس الإدارة على قبول المخاطرة الكلية (وتقاس بمؤشر تقلبات عوائد الأسهم) في الشركات الماليزية.

<sup>(٣)</sup> كتحليل مقارنة، قامت الدراسة نفسها بإعادة جميع تحليلاتها على عينة من الشركات غير المالية في المملكة المتحدة، وتوصلت إلى نتائج متشابهة - إلى حد كبير - مع نتائج القطاع المالي.

وفى ضوء التحليلات والنتائج السابقة، اتفقت الغالبية العظمى من الأدبيات السابقة على أن ارتفاع عدد أعضاء مجلس الإدارة يتسبب فى صعوبة عملية الإتصال والتنسيق فيما بين أعضائها، وكذلك صعوبة التوافق بشأن القرارات المتعلقة بالاستثمارات مرتفعة المخاطرة، كما أنه أكثر فاعلية وأفضل فى عملية المراقبة، بالإضافة إلى ارتفاع مستوى التنوع والخبرة. وبذلك، ينخفض قبول المخاطرة بوجود مجلس إدارة مرتفع الحجم مقارنةً بمنخفض الحجم. وبذلك، من المتوقع أن يؤثر حجم مجلس إدارة الشركة سلبًا على قبول المخاطرة التى تواجهها. وبناءً عليه، يتم صياغة الفرض التالى:

**ف ١-أ: يؤثر حجم مجلس الإدارة سلبًا على قبول الشركات المقيدة بالبورصة المصرية للمخاطرة.**

### ٦-١-٢ تحليل الأدبيات ذات الصلة بأثر استقلالية مجلس الإدارة على قبول المخاطرة

وفقًا لدليل الحوكمة المصرى، يتم تشكل مجلس الإدارة من عدد مناسب من الأعضاء على نحو يمكنه من الاضطلاع بوظائفه وواجباته، وتكون أغلبية أعضائه من غير التنفيذيين، بينهم عضوين مستقلين على الأقل من ذوى المهارات الفنية والتحليلية (مركز المديرين المصرى، ٢٠١٦). ويُعرف دور المديرين المستقلين بشكل شائع على أنه أداة للتخفيف من الآثار السلبية لمشكلة الوكالة الناتجة عن سلوك المصلحة الشخصية عند تعارض أهداف الإدارة مع أهداف أصحاب المصلحة (أى الخطر الأخلاقى) أو عندما يكون من الصعب التحقق من امتلاك المديرين الخبرات والمهارات اللازمة لأداء المهام الموكلة إليهم التى يزعمون امتلاكها (أى الاختيار العكسى) (Namazi and Hosseini-Nia, 2017). وتُمكن الرقابة من خلال مديرين مستقلين الحد من نطاق النشاط الإدارى الضار، من خلال تنفيذ آليات المراقبة الفعالة.

ويميل المديرين النرجسيون (الأنايون) إلى تحقيق أهدافهم الشخصية بدلاً من أهداف الشركة، والذى يؤدي إلى مخاطرة غير صحية، نتيجة استثمارات لا تحقق عوائد كافية أو ذات صافى قيمة عالية سالب (Sanders and Hambrick, 2007). ووفقًا لفرضية السمعة Reputation hypothesis، يدعم المديرين غير التنفيذيين الاستثمار فى مشروعات منخفضة المخاطرة، والتى تساعد الشركات فى تجنب الخسارة وحماية صورتها (Pathan, 2009). ويساعد تطبيق قانون سيربانس-أوكسلى SOX مجلس الإدارة على أن يصبح أكثر استقلالية، من خلال تغيير هيكله، فقد تبين انخفاض المخاطرة غير الصحية بعد تطبيق القانون فى الولايات المتحدة (Bargeron et al., 2010).

وقد جادل (Younas et al. (2019) بأنه استنادًا إلى نظرية الوكالة، من المتوقع أن يؤثر ارتفاع عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين - بدرجات مختلفة - على المخاطرة غير الصحية التى تواجه الشركات. ويرجع هذا إلى فصل مجلس الإشراف والمراقبة عن مجلس الإدارة، كما هو موجود فى نظام مجلس الإدارة ذو المستويين Two-tier corporate system فى ألمانيا. فى المقابل، فى ظل نظام

مجلس الإدارة ذو المستوى الواحد One-tier corporate system كما بالولايات المتحدة، يعمل أعضاء المجلس التنفيذي وغير التنفيذي معاً. ولا يمكن أن يكون نظام مجلس الإدارة ذو المستوى الواحد فعالاً بنفس القدر في التخفيف من المستوى غير الصحي للمخاطرة التي تواجه الشركات مقارنةً بالنظام ذو المستويين. ويتفق هذا مع ما أشار إليه (2007) Adams and Ferreira بفعالية النظام المزوج (ذو المستويين)، لأن وظيفته المتأصلة هي المراقبة وليست الجمع بين المراقبة والدور الاستشاري.

ويتفق مع التحليلات السابقة، ما توصل إليه (2008) Brick and Chidambaran إلى وجود تأثير سلبي لاستقلالية مجلس الإدارة على قبول المخاطرة. ومع ما توصل إليه (2008) Linck et al. في أن انخفاض نسبة استقلالية مجلس الإدارة يُسهم في ارتفاع مستوى تقلبات أداء الشركة (أي ارتفاع المخاطرة). وكذلك مع ما توصل إليه (2009) Pathan بالتطبيق على الشركات الأمريكية التي تنتمي للقطاع المالي. وقد فسرت النتائج بأن المديرين المستقلين أكثر حساسية تجاه الامتثال التنظيمي، ولديهم إجراءات أكثر تحفظاً وحكمة لتجنب أي تقصير. كما تتفق مع نتائج دراسة (Ferrero-Ferrero et al. (2012) بالتطبيق على الشركات الأمريكية خلال فترة الأزمة المالية العالمية. وكذلك نتائج (Eling and Marek (2013) التي أشارت إلى ارتباط ارتفاع مستوى المراقبة من قبل مجلس إدارة أكثر استقلالية بمستوى منخفض من قبول المخاطرة التي تواجه شركات التأمين في المملكة المتحدة وألمانيا. وتتفق أيضاً مع نتائج (2015) Chang et al. في ارتفاع (انخفاض) الأداء (المخاطرة) التي تواجه الشركات التايوانية في حالة استقلالية أعضاء مجلس الإدارة. وكذلك نتائج (2016) Rossi في وجود تأثير إيجابي (سلبي) لاستقلالية أعضاء مجلس الإدارة على أداء (مخاطرة) الشركات الإيطالية.

وفي نفس السياق، قدم (2016) Haider and Fang أدلة تقييد بارتباط استقلالية مجلس إدارة الشركات الصينية بانخفاض قبول المخاطرة. وتتفق مع نتائج دراسة (2016) Mathew et al. بالتطبيق على شركات لا تنتمي للقطاع المالي في المملكة المتحدة، ودراسة (2017) Akbar et al. التطبيقية على شركات تنتمي للقطاع المالي وغير المالي في المملكة المتحدة. كما تتفق مع ما توصل إليه (2018) Chong et al. بانخفاض المخاطرة المالية التي تواجه الشركات الماليزية بارتفاع نسبة أعضائها المستقلين في مجلس الإدارة. كما قدم (2019) Younas et al. دليلاً تجريبياً يفيد بانخفاض قبول المخاطرة مع ارتفاع نسبة المديرين المستقلين بالشركات الألمانية بدرجة أكبر مقارنةً بالشركات الأمريكية، بسبب ارتفاع مستوى الرقابة على أعمال المدير التنفيذي، لاتباع نظام مجلس الإدارة من مستويين في ألمانيا مقارنةً بمستوى واحد في الولايات المتحدة. كما أشارت نتائج (2019) Waris et al. إلى أن ارتفاع عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين يخفض من قبول المخاطرة في الشركات الباكستانية.

وعلى الرغم من النتائج السابقة، قدم Koerniadi et al. (2014a) وجهة نظر تتمثل في أن أعضاء مجلس الإدارة المستقلين يزيدون من قوة إشراف مجلس الإدارة ويفضلون الاستثمارات التي تتطوى على مخاطرة (ومن ثم عوائد) مرتفعة. وتتفق وجهة النظر هذه مع نتائج دراسة Bhagat and Black (2001)، حيث لم تجد دليلاً على أن الشركات التي لديها مجالس إدارة أكثر استقلالية تعمل على تحسين الربحية (أي مخاطرة مرتفعة). وفي اتجاه ثالث لنتائج العلاقة محل الدراسة، لم تجد دراسة Ferrero-Ferrero et al. (2012) تأثير لاستقلالية مجلس الإدارة على قبول المخاطرة في الشركات الأمريكية خلال فترة ما قبل الأزمة المالية العالمية. كما لم تجد دراسة Chong et al. (2018) تأثير لاستقلالية مجلس الإدارة على المخاطرة الكلية في الشركات الماليزية.

وفي ضوء التحليلات والنتائج السابقة، اتفقت الغالبية العظمى من الأدبيات السابقة على أن ارتفاع نسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين يُمكن من التغلب على مشكلتي الخطر الأخلاقي والاختيار العكسي، الناتجتين عن مشكلة الوكالة، كما تعد آلية فعالة لمراقبة أعمال وقرارات وأداء مجلس الإدارة. وبذلك، تتخفف المخاطرة بوجود نسبة مرتفعة من أعضاء مجلس الإدارة المستقلين. وبذلك، من المتوقع أن تؤثر نسبة أعضاء المديرين المستقلين سلباً على قبول المخاطرة. وبناءً عليه، يتم صياغة الفرض التالي:

ف/ب: تؤثر استقلالية مجلس الإدارة سلباً على قبول الشركات المقيدة بالبورصة المصرية للمخاطرة.

### ٦-١-٣ تحليل الأدبيات ذات الصلة بأثر ازدواجية منصب المدير التنفيذي على قبول المخاطرة

وفقاً لدليل الحوكمة المصري، يتمثل عضو مجلس الإدارة المنتدب (المدير التنفيذي) في شخص يعتلى قمة الإدارة التنفيذية العليا للشركة، بينما يتمثل رئيس مجلس الإدارة في شخص مسئول عن حسن أداء المجلس بشكل عام وتوجيهه وضمان فعالية أدائه، ويتولى مجلس الإدارة انتخاب رئيس المجلس وتعيين العضو المنتدب، ولا يفضل الجمع بين منصبى العضو المنتدب ورئيس مجلس الإدارة، وفي حالة الجمع بين المنصبين يجب الإفصاح عن الأسباب فى التقرير السنوى والموقع الإلكتروني للشركة، وفى هذه الحالة وطبقاً لأفضل الممارسات الدولية يتم تعيين نائب رئيس مجلس إدارة مستقل يرأس الاجتماعات التى تناقش أداء الإدارة التنفيذية (مركز المديرين المصري، ٢٠١٦).

وفقاً لنظرية الوكالة، يُعد الفصل بين منصب المدير التنفيذي ومنصب رئيس مجلس الإدارة بمثابة حماية لحقوق الملاك. فقد أشار Jensen (1993) إلى أن السماح للمدير التنفيذي بالعمل كرئيس مجلس الإدارة يضر باستقلالية مجلس الإدارة، ويؤدى إلى اختلال وظيفى فى عمليتى الإشراف

والمراقبة، ويزيد من احتمال التلاعب بالأرباح، والتي قد تؤثر في النهاية سلباً على تعظيم ثروة الملاك. وقد جادل Jensen and Meckling (1976) بأنه نتيجة لسلوك النفور من المخاطرة الإدارية، تؤدي ازدواجية المنصب إلى تخفيض قبول المخاطرة، مما يترتب عليه تشوهات كبيرة في الاستثمار (Akbar et al., 2017).

وإتساقاً مع التحليل السابق، وجدت دراسة (Kim and Buchanan 2008) أن ازدواجية منصب المدير التنفيذي يؤثر سلباً على قبول المخاطرة التي تواجه الشركات الأمريكية. كما توصلت دراسة (Pathan 2009) إلى انخفاض قبول المخاطرة التي تواجه الشركات الأمريكية التي تنتمي إلى القطاع المالي في حالة ازدواجية منصب مديرها التنفيذي. وتتفق مع نتائج دراسة Haider and Fang (2018, 2016) في ارتباط قوة المدير التنفيذي (ازدواجية منصبه) سلباً بقبول المخاطرة في الشركات الصينية. كما تتفق مع نتائج دراسة (Akbar et al. 2017) في انخفاض قبول المخاطرة في الشركات المنتمية للقطاع المالي في المملكة المتحدة بقوة المدير التنفيذي، ومن ثم قدرته على التحكم في قرار مجلس الإدارة، فمع ارتفاع تركيز قوة المدير التنفيذي، يرتفع سلوك النفور من قبول المخاطرة.

في المقابل، جادل (Brickley et al. 1997) بأن عملية الفصل بين منصب المدير التنفيذي للشركات الأمريكية كبيرة الحجم عن منصب رئيس مجلس إدارتها تخفض من تكلفة الوكالة وتكلفة معالجة المعلومات وتكلفة اتخاذ القرارات غير المتسقة مع أهداف الشركة ومصصلحة ملاكها. كما يشجع المساهمون المدير التنفيذي على اتخاذ قرارات استثمارية محفوفة بالمخاطرة، لأن مثل هذه المشروعات تخلق قيمة للشركة وتعظم ثروة ملاكها. من ناحية أخرى، يتجنب المدير التنفيذي الذي ليس لديه حزم حوافز قبول المخاطرة، لأن راتبه وسمعته وأمنه الوظيفي وحياته المهنية مرتبطة بالشركة التي يديرها (Jafri and Trabelsi, 2014). وإتساقاً مع هذا الطرح، توصل (Chang et al. 2015) إلى أن فصل منصب المدير التنفيذي عن منصب رئيس مجلس الإدارة يُسهم في ارتفاع (انخفاض) الأداء (المخاطرة) التي تواجه الشركات التايوانية. كما وجد (Chintrakarn et al. 2015) أن المدير التنفيذي، الذي يحصل على مكافآت مرتفعة مقارنةً بباقي المديرين التنفيذيين، يضع استراتيجيات مرتفعة المخاطرة.

وعلى الرغم من النتائج السابقة، توصل (Ferrero-Ferrero et al. 2012) إلى عدم تأثير ازدواجية منصب المدير التنفيذي على المخاطرة في الشركات الأمريكية، سواء في فترة ما قبل الأزمة المالية العالمية أو أثنائها. كما أشارت نتائج (Waris et al. 2019) إلى عدم وجود علاقة ارتباط بين ازدواجية منصب المدير التنفيذي وقبول المخاطرة في الشركات الباكستانية.

وفي ضوء التحليلات والنتائج المختلطة السابقة، تباينت نتائج الأدبيات السابقة بشأن تأثير ازدواجية منصب المدير التنفيذي على قبول المخاطرة. ويرى الباحث وجود احتماليين لتأثير ازدواجية منصب

المدير التنفيذي على قبول المخاطرة. يمثل الاحتمال الأول في الانفراد في اتخاذ القرارات التي قد تتعارض مع أهداف الشركة، مما يضر بتعظيم ثروة ملاكها، وذلك من خلال توجيه استثمارات الشركة نحو مشروعات تحقق تدفقات نقدية صافية بقيمة سالبة، من أجل الحفاظ على المكافآت التي يحصل عليها، وكذلك للحفاظ على سمعته في حالة وجود تدفقات نقدية لدى الشركة ولا توجد فرص استثمارية فيضطر إلى الدخول في مثل هذه المشروعات خوفاً من الانكماش. وبالتالي، يرتفع مستوى قبول المخاطرة.

في المقابل، يتمثل الاحتمال الثاني في انخفاض قبول المخاطرة، نظراً لسلوك النفور من المخاطرة لديه، وارتفاع مشكلة الوكالة، نتيجة تضارب المصالح، إذا لم يكن لديه الرغبة في توجيه استثمارات نحو مشروعات مرتفعة المخاطرة ومرتفعة العوائد، خوفاً من احتمالات الفشل، وبالتالي فقد منصبه كمدير تنفيذي ورئيس مجلس إدارة معاً. وبذلك، من المتوقع أن تؤثر ازدواجية منصب المدير التنفيذي (إيجاباً أو سلباً) على قبول المخاطرة. وبناءً عليه، يتم صياغة الفرض التالي:

**ف/١ ج: تؤثر ازدواجية منصب المدير التنفيذي على قبول الشركات المقيدة بالبورصة المصرية للمخاطرة.**

## ٢-٦ منهجية البحث

### ١-٢-٦ أهداف الدراسة التطبيقية

تستهدف الدراسة التطبيقية اختبار فروض البحث، من خلال اختبار أثر محددات حوكمة مجلس الإدارة (حجمه، استقلاليته، ازدواجية منصب مديره التنفيذي) على قبول المخاطرة في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

### ٢-٢-٦ مجتمع وعينة الدراسة التطبيقية

يتمثل مجتمع الدراسة التطبيقية في جميع الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية على مدار سبعة أعوام (٢٠١٣-٢٠١٩). وقد تم استبعاد الشركات التي تنتمي للقطاعات المالية، لأنها تخضع لقواعد تنظيمية ومتطلبات قياس وإفصاح مختلفة عن باقي شركات القطاعات الأخرى، وذلك قياساً على أدبيات سابقة (e.g., Haider and Fang, 2016; Namazi and Hosseini-Nia, 2017) وكذلك دراسة حسين (٢٠٢٠). كما تم تدنيّة قيم المتغيرات المتصلة لتتراوح من ٠,١ إلى ٠,٩٩، لتجنب تأثير القيم المتطرفة Outliers قياساً على أدبيات سابقة (e.g., Habib and Hasan, 2017). كما يتطلب مضي ثلاثة أعوام (t-1, t-2, t-3) على الأقل (بخلاف عام القياس t) على قيد الشركة في بورصة الأوراق المالية المصرية، من أجل جمع بيانات المشاهدة، بغرض استيفاء قياس متغيرات البحث (كمتوسط تقلبات عوائد الأسهم الشهرية والعائد على حقوق الملكية لثلاثة أعوام سابقة)

ونماذجه، وتحذف المشاهدة إذا لم يتحقق هذا الشرط. كما تم استبعاد المشاهدات التي لا تتوفر بياناتها، بالإضافة إلى المشاهدات المتعلقة بالشركات التي تعرض قوائمها المالية بعملة خلاف الجنيه المصرى.

وقد تم الاعتماد على عينة حكمية بإجمالى ٤٩٧ مشاهدة (٧١ شركة × ٧ أعوام)، وقد تم استبعاد ٦٧ مشاهدة لعدم توافر بيانات لقياس بعض المتغيرات، ومن ثم يصل عدد المشاهدات إلى ٤٣٠ مشاهدة عند اختبار فروض البحث. ويتمثل توزيع مشاهدات عينة البحث حسب القطاعات كما بالجدول رقم (١).

### جدول ١: توزيع مشاهدات عينة البحث حسب القطاعات

القطاع	عدد الشركات	%
1 الأغذية والمشروبات	١١	١٦
2 التشييد ومواد البناء	١٠	١٤
3 الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات	٨	١١
4 الرعاية الصحية والأدوية	٧	١٠
5 السياحة والترفيهية	٥	٧
6 العقارات	١٥	٢١
7 الكيماويات	٦	٨
8 المنتجات المنزلية والشخصية	٤	٦
9 الموارد الأساسية	٥	٧
إجمالى	٧١	١٠٠

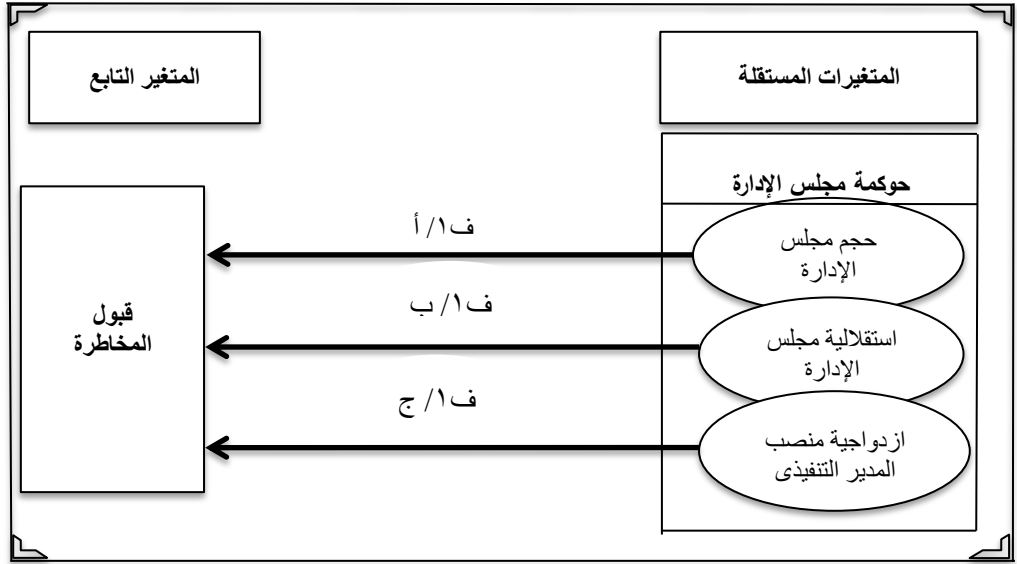
### ٦-٢-٣ نموذج البحث وتوصيف وقياس متغيرات الدراسة

تتم صياغة وعرض نموذج البحث فى ظل التحليل الأساسى، وكذلك توصيف وقياس متغيرات الدراسة على النحو التالى:

### ٦-٢-٣-١ نموذج البحث

يوضح الشكل رقم (١) النموذج المستخدم فى البحث، من حيث المتغير التابع، المتغيرات المستقلة، والمتغيرات الرقابية.





شكل (١) النموذج الأساسي للبحث

## ٢-٣-٢-٦ توصيف وقياس متغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم (٢) توصيف وقياس المتغير التابع، المتغيرات المستقلة، والمتغيرات الرقابية، في ظل التحليل الأساسي والإضافي واختبار الحساسية.

## جدول ٢: توصيف وقياس متغيرات الدراسة

المتغير والرمز	التوصيف والقياس	الأثر المتوقع
<b>متغيرات التحليل الأساسي Fundamental Analysis</b>		
<b>المتغير التابع</b>		
<b>قبول المخاطرة</b>		
تقلبات عوائد السهم (SRStd)	مؤشر سوقي يرتبط بحقوق الملكية، ويعكس مخاطرها ونتائج تغيير استراتيجيات الاستثمار، حيث يؤدي تعرض الشركة لمخاطرة مرتفعة إلى تقلبات مرتفعة في عوائد الأسهم، وبالتالي، ارتفاع حالة عدم التأكد في العوائد المتوقعة للاستثمارات، أي ارتفاع قبول المخاطرة. ويُقاس بالانحراف المعياري للعوائد الشهرية للأسهم (ويساوي نسبة الفرق بين سعر السهم الشهر الحالي وسعره الشهر السابق إلى سعره الشهر السابق) لمدة ثلاثة أعوام سابقة، وفقاً لما جاء بأدبيات سابقة <sup>(٤)</sup> (e.g., Pathan, 2009; Chong et al., 2018; Shahzad et al., 2019).	.....

<sup>(٤)</sup> وفقاً لدراسة (Waris et al. (2019)، تُقاس تقلبات عوائد السهم بالانحراف المعياري للعوائد الشهرية لعامين سابقين. ووفقاً لأدبيات سابقة أخرى (e.g., Barger et al., 2010; Ferrero– Ferrero et al. 2012; Haider and Fang, 2016; Habib and Hasan, 2017)؛ حسين، ٢٠٢٠، تُقاس بالانحراف المعياري للعوائد الشهرية خلال

المتغيرات المستقلة		
محددات حوكمة مجلس الإدارة		
-	يُعبّر عن عدد أعضاء مجلس إدارة الشركة، ويُقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أعضاء مجلس الإدارة، ووفقًا لما جاء بأدبيات سابقة <sup>(٥)</sup> (e.g., Wang, 2012; Balogh, 2016).	حجم مجلس الإدارة (BOSIZE)
-	يُعبّر عن مدى استقلالية مجلس الإدارة عن الإدارة التنفيذية، ويُقاس بنسبة أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين إلى إجمالي أعضاء مجلس الإدارة، ووفقًا لما جاء بأدبيات سابقة (e.g., Pathan, 2009; Ferrero-Ferrero et al., 2012; Haider and Fang, 2016; Li and Zhang, 2018; Waris et al., 2019; Younas et al., 2019؛ الحناوي، ٢٠٢٠؛ محمود والطحان، ٢٠٢٠).	استقلالية مجلس الإدارة (INDBO)
±	يُعبّر عن جمع المدير التنفيذي بين منصبه التنفيذي بالإضافة إلى منصب رئيس مجلس الإدارة. ويُقاس بمتغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كان الرئيس التنفيذي هو أيضًا رئيس مجلس الإدارة، ويأخذ القيمة (٠) بخلاف ذلك، ووفقًا لما جاء بأدبيات سابقة (e.g., Pathan, 2009; Ferrero-Ferrero et al., 2012; Balogh, 2016; Haider and Fang, 2016; Li and Zhang, 2018; Waris et al., 2019؛ الحناوي، ٢٠٢٠؛ محمود والطحان، ٢٠٢٠).	ازدواجية منصب المدير التنفيذي (CEODUL)
متغيرات التحليل الإضافي Additional Analysis		
المتغيرات الرقابية		
-	يُشير إلى حجم أصول الشركة وعملياتها وإمكاناتها المستخدمة في تحقيق إيرادات من ممارسة النشاط، وتُعد الشركات كبيرة (صغيرة) الحجم أقل (أكثر) جرأة وتشارك في استثمارات منخفضة (مرتفعة) المخاطرة، كما تميل الشركات كبيرة الحجم إلى تنويع أعمالها بشكل أكثر كفاءة وأقل عرضة للإفلاس، أي أن هذه الشركات تواجه تقلبًا أقل في عوائد الأسهم. وبذلك، من المتوقع أن يؤثر سلبًا على قبول المخاطرة. ويُقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، وقد استخدمت متغير رقابي في أدبيات سابقة (e.g., Hasna and Habib, 2017; Su et al., 2019; Younas et al., 2019؛ حسين، ٢٠٢٠).	حجم الشركة (SIZE)
-	يُعبّر عن خبرة الشركة والفترة الزمنية للممارسة نشاطها، ويُقاس باللوغاريتم الطبيعي لأعوام قيد الشركة بالبورصة. ويكون لدى الشركات الأقل عمرًا حافزًا أكبر للانخراط في استثمارات مرتفعة المخاطرة، عكس الشركات الأكبر عمرًا. ومن المتوقع أن يؤثر إيجابيًا على قبول المخاطرة. وقد استخدمت متغير رقابي في أدبيات سابقة (e.g., Haider and Fang, 2016; Hasna and Habib, 2017; Su et al. 2019).	عمر الشركة (AGE)

العام. ووفقًا لدراسة (Younas et al., 2019)، تُقاس بالانحراف المعياري للعوائد اليومية خلال العام.

(٥) ووفقًا لدراسة الحناوي (٢٠٢٠)؛ محمود والطحان (٢٠٢٠)، يُقاس حجم مجلس الإدارة بإجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة.

-	يُعبّر عن مدى اعتماد الشركة على المصادر الخارجية في تمويل أنشطتها، وتُزيد الرافعة المالية من المخاطرة. وبذلك، من المتوقع أن تؤثر سلبًا على قبول المخاطرة. ويُقاس بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول. وقد استخدم كمتغير رقابي في أدبيات سابقة (e.g., Haider and Fang, 2016; Su et al., 2019; Younas et al., 2019). ٢٠٢٠، حسين،	الرافعة المالية (LEV)
+	تمثل فرص النمو المتاحة للشركة، وتدخل الشركات التي تتمتع بفرص نمو مرتفعة في استثمارات ذات مخاطر مرتفعة، حيث ترتفع درجة تقلبات الأرباح، ومن ثم ترتفع تقلبات عوائد الأسهم. وبذلك، من المتوقع أن تؤثر إيجابًا على قبول المخاطرة. ويُقاس بنسبة القيمة السوقية للأسهم إلى القيمة الدفترية. وقد استخدم كمتغير رقابي في أدبيات سابقة (e.g., Habib and Hasna 2017; Hasna and Habib, 2017). ٢٠٢٠، حسين،	القيمة السوقية إلى الدفترية (MTB)
-	تشير إلى مدى قيام الشركة بتوزيع أرباح على حملة الأسهم، ومن المتوقع انخفاض تقلبات عوائد الأسهم عند قيام الشركة بتوزيعات أرباح. وبذلك، من المتوقع أن تؤثر سلبًا على قبول المخاطرة. ويُقاس بمتغير اعتباري يأخذ القيمة (١) في حالة وجود توزيعات نقدية العام الحالي، وتأخذ القيمة (٠) بخلاف ذلك. وقد استخدم كمتغير رقابي في أدبيات سابقة (e.g., Habib and Hasna 2017; Hasna and Habib, 2017). ٢٠٢٠، حسين،	توزيعات الأرباح (DIVD)
+	يشير إلى الأداء التشغيلي للشركات. ويكون الاستثمار أقل فائدة عندما يكون التغيير في الإيراد منخفض. وبالتالي، يستخدم التغيير في الإيراد لتضمين تأثير نموها على المخاطرة بالشركة. وبذلك، من المتوقع أن تؤثر إيجابًا على قبول المخاطرة. ويُقاس بنسبة التغيير في الإيرادات (أي الفرق بين إيرادات العام الحالي والسابق) إلى إيرادات العام السابق. وقد استخدم كمتغير رقابي في أدبيات سابقة (e.g., Habib and Hasna 2017; Chong et al., 2018).	التغير في الإيراد (REVCHNG)
<b>متغيرات اختبار الحساسية Sensitivity test</b>		
<b>المتغير التابع</b>		
.....	مؤشر محاسبي يعكس المخاطرة الكلية التي تواجه الشركات، من خلال تقلبات العائد على الأصول، حيث تؤدي العمليات مرتفعة المخاطرة إلى أرباح أكثر تقلبًا. ويُقاس بالانحراف المعياري لنسبة الدخل قبل الضرائب والبنود غير العادية إلى إجمالي الأصول على مدار ثلاثة أعوام سابقة، وفقًا لأدبيات سابقة <sup>(١)</sup> (e.g., John et al., 2008; Kim and Buchanan, 2008; Pathan, 2009; Rossi, 2016; Habib and Hasan, 2017).	تقلبات العائد على الأصول (ROAStd)
.....	يشير إلى التقلبات في العائد على حقوق الملكية، وكلما ارتفع هذا الانحراف، كلما ارتفعت حالة عدم التأكد في عائد حقوق الملكية المرتبط بالاستثمارات السابقة وارتفعت المخاطرة المرتبطة بالشركة، ويُقاس بالانحراف المعياري لنسبة الدخل قبل الضرائب والبنود غير العادية إلى إجمالي حقوق الملكية على مدار ثلاثة أعوام سابقة. وقد قدمه Miller and Bromiley (1990)، واستخدمه Rossi (2016); Shahzad et al. (2019).	تقلبات العائد على حقوق الملكية (ROEStd)

(١) وفقًا لدراسة Waris et al. (2019)، تُقاس تقلبات العائد على الأصول بالانحراف المعياري لنسبة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب إلى إجمالي الأصول لعامين سابقين.

## ٦-٢-٤ أدوات وإجراءات الدراسة التطبيقية واختبار فروض البحث

تتضمن الدراسة التطبيقية مجموعة من الأدوات والإجراءات، لاختبار فروض البحث، وذلك كما يلي:

## ٦-٢-٤-١ أدوات وإجراءات الدراسة التطبيقية

تم إجراء الدراسة التطبيقية قياساً على منهجية غالبية الأدبيات السابقة (e.g., Habib and Hasan, 2017; Shahzad et al., 2019; Younas et al) ودراسة حسين (٢٠٢٠) في بيئة الأعمال المصرية، من خلال دراسة تطبيقية باستخدام أسلوب البيانات القطاعية Panel data، في ظل نموذجي: التأثيرات الثابتة Fixed effects، والتأثيرات العشوائية Random effects. وقد تم الاعتماد على برنامج (SPSS) الإصدار رقم (٢٣) وبرنامج (E-Views) الإصدار رقم (٩) في تشغيل النماذج والأساليب السابقة.

وتمثلت أدوات الدراسة التطبيقية في الاعتماد على البيانات الواردة بالقوائم المالية والإيضاحات المتممة، وتقرير مجلس الإدارة، للشركات الممثلة لعينة البحث. وقد تم الحصول عليها من مصادر متعددة: موقع شركة مصر لنشر المعلومات <http://www.egidegypt.com>، موقع مباشر للمعلومات <http://www.mubasher.inf.com>، المواقع الإلكترونية لشركات العينة، موقع البورصة المصرية <https://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx>، وموقع نادى خبراء المال <https://data.mec.biz>. بينما تمثلت إجراءات الدراسة التطبيقية في إجراء استخراج قيم متغيرات الدراسة من المصادر السابقة، ثم تم قياسها، سواء بشكل مباشر أو بشكل غير من خلال استخدام النسب والنماذج الملائمة لقياس هذه المتغيرات.

## ٦-٢-٤-٢ اختبار صلاحية بيانات الدراسة التطبيقية للتحليل الإحصائي

لاختبار صلاحية بيانات الدراسة التطبيقية للتحليل الإحصائي، يتم إجراء الاختبارات التالية:

## ٦-٢-٤-١ اختبار اعتدالية توزيع مؤشرات متغيرات البحث

يتم إجراء اختبار Jarque-Bera للتحقق من اعتدالية المتغيرات المتصلة ومدى اقترابها من التوزيع الطبيعي، وتظهر نتائج الاختبار في الجدول رقم (٣).

## جدول ٣: نتائج اختبار Jarque-Bera لقياس اعتدالية مؤشرات متغيرات البحث

عدد المشاهدات	مستوى المعنوية	Jarque-Bera	معامل التفرطح	معامل الالتواء	المتغيرات
430	0.000	25.360	2.584	0.550	تقلبات عوائد الأسهم
430	0.011	8.952	2.309	0.075	حجم مجلس الإدارة
430	0.000	42.310	2.436	-0.715	استقلالية مجلس الإدارة

تتمثل قاعدة رفض (قبول) فرض العدم بأن بيانات المتغيرات المتصلة غير معتدلة ولا تتبع التوزيع الطبيعي، إذا كان مستوى المعنوية لاختبار Jarque-Bera أكبر من (أقل من أو يساوي) ١٠٪.

واعتماداً على نتائج الجدول رقم (٣)، يتبين أن المتغيرات المتصلة غير معتدلة ولا تتبع التوزيع الطبيعي، لأن مستوى المعنوية أقل من ١٠٪.

ووفقاً لما يراه (Bluman (2012)، إذا كانت قيمة معامل الالتواء أقل من +١ أو أكبر من -١ (أي تقترب من الصفر) يمكن استنتاج أن البيانات ليست منحرفة بشكل ملحوظ. كما أنه نظراً لارتفاع حجم عينة البحث المتعلقة بالمتغيرات التي بلغت ٤٣٠ مشاهدة، وبذلك لا يكون لهذه الشرط تأثير على صحة النماذج التطبيقية للدراسة (حسين، ٢٠٢٠؛ Verbeek, 2014).

## ٦-٢-٤-٢ اختبار استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات باستخدام اختبارات جذر الوحدة

تُستخدم اختبارات جذر الوحدة Unit Root Tests، من خلال أساليب (LLC, IPSW, ADF, PP)، لاختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات كل نموذج. وتشير نتائج الجدول رقم (٤) إلى أن القيمة المحسوبة لإحصاء الأساليب الأربعة دالة عند مستوى معنوية ١٪ فأقل، ومن ثم يتم رفض فرض العدم القائل بوجود جذر الوحدة، الأمر الذي يدل على سكون السلاسل الزمنية لمتغيرات النماذج واستقرارها.

## جدول ٤: نتائج اختبار السلاسل الزمنية لمتغيرات البحث

الاختبار	القيمة والمعنوية
Levin, Lin & Chu t	-22.547***
Im, Pesaran and Shin W-stat	-27.869***
ADF – Fisher Chi-square	669.664***
PP – Fisher Chi-square	873.778***
*** دالة عند مستوى معنوية ١٪ فأقل.	

## ٦-٢-٤-٣ اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات باستخدام اختبارات جذر الوحدة

يتم استخدام اختبارات جذر الوحدة، من خلال أسلوب Phillips-Ouliaris Cointegration test في اختبار التكامل المشترك بين متغيرات كل نموذج. وتشير النتائج بالجدول رقم (٥) إلى أن القيمة المحسوبة لإحصاءة كل من: tau-statistic، z-statistic، دالة عند مستوى معنوية ٥% فأقل، ١% فأقل، ومن ثم قبول فرض العدم القائل بعدم وجود علاقات في الأجل الطويل بين مؤشرات البحث، مما يدل على قوة تنبؤ النماذج المستخدمة.

## جدول ٥: اختبار التكامل المشترك بين متغيرات البحث باستخدام اختبارات جذر الوحدة

المتغيرات	tau-statistic	z-statistic
تقلبات عوائد الأسهم	-7.084***	-115.425***
حجم مجلس الإدارة	-7.567***	-158.728***
استقلالية مجلس الإدارة	-6.500**	-85.288***
ازدواجية منصب المدير التنفيذي	-7.267***	-104.441***
** يشير إلى دلالة عند ٥% فأقل، *** يشير إلى دلالة عند ١% فأقل.		

## ٦-٢-٤-٤ الإحصاءات الوصفية

يتم اجراء إحصاءات وصفية لكل من المتغيرات المتصلة والمتغير الوهمي، وذلك كما يلي:

## (أ) - الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتصلة

يتبين من الجدول رقم (٦) الخصائص الأساسية لمتغيرات البحث المتصلة، وذلك كما يلي:

- انخفاض تقلبات عوائد الأسهم، حيث بلغ المتوسط الحسابي ٠,٠٧١، والذي يتساوى مع الوسيط، ويرتفع هذا المتوسط عن نظيره ٠,٠٤١ في دراسة (Habib and Hassan (2017) على شركات في قاعدة Compustat للبيانات المحاسبية، وعن نظيره ٠,٠٥٩ في دراسة Haider and Fang (2018) في الصين، ولكنه ينخفض عن نظيره ٠,٢٧٠ في دراسة (Chong et al. (2018) في ماليزيا، وعن نظيره ٠,٧٤٧ في دراسة حسين (٢٠٢٠) في مصر.
- بلغ المتوسط الحسابي للوغاريتم الطبيعي لأعضاء مجلس الإدارة ٠,٩٠٦، والذي ينخفض عن نظيره ٠,٩٦٤ (اللوغاريتم الطبيعي للمتوسط الحسابي ٩,٢١٠ عضو مجلس إدارة) في دراسة Wang (2012) على شركات من قواعد بيانات محاسبية، ولكنه مرتفع عن نظيره ٠,٧٧٤ (اللوغاريتم الطبيعي للمتوسط الحسابي ٥,٩٣٢ عضو مجلس إدارة) في دراسة (Balogh (2016) في استراليا.

- بلغ المتوسط الحسابي لنسبة استقلالية مجلس الإدارة ٠,٧٦٣، والذي يتساوى مع نظيره ٠,٨١٨ في دراسة (2012) Ferrero-Ferrero et al.، ويرتفع عن نظيره ٠,٣٦٥ في دراسة Balogh (2016)، وعن نظيره ٠,٣٦٣ في دراسة (2018) Li and Zhang في الشركات الخاصة الصينية.
- انخفاض الانحراف المعياري لجميع المتغيرات عن الواحد الصحيح، كما أنه أقل من الفرق بين الحدين الأقصى والأدنى.

#### جدول ٦: الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتصلة

عدد المشاهدات	الحد الأقصى	الحد الأدنى	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	المتغيرات
430	0.809	0.065	0.003	0.071	تقلبات عوائد الأسهم
430	1.230	0.614	0.137	0.903	حجم مجلس الإدارة
430	0.998	0.471	0.124	0.800	استقلالية مجلس الإدارة

#### (ب) - الإحصاءات الوصفية للمتغير الوهمي

- يتبين من الجدول رقم (٧) الخصائص الأساسية للمتغير الوهمي بالبحث، وذلك كما يلي:
- بلغ المتوسط الحسابي لازدواجية منصب المدير التنفيذي ٠,٥٣٠، وينخفض عن نظيره ٠,٦٣٨ في دراسة (2012) Ferrero-Ferrero et al.، ولكنه يرتفع عن نظيره ٠,٢٠٣ في دراسة Li (2016) في الصين، وكذلك عن نظيره ٠,٢٦٤ في دراسة (2018) Li and Zhang.

#### جدول ٧: الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الوهمية

(٠)		(١)		عدد المشاهدات	المتغيرات
%	تكرار	%	تكرار		
٤٧	٢٠٢	٥٣	٢٢٨	٤٣٠	ازدواجية منصب المدير التنفيذي

#### ٦-٢-٤-٥ تحليل نتائج الارتباط

- تشير نتائج مصفوفة الارتباط لبيرسون بالجدول رقم (٨) إلى ما يلي:
- توجد علاقة ارتباط موجبة معنوية بين قبول المخاطرة وحجم مجلس الإدارة.
- توجد علاقة ارتباط سالبة معنوية بين قبول المخاطرة واستقلالية مجلس الإدارة.
- توجد علاقة ارتباط سالبة معنوية بين قبول المخاطرة وازدواجية منصب المدير التنفيذي.
- لا توجد مشكلة ازدواج خطى بين المتغيرات المستقلة للبحث، حيث لم يتجاوز معامل الارتباط ٠,٩ بين أي متغيرين، وفقاً لرأى (2013) Tabachnick and Fidell.

- لا يمكن التسليم بصحة العلاقات الواردة بمصفوفة الارتباط لبيرسون، لحين الوصول إلى نتائج تشغيل الفروض الإحصائية، لمعرفة مدى معنوية هذه العلاقات.

### جدول ٨: نتائج مصفوفة ارتباط بيرسون

ازدواجية المنصب	استقلالية المجلس	حجم المجلس	تقلبات العوائد	المتغيرات
			1	تقلبات عوائد الأسهم
			-----	
		1	0.153***	حجم مجلس الإدارة
		-----	0.003	
	1	0.208***	-0.122**	استقلالية مجلس الإدارة
	-----	0.000	0.013	
1	0.047	0.012	-0.087*	ازدواجية منصب المدير التنفيذي
-----	0.341	0.809	0.078	

\* يشير إلى دلالة عند ١٠٪ فأقل، بين متغيرين.

\*\* يشير إلى دلالة عند ٥٪ فأقل، بين متغيرين.

\*\*\* يشير إلى دلالة عند ١٪ فأقل، بين متغيرين.

### ٦-٢-٥ تحليل النتائج واختبار فرض البحث في ظل التحليل الأساسي

استهدف فرض البحث وفرعياته (ف/ أ، ب، ج) اختبار أثر محددات حوكمة مجلس الإدارة على قبول المخاطرة، وسوف يتم الاعتماد على معادلة انحدار واحدة في الاختبار، قياساً على أدبيات سابقة (e.g., Ferrero-Ferrero et al., 2012; Akbar et al., 2017; Chong et al., 2018; Younas et al., 2019) وذلك كما يلي:

$$SRStd_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 BOSIZE_{j,t} + \beta_2 BOINDEP_{j,t} + \beta_3 CEODUL_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \dots \dots \dots (1)$$

حيث:

$SRStd_{j,t}$  = مؤشر لقياس قبول المخاطرة، ويُقاس بالانحراف المعياري لعوائد الأسهم على مدار ثلاثة أعوام سابقة.

$BOSIZE_{j,t}$  = اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي عدد أعضاء مجلس إدارة الشركة.

$BOINDEP_{j,t}$  = نسبة الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة إلى إجمالي أعضاء المجلس.

$CEODUL_{j,t}$  = متغير وهمي يأخذ القيمة (١) في حالة قيام المدير التنفيذي بمنصب رئيس مجلس الإدارة، ويأخذ القيمة (٠) بخلاف ذلك.



$$E_{j,t} = \text{بواقي معادلة الانحدار.}$$

ولاختبار هذا الفرض يتم تحويل فرض البحث وفرعياته لفروض عدم كالتالي:

- ف٠: لا تؤثر حوكمة مجلس الإدارة على قبول الشركات المقيدة بالبورصة المصرية للمخاطرة.  
 ف٠: لا يؤثر حجم مجلس الإدارة سلباً على قبول الشركات المقيدة بالبورصة المصرية للمخاطرة.  
 ف٠: لا تؤثر استقلالية مجلس الإدارة سلباً على قبول الشركات المقيدة بالبورصة المصرية للمخاطرة.  
 ف٠: لا تؤثر ازدواجية منصب المدير التنفيذي على قبول الشركات المقيدة بالبورصة المصرية للمخاطرة.

ويتم اختبار فرض البحث وفرعياته كما يلي:

#### (أ) اختبار Hausman Test:

يستخدم اختبار Hausman Test لمعرفة أيًا من التأثيرات الثابتة أم العشوائية أكثر ملاءمة لتقدير معلمات النموذج، بناءً على فرضية عدم ملاءمة نموذج التأثيرات العشوائية، ولمعلمة إختبار مربع كاي بدرجات حرية حسب عدد المتغيرات المستقلة، وذلك على النحو التالي:

جدول ٩: نتائج اختبار Hausman Test

مستوى المعنوية	درجات الحرية	القيمة المحسوبة	ملخص الإختبار
0.003	3	14.124	التأثير العشوائي وفق الزمن

يتضح من الجدول رقم (٩) أن القيمة المحسوبة لإحصاء اختبار Hausman Test، دالة عند مستوى معنوية أقل من ١%، ومن ثم يتم رفض فرضية عدم المؤيدة لأفضلية نموذج التأثيرات العشوائية، وقبول الفرض البديل القائل بأفضلية نموذج التأثيرات الثابتة للبيانات المقطعية.

#### (ب) تقدير معلمات النموذج:

تشير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة بالجدول رقم (١٠) إلى ما يلي:

- أن معامل التحديد المعدل  $Adjusted R^2$  يفسر ٥٦,١% من التغير الكلي في قبول المخاطرة، ويرجع باقى النسبة إلى الخطأ العشوائى فى المعادلة أو ربما لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من المفروض إدراجها ضمن النموذج، أو لاختلاف طبيعة نموذج الانحدار عن نموذج البيانات المقطعية وفق التأثيرات الثابتة.
- بلغت قيمة اختبار  $F$ ، لاختبار معنوية جودة توفيق نموذج الانحدار، ٨,٦١٤ بمعنوية عند مستوى أقل من ١%، مما يدل على تأثير المتغيرات المستقلة ككل على قبول المخاطرة.

- بلغت قيمة اختبار *Durbin-Watson*، لقياس الارتباط الذاتي بين الأخطاء *Autocorrelation*، ١,٦٩٥ بين حدى (١,٥ - ٢,٥)، مما يدل على رفض فرض العدم القائل بعدم وجود ارتباط تسلسلى بين بواقي النموذج.

#### - الفرض الفرعى الأول (ف/١أ):

يتبين وجود تأثير إيجابى لحجم مجلس الإدارة على قبول المخاطرة عند مستوى معنوية أقل من ١%. فكلما ارتفع عدد أعضاء مجلس إدارة الشركة كلما ارتفع قبولها للمخاطرة. وبناءً عليه، يتم قبول فرض العدم ورفض الفرض البديل. وتشير هذه النتائج إلى عدم وجود مشكلات اتصال وتنسيق فى حالة مجلس الإدارة كبير الحجم فى عينة الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، حيث لا تستغرق عملية اتخاذ القرار وقتاً طويلاً، كما يسهل التوصل إلى إجماع بين أعضائه، ويقبل بممارسات ترتبط بمخاطرة مرتفعة. وتتفق هذه النتائج مع ما توصل إليه (Chong et al., 2018) فى ماليزيا، فى حين لا تتفق مع نتائج أدبيات أخرى توصلت إلى وجود تأثير سلبى (e.g., Cheng, 2008; Wang, 2012; Haider and Fang, 2016, 2018; Su et al., 2019) دراسة (Ferrero-Ferrero et al., 2012) خلال فترة الأزمة المالية العالمية ودراسة (Akbar et al., 2017)، فى عدم وجود تأثير معنوى.

#### - الفرض الفرعى الثانى (ف/١ب):

يتبين وجود تأثير سلبى لاستقلالية مجلس الإدارة على قبول المخاطرة، عند مستوى معنوية أقل من ١%. فكلما ارتفعت درجة استقلالية مجلس إدارة الشركة، كلما انخفض قبولها للمخاطرة. وبناءً عليه، يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل. وتدعم هذه النتائج فرضية السمعة، فى أن المديرين غير التنفيذيين يدعمون الاستثمار فى مشروعات منخفضة المخاطرة، حيث تمكن الرقابة من خلال مديرين مستقلين الحد من نطاق النشاط الإدارى الضار، من خلال تنفيذ آليات فعالة لمراقبة أعمال وقرارات وأداء مجلس الإدارة، كما أنهم يُمكنون من التغلب على مشكلتى الخطر الأخلاقى والاختيار العكسى، الناتجتين عن مشكلة الوكالة. وتتفق هذه النتائج مع ما توصلت إليه أدبيات سابقة (e.g., Brick and Chidambaran, 2008; Chang et al., 2015; Mathew et al., 2016; Younas et al., 2019). فى حين لا تتفق مع أدبيات أخرى توصلت إلى وجود تأثير إيجابى (e.g., Bhagat and Black, 2001; Koerniadi et al., 2014a). كما لا تتفق مع نتائج (Chong et al., 2018)، فى عدم وجود تأثير معنوى.

## - الفرض الفرعى الثالث (ف ١/ج):

ينبني عدم وجود تأثير لازدواجية منصب المدير التنفيذي على قبول المخاطرة. وبناءً عليه، يتم قبول فرض العدم ورفض الفرض البديل. وتتفق هذه النتائج مع نتائج أدبيات سابقة (e.g., Ferrero- Ferrero et al., 2012; Waris et al., 2019) (e.g., Ferrero et al., 2012; Waris et al., 2019) في حين لا تتفق مع نتائج أدبيات أخرى (e.g., Kim and Buchanan, 2008; Haider and Fang, 2016, 2018; Akbar et al., 2017) في وجود تأثير سلبي. كما لا تتفق مع نتائج أدبيات أخرى (e.g., Chang et al., 2015; Chintrakarn et al., 2015) في وجود تأثير إيجابي.

- بناءً على نتائج الفروض الفرعية الثلاثة السابقة: وفيما يتعلق بالفرض الرئيس الأول (ف ١)، يتم قبول فرض العدم ورفض الفرض البديل "جزئياً".

## جدول ١٠: نتائج نموذج التأثيرات الثابتة للفرض

Prob.	t-Stat.	Coeff.	العلاقة المتوقعة	المتغيرات
0.000	22.418	0.066		ثابت الانحدار
0.000	3.794	0.011	-	حجم مجلس الإدارة
0.002	-3.067	-0.006	-	استقلالية مجلس الإدارة
0.361	-0.915	-0.001	±	ازدواجية منصب المدير التنفيذي
معامل $R^2$				0.635
معامل $Adjusted R^2$				0.561
قيمة اختبار $F$ ودلالاتها				8.614(0.000)
قيمة اختبار $Durban Watson$				1.695

## ٦-٢-٦ التحليل الإضافي

يتناول التحليل الإضافي إعادة تشغيل نموذج البحث في ظل استخدام مجموعة من المتغيرات الرقابية التي قد تؤثر على المتغير التابع "قبول المخاطرة"، بغرض تحديد أيًا منها يؤثر على المتغير التابع، إيضاح العلاقات الرئيسة بالتحليل الأساسي، وتحديد المقدرة التفسيرية للنموذج الجديد.

## ويستهدف التحليل الإضافي الإجابة عن السؤالين التاليين:

- هل تسهم إضافة بعض المتغيرات الرقابية لنموذج البحث (مثل: حجم الشركة، عمر الشركة، الرافعة المالية، القيمة السوقية إلى الدفترية، توزيعات الأرباح، والتغير في الإيراد) في ارتفاع المقدرة على تفسير التغير في قبول المخاطرة في سياق العلاقة محل البحث؟

- هل تؤثر المتغيرات الرقابية: حجم الشركة، عمر الشركة، الرافعة المالية، القيمة السوقية إلى الدفترية، توزيعات الأرباح، والتغير في الإيراد، على قبول المخاطرة في سياق العلاقة محل البحث؟ وللإجابة على هذين التساؤلين، سوف يتم إعادة اختبار فرض البحث، من خلال إعادة تشغيل نموذج البحث في ظل وجود متغيرات رقابية، وذلك كما يلي:

$$SRStd_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 BOSIZE_{j,t} + \beta_2 BOINDEP_{j,t} + \beta_3 CEODUL_{j,t} + \beta_4 SIZE_{j,t} + \beta_5 AGE_{j,t} + \beta_6 LEV_{j,t} + \beta_7 MTB_{j,t} + \beta_8 DIVD_{j,t} + \beta_9 REVCHNG_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \dots\dots\dots(2)$$

حيث:

$SIZE \dots REVCHNG$  = المتغيرات الرقابية (حجم الشركة، عمر الشركة، الرافعة المالية، القيمة السوقية إلى الدفترية، توزيعات الأرباح، والتغير في الإيراد).

وتشير نتائج إعادة تشغيل نموذج البحث في ظل التحليل الإضافي إلى ما يلي:

(أ) اختبار Hausman Test:

ينضح من الجدول رقم (١١) أن القيمة المحسوبة لإحصاء اختبار Hausman Test، دالة عند مستوى معنوية ١%، ومن ثم يتم رفض فرضية العدم المؤيدة لأفضلية نموذج التأثيرات العشوائية، وقبول الفرض البديل القائل بأفضلية نموذج التأثيرات الثابتة للبيانات المقطعية.

جدول ١١: نتائج اختبار Hausman Test

مستوى المعنوية	درجات الحرية	القيمة المحسوبة	ملخص الاختبار
0.010	9	21.643	التأثير العشوائي وفق الزمن

(ب) تقدير معلمات النموذج:

تشير نتائج نموذج التأثيرات الثابتة بالجدول رقم (١٢) إلى ما يلي:

- أن معامل التحديد المعدل  $Adjusted R^2$  يفسر ٥٧,٤% من التغير الكلي في قبول المخاطرة، ويرجع باقي النسبة إلى الخطأ العشوائي في المعادلة أو ربما لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من المفروض إدراجها ضمن النموذج، أو لاختلاف طبيعة نموذج الانحدار عن نموذج البيانات المقطعية وفق التأثيرات الثابتة. وبذلك، في ظل وجود المتغيرات الرقابية، ترتفع المقدرة التفسيرية للتغير في قبول المخاطرة.

- بلغت قيمة اختبار  $F$ ، لاختبار معنوية جودة توفيق نموذج الانحدار، ٨,٣٣٦ بمعنوية عند مستوى أقل من ١%، مما يدل على تأثير المتغيرات المستقلة ككل على قبول المخاطرة.

- بلغت قيمة اختبار *Durbin-Watson*، لقياس الارتباط الذاتي بين الأخطاء، ١,٧١٩ بين حدى (١,٥ - ٢,٥)، مما يدل على رفض فرض العدم القائل بعدم وجود ارتباط تسلسلى بين بواقى النموذج.

#### - الفرض الفرعى الأول (ف/١/أ):

يتبين وجود تأثير إيجابى لحجم مجلس الإدارة على قبول المخاطرة عند مستوى معنوية أقل من ١%. فكلما ارتفع عدد أعضاء مجلس إدارة الشركة كلما ارتفع قبولها للمخاطرة. وبناءً عليه، يتم قبول فرض العدم ورفض الفرض البديل.

#### - الفرض الفرعى الثانى (ف/١/ب):

يتبين وجود تأثير سلبى لاستقلالية مجلس الإدارة على قبول المخاطرة، عند مستوى معنوية أقل من ٥%. فكلما ارتفعت درجة استقلالية مجلس إدارة الشركة، كلما انخفض قبولها للمخاطرة. وبناءً عليه، يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل.

#### - الفرض الفرعى الثالث (ف/١/ج):

يتبين عدم وجود تأثير لازدواجية منصب المدير التنفيذى على قبول المخاطرة. وبناءً عليه، يتم قبول فرض العدم ورفض الفرض البديل.

- بناءً على نتائج الفروض الفرعية الثلاثة السابقة: وفيما يتعلق بالفرض الرئيس الأول (ف/١)، يتم قبول فرض العدم ورفض الفرض البديل "جزئياً".

- تشابه نتائج التحليل الإضافى مع نتائج التحليل الأساسى فيما يتعلق بنتائج اختبار الفروض.

- وبشأن تحديد مدى تأثير المتغيرات الرقابية على قبول المخاطرة، يوجد تأثير لمتغرى: عمر الشركة، والقيمة السوقية إلى الدفترية على قبول المخاطرة. فى المقابل، لا يوجد تأثير لمتغيرات: حجم الشركة، الرافعة المالية، توزيعات الأرباح، والتغير فى الإيراد على قبول المخاطرة.

## جدول ١٢ : نتائج إعادة اختبار فرض البحث وفرعياته (تحليل إضافي)

نموذج التأثيرات الثابتة			العلاقة المتوقعة	المتغيرات
Prob.	t-Stat.	Coeff.		
0.000	6.306	0.060		ثابت الانحدار
0.001	3.251	0.010	-	حجم مجلس الإدارة
0.016	-2.429	-0.005	-	استقلالية مجلس الإدارة
0.368	-0.901	-0.001	±	ازدواجية منصب المدير التنفيذي
0.934	0.083	0.000	-	حجم الشركة
0.059	1.896	0.005	-	عمر الشركة
0.153	1.433	0.002	-	الرافعة المالية
0.010	-2.576	-0.001	+	القيمة السوقية إلى الدفترية
0.676	-0.418	0.000	-	توزيعات الأرباح
0.740	-0.333	0.000	+	التغير في الإيراد
0.652				معامل $R^2$
0.574				معامل $Adjusted R^2$
8.336(0.000)				قيمة اختبار $F$ ودلالاتها
1.719				قيمة اختبار $Durban Watson$

## ٦-٢-٧ - اختبار الحساسية

يتناول اختبار الحساسية إعادة اختبار فرض البحث الرئيس وفرعياته، ومن ثم إعادة تشغيل نموذج البحث، في ظل استخدام مؤشرين بديلين لقياس المتغير التابع "قبول المخاطرة"، وهما: مؤشر تقلبات العائد على الأصول  $ROAStd_{j,t}$ ، ومؤشر تقلبات العائد على حقوق الملكية  $ROEStd_{j,t}$ .

ويتم إجراء اختبار الحساسية من خلال إعادة تشغيل نموذج البحث، وذلك كما يلي:

$$ROAStd_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 BOSIZE_{j,t} + \beta_2 BOINDEP_{j,t} + \beta_3 CEODUL_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \dots \dots \dots (3)$$

$$ROEStd_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 BOSIZE_{j,t} + \beta_2 BOINDEP_{j,t} + \beta_3 CEODUL_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \dots \dots \dots (4)$$

حيث:

$ROAStd_{j,t}$  = مؤشر لقياس قبول المخاطرة، ويمثل تقلبات العائد على الأصول، ويُقاس

بالانحراف المعياري للعائد على الأصول على مدار ثلاثة أعوام سابقة.

$ROEStd_{j,t}$  = مؤشر لقياس قبول المخاطرة، ويمثل تقلبات العائد على حقوق الملكية، ويُقاس بالانحراف المعياري للعائد على حقوق الملكية على مدار ثلاثة أعوام سابقة.

وتشير نتائج إعادة تشغيل نموذج البحث إلى ما يلي:

(أ) اختبار Hausman Test:

جدول ١٣: نتائج اختبار Hausman Test

مستوى المعنوية	درجات الحرية	القيمة المحسوبة	ملخص الإختبار
مؤشر تقلبات العائد على الأصول			
0.294	3	3.713	التأثير العشوائي وفق الزمن
مؤشر تقلبات العائد على حقوق الملكية			
0.356	3	3.244	التأثير العشوائي وفق الزمن

يتضح من الجدول رقم (١٣) أن القيمة المحسوبة لإحصاء اختبار Hausman Test، غير معنوية في ظل مؤشري تقلبات العائد على الأصول وعلى حقوق الملكية، ومن ثم يتم قبول فرضية العدم المؤيدة لأفضلية نموذج التأثيرات العشوائية، ورفض الفرض البديل القائل بأفضلية نموذج التأثيرات الثابتة للبيانات المقطعية.

(ب) تقدير معاملات النموذج:

تشير نتائج نموذج التأثيرات العشوائية بالجدول رقم (١٤) إلى ما يلي:

- أن معامل التحديد المعدل  $Adjusted R^2$  يفسر ٢١,٤%، ٢١,٢% من التغير الكلي في قبول المخاطرة، في ظل مؤشري تقلبات العائد على الأصول وحقوق الملكية على الترتيب، وبمقارنتهما بمعامل التحديد المعدل في ظل المؤشر الأساسي، كلاهما منخفض.
- بلغت قيمة اختبار  $F$ ، لاختبار معنوية جودة توفيق نموذج الانحدار، ٦,٠٤٣، ٤,٢٦٢ بمعنوية عند مستوى أقل من ١%، في ظل مؤشري تقلبات العائد على الأصول وحقوق الملكية على الترتيب، وبمقارنتهما بقيمة الاختبار في ظل المؤشر الأساسي، كلاهما منخفض.
- بلغت قيمة اختبار  $Durbin-Watson$ ، ١,٦٩٧، ١,٩٤٧، في ظل مؤشري تقلبات العائد على الأصول وحقوق الملكية على الترتيب.
- الفرض الفرعي الأول (ف/١أ):

يتبين وجود تأثير إيجابي لحجم مجلس الإدارة على قبول المخاطرة عند مستوى معنوية أقل من ١% عند استخدام مؤشر تقلبات العائد على الأصول، وعند مستوى معنوية أقل من ١٠% عند استخدام مؤشر تقلبات العائد على حقوق الملكية، ويتشابه كلاهما مع التأثير الإيجابي في ظل التحليل الأساسي.

#### - الفرض الفرعى الثانى (ف ١/ب):

يتبين عدم وجود تأثير لاستقلالية مجلس الإدارة على قبول المخاطرة في ظل استخدام كلا المؤشرين البديلين، والذي يختلف عن التأثير السلبي في ظل التحليل الأساسي. وتتفق هذه النتائج مع ما توصلت إليه نتائج دراسة (Ferrero-Ferrero et al. (2012 في الشركات الأمريكية خلال فترة ما قبل الأزمة المالية العالمية، ودراسة (Chong et al. (2018 في الشركات الماليزية.

#### - الفرض الفرعى الثالث (ف ١/ج):

تبين وجود تأثير سلبي لازدواجية منصب المدير التنفيذي على قبول المخاطرة عند مستوى معنوية أقل من ٥% عند استخدام مؤشر تقلبات العائد على الأصول، وكذلك عند استخدام مؤشر تقلبات العائد على حقوق الملكية، والذي يختلف عن عدم وجود تأثير في ظل التحليل الأساسي.

وتتفق هذه النتائج مع نتائج أدبيات أخرى (e.g., Kim and Buchanan, 2008; Haider and Fang, 2016, 2018; Akbar et al., 2017).

- يتبين من نتائج الفروض الفرعية الثلاثة: تشابه التأثير الإيجابي لحجم مجلس الإدارة على قبول المخاطرة في ظل المؤشر الأساسي والمؤشرين البديلين. في مقابل، اختلاف تأثير استقلالية مجلس الإدارة وازدواجية منصب المدير التنفيذي في ظل المؤشر الأساسي مقارنة بالمؤشرين البديلين.

### جدول ١٤: نتائج إعادة اختبار فرض البحث وفرعياته (تحليل حساسية)

نموذج التأثيرات العشوائية						العلاقة المتوقعة	المتغيرات
تقلبات العائد على حقوق الملكية $ROES_{it}$			تقلبات العائد على الأصول $ROAS_{it}$				
Prob.	t-Stat.	Coeff.	Prob.	t-Stat.	Coeff.		
0.298	1.041	0.023	0.614	0.466	0.006		ثابت الانحدار
0.062	1.870	0.039	0.004	2.863	0.032	-	حجم مجلس الإدارة
0.892	0.135	0.003	0.982	-0.022	-0.001	-	استقلالية مجلس الإدارة
0.003	-3.003	-0.015	0.002	-3.113	-0.009	±	ازدواجية منصب المدير التنفيذي
		0.229			0.241		معامل $R^2$
		0.212			0.214		معامل $Adjusted R^2$
		4.262(0.000)			6.043(0.000)		قيمة اختبار $F$ ودالتها
		1.947			1.697		قيمة اختبار Durban Watson



## ٦-٢-٨ خلاصة نتائج اختبار فرض البحث وفرعياته وسؤاله

يوضح الجدول رقم (١٥) خلاصة ما تم التوصل إليه بخصوص اختبار فروض البحث في ظل التحليل الأساسي والإضافي واختبار الحساسية.

**جدول ١٥: ملخص اختبار فروض البحث في ظل التحليل الأساسي والإضافي واختبار الحساسية**

الفرض/ السؤال	صيغة فرض البحث وفرعياته والسؤالين	نتيجة التحليل الأساسي	نتيجة التحليل الإضافي	نتيجة اختبار الحساسية
١ـأ	تؤثر حوكمة مجلس الإدارة على قبول الشركات المقيدة بالبورصة المصرية للمخاطرة.	تم رفضه "جزئياً"	تم رفضه "جزئياً"	تم رفضه "جزئياً"
١ـأ/ب	يؤثر حجم مجلس الإدارة سلباً على قبول الشركات المقيدة بالبورصة المصرية للمخاطرة.	تم رفضه	تم رفضه	تم رفضه
١ـأ/ب	تؤثر استقلالية مجلس الإدارة سلباً على قبول الشركات المقيدة بالبورصة المصرية للمخاطرة.	تم قبوله	تم قبوله	تم رفضه
١ـأ/ج	تؤثر ازدواجية منصب المدير التنفيذي على قبول الشركات المقيدة بالبورصة المصرية للمخاطرة.	تم رفضه	تم رفضه	تم قبوله
١ـس	هل تسهم إضافة بعض المتغيرات الرقابية لنموذج البحث (مثل: حجم الشركة، عمر الشركة، الرافعة المالية، القيمة السوقية إلى الدفترية، توزيعات الأرباح، والتغير في الإيراد) في ارتفاع المقنرة على تفسير التغير في قبول المخاطرة في سياق العلاقة محل البحث؟	-	"نعم"	-
٢ـس	هل تؤثر المتغيرات الرقابية: حجم الشركة، عمر الشركة، الرافعة المالية، القيمة السوقية إلى الدفترية، توزيعات الأرباح، والتغير في الإيراد، على قبول المخاطرة في سياق العلاقة محل البحث؟	-	"نعم" لعمر الشركة والقيمة السوقية إلى الدفترية و"لا" للباقي.	-

## ٦-٣ نتائج البحث وإسهاماته وحدوده وتوصياته ومجالاته المقترحة

## ٦-٣-١ نتائج البحث

استهدف البحث في تحليله الأساسي اختبار أثر محددات حوكمة مجلس الإدارة، المتمثلة في حجم مجلس الإدارة واستقلاليته وازدواجية منصب المدير التنفيذي، على قبول المخاطرة (مقاساً بمؤشر تقلبات عوائد الأسهم) التي تواجه الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. ومن خلال تحليل الأدبيات السابقة ومناقشة نتائجها، توقع البحث أن يؤثر حجم مجلس الإدارة واستقلاليته سلباً على قبول المخاطرة، في حين من المتوقع أن يكون أثر ازدواجية منصب المدير التنفيذي إما إيجاباً أو سلباً على قبول المخاطرة. وقد دعمت نتائج البحث وجود تأثير إيجابي لحجم مجلس الإدارة على قبول المخاطرة، مما يشير إلى عدم إعاقه ارتفاع عدد أعضاء مجلس الإدارة من التنسيق والوصول إلى توافق فيما يتعلق بالاستثمار في مشروعات مرتفعة المخاطرة. وتبين أيضاً وجود تأثير سلبي لاستقلالية مجلس الإدارة على قبول المخاطرة، مما يشير إلى أن المراقبة على أعمال مجلس الإدارة (وعلى رأسه مديره التنفيذي) يسهم في انخفاض الدخول في مشروعات وأعمال مرتفعة المخاطرة. كما تبين عدم وجود تأثير معنوي

لازدواجية منصب المدير التنفيذي على قبول المخاطرة، مما يشير إلى أن تولى المدير التنفيذي لمنصب رئيس مجلس الإدارة لا يدعم بشكل قاطع قبول أو رفض الدخول في مشروعات مرتفعة المخاطرة. وبإجراء تحليل إضافي، تم إعادة اختبار فرض البحث الرئيس وفرعياته، من خلال إعادة تشغيل النموذج، في ضوء وجود مجموعة من المتغيرات الرقابية، والتي قد تؤثر على قبول المخاطرة. وقد تبين ارتفاع المقدرة التفسيرية للنموذج بوجود هذه المتغيرات، كما تبين تأثير عمر الشركة والقيمة السوقية إلى الدفترية - كمتغيرين إضافيين - على قبول المخاطرة، بالإضافة إلى تشابه نتائج اختبار الفرض الرئيس للبحث وفرعياته مع نتائج التحليل الأساسي.

وبإجراء اختبار حساسية، تم إعادة اختبار فرض البحث وفرعياته من خلال استخدام تقلبات العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية كمؤشرين بديلين لقياس متغير قبول المخاطرة. وقد أشارت نتائج الاختبار إلى وجود تأثير إيجابي لحجم مجلس الإدارة، وعدم وجود تأثير لاستقلالية مجلس الإدارة، ووجود تأثير سلبي لازدواجية منصب المدير التنفيذي، على قبول المخاطرة في ظل استخدام كلا المؤشرين البديلين. وبذلك، يشابه التأثير الإيجابي لحجم مجلس الإدارة على قبول المخاطرة في ظل المؤشر الأساسي والمؤشرين البديلين. في مقابل، اختلاف تأثير استقلالية مجلس الإدارة وازدواجية منصب المدير التنفيذي في ظل المؤشر الأساسي والمؤشرين البديلين.

### ٦-٣-٢ إسهامات البحث وحدوده وتوصياته

تضيف الدراسة الحالية إلى الأدبيات من خلال تقديم دليل على تأثير حجم مجلس الإدارة واستقلاليته وازدواجية منصب مديره التنفيذي على قبول المخاطرة التي تتعرض لها الشركات، من خلال استخدام أكثر من مؤشر لقياس المتغير التابع، في ظل القيام بتحليل أساسي وإضافي واختبار حساسية، والذي يندر اختبار مثل هذه العلاقات التأثيرية في بيئة الأعمال العربية والمصرية.

ويحاول البحث تقليل الفجوة البحثية في الأدب المحاسبي بشأن المتغيرات مجال البحث. ومن المتوقع أن تحظى النتائج باهتمام المحللين الماليين، المستثمرين، وأصحاب المصالح الآخرين.

وقد تحد هذه الدراسة بعض أوجه القصور، تتمثل أحدها في انخفاض حجم العينة ٤٣٠ مشاهدة مقارنة بدراسة (Haider and Fang (2018)، وقد بلغ حجم العينة في الدراسة ١٥٠٢٤ مشاهدة، ودراسة (Habib and Hasan (2017) وقد بلغ حجم العينة في الدراسة ١٠٨١٥٣، ١٢١٠٠٣ مشاهدة، في ظل استخدام مؤشري تقلبات عوائد الأسهم والعائد على الأصول على الترتيب. ودراسة (Shahzad et al. (2018) وقد بلغ حجم العينة في الدراسة ٢٠٧٨٦، ١٨٤٩٤ مشاهدة في ظل كلا المؤشرين على الترتيب.

كما تركز الدراسة الحالية على دراسة واختبار مجلس الإدارة - كآلية داخلية لحوكمة الشركات، وبالتالي، يُمكن أن تؤدي دراسة واختبار أثر آلية أخرى داخلية أو خارجية على قبول المخاطرة إلى نتائج

مختلفة. كما يُعد أحد أوجه القصور بالبحث أيضاً في إمكانية وجود متغيرات رقابية أخرى تنظم العلاقة بين محددات حوكمة مجلس إدارة الشركة وقبول المخاطرة التي تواجهها، والتي قد يؤدي تضمينها نتائج مختلفة، فضلاً عن وجود مؤشرات أخرى - بخلاف المستخدمة في الدراسة - لقياس متغيرات الدراسة، والذي قد يؤدي استخدامها إلى الحصول على نتائج مختلفة.

وفي ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة، يمكن اقتراح التوصيات التالية:

- (١) لإدارة الشركات، تفعيلًا لما جاء بدليل الحوكمة المصري، ضرورة تحقيق استقلالية مجلس الإدارة، لضمان فعالية عملية المراقبة على أعمال المجلس، وكذلك ضرورة الفصل بين منصبى المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، للتخفيف من الآثار السلبية لمشكلة الوكالة.
- (٢) للباحثين، إجراء مزيداً من الدراسات بشأن محددات أخرى لقبول المخاطرة، نظراً لأهمية توفير المعلومات المتعلقة بها، والتي تُسهم في تحسين بيئة صنع واتخاذ القرارات الاستثمارية.

### ٦-٣-٣ مجالات الدراسات المستقبلية

في ضوء نتائج البحث وحدوده، يمكن اقتراح مجموعة من مجالات الدراسات المستقبلية المتعلقة بقياس: أثر حوكمة مجلس الإدارة على تكلفة الاقتراض، أثر حوكمة مجلس الإدارة على الأداء المالى والتشغيلي، أثر حوكمة مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية، أثر حوكمة مجلس الإدارة على خطر انهيار سعر السهم، أثر لجنة المراجعة على قبول المخاطرة، وأثر لجنة المراجعة على قبول المخاطرة خلال مراحل دورة حياة الشركة.

## المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية

- الحناوى، 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، ٤(٢)، ٢٣٣-٢٩٥*.
- حسين، علاء على أحمد. (٢٠٢٠). تأثير الخصائص المحاسبية لمراحل دورة حياة المنشأة على العلاقة بين كثافة الإتفاق على البحث والتطوير وتقلبات عوائد الأسهم: دليل تطبيقي من الشركات غير المالية المتداول أسهمها ضمن مؤشر EGX 100. *مجلة الفكر المحاسبى، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٤(٢)، ٩٤٢-٩٩٤*.
- محمود، عبد الحميد العيسوي، الطحان، إبراهيم محمد. (٢٠٢٠). أثر خصائص مجلس الإدارة في ضوء قواعد الدليل المصري لحوكمة الشركات ٢٠١٦ على مستوى التحفظ المحاسبى. *مجلة الفكر المحاسبى، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٤(٢)، ٢٦٠-٣٢٧*.

مركز المديرين المصري. (٢٠١٦). الدليل المصري لحوكمة الشركات. متاح على الموقع التالي:  
[https://www.fra.gov.eg/jtags/efsa\\_ar/guide.pdf](https://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_ar/guide.pdf)

### ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Adams, R. and Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. **The Journal of Finance**, 62(1), 217-250.
- Akbar, S., Kharabsheh, B., Hughes, J., and Shah, S. (2017). Board Structure and Corporate Risk Taking in the UK Financial Sector. **International Review of Financial Analysis**, 50(C), 101-110.
- Balogh, A. (2016). Does Life-Cycle Influence Board Composition? Available at:  
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2851327>
- Bargeron, L., Lehn, K. and Zutter, C. (2010). Sarbanes-Oxley and corporate risk-taking. **Journal of Accounting and Economics**, 49(1-2), 34-52.
- Bhagat, S. and Black, B. (2001). The non-correlation between board independence and long term firm performance. **The Journal of corporation law**, 27(2), 231-274.
- Brick, I., and Chidambaran, N. (2008). Board monitoring, firm risk, and external regulation. **Journal of Regulatory Economics**, 33(1), 87-116.
- Brickley, J., Coles, J., and Jarrell, G. (1997). Leadership structure: separating the CEO and Chairman of the Board. **Journal of Corporate Finance**, 3(3), 189-220.
- Bluman, A. (2012). **Elementary statistics: A step by step approach, eighth edition**. McGraw-Hill, New York, NY.
- Chang, C.-S., Yu, S.-W., Hung C.-H. (2015). Firm risk and performance: the role of corporate governance, **Review of Managerial Science**, 9(1), 141-173
- Cheng, S. (2008), Board size and the variability of corporate performance. **Journal of Financial Economics**, 87(1), 157-176.
- Chintrakarn, P., Jiraporn, P., and Tong, S., (2015). How do powerful CEOs view corporate risktaking? Evidence from the CEO pay slice (CPS). **Applied Economics Letters**, 22(2), 104-109.

- Chong, L-L., Ong, H-B., and Tan, S-H. (2018). Corporate risk-taking and performance in Malaysia: the effect of board composition, political connections and sustainability practices. **Corporate Governance**, 18(4), 635-654.
- Christensen, J., Kent, P., and Stewart, J. (2010). Corporate governance and company performance in Australia. **Australian Accounting Review**, 20 (4), 372-386.
- Coles, J., Daniel, N., Naveen, L. (2008) Boards: does one size fit all? **Journal of Financial Economics**, 87(2), 329-356.
- Crisóstomo, V., Freitas, I., and Lopez-Iturriaga, F. (2020). Large shareholders' power and the quality of corporate governance: An analysis of Brazilian firms. **Research in International Business and Finance**. 51(C), 1-15.
- Eling, M., and Marek, S. (2013). Corporate Governance and Risk Taking: Evidence From the U.K. and German Insurance Markets. **Journal of Risk and Insurance**, 81(3), 653-682.
- Faccio, M., Marchica, M., and Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. **Journal of Corporate Finance**, 39(C), 193-209.
- Ferreira, M., and Laux, P. (2007). Corporate governance, idiosyncratic risk and information flow. **The Journal of Finance**, 62(2), 951-990.
- Ferrero-Ferrero, I., Fernández-Izquierdo, M. and Muñoz-Torres, M. (2012). The impact of the board of directors characteristics on corporate performance and risk-taking before and during the global financial crisis, **Review of Managerial Science**, 6(3), 207-226.
- Habib, A., and Hasan, M. (2017). Firm life cycle, corporate risk-taking and investor Sentiment, **Accounting and Finance**, 57(2) 465-497
- Haider, J., and Fang, H.-X. (2016). Board Size and Corporate Risk: Evidence from China. **Journal of Asia-Pacific Business**, 17(3), 229-248.
- \_\_\_\_\_ (2018). CEO power, corporate risk taking and role of large shareholders. **Journal of Financial Economic Policy**, 10(1), 55-72.

- Hasan, M., and Habib, A. (2017). Firm life cycle and idiosyncratic volatility. **International Review of Financial Analysis**, 50 (1),164-175.
- Hermalin, B., and Weisbach, M. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. **Economic Policy Review**, 9(1), 26-97.
- Huang, Y. and Wang, C. (2014). Corporate Governance and Risk-taking of Chinese Firms: The role of board size. **International Review of Economics and Finance**, 37(C), 96-113.
- Jafri, S. and Trabelsi, S. (2014). Managerial risk-taking and CEO excess compensation. **2014 Canadian Academic Accounting Association (CAAA) Annual Conference**, Available at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2379166>
- Jensen, M. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. **Journal of Finance**, 48(3), 831-880.
- \_\_\_\_\_, and Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 3(4), 305-360.
- John, K., Litov, L., and Yeung, B. (2008). Corporate Governance and Risk-Taking. **The Journal of Finance**, 63(4), 1679-1728.
- Kim, K.-H., and Buchanan, R. (2008). CEO Duality Leadership and Firm Risk-Taking Propensity. **Journal of Applied Business Research**, 24(1), 27-41.
- Koerniadi, H., Krishnamurti, C., and Tourani-Rad, A. (2014a). Corporate governance and risktaking in New Zealand. **Australian Journal of Management**, 39(2), 227-245.
- Koerniadi, H., Krishnamurti, C., and Tourani-Rad, A. (2014b). Corporate governance and the variability of stock returns. **International Journal of Managerial Finance**, 10(4), 494-510.
- Li, Y., and Zhang, X. (2018). How Does Firm Life Cycle Affect Board Structure? Evidence from China's Listed Privately Owned Enterprises, **Management and Organization Review**, 14(2), 305-341.

- Linck, J., Netter, J., and Yang, T. (2008). The determinants of board structure. **Journal of Financial Economics**, 87(2), 308–328.
- Mathew, S., Ibrahim, S. and Archbold, S. (2016). Boards attributes that increase firm risk—evidence from the UK. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, 16(2), 233–258.
- McNulty, T., Florackis, C., and Ormrod, P. (2013). Boards of Directors and Financial Risk during the Credit Crisis. **Corporate Governance (Oxford)**, 21(1), 58–78.
- Miller, K., Bromiley, P. (1990). Strategic risk and corporate performance: an analysis of alternative risk measures. **The Academy of Management Journal**. 33 (4), 756–779.
- Mollah, S., Al-Farooque, O., and Karim, W. (2012). Ownership structure, corporate governance and firm performance: Evidence from an African emerging market. **Studies in Economics and Finance**, 29 (4), 301–319.
- Nakano, M., and Nguyen, P. (2012). Board size and corporate risk taking: Further evidence from Japan. **Corporate Governance: An International Review**, 20(4), 369–387.
- Namazi, M., and Hosseini-Nia, S. (2017). The Moderating Role of Corporate Governance on the Relationship between a Firm's Product Lifecycle and Risk-Taking. **Asian Journal of Accounting and Governance**, 8(C), 87–100.
- Pathan, S. (2009). Strong boards, CEO power and bank risk-taking. **Journal of Banking & Finance**, 33(7), 1340–1350.
- Rossi, F. (2016). Corporate Governance, Risk-Taking, and Firm Performance: Evidence from Italy. Available at: <https://ssrn.com/abstract=2726303>
- Sah, R., and Stiglitz, J. (1986). The architecture of economic systems: Hierarchies and polyarchies. **American Economic Review**, 76(4), 716–727.
- Sanders, W., Hambrick, D. (2007). Swinging for the fences: the effects of CEO stock options on company risk taking and performance. **The Academy of Management Journal**, 50(5), 1055–1078.

- Shahzad, F., Fareed, Z., Wang, Z., and Shah, S. (2020). Do Idiosyncratic Risk, Market Risk, and Total Risk Matter During Different Firm Life Cycle Stages? **Physica A: Statistical Mechanics and its Applications**, Elsevier, 537(C), pp.1-18.
- \_\_\_\_\_, Lu, J., and Fareed, Z. (2019). Does firm life cycle impact corporate risk taking and performance? **Journal of Multinational Financial Management**. 51(C), 23-44.
- Su, K., Li, L., and Wan, R. (2017). Ultimate ownership, risk-taking and firm value: Evidence from China. **Asia Pacific Business Review**, 23(1), 10-26.
- \_\_\_\_\_, Liu, H., and Zhang. H. (2019). Board size, social trust, and corporate risk taking: Evidence from China. **Managerial and Decision Economics**, 40(6), 596-609.
- Tabachnick, G., and Fidell, S. (2013). **Using multivariate statistics**. (6<sup>th</sup> ed.). Boston, MA: Allyn & Bacon.
- UK Corporate Governance Code (2010). **UK Corporate Governance Code**. Financial Services Authority, London, UK.
- Verbeek, M. (2014). **A Guide to Modern Econometrics**. 4<sup>th</sup> Edition, John Wiley & Sons. available at: [https://www.academia.edu/34753984/Marno\\_Verbeek\\_A\\_Guide\\_to\\_Modern\\_Econometrics\\_Wiley](https://www.academia.edu/34753984/Marno_Verbeek_A_Guide_to_Modern_Econometrics_Wiley)
- Wang, C.-J. (2012). Board size and firm risk-taking. **Rev Quant Finan Acc**, 38(4), 519-542.
- Wright, P., Ferris, S., Sarin, A., and Awasthi, V. (1996). Impact of corporate insider, blockholder, and institutional equity ownership on firm risk taking. **The Academy of Management Journal**, 39 (2), 441-458.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. **Journal of Financial Economics**, 40(2), 185-211
- Younas, Z., Klein, C., Trabert, T., and Zwergel, B. (2019). Board composition and corporate risk-taking: a review of listed firms from Germany and the USA. **Journal of Applied Accounting Research**, 20(4), 526-54.