

# أثر الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال: دراسة تطبيقية

أ. د مصطفى عطية الغندور  
أستاذ المحاسبة المتفرغ  
كلية التجارة - جامعة المنصورة

أ.د كمال عبد السلام علي حسن  
أستاذ المحاسبة الخاصة  
كلية التجارة - جامعة المنصورة

سميه طه محمد السيد  
المعيد بقسم المحاسبة  
كلية التجارة - جامعة المنصورة

## ملخص البحث:

استهدف البحث دراسة واختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر غير المالية و تكلفة رأس المال، وأثر الآليات الداخلية لحوكمة الشركات بالتركيز على (مجلس الإدارة، لجنة المراجعة، ولجنة إدارة المخاطر) على تلك العلاقة. ولتحقيق هدف البحث تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في مؤشر EGX100 ، وبلغت عينة الدراسة ٧٦ شركة غير مالية، وذلك خلال الفترة من ٢٠١٧ - ٢٠١٩. وتوصلت الدراسة إلى انخفاض مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية في عينة الدراسة، كما توصلت إلى وجود تأثير طردي معنوي للإفصاح عن المخاطر غير المالية على تكلفة رأس المال، وتأثير عكسي ذو دلالة إحصائية لكلاً من استقلالية مجلس الإدارة، حجم لجنة المراجعة، عدد اجتماعات لجنة المراجعة، ووجود لجنة لإدارة المخاطر، على العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال. بينما لا يوجد أي تأثير معنوي لحجم مجلس الإدارة، واستقلالية المدير التنفيذي على تلك العلاقة.

## Abstract:

This research investigates the relationship between the level of disclosure of non-financial risk and the cost of capital, in addition to the impact of the internal mechanisms of corporate governance (Board of Directors, Audit committee, risk management committee), on the relationship. In order to achieve the objective of the research, An empirical study was conducted on a sample non-financial companies from the EGX100 , during the period from 2017- 2019. The study found a low level of disclosure of non-financial risk in the financial reports of EGX100 companies, It also concluded that there is a direct and significant effect of the level of disclosure of non-financial risk on the cost of capital, an inverse effect of statistical significance for each of the independence of the Board of Directors, the size of the Audit committee, the number of audit committee meetings, and the risk management committee, on the relationship between The level of non-financial risk disclosure and the cost of capital. While there is no significant effect of the size of the board, and the independence of the CEO, on the relationship.

## ١ - مقدمة البحث

تتعلق تكلفة رأس المال بتكلفة الأموال التي تحصل عليها الشركة لتمويل استثماراتها عن طريق الاقتراض أو إصدار الأسهم؛ لذا تعد تكلفة رأس المال من العناصر الأساسية لتقييم جودة القرار الإستثماري، فكما يبحث المستثمر على عائد لأمواله المستثمرة، فالشركة أيضًا تسعى للحصول على عائد يفوق تكلفة استثمار أموالها، ولا يتم تحقيق أهداف الطرفين إلا من خلال تقليل فجوة عدم تماثل المعلومات بينهما، والتي ترتبط ارتباطًا وثيقًا بمستوى الإفصاح فكلما زاد مستواه قلت الفجوة وبالتالي قلت المخاطر التي تتعرض لها الشركة، الأمر الذي ينعكس إيجابيًا على تكلفة رأس المال (النعمي، ٢٠١٩). ويتم الإعتماد على التقارير المالية للشركة بما تتضمنه من معلومات مالية وغير مالية لإتخاذ القرارات؛ حيث يتم إيصال المعلومات إلى المستفيدين من خلالها، والتي تساعدهم على تقييم قدرة الشركة على الإستمرارية وتوليد التدفقات النقدية وتحقيق الربحية، كما يمكن استخدامها كنقطة بداية في إجراء ما يلزم من تحليلات وتقديرات وتوقعات مالية عن أعمال وأنشطة الشركة المستقبلية (عبد السلام، ٢٠٠٩).

كما تلعب التقارير المالية المنشورة دورًا هامًا في توفير معلومات عن المخاطر والعوائد المستقبلية للشركة، والتي يتم الإعتماد عليها من قبل أصحاب المصالح في اتخاذ القرارات مما ينعكس على كفاءة الأسواق المالية؛ ولهذا شهدت السنوات الماضية اهتمامًا متزايدًا من قبل الهيئات المهنية والتنظيمية لتطوير الإفصاح عن المخاطر كأحد أبعاد تحسين جودة التقارير المالية (ضيف، ٢٠١٤)، ولكن على الرغم من أن الإفصاح عن المخاطر غير المالية يوفر معلومات كمية ونوعية تتعلق بتقدير حجم وقيمة وتوقيت التدفقات النقدية المستقبلية، وهذا ما يبرز دوره في توفير المعلومات ذات القيمة لمستخدمي القوائم والتقارير المالية، إلا أن المعايير المحاسبية والمنظمات المهنية ركزت على الإفصاح عن المخاطر المالية؛ لذا يصبح الإفصاح عن معلومات المخاطر غير المالية إفصاحًا اختياريًا حيث لا يوجد إلزام بذلك من الجهات الرقابية (السمادوني، ٢٠٢٠)، فقد هدف المعيار الدولي للتقارير المالية IFRS7 المعيار المصري رقم (٤٠) بالإفصاح عن طبيعة ومدى المخاطر التي تتعرض لها الأدوات المالية التي تدخل فيها الشركة، وكيفية إدارتها، وتشمل مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة، ومخاطر السوق دون الاهتمام بالإفصاح عن المخاطر غير المالية.

وقد أشار الدليل المصري لحوكمة الشركات الصادر بتاريخ ٢٦ يوليو ٢٠١٦ في الباب الثالث: بعنوان (الإفصاح والشفافية) أن الإفصاح والشفافية عن الأمور المالية وغير المالية من الأعمدة الرئيسية لحوكمة الشركات التي من شأنها أن تؤثر على كفاءة ومصداقية وتوازن الأسواق وتحقيق العدالة والحماية للمستثمرين وأصحاب المصالح مما يدعم مناخ الاستثمار والاقتصاد الكلي، كما ينبغي على الشركة الإفصاح عن أهم المخاطر التي تواجهها وسبل إدارتها، (الدليل المصري لحوكمة الشركات، ٢٠١٦)؛ لذا يسعى الباحث إلى دراسة وتحليل مدى تأثير الإفصاح عن المخاطر غير المالية على تكلفة رأس المال، وبيان الدور المعدل للآليات الداخلية لحوكمة الشركات على العلاقة.

## ٢ - مشكلة البحث

بناءً على العرض السابق تتمثل مشكلة البحث في دراسة وتحليل مدى تأثير الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وتكلفة رأس المال؛ حيث يمكن القول بأن حوكمة الشركات يمكن أن تلعب دورًا معدّل على العلاقة، نظرًا لما توفره من حماية حقوق أصحاب المصالح كالمساهمين والدائنين، تحسين كفاءة التشغيل ودعم الرقابة على

الأداء، الحد من تأثير المخاطر والأزمات بالإضافة إلى توفير التمويل وتخفيض تكلفة رأس المال. وبالتالي يمكن تلخيص مشكلة البحث في الإجابة عن التساؤلات التالية:

- ما هو مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية في التقارير المالية لشركات (EGX 100) المسجلة في البورصة المصرية؟
- هل يؤثر مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية على تكلفة رأس المال؟
- هل يختلف تأثير مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية على تكلفة رأس المال في ضوء الآليات الداخلية لحوكمة الشركات.

### ٣- فروض البحث

يمكن صياغة فروض البحث على النحو التالي:

١/٣ الفرض الرئيسي الأول: يوجد تأثير معنوي لمستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية على تكلفة رأس المال.

٢/٣ الفرض الرئيسي الثاني: يوجد تأثير معنوي للآليات الداخلية لحوكمة الشركات على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال. ولاختبار هذا الفرض الرئيسي سيتم تقسيمه إلى الفروض الفرعية التالية:

١/٢/٣ يوجد تأثير معنوي لحجم مجلس الإدارة على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال.

٢/٢/٣ يوجد تأثير معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال.

٣/٢/٣ يوجد تأثير معنوي لاستقلالية المدير التنفيذي على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال.

٤/٢/٣ يوجد تأثير معنوي لحجم لجنة المراجعة على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال.

٥/٢/٣ يوجد تأثير معنوي لعدد اجتماعات لجنة المراجعة على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال.

٦/٢/٣ يوجد تأثير معنوي للجنة إدارة المخاطر على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال.

### ٤- أهداف البحث

١/٤ تحديد مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية في التقارير المالية لشركات (EGX 100) المسجلة في البورصة المصرية.

٢/٤ دراسة وتحليل تأثير الإفصاح عن المخاطر غير المالية على تكلفة رأس المال.

٣/٤ تحديد مدى تأثير الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال.

## ٥- أهمية البحث

### تستمد أهمية البحث من جانبين رئيسيين:

**الأهمية الأكاديمية:** يستمد هذا البحث أهميته من خلال وجود ندرة في الدراسات الأكاديمية- في حدود علم الباحث- التي تناولت مدى تأثير الإفصاح عن المخاطر غير المالية كأحد أنواع المخاطر الإختيارية على التكلفة المرجحة لرأس المال، وكذلك بيان الدور المعدل لحوكمة الشركات على العلاقة، وهو ما يساهم في تحليل مدى قدرتها علي تلبية احتياجات أصحاب المصالح.

**الأهمية العملية:** تساهم هذه الدراسة في تقديم أدلة عملية علي الأثار المترتبة للإفصاح عن المخاطر غير المالية والتي تم تحديدها في تكلفة رأس المال، وكذلك بيان دور حوكمة الشركات في ذلك، حيث تقدم الدراسة معلومات وأدلة عملية قد تعمل على تحفيز الشركات على زيادة الإفصاح عن المخاطر غير المالية التي تحيط بها.

## ٦- نطاق البحث

- تقتصر الدراسة الحالية على قياس أثر مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية، على تكلفة رأس المال، دون التطرق إلى الإفصاح عن المخاطر المالية.
- تقتصر الدراسة على قياس الأثر خلال الفترة من ٢٠١٧-٢٠١٩، على الشركات غير المالية المدرجة ضمن مؤشر EGX100 .
- اقتصرت الدراسة على بيان الدور المعدل لأحد الآليات الداخلية لحوكمة الشركات التي حددتها الدراسة في مجلس الإدارة، لجنة المراجعة، ولجنة إدارة المخاطر.
- تقتصر الدراسة على استخدام مؤشر غير مرجح لقياس مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية.
- تقتصر الدراسة على استخدام النموذج المرجح لتكلفة رأس المال لقياس التكلفة.

## ٧- منهجية البحث

تم الإعتماد على كل من المنهج الاستنباطي والمنهج الإستقرائي وذلك على النحو التالي: المنهج الاستنباطي: هو الإعتماد على التسلسل المنطقي من الفروض أو البديهيات المسلم بها للوصول إلى استنتاجات معينة تؤدي إلى تكوين نظريات خاصة محددة المعالم تفسر أوضاع خاصة، وذلك من خلال الإطلاع على الكتب والدوريات العلمية المتخصصة والدراسات السابقة التي يتضمنها الفكر المحاسبي والإصدارات المهنية من معايير المحاسبة ذات الصلة بموضوع الدراسة الحالية، للخروج بتأصيل نظري حول الإفصاح عن المخاطر غير المالية وأثرها على التكلفة المرجحة لرأس المال في ضوء الآليات الداخلية لحوكمة الشركات. كما تم الإعتماد على المنهج الاستقرائي وذلك من خلال استقراء الواقع والمشاكل ذات الصلة بموضوع الدراسة الحالية؛ حيث يقوم الباحث بالدراسة التطبيقية اعتمادًا على بيانات فعلية لعينة من الشركات المدرجة في البيئة المصرية.

**٨- خطة البحث:** في ضوء طبيعة المشكلة وسعيًا لاختبار فروض البحث وتحقيقًا لأهدافه سيتم عرض الجزء الباقي من البحث على النحو التالي: عرض وتحليل الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال، الإطار النظري للبحث، الدراسة التطبيقية، ثم عرض النتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة.

٩- عرض وتحليل الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال

١/٩ دراسة (Semper et al., 2014) بعنوان:

**"Risk disclosure and cost of equity: The Spanish case"**

**"الإفصاح عن المخاطر وتكلفة حقوق الملكية: حالة من الشركات الإسبانية"**

هدفت الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر المالية وغير المالية وتكلفة حقوق الملكية، وشملت عينة الدراسة الشركات غير المالية المدرجة في البورصة المدرية للفترة من ٢٠٠٧ - ٢٠٠٩، وقد قامت الدراسة ببناء مؤشر لقياس مستوى الإفصاح عن المخاطر. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ضعيفة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر وتكلفة حقوق الملكية، كما توصلت الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة حقوق الملكية، ولكن توجد علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح عن المخاطر المالية وتكلفة حقوق الملكية.

٢/٩ دراسة (Nahar et al., 2016) بعنوان:

**"Risk disclosure, cost of capital and bank performance"**

**"الإفصاح عن المخاطر، تكلفة رأس المال وأداء البنك"**

هدفت الدراسة إلى استكشاف العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر وتكلفة حقوق الملكية وكذلك معرفة العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر وأداء الشركة، ولتحقيق ذلك تم بناء مؤشر لقياس مستوى الإفصاح عن المخاطر، وشملت عينة الدراسة ٣٠ بنك من البنوك المدرجة في بورصة دكا خلال الفترة من ٢٠٠٦ - ٢٠١٢. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح عن المخاطر وتكلفة حقوق الملكية، وبديل ذلك أن الإفصاح عن المخاطر يعمل على تقليل فجوة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين ويعزز من ثقتهم، ومن ناحية أخرى توصلت الدراسة أن هناك علاقة عكسية بين الإفصاح عن المخاطر والأداء المصرفي، وبررت الدراسة ذلك بأن البنوك ذات الأداء الضعيف لديها استعداد للمزيد من الإفصاح عن المخاطر لزيادة ثقة المستثمرين في الشركة؛ وبالتالي تحسين الأداء المالي في المستقبل.

٣/٩ دراسة (Sumardani&Handayani, 2019) بعنوان

**"The effect of risk disclosure on the cost of equity capital and firm value"**

**"تأثير الإفصاح عن المخاطر على تكلفة حقوق الملكية وقيمة الشركة"**

هدفت الدراسة إلى قياس مدى تأثير الإفصاح عن المخاطر على تكلفة حقوق الملكية، وشملت عينة الدراسة ٩٩ شركة مدرجة في بورصة إندونيسيا، خلال الفترة من ٢٠١٥- ٢٠١٧. وتوصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن مخاطر الشركات له تأثير سلبي على تكلفة حقوق الملكية، كما يوجد تأثير إيجابي على قيمة الشركة.

٤/٩ دراسة (رضوان، ٢٠٢٠) بعنوان:

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

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر الإفصاح الطوعي عن المخاطر والوقتية على كل من عوائد الأسهم وتكلفة التمويل، وشملت عينة الدراسة ٩٠ شركة غير مالية مدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة ٢٠١٢-٢٠١٦. وتوصلت الدراسة إلى أن الإفصاح الطوعي عن مخاطر الأعمال والمخاطر الاستراتيجية له تأثير معنوي على عوائد الأسهم، وأن الإفصاح الطوعي عن المخاطر الاستراتيجية له تأثير معنوي على تكلفة التمويل، كما توصلت إلى أن التأخير في إصدار التقارير المالية له تأثير سلبي على العلاقة بين الإفصاح الطوعي عن المخاطر وتكلفة التمويل.

٥/٩دراسة (صالح، ٢٠٢٠) بعنوان:

"الإفصاح عن المخاطر وتكلفة رأس المال في الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية"

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر الإفصاح عن المخاطر على تكلفة رأس المال في البيئة المصرية، وتمت الدراسة الميدانية على عينة تتكون من ٨٤ مشاهدة، وذلك خلال عامي ٢٠١٤ و٢٠١٥. وتوصلت الدراسة إلى وجود اختلافات معنوية في الإفصاح عن المخاطر طبقاً لنوع المعلومات المفصح عنها، حيث يزداد الإفصاح عن معلومات المخاطر المحايدة والايجابية مقارنة بالمعلومات السلبية، كما توصلت إلى عدم وجود تأثير معنوي لإجمالي المعلومات المرتبطة بالمخاطر على تكلفة رأس المال، بينما يوجد تأثير معنوي لكل من المخاطر المحايدة والايجابية على تكلفة رأس المال.

يتضح مما سبق:

- تضارب نتائج الدراسات السابقة التي تناولت أثر الإفصاح عن المخاطر على تكلفة التمويل بحقوق الملكية، فقد توصلت دراسة (Semper et al., 2014) إلى وجود علاقة موجبة بين الإفصاح عن المخاطر المالية وتكلفة حقوق الملكية، ولكن لم تتوصل إلى أي علاقة بين الإفصاح عن المخاطر غير المالية والتكلفة، في حين توصلت دراسة كل من ( Nahar et al., 2016; Sumardani & Handayani, 2019 ) إلى وجود علاقة عكسية بين الإفصاح عن المخاطر وتكلفة حقوق الملكية، على عكس دراسة (صالح، ٢٠٢٠) التي توصلت إلى عدم وجود تأثير معنوي لإجمالي المعلومات المرتبطة بالمخاطر على تكلفة رأس المال، كما وجدت دراسة (رضوان، ٢٠٢٠) أن الإفصاح الطوعي عن المخاطر الاستراتيجية له تأثير معنوي على تكلفة التمويل.
- قلت الدراسات السابقة التي تناولت التأثير المتوقع لمستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية على تكلفة رأس المال.

**وما يميز الدراسة الحالية** أنها ستركز على المخاطر غير المالية؛ نظراً لعدم وجود اهتمام كافي من قبل الدراسات السابقة خاصة في البيئة المصرية للآثار المترتبة على الإفصاح عن المخاطر غير المالية، وذلك من خلال بيان أثرها على التكلفة المرجحة لرأس المال، كما أنها ستتناول موضوعاً هاماً تم تجاهله في الدراسات السابقة، ألا وهو بيان الدور المعدل للآليات الداخلية لحوكمة الشركات على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال.

## ١٠- الإطار النظري للبحث

سيتناول هذا الجزء ماهية المخاطر غير المالية وأنواعها وأهمية الإفصاح عنها بالإضافة إلى طبيعة تكلفة رأس المال والعوامل المؤثرة عليها، وسيتم بيان ذلك على النحو التالي:

### ١/١٠ ماهية المخاطر غير المالية وأنواعها

١/١/١٠ مفهوم المخاطر: لا يوجد اتفاق بين الباحثين على تعريف محدد للخطر، فقد تم تعريف المخاطر بأنها "الخسارة المحتملة التي تؤثر على صافي التدفقات النقدية للشركة" (Cabedo & Tirado, 2004). كما تم تعريفها وفق المعيار المحاسبي الألماني (GAS 5) على أنها "احتمال حدوث تأثير سلبي في المستقبل على الوضع الاقتصادي للشركة" (Elshandidy & Shrivies, 2016)، بينما اتجه البعض الآخر من الدراسات إلى المفهوم الشامل، فقد أشارت دراسة (Solomon et al., 2000) أن المخاطر هي "عدم التأكد المرتبط بكل من الأرباح والخسائر المحتملة". كما تم تعريفها في دراسة (Elamer et al., 2019) على أنها "عدم التأكد والانحراف عن القيم المتوقعة، التي قد تؤدي إلى مكاسب أو خسائر محتملة". بينما تبنت دراسة (Ibrahim & Hussainey, 2019) وجهة نظر ماقبل الحادثة للمخاطر على أنها خسائر فقط فبررت الدراسة ذلك بمجموعة من الأدلة النظرية والعملية منها بأن القوانين واللوائح المنظمة للإفصاح عن المخاطر تركز على المخاطر من الجانب السلبي.

وبالتالي يمكن تعريف المخاطر بأنها احتمال تعرض الشركة لأحداث متوقعة أو غير متوقعة داخلية أو خارجية، مما ينتج عنها خسارة أو ضرراً للشركة في الوقت الحالي أو في المستقبل. ويجدر الإشارة بأنه عند الإفصاح عن المخاطر يجب أن يتم الإفصاح عن كافة المعلومات التي تصف المخاطر الرئيسية التي تحط بالشركة في الوقت الحالي، وكذلك تأثيرها الاقتصادي المتوقع على الأداء المستقبلي، وتشمل: معلومات مستقبلية تساعد المستثمرين المرتقبين على تقدير التدفقات النقدية المستقبلية، معلومات عن مصادر عدم التأكد بتوقعات التدفقات النقدية المستقبلية للشركة، ومعلومات عن مصادر المخاطر غير القابلة للتنويع التي يجب تضمينها في تكلفة رأس المال (Miikinen, 2012).

٢/١/١٠ مفهوم المخاطر غير المالية وأنوعها: لقد تم تعريف المخاطر غير المالية بأنها المخاطر ذات التأثير المالي غير المباشر على أصول وإلتزامات الشركة، حيث تظهر آثارها في الأجل الطويل بما يؤثر على المركز التنافسي للشركة (ICAEW, 1997) وتشمل: **المخاطر التشغيلية** وهي الخسائر الناتجة عن فشل العمليات الداخلية، الأفراد والأنظمة، والأحداث الخارجية (Shaik, 2014). **المخاطر الاستراتيجية**: تتمثل في المخاطر المرتبطة بخطط واستراتيجيات الشركة المستقبلية، والتغيرات التي تحدث في البيئة الخارجية المحيطة للشركة، كالتغيرات السياسية والإقتصادية؛ حيث يتولد عن التطور في البيئة الاقتصادية درجة عالية من عدم التأكد، مما يؤثر على أداء الشركة (Cabedo & Tirado, 2004). **مخاطر التمكين**: هي المخاطر المتعلقة بالعنصر البشري وتتمثل في خطر القيادة والذي يشير إلى عدم القدرة على قيادة العناصر البشرية داخل الشركة، كما تشمل على المخاطر المرتبطة بعدم وضوح خطوط السلطة والمسئولية، وكذلك المخاطر المرتبطة بعدم إنجاز الأطراف الخارجية للمهام الموكلة إليها، بالإضافة إلى فقدان الشركة للمهارات القادرة على مواكبة التغيرات التكنولوجية، ومخاطر تجاوز السلطة (حسن، ٢٠١٤)، **مخاطر النزاهة**: تتمثل في الخسائر الناتجة عن غش الإدارة والموظفين والتصرفات غير المسموح بها التي تؤثر سلباً على التصور العام لأداء الشركة مما يؤدي إلى الإضرار بالسمعة (Shaik, 2014; رضوان، ٢٠٢٠). **مخاطر تكنولوجيا المعلومات**: خطر عدم وفاء البنية التحتية للنظم التكنولوجية من برامج ومعدات وشبكات

بالاحتياجات الحالية والمستقبلية لأعمال الشركة، بالإضافة إلى مدى سلامة وتكامل الإجراءات خلال مرحلة التشغيل، ومخاطر سرية وخصوصية البيانات المخزنة في النظام (حسن، ٢٠١٤).

### ٣/١/١٠ أهمية الإفصاح عن المخاطر

تتمثل أهمية الإفصاح عن المخاطر في أنه يعمل على تحسين شفافية التقارير المالية للشركات ويجعلها أكثر ملائمة لإتخاذ القرارات، ويمكن توضيح أهمية الإفصاح عن المخاطر من الناحية النظرية على النحو التالي (عبد الهادي، ٢٠٢١):

- تخفيض تكلفة رأس المال والحصول على التمويل الخارجى.
- الحد من مشاكل الوكالة، من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات بين معدي التقارير المالية وبين مستخدميها.
- زيادة فرص الشركة في تسجيل وطرح أوراقها المالية في الأسواق العالمية؛ وذلك نتيجة شفافية الإفصاح عن المخاطر التي تتعرض لها الشركة.
- تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات بين الفئات المختلفة من أصحاب المصالح.
- مساعدة المستثمرين الحاليين والمرتقبين في تقدير مخاطر الأداء الاقتصادي المستقبلي للشركة، وبالتالي ترشيد القرارات الإستثمارية الخاصة بتشكيل محفظة الإستثمار.
- مساعدة المستثمرين على مساءلة الإدارة عن الترتيبات التي اتخذتها من أجل تجنب المخاطر أو تخفيض أثارها السلبية.
- مساعدة الجهات الحكومية والرقابية على التدخل السريع واتخاذ الإجراءات التصحيحية في الوقت المناسب.

### ٢/١/١٠ طبيعة تكلفة رأس المال والعوامل المؤثرة عليها

١/٢/١٠ مفهوم تكلفة رأس المال: تعتبر تكلفة رأس المال من أكثر المفاهيم تأثيراً في عملية صنع القرار الاستثماري، فهي تستخدم كمعيار أساسي يمكن تحقيقه للحفاظ على المستوى الحالي لقيمة الشركة، فإذا ما حققت الشركة عائداً أكبر من تكلفة رأس المال، فإنه يتوقع أن تزداد القيمة السوقية لأسهمها (عبد الغنى، ٢٠٠١). وتجدر الإشارة أن هناك اختلاف بين الهيكل التمويلي وهيكل رأس المال حيث يشتمل الهيكل التمويلي على مزيج من مصادر التمويل طويل الأجل بالإضافة إلى مصادر التمويل قصيرة الأجل، بينما يشتمل هيكل رأس المال على مصادر التمويل طويلة الأجل فقط، وتتمثل في كل من القروض طويلة الأجل، السندات، الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، والأرباح المحتجزة (ناصر، ٢٠١٤؛ Brealy at el, 2006)، كما أشار (Okegbe et al., 2019) أن الهيكل الأمثل لرأس المال يعني تدني المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال وبالتالي زيادة قيمة الشركات.

وتشتمل تكلفة رأس المال على مزيج من تكلفة الاقتراض وتكلفة حقوق الملكية (Brealy at el., 2006) فيمكن تعريف تكلفة الاقتراض بأنها "معدل العائد المطلوب من قبل الدائنين للقبول بإقراض الشركة، مع التحكم في مدة استحقاق الدين وفقاً للمخاطر المحيطة بالشركة"، بينما يتم تعريف تكلفة حقوق الملكية بأنها "معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين للقبول للاستثمار في الشركة، والمكون من العائد الذي يمكن الحصول عليه من استثمار خالي من المخاطر مضافاً إليه علاوة تعويض عن المخاطر المحيطة بالشركة" (جمعة، ٢٠١٧).

٢/٢/١٠ العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال: تتنوع العوامل المؤثرة في تكلفة رأس المال، فمنها اختلاف المعلومات بين المستثمرين وإدارة الشركة. فالمستثمر الذي لديه معلومات قليلة



وغير كافية عن الشركة يرتفع مستوى الخطر لديه ومن ثم ترتفع تكلفة رأس المال، كما تتأثر تكلفة رأس المال بعامل اختلاف المعلومات ليس فقط بين المستثمرين وإدارة الشركة ولكن أيضاً بين المستثمرين أنفسهم (عبد الغني، ٢٠٠١). وقد ذكر (بن الضب، ٢٠١٣) العوامل التي يمكن أن تؤثر على تكلفة رأس المال وتتمثل فيما يلي: التوزيعات المدفوعة والتدفقات السنوية المتوقعة، سعر الفائدة السائد في السوق النقدية، نشاط الشركة و المخاطر المحيطة بها، كفاءة مجلس الإدارة (الحوكمة) و توزيع رأس المال، أسعار أسهم الشركات المماثلة، السياسة النقدية والاقتصادية والأحداث السياسية.

### ٣/١٠ العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر و تكلفة رأس المال .

يعد مستوى إدراك المستثمرين والمقرضين للفرص الإستثمارية والمخاطر النظامية المرتبطة بهذه الفرص المتعددة عاملاً أساسياً يؤثر على تكلفة رأس المال لأنه يفسر سلوك المستثمرين وإقبالهم على أسهم بعض الشركات دون الأخرى (مسعد، ٢٠١٧). فقد توصلت دراسة (Semper et al., 2014) إلى وجود علاقة موجبة بين الإفصاح عن المخاطر وتكلفة التمويل بحقوق الملكية، بينما أشارت دراسة كل من (Dignah et al, 2017; Lajili & Zeghal, 2005) بأن التوسع في الإفصاح عن المخاطر يعمل على تقليل مشكلة عدم تماثل المعلومات، كما أنه يعمل على تحسين إدارة المخاطر وبالتالي تخفيض تكلفة رأس المال. وقد قامت دراسة (Tirado-Beltrán et al., 2020) باختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وتكلفة حقوق الملكية، وتوصلت بأنه لا توجد علاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر وتكلفة حقوق الملكية، ولكن أشارت بأنه عندما يتم تقسيم معلومات المخاطر إلى مخاطر مالية وغير مالية، توجد علاقة إيجابية بين مستوى الإفصاح عن المخاطر المالية وتكلفة حقوق الملكية؛ وذلك لأن المستثمرين ينظرون إلى معلومات المخاطر المالية على أنها عامل خطر رئيسي وبالتالي يطالبون بعلاوة مخاطر أعلى، ولكن لا يوجد أي تأثير للإفصاح عن المخاطر غير المالية. وفي نفس الاتجاه أشارت دراسة (Uddin & Hassan, 2011) أن زيادة مستوى الإفصاح عن المخاطر قد يزيد من عدم التأكد في الاستثمار، والشك في أداء الشركة في المستقبل، ولكن مع زيادة المعلومات يمكن للمستثمرين تنويع محافظهم بشكل فعال لتقليل مستوى مخاطر السوق. كما أشارت دراسة (رضوان، ٢٠٢٠) بأن الإفصاح الطوعي عن المخاطر يوفر معلومات مفيدة للمستثمرين وأصحاب المصالح ويحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات، وقد توصلت الدراسة أن المخاطر الاستراتيجية دون غيرها من المخاطر غير المالية، لها تأثير معنوي على تكلفة التمويل.

**ومما سبق يتوقع الباحث أن الإفصاح الطوعي عن المخاطر غير المالية قد يؤثر على إدراك وتقييم المستثمرين والمقرضين للمخاطر التي تتعرض لها الشركة وتقليل عدم التأكد للتباين في التدفقات النقدية المستقبلية؛ حيث أنه يقلل من عدم التأكد بشأن التباين ولكنه قد يزيد من تكلفة رأس المال، فإذا زاد الإفصاح عن المخاطر فإن تصور ممولي رأس المال للتباين يكون مرتفعاً، وبالتالي تزداد تكلفة رأس المال والعكس صحيح. ولكن يمكن القول بأن هذه التأثير قد يختلف باختلاف الهيكل الجيد لحوكمة الشركات؛ حيث يمكن أن تلعب حوكمة الشركات دوراً فعالاً لرفع ثقة الأطراف الخارجية (المستثمرين والمقرضين) في أداء الشركة وكيفية إدارة تلك المخاطر؛ لذا سيتم بيان مدى تأثير الآليات الداخلية لحوكمة الشركات بالتركيز على (مجلس الإدارة، لجنة المراجعة، ولجنة إدارة المخاطر) على العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال.**

#### ٤/١٠ الدور المعدل للآليات الداخلية لحوكمة الشركات على العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وتكلفة رأس المال.

تعرف آليات الحوكمة بأنها مجموعة من الوسائل والأدوات التي تطبقها المنشأة لمواجهة المشاكل التي تتعرض لها، خاصة مشكلة الوكالة التي تنشأ بين الإدارة والمساهمين من ناحية، وبين الأقلية والأغلبية المسيطرة من حملة الأسهم من ناحية أخرى. كما تعمل على مراقبة أداء وسلوك الإدارة العليا لإتخاذ القرارات التي تلبي إحتياجات أصحاب المصالح، وتحسين قيمة المنشأة" (أحمد، ٢٠١٩)، وقد اتفق العديد من الباحثين على تقسيم آليات الحوكمة إلى آليات داخلية وآليات خارجية، حيث يقصد بالآليات الداخلية الحوكمة الداخلية بأنها "الوسائل والتدابير التي تطبقها الشركة داخلياً لتحديد العلاقة بين المساهمين ومجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين وأصحاب المصالح" (أبو بركة، ٢٠١٧). في حين تشير آليات الحوكمة الخارجية إلى "السيطرة التي تمارس من قبل أصحاب المصالح والأسواق، أو بوصفها كآليات مساعلة، فهي تعمل على تقوية الحوكمة الداخلية" (التهامي، ٢٠١٠). وتجدر الإشارة بأنه سيتم التركيز فقط على بعض الآليات الداخلية لحوكمة الشركات، والمتمثلة في مجلس الإدارة، لجنة المراجعة، ولجنة إدارة المخاطر كمتغيرات معدلة على العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال.

#### ١/٤/١٠ الدور المعدل لمجلس الإدارة على العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وتكلفة رأس المال.

يعتبر مجلس الإدارة من أهم الآليات الداخلية للحوكمة، فهو الذي يتولى قيادة وإدارة المنظمة، وفضلاً عن أنه المنوط بتخفيض تكلفة الوكالة من خلال أداء مهامه بما يتوافق مع مصالح الملاك والأطراف الأخرى ذوي المصالح في المنظمة (عمران، ٢٠١٥). (Elshandidy&Neri, 2015).

وتشير نظرية الوكالة أن زيادة نسبة المديرين غير التنفيذيين تخفف من حدة الصراع بين المديرين والمساهمين من خلال زيادة الشفافية؛ مما يؤدي إلى الحد في عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين وكذلك تساعد على تخفيض تكلفة الرقابة، كما توصلت دراسة (Elshandidy&Neri, 2015) بأنه كلما زاد نسبة المديرين غير التنفيذيين زادت ثقة المستثمرين في معلومات المخاطر التي يتم الإفصاح عنها، وبناء توقعاتهم عليها. كما أشارت دراسة (Habtoor & Ahmad, 2017) بأن سياسات الإفصاح عن الشركة تتبع من مجلس الإدارة، كما يتم إعداد التقارير السنوية تحت إشرافها؛ لذا فإن وجود مجالس إدارة فعالة أمر بالغ الأهمية وذلك للتخفيف من مشاكل الوكالة مع تعزيز الإفصاح عن الشركات. كما تشير نظرية الوكالة إلى أن مجالس الإدارة التي يسيطر عليها مدراء مستقلون وخارجيون أكثر فعالية في مراقبة سلوك الإدارة وقرارات المديرين التنفيذيين، كما أنه من المتوقع أن يوفر أعضاء مجلس الإدارة المستقلين نسبة أعلى من الإفصاحات المتعلقة بالمخاطر لجذب رأس المال بتكلفة أقل، وتوسيع قاعدة العملاء، والاحتفاظ بالسمعة والشرعية؛ حيث ينظر المستثمرون إلى استقلالية أعضاء مجلس الإدارة كإشارة لجودة إدارة الشركة، فقد توصلت الدراسة إلى علاقة إيجابية بين استقلالية مجلس الإدارة ومدى قدرة الشركة على توفير الموارد المالية. كما توصلت دراسة كلاً من (Aishirah et al., 2020؛ السمدوني، ٢٠٢٠) إلى وجود تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية لإزدواجية الدور الوظيفي على مستوى الإفصاح عن المخاطر، وذلك يتفق مع نظرية الوكالة التي تصر على الفصل بين دور رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب من أجل الإفصاح عن المخاطر بصورة سليمة وعرض الموقف الفعلي لأصحاب المصالح.

كما أشارت دراسة (Anwar et al., 2019) على أهمية تأثير حوكمة الشركات على إمكانية الحصول على رأس المال بتكلفة منخفضة، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة بين استقلالية المدير التنفيذي وانخفاض تكلفة رأس المال. كما يعتبر حجم مجلس الإدارة عامل حاسم لفاعلية حوكمة الشركات؛ فالمجالس الكبيرة يمكن أن توفر التنوع الذي يساعد الشركات على ضمان الموارد والحد من بيئة عدم التأكد، ومن ناحية أخرى، مشاكل التنسيق والاتصال واتخاذ القرارات التي تعوق أداء الشركة تزيد بزيادة عدد الأعضاء (التهامي، ٢٠١٠). فقد توصلت دراسة (السمادوني، ٢٠٢٠) إلى وجود تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية لحجم مجلس الإدارة على مستوى الإفصاح الاختياري عن المخاطر، وتفسر هذه النتيجة أن زيادة عدد الأعضاء يؤدي لتنوع الخبرات المحاسبية والاقتصادية، مما يشجع على مزيد من الإفصاح والشفافية. كما أشارت دراسة كل من (Coffie et al., 2018; Doğan & Acar, 2020) بأن المقرضين والمستثمرين يأخذون في الاعتبار أهمية كبر حجم مجلس الإدارة، حيث توصلوا إلى وجود علاقة عكسية بين حجم مجلس الإدارة ومعدل العائد المطلوب من قبل الممولين لرأس المال.

#### ٢/٤/١٠ الدور المعدل للجنة المراجعة على العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وتكلفة رأس المال.

يقوم مجلس الإدارة بتشكيل لجنة المراجعة بحيث تتمتع بالاستقلالية في أداء عملها، ويتم تشكيل لجنة المراجعة من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين والمستقلين أو من خارج الشركة على أن يكون من بينهم عضوًا واحدًا على الأقل ممن لديهم معرفة ودراية بالأمر المالية والمحاسبية، ومن مهام لجنة المراجعة ما يلي (دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية، ٢٠١٦):

- دراسة نظام الرقابة الداخلية بالشركة ووضع تقرير مكتوب عن رأيها وتوصياتها بشأنه.
- دراسة وتقييم نظام الإنذار المبكر بالشركة واقتراح ما يلزم لتحسينه وتطبيقه بفاعلية.
- دراسة وتقييم نظم تأمين المعلومات والبيانات وكيفية حمايتها من أي اختراقات داخلية أو خارجية.
- التأكد من التزام الشركة بإتباع النظم واللوائح والقوانين الداخلية والخارجية طبقًا للتقارير المرفوعة إليها من إدارة الالتزام أو غيرها من الإدارات المعنية.
- دراسة الملاحظات أو المخالفات الواردة من الجهات الرقابية ومتابعة ماتم بشأنها.

ومن الناحية التطبيقية توصلت دراسة (AL-Maghzom, 2016) بأن تعدد الاجتماعات يدعم من إمكانية التأكد من مواجهة المخاطر ووجود رقابة داخلية فعالة، والتأكد من مدى سلامة البيانات الواردة في التقارير المالية للشركة، وزيادة القدرة على اكتشاف التلاعب والغش. كما توصلت دراسة (Elghaffar et al., 2019) بأن هناك علاقة موجبة بين حجم لجنة المراجعة و الإفصاح عن المخاطر. كما وجدت دراسة (Carmona et al., 2016) أن استقلالية لجنة المراجعة ترتبط بشكل إيجابي مع الإفصاح عن المخاطر، وفي نفس الإتجاه توصلت دراسة (Akhtaruddin & Haron 2010) بأن فعالية لجنة المراجعة تعمل على زيادة مستوى الإفصاح الإختياري للشركة، وتقليل عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة والمستثمرين.

كما توصلت دراسة (Sharma et al., 2020) بأن هناك ارتباط سلبي بين تكلفة حقوق الملكية وفعالية لجان المراجعة، كما أشارت الدراسة بأن الارتباط السلبي يكون أكثر وضوحًا عندما تكون البيئة المعلوماتية للشركة قوية. كما وجدت دراسة (Appuhami, 2018) بأن خصائص لجنة المراجعة متمثلة في حجم اللجنة، تعدد الاجتماعات واستقلالية اللجنة ترتبط

ارتباطاً سلبياً بتكلفة رأس المال. ومع ذلك، وبشكل غير متوقع، لا يوجد تأثير للمؤهلات والدراسة بالأمور المالية على تكلفة رأس المال. وتشير النتائج إلى أن فعالية لجنة المراجعة تعمل كإشارة لمصادقية عمليات الرقابة الداخلية وتساعد مقدمي رأس المال على تقييم المخاطر المرتبطة باستثماراتهم وتحديد تكلفة رأس المال. كما تدعم النتائج أيضاً الرأي القائل بأن لجان المراجعة تساهم في جودة الإفصاح وتقييم المخاطر، مما يؤثر على معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين.

كما وجدت دراسة (Limpabandh&Issarawornrawanich, 2016) أن حجم لجنة المراجعة له علاقة إيجابية بتكلفة حقوق الملكية. ومع ذلك، تظهر النتائج أنه لا توجد علاقة بين حجم لجنة المراجعة وتكلفة الديون أو التكلفة المرجحة لرأس المال، وأشارت الدراسة أن فعالية لجنة المراجعة يقلل من عدم تماثل المعلومات ويزيد من كفاءة تشغيل الشركة، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال.

### ٣/٤/١٠ الدور المعدل للجنة إدارة المخاطر على العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وتكلفة رأس المال.

تعد لجنة إدارة المخاطر من أهم الآليات الداخلية للحوكمة، و يتم تشكيل اللجنة من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين والمستقلين، ويمكن دعوة العضو المنتدب أو مدير إدارة المخاطر بالشركة أو أي من المديرين التنفيذيين لحضور اجتماعاتها كلما دعت الحاجة، ومن أهم اختصاصات لجنة إدارة المخاطر ما يلي (الدليل المصري لحوكمة الشركات، ٢٠١٦):

- وضع الأطر التنفيذية والإجراءات والقواعد التي يعتمدها المجلس، واللازم للتعامل مع كافة أنواع المخاطر التي قد تواجه الشركة مثل المخاطر الإستراتيجية، مخاطر التشغيل، مخاطر السوق، مخاطر الائتمان، مخاطر السمعة، مخاطر نظم المعلومات وحماية البيانات، وجميع أنواع المخاطر التي من شأنها التأثير على نشاط واستدامة الشركة.
- مساعدة مجلس الإدارة في تحديد وتقييم مستوى المخاطر الممكن للشركة قبوله، والتأكد من عدم تجاوز الشركة لهذا الحد من المخاطر.
- الإشراف والتحقق من مدى فعالية إدارة المخاطر بالشركة في تنفيذ الأعمال المسندة إليها، والتأكد من أنها تقوم بعملها بشكل كافي في حدود الاختصاصات المقررة لها، وكذلك التأكد من استقلالية موظفي إدارة المخاطر عن الإدارة التنفيذية بالشركة.

ومن الناحية التطبيقية توصلت دراسة (Jia& Bradbury, 2020) بأن الشركات التي لديها لجنة إدارة المخاطر تؤدي أداءً أفضل من الشركات الأخرى، كما تشير الدراسة أن خصائص لجنة إدارة المخاطر تتمثل في (استقلالية رئيس اللجنة، استقلالية الأعضاء، حجم لجنة إدارة المخاطر، ورأس المال البشري للجنة)، كما توصلت بأن رأس المال البشري للجنة إدارة المخاطر يلعب دوراً هاماً في تحسين أداء الشركة، كما أشارت دراسة كل من (Hines& Peters, 2015; Abdullah et al., 2017) بأن لجنة إدارة المخاطر تعد أحد أهم الآليات الداخلية لحوكمة الشركات؛ حيث أنها تتعامل مع كافة أنواع المخاطر التي تتعرض لها الشركة، كما أن وجود لجنة إدارة المخاطر يعمل على زيادة مستوى الإفصاح عن المخاطر وكيفية إدارتها. وقد توصلت دراسة (Berry-Stölzle & Xu, 2018) بأن إدارة المخاطر تعمل على تخفيض تكلفة التمويل اللازمة للشركة، كما أشارت دراسة (Kallamu, 2015) أنه يجب تعيين مديرين لديهم خبرة سابقة للعمل في لجنة إدارة المخاطر، وذلك للحصول على التمويل اللازم بأقل تكلفة.

ومما سبق يتضح أن الآليات الداخلية للحوكمة التي تم تحديدها في (مجلس الإدارة، لجنة المراجعة، ولجنة إدارة المخاطر) تؤثر على كل من الإفصاح عن المخاطر وتكلفة رأس المال؛ لذا يتوقع الباحث أن الآليات الداخلية للحوكمة يمكن أن تؤثر على العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال؛ لذا سيحاول الباحث من خلال الجزء التالي من البحث التوصل إلى دليل عملي على العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر غير المالية و تكلفة رأس المال، وبيان الدور المعدل للآليات الداخلية للحوكمة للشركات.

#### ١١ - الدراسة التطبيقية

يتناول هذا الجزء من البحث الإجراءات المنهجية، لدراسة أثر الآليات الداخلية للحوكمة الشركات على العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر غير المالية و تكلفة رأس المال، وذلك على النحو التالي:

#### ١/١/١ متغيرات الدراسة وطرق قياسها:

##### ١/١/١ المتغير المستقل للدراسة (مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية):

يتمثل المتغير المستقل محل الدراسة في الإفصاح عن المخاطر غير المالية، ويقاس هذا المتغير بقسمة عدد بنود الإفصاح الفعلية عن المخاطر غير المالية على عدد بنود الإفصاح المعيارية عن المخاطر غير المالية، ويتم تحديد تلك الإفصاحات بناءً على مؤشر معد وفق الإصدارات المهنية المختلفة والدراسات السابقة ذات الصلة (Moussa, 2020; Haj-Salem, 2020) ( Moumen et al., 2015; 2020; Linsley and Shrivs,2006 القليطي، ٢٠١٩؛ رضوان، ٢٠٢٠؛ مليجي، ٢٠١٧) ويتكون المؤشر من ٢٩ بند ويوجد تفاصيل لهذا المؤشر بملحق الدراسة رقم (١).

##### ٢/١/١ المتغير التابع للدراسة (تكلفة رأس المال):

يتمثل المتغير التابع للدراسة في تكلفة رأس المال ويمكن قياسه باستخدام المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال وذلك على النحو التالي (Grüning, 2020):

$$WACC = \frac{D}{V} \times K_{Debt} \times (1 - TAX) + \frac{E}{V} \times k_{Equity}$$

حيث أن: WACC المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال،  $K_{Debt}$  تكلفة التمويل بالاقتراض،  $\frac{D}{V}$  نسبة قيمة الديون للشركة إلى إجمالي هيكل رأس المال،  $TAX$  معدل الضريبة،  $k_{Equity}$  تكلفة التمويل بحقوق الملكية،  $\frac{E}{V}$  نسبة قيمة حقوق الملكية إلى إجمالي هيكل رأس المال .

ويتضح من العرض السابق لنموذج تكلفة رأس المال أنه يعتمد في قياسه على عنصرين أساسيين هما: تكلفة الاقتراض سيتم قياسه من خلال المعادلة التالية: ((مصروف الفائدة/مبلغ القرض)، و تكلفة حقوق الملكية سيتم قياسها بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية

$$RE = RF + \beta_i(Rm - Rf)$$

RE معدل العائد المتوقع على السهم العادي، RF معدل العائد الخالي من المخاطره،  $\beta_i$  معامل بيتا، RM العائد المتوقع على كافة الأسهم المدرجة في السوق.

##### ٣/١/١ المتغيرات المعدلة للعلاقة بين المستقل والتابع:

- حجم مجلس الإدارة (BSIZE): سيتم قياسه من خلال عدد أعضاء مجلس الإدارة المذكورين باجتماعات مجلس الإدارة.
- استقلالية مجلس الإدارة (BIND): سيتم قياسه بنسبة أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين مقسوماً على إجمالي أعضاء مجلس الإدارة .
- الفصل بين المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة (R\_Dual): سيتم قياسه باستخدام متغير وهمى يساوي "١" إذا لم يكن المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة هو نفس الشخص وخلاف ذلك يساوي "صفر" .
- حجم لجنة المراجعة (AC.Size): سيتم قياسها بعدد أعضاء لجنة المراجعة
- نشاط لجنة المراجعة (AC.Meet): سيتم قياسها بعدد اجتماعات لجنة المراجعة
- مدى وجود لجنة لإدارة المخاطر (Risk m): سيتم قياسه بمتغير وهمى يأخذ القيمة "١" في حالة وجود لجنة لإدارة المخاطر، والقيمة "٠" بخلاف ذلك

#### ٤/١/١١ المتغيرات الضابطة للعلاقة:

يتم وضع هذه المتغيرات الضابطة (Control Variables) لتحديد أثر المستقل على التابع والتحكم في بعض العوامل المتعلقة بطبيعة الشركة، والتي من المحتمل أن تؤثر على المتغير التابع (تكلفة رأس المال)، وتتمثل أهم هذه المتغيرات الضابطة في كل من: الحجم (SIZE) لوغاريتم القيمة الدفترية لإجمالي الأصول، الرافعة المالية (LEV) نسبة الديون إلى إجمالي الأصول، الربحية (ROA) صافي الربح قبل الضرائب مقسوماً على إجمالي القيمة الدفترية للأصول.

٢/١/١١ نماذج اختبار الفروض: في إطار تحليل متغيرات الدراسة وصياغة الفروض الاحصائية يمكن للباحث صياغة نموذج الدراسة من خلال العرض التالي:

١/٢/١١ نموذج اختبار الفرض الاحصائي الأول للدراسة: يتنبأ الفرض الأول للدراسة بتحليل أثر مستوى الإفصاح عن المخاطر باستخدام المؤشر المقترح على تكلفة رأس المال. ومن ثم يمكن للباحث صياغة النموذج الاحصائي لاختبار الفرض الأول على الشكل التالي:

$$COC = \beta_0 + \beta_1 Nonfinan\_DL + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 ROA + \varepsilon \dots \dots \dots (1)$$

حيث أن:

$$COC = \text{تكلفة رأس المال}$$

Nonfinan\_DL = مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية، وفقاً لمؤشر الإفصاح عن المخاطر المقترح والموجود تفصيلاً بملحق الدراسة رقم (١).  
وقد تم تعريف بقية المتغيرات فيما سبق.

#### ٢/٢/١١ نموذج اختبار الفرض الاحصائي الثاني للدراسة:

يتنبأ الفرض الثاني للدراسة بتحليل أثر خصائص مجلس الإدارة على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر وتكلفة رأس المال. ومن ثم يمكن للباحث صياغة النموذج الاحصائي لاختبار الفرض الثاني على الشكل التالي:

$$COC = \beta_0 + \beta_1 Nonfinan\_DL + \beta_2 DL*B.Size + \beta_3 DL*B.Ind + \beta_4 DL*R.Dual + \beta_5 DL* AC.Size + \beta_6 DL* AC.Meet + \beta_7 DL* Risk m + \beta_8 SIZE + \beta_9 LEV + \beta_{10} ROA + \varepsilon \dots \dots \dots (2)$$

### ٣/١١ مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في شركات EGX100 المدرجة في البورصة المصرية نظراً لأنه يضم الشركات الأكثر نشاطاً في البورصة المصرية وعددها ١٠٠ شركة وبعد استبعاد الشركات المتعلقة بالبنوك والمؤسسات المالية يصل عدد الشركات بالمؤشر الى ٧٦ شركة، وقد تم استبعاد تلك الشركات حفاظاً على تجانس العينة نظراً لطبيعتها الخاصة، وذلك خلال الفترة من ٢٠١٧-٢٠١٩.

وبذلك يتمثل الحجم المبدئي للعينة في عدد ٢٢٨ مشاهدة (٧٦ شركة × ٣ سنوات). وباستبعاد عدد ١٨ مشاهدة تتعلق ببيانات مفقودة لبعض الشركات المدرجة بالعينة، وباستبعاد عدد ١٦ مشاهدة خاصة بمجموعة من القيم الشاذة والمتطرفة، يصبح الحجم النهائي للعينة عدد ١٩٤ مشاهدة.

٤/١١ مصادر الحصول على البيانات: تم الإعتماد على العديد من المصادر للحصول على كافة البيانات اللازمة لإتمام الدراسة الحالية وهم: موقع البورصة المصرية وما يحويه من بيانات للشركات والقوائم المالية، موقع Investing.com، وموقع معلومات مباشر مصر [www.mubasher.info](http://www.mubasher.info)، وبعض المواقع الخاصة بالشركات الناشرة لتقاريرها المالية إلكترونياً، وقد تم الحصول من خلال هذه المصادر على القوائم المالية للشركات المدرجة بالبورصة المصرية ومحل التطبيق بعينة الدراسة، وتقارير مجالس الإدارة وما يتعلق بها من ايضاحات.

٥/١١ الإحصاءات الوصفية: يعرض الجدول التالي الإحصاءات الوصفية للتعرف على الخصائص المختلفة لمتغيرات الدراسة والتعرف على الوسط الحسابي، والانحراف المعياري، وأعلى قيمة وأدنى قيمة لهذه المتغيرات .

جدول رقم (١): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة المدرجة بكافة نماذج اختبارات الفروض الإحصائية

Variables	N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
%COC	194	0.56	0.11	0.24	0.63
Nonfinan_DL	194	0.26	0.90	0.05	0.39
Log Size	194	5.98	0.87	4.22	8.06
LEV	194	0.53	0.35	0.01	3.00
ROA	194	0.05	0.13	-0.95	0.51
BSIZE	194	4.78	2.61	3.00	15.00
BIND	194	0.71	0.19	0.00	1.00
R_Dual	194	0.63	0.48	0.00	1.00

AC.Size	194	3.55	1.013	0.00	7
AC.Meet	194	5.37	4.282	0.00	40
Risk m	194	0.10	.305	0.00	١
Valid N (listwise)	194				

انطلاقاً من العرض السابق لجدول الاحصاءات الوصفية رقم (١) يمكن للباحث ابداء بعض التعليقات الهامة المتمثلة فيما يلي: أولاً: يتبين أن الوسط الحسابي للمتغير COC% الخاص بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال يبلغ ٥٦% وهو ما يشير الى اقترابه من الحد الأقصى ومن ثم يتبين الارتفاع بشكل عام في تكلفة رأس المال للشركات المدرجة بعينة الدراسة، كما يشير الانخفاض بمستوى الانحراف المعياري لعينة الدراسة الى اعتدالية البيانات. ثانياً: يبلغ الوسط الحسابي لمستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وفقاً للمؤشر المدرج بالدراسة نسبة ٢٦% وهو مستوى افصاح منخفض، مما يشير الى عدم التزام جزء كبير من الشركات بالإفصاح عن المخاطر غير المالية، ولعل ذلك يرجع الى تخوف العديد من الشركات من الإفصاح الاختيارية للمخاطر غير المالية نظراً لحساسية تلك المعلومات. ثالثاً: يتبين من الوسط الحسابي للمتغير B.size أنه يبلغ ٤.٧٨ وهو ما يشير الى الانخفاض النسبي لحجم مجلس الادارة بشكل عام في عينة الدراسة. رابعاً: يتبين أن الوسط الحسابي لاستقلالية مجلس الادارة يبلغ ٧١% وهي نسبة مرتفعة، وتعبّر عن ظاهرة صحة لمجلس الادارة للشركات المدرجة بعينة الدراسة. خامساً: يتبين أن الوسط الحسابي للفصل بين المدير التنفيذي ورئيس مجلس الادارة يبلغ ٦٣% وهو ما يشير الى الارتفاع النسبي في مستوى الفصل بين المدير التنفيذي ورئيس مجلس الادارة بشكل عام، وهي ظاهرة صحية أيضاً للشركات المدرجة بعينة الدراسة ويضمن فعالية آليات الحوكمة. سادساً: يتبين من الوسط الحسابي للمتغير AC.Size أنه يبلغ ٣.٥٥ وهو ما يشير الى الانخفاض النسبي لحجم لجنة المراجعة بشكل عام في عينة الدراسة؛ ويمكن تفسير ذلك بأن انخفاض حجم لجنة المراجعة يمكن أن يؤدي الى تقليل حدة التنازع بينهما ومن ثم ضمان تأدية دوره بسهولة. سابعاً: يتبين من الوسط الحسابي للمتغير AC.Meet أنه يبلغ ٥.٣٧ وهو ما يشير الى الانخفاض النسبي لعدد اجتماعات لجنة المراجعة بشكل عام. ثامناً: يتبين من الوسط الحسابي للمتغير Risk m أنه يبلغ ٠.١ وهو ما يشير الى الانخفاض النسبي لوجود لجنة لإدارة المخاطر بشكل عام للشركات المدرجة بعينة الدراسة.

٦/١١ مصفوفة ارتباط بيرسون: يتضح من معاملات الارتباط المدرجة بالجدول (٢) عدم وجود علاقة معنوية بين أيّاً من المتغيرات المستقلة أو التابعة للدراسة حيث أنه لا يوجد معامل ارتباط أعلى من ٠.٨، وهو ما يشير الى صحة الفروض الاحصائية للدراسة بشكل مبدئي وعدم وجود أي مشكلة تتعلق بالازدواج الخطي.



جدول رقم (٢): مصفوفة ارتباط بيرسون

	COC %	Nonfinan_DL	Log Size	LEV	ROA	BSIZE	BIND	R_Dual	AC.Size	AC.Meet	Risk m
%COC	1										
Nonfinan_DL	.211**	1									
Log Size	-.227**	-.065	1								
LEV	.125	.082	.052	1							
ROA	-.236	-.131	-.026	-.357**	1						
BSIZE	-.187	.521**	-.160*	-.069	.118	1					
BIND	.095	.317**	-.280**	-.075	.068	.761***	1				
R_Dual	-.112	.226	-.028	-.015	.068	.126	.182*	1			
AC.Size	-.0121	0.055	-0.045	-0.067	0.046	-0.004	0.018	0.097	1		
AC.Meet	-.209	0.060	-0.039	-0.049	0.061	-0.040	0.004	0.101	-0.134	1	
Risk m	-.029**	-.012	-.063	-.016	-.081	-.089	0.089	.019	-0.120	-0.008	1

وعلاوة على ذلك يتبين وجود علاقة طردية بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال. بينما توجد علاقة عكسية بين كل من (حجم مجلس الإدارة، الفصل بين المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، حجم لجنة المراجعة، عدد إجتماعات لجنة المراجعة، ووجود لجنة لإدارة المخاطر) من ناحية وتكلفة رأس المال من ناحية أخرى؛ لذا يتبين أن وجود آليات الحوكمة تؤدي بشكل عام الى تدنية تكلفة رأس المال حيث تؤدي دورها كضامن بين الادارة والأطراف ذوي المصلحة. وبشكل عام، لا يمكن للباحث التسليم بصحة هذه النتيجة المبدئية حتى يتم اختبار الفروض، وذلك للوقوف على مستوى معنوية هذه العلاقات الارتباطية ومستوى معنوية نموذج اختبار الفروض الاحصائية للدراسة.

٧/١١ نتائج تحليل الانحدار المتعدد:

أولاً: نتيجة اختبار الفرض الاحصائي الأول للدراسة: يتنبأ الفرض الأول بتحليل أثر مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية على تكلفة رأس المال.

جدول رقم (٣): نتيجة تحليل الانحدار المتعدد للفرض الأول

Dependent Variable: COC			
Variable	.β.Coeff	.t-stat	.Sig
Constant	0.432	6.21	0.000
Nonfinan_DL	0.247	<b>2.360</b>	<b>0.000</b>
Log Size	-0.097	-1.125	0.211
LEV	0.047	0.452	0.432
ROA	0.068	-1.337	0.078
<b>F-value</b>	<b>18.36</b>		
VIF (MAX)	3.69		
N	194		
Adj.R2	<b>36.76%</b>		

يتبين من خلال النتائج المعروضة بالجدول رقم (٣) الارتفاع النسبي بالقوة التفسيرية للنموذج حيث تبلغ ٣٦.٧٦%، كما يتبين معنوية النموذج، وهو ما يشير إلى أن المتغيرات المستقلة والحاكمة الموجودة بنموذج اختبار الفروض الإحصائية رقم (١) للدراسة يمكنها تفسير التباين الكلي في تكلفة رأس المال بنسبة ٣٦.٧٦%، وترجع باقى النسبة إلى الخطأ العشوائي في التقدير أو لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من الممكن إدراجها ضمن النموذج، وبالتالي فإن النموذج يمكنه تفسير العلاقة بكفاءة بين المتغيرات الداخلة فيه. كما يتبين معنوية المتغير المستقل Nonfinan\_DL الخاص بمستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية؛ حيث أن مستوى المعنوية أقل من 0.05، كما يتضح أن  $t\text{-stat.} = 2.360$ ؛ لذا فإن الإفصاح عن المخاطر غير المالية له تأثير طردي معنوي على تكلفة رأس المال، أي أن زيادة الإفصاح عن المخاطر غير المالية يؤدي إلى زيادة وعي الأطراف ذوي المصلحة من مستثمرين ومقرضين بالمخاطر المحيطة بالشركة ومن ثم زيادة طلبهم على رفع معدلات العائد على أموالهم المستثمرة.

وتأسيساً على تلك النتائج، يمكن للباحث قبول الفرض البديل الأول للدراسة على النحو التالي:  
يوجد تأثير طردي معنوي للإفصاح عن المخاطر غير المالية على تكلفة رأس المال للشركات المدرجة بعينة الدراسة.

ثانياً: نتيجة اختبار الفرض الإحصائي الثاني للدراسة: يتنبأ الفرض الثاني بتحليل أثر الدور المعدل للآليات الداخلية لحوكمة الشركات على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال.



المعنوية لكل من  $DL * R\_Dual - DL * BSIZE$  أكبر من ٥%، وهذا يشير إلى عدم وجود تأثير معنوي لكلاً من حجم مجلس الإدارة واستقلالية المدير التنفيذي على العلاقة.

### وتأسيساً على تلك النتائج، يمكن قبول بعض الفروض الفرعية البديلة على النحو التالي:

- يوجد تأثير عكسي ذو دلالة احصائية لاستقلالية مجلس الإدارة على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال للشركات المدرجة بعينة الدراسة.
- يوجد تأثير عكسي ذو دلالة احصائية لحجم لجنة المراجعة على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال للشركات المدرجة بعينة الدراسة.
- يوجد تأثير عكسي ذو دلالة احصائية لعدد إجتماعات لجنة المراجعة على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال للشركات المدرجة بعينة الدراسة.
- يوجد تأثير عكسي ذو دلالة احصائية لوجود لجنة لإدارة المخاطر على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال للشركات المدرجة بعينة الدراسة.

## ١٢ - النتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة

### ١٢/١ نتائج البحث

#### تتمثل أهم نتائج البحث فيما يلي:

- متوسط نسبة الإفصاح عن المخاطر غير المالية في التقارير المالية لشركات (EGX 100) المسجلة في البورصة المصرية يقدر بحوالي ٢٦%، مما يشير إلى انخفاض مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية للشركات المدرجة بعينة الدراسة.
- أن الإفصاح عن المخاطر غير المالية يؤثر على إدراك وتقييم المستثمرين والمقرضين للمخاطر التي تتعرض لها الشركة، وقد يقلل من عدم التأكد بشأن التباين في التدفقات النقدية، إلا أنه يزيد من تكلفة رأس المال؛ حيث توصلت الدراسة إلى وجود تأثير طردي معنوي للإفصاح عن المخاطر غير المالية على تكلفة رأس المال.
- تلعب آليات الحوكمة الداخلية دوراً هاماً في تقليل عدم تماثل المعلومات بين الأطراف المختلفة، كما أنها تعمل في إضفاء الثقة على المعلومات المالية وغير المالية مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال؛ حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين كل من (حجم مجلس الإدارة، الفصل بين المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، حجم لجنة المراجعة، عدد إجتماعات لجنة المراجعة، ووجود لجنة لإدارة المخاطر) وتكلفة رأس المال.
- يوجد تأثير عكسي ذو دلالة احصائية لاستقلالية مجلس الإدارة على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال للشركات المدرجة بعينة الدراسة.
- يوجد تأثير عكسي ذو دلالة احصائية لحجم لجنة المراجعة على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال للشركات المدرجة بعينة الدراسة.
- يوجد تأثير عكسي ذو دلالة احصائية لعدد إجتماعات لجنة المراجعة على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال للشركات المدرجة بعينة الدراسة.

- يوجد تأثير عكسي ذو دلالة احصائية لوجود لجنة لإدارة المخاطر على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال للشركات المدرجة بعينة الدراسة.
- لا يوجد تأثير معنوي لحجم مجلس الإدارة على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال للشركات المدرجة بعينة الدراسة.
- لا يوجد تأثير معنوي لاستقلالية المدير التنفيذي على العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية وتكلفة رأس المال للشركات المدرجة بعينة الدراسة.

## ٢/١٢ توصيات البحث

في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها، يوصي الباحث بما يلي:

- ضرورة قيام الشركات بزيادة الإفصاح عن المخاطر غير المالية وكيفية إدارتها؛ وذلك لكي يتمكن المستثمرون والدائنون من تقييم قدرة الشركة على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية.
- إبراز دور الآليات الداخلية لحوكمة الشركات (استقلالية مجلس الإدارة، حجم لجنة المراجعة، عدد اجتماعات لجنة المراجعة، وجود لجنة لإدارة المخاطر)، لما لها من تأثير على تصور ممولي رأس المال في مدى مصداقية التقارير المالية، وكذلك قدرة الشركة على إدارة المخاطر، مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال.

## ٣/١٢ مجالات البحث المقترحة

في ضوء ما انتهى إليه البحث من نتائج، يقترح الباحث بعض التوجهات البحثية المستقبلية المتعلقة بالموضوع وتتمثل في الآتي:

- دراسة وتحليل مدى تأثير جودة الإفصاح عن المخاطر على الكفاءة الإستثمارية.
- دراسة وتحليل مدى تأثير الإفصاح عن المخاطر على جودة التقارير المالية في ضوء حوكمة الشركات.

## المراجع المراجع العربية

١. أبو بركة، محمد عبد ربه (٢٠١٧)، "أثر تطبيق آليات حوكمة الشركات على السيولة النقدية دراسة تطبيقية على الشركات الغيرمالية المدرجة في بورصة فلسطين(٢٠١١-٢٠١٥)", رسالة ماجستير غير منشورة، أكاديمية الإدارة والسياسة للدراسات العليا، جامعة الأقصى.
٢. أحمد، محمد مشرح على (٢٠١٩)، "قياس أثر الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على جودة التقارير المتكاملة (دراسة تطبيقية)", رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة المنصورة.

٣. التهامي، عبد المنعم أحمد (٢٠١٠)، "تأثير آليات حوكمة الشركات على الأداء المالي للبنوك اليمنية: دراسة تطبيقية"، *المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية*، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، ع٣، ص ١٦١-١٨٦.
٤. الحناوي، السيد محمود (٢٠١٨)، "أثر مستوى التحفظ المحاسبي على تكلفة رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة طنطا، ع١، ص ١٩٥-٢٥٩.
٥. السمادوني، حمادة فتح الله (٢٠٢٠)، "أثر هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على مستوى الإفصاح الاختياري عن المخاطر غير المالية مع دراسة تطبيقية"، *رسالة ماجستير غير منشورة*، كلية التجارة، جامعة كفر الشيخ.
٦. القليطي، إبراهيم عبد المجيد على (٢٠١٩)، "تأثير الإفصاح عن المخاطر على القيمة السوقية للشركة- دراسة تطبيقية"، *مجلة الأسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الأسكندرية، ع٢، ص ١-٧٢.
٧. النعيمي، فائق أمين (٢٠١٩)، "الأفصاح الاختياري وأثره على تكلفة رأس المال في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان"، *المجلة العربية للإدارة*، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، ع٣، ص ٩٣-١٠٦.
٨. بن الضب، على (٢٠١٣)، "تكلفة رأس المال ومؤشرات إنشاء القيمة: دراسة تطبيقية ببورصة الدار البيضاء"، *مجلة أداء المؤسسات الجزائرية*، جامعة قاصدي مرباح، ع٢، ص ١٢٣-١٤٠.
٩. جمعة، غادة محمد (٢٠١٧)، "دور جودة الأرباح المحاسبية في الحد من عدم تماثل المعلومات وأثرها على تكلفة رأس المال"، *رسالة ماجستير غير منشورة*، كلية التجارة، جامعة المنصورة.
١٠. حسن، نزمين صبحي محمد (٢٠١٣)، "قياس آثار معايير جودة الإفصاح المحاسبي عن مخاطر منشآت الأعمال وانعكاسها على تكلفة رأس المال"، *رسالة دكتوراه غير منشورة*، كلية التجارة، جامعة القاهرة.
١١. رضوان، أحمد جمعة أحمد (٢٠٢٠)، "نموذج مقترح لقياس أثر الإفصاح الطوعي عن المخاطر على عوائد الأسهم وتكلفة التمويل: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية"، *مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية*، جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية - عمادة البحث العلمي، ع٥٦، ص ٩٧-١٩٠.
١٢. صالح، رضا إبراهيم عبد القادر (٢٠٢٠)، "أثر خصائص مجلس الإدارة على مستوى الإفصاح عن المخاطر غير المالية مع دراسة تطبيقية"، *مجلة الدراسات التجارية المعاصرة*، كلية التجارة، جامعة كفر الشيخ، ع٩، ص ٧٧٤-٨١٢.
١٣. ضيف، علاء الدين إبراهيم (٢٠١٤)، "الإفصاح عن المخاطر: المحتوى الإعلامي والأثار الاقتصادية دراسة ميدانية على الشركات المقيدة بسوق الأسهم السعودية"، *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة طنطا، ع٢، ص ١٥٤-١٨٤.
١٤. عبد السلام، محمد عبد الحافظ (٢٠٠٩)، "قدرة الأرباح التشغيلية الحالية والتدفقات النقدية التشغيلية الحالية على التنبؤ بالتدفقات النقدية التشغيلية المستقبلية"، *رسالة ماجستير غير منشورة*، كلية الدراسات العليا، الجامعة الأردنية.

١٥. عبد الغنى، خالد محمد المعتصم (٢٠٠١)، "تطوير التقارير المحاسبية عن تكلفة رأس المال وأثرها على قرار الاستثمار فى الأوراق المالية مع دراسة تطبيقية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة المنصورة.
١٦. عبد الهادى، إكرامى عصمت (٢٠٢١)، "إطار مقترح لقياس مستوى الإفصاح عن المخاطر فى التقارير المالية السنوية باستخدام تحليل المحتوى"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة طنطا.
١٧. عمران، صلاح محمد (٢٠١٥)، "حوكمة الشركات ومشكلات الوكالة (حالة الإفصاح عن معلومات إدارة المخاطر): دراسة تحليلية ميدانية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة أسيوط، ع٥٩٤، ص٣٣-٨٨.
١٨. كريمة، دينا عبد العليم (٢٠١١)، "أثر تباين المعلومات بين المستثمرين على تكلفة رأس المال: دراسة تحليلية على قطاع البنوك فى مصر"، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، كلية التجارة وإدارة الاعمال، جامعة حلوان، ع٤٤، ص ١٧٧-٢٥٣.
١٩. مليجي، مجدي مليجي (٢٠١٧)، "محددات الإفصاح عن المخاطر وأثره على القرارات المالية: دراسة تطبيقية على الشركات المسجلة فى سوق رأس المال المصري"، مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، ع٢٤، ص ١٣٨-١٩٩.
٢٠. ناصح، عادل حاتم (٢٠١٤)، "علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة فى سوق العراق لأوراق المالية للفترة من ٢٠٠٤-٢٠١١"، العلوم الاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، ع٣٧٤، ص ٨١-١١٠.

## المراجع الأجنبية

1. Abdullah, M., Abdul Shukor, Z., Mohamed, Z. M., & Ahmad, A. (2015). Risk management disclosure: A study on the effect of voluntary risk management disclosure toward firm value. **Journal of Applied Accounting Research**, 16(3), 400-432.
2. Abdullah, M., Shukor, Z. A., & Rahmat, M. M. (2017). The influences of risk management committee and audit committee towards voluntary risk management disclosure. **Jurnal Pengurusan (UKM Journal of Management)**, 50.
3. Akhtaruddin, M., & Haron, H. (2010). Board ownership, audit committees' effectiveness and corporate voluntary disclosures. **Asian Review of Accounting**.
4. Appuhami, R. (2018). The signalling role of audit committee characteristics and the cost of equity capital: Australian evidence. **Pacific Accounting Review**.

5. Alshirah, M. H., Rahman, A. A., & Mustapa, I. R. (2020). Board of directors' characteristics and corporate risk disclosure: the moderating role of family ownership. **EuroMed Journal of Business**.
6. Al-Maghzom, A., Hussainey, K., & Aly, D. A. (2016). Corporate governance and risk disclosure: Evidence from Saudi Arabia. **Corporate Ownership and Control Journal**, 13(2).
7. Anwar, Z., Khan, M. K., & Danish, R. Q. (2019). Corporate Governance and Cost of Equity: Evidence from Asian Countries. **Journal of Political Studies**, 26(1).
8. Berry-Stölzle, T. R., & Xu, J. (2018). Enterprise risk management and the cost of capital. **Journal of Risk and Insurance**, 85(1), 159-201.
9. Brealy, R & Allen, F & Myers, S.(2006)" **principles of corporate financial**" McGraw Hill (New York/ Irwin
10. Cabedo, J. D., & Tirado, J. M. (2004, June). The disclosure of risk in financial statements. **In Accounting Forum** (Vol. 28, No. 2, pp. 181-200). Elsevier.
11. Carmona, P., Fuentes, C. D., & Ruiz, C. (2016). Risk disclosure analysis in the corporate governance annual report using fuzzy-set qualitative comparative analysis. **Revista de Administração de Empresas**, 56(3), 342-352.
12. Coffie, W., Bedi, I., & Amidu, M. (2018). The effects of audit quality on the costs of capital of firms in Ghana. **Journal of Financial Reporting and Accounting**.
13. Dignah, A., Abdul Latiff, R., Abdul Karim, Z., & Abdul Rahman, A. (2017). Fair value accounting and the cost of equity capital: the moderating effect of risk disclosure. **In SHS Web of Conferences** (Vol. 34).
14. Doğan, B., & Acar, M. (2020). The impact of corporate governance on cost of capital: an application on the firms in the manufacturing industry in Borsa Istanbul. **CES Working Papers**, 12(1), 65-88.
15. Elghaffar, E. S. A., Abotalib, A. M., & Khalil, M. A. A. M. (2019). Determining factors that affect risk disclosure level in Egyptian banks. **Banks & bank systems**, (14, Iss. 1), 159-171.
16. Elshandidy, T., & Shrivies, P. J. (2016). Environmental incentives for and usefulness of textual risk reporting: Evidence from Germany. **The International Journal of Accounting**, 51(4), 464-486
17. Elshandidy, T., & Neri, L. (2015). Corporate governance, risk disclosure practices, and market liquidity: comparative evidence from the UK and Italy. **Corporate Governance: An International Review**, 23(4), 331-356.



18. Elamer, A. A., Ntim, C. G., Abdou, H. A., Zalata, A. M., & Elmagrhi, M. (2019, April). The impact of multi-layer governance on bank risk disclosure in emerging markets: The case of Middle East and North Africa. **In Accounting Forum** (Vol. 43, No. 2, pp. 246-281).
19. Ezat, A. (2014). Risk disclosure for EGX 100 Egyptian listed companies:trends,determinants and consequences. **Egyptian Journal of Commercial Studies**, 38(4), 79-152.
20. Grüning, M. (2020). Risk disclosure and the cost of capital: an empirical and comparative analysis between Chinese and German market (**Doctoral dissertation, Technische Universität Ilmenau**).
21. Habtoor, O. S., & Ahmad, N. (2017). The influence of royal board of directors and other board characteristics on corporate risk disclosure practices. **Corporate Ownership and Control**, 14(2), 326-337.
22. Haj-Salem, I., Ayadi, S. D., & Hussainey, K. (2020). The joint effect of corporate risk disclosure and corporate governance on firm value. **International Journal of Disclosure and Governance**, 17(2), 123-140.
23. Hines, C. S., & Peters, G. F. (2015). Voluntary risk management committee formation: Determinants and short-term outcomes. **Journal of Accounting and Public Policy**, 34(3), 267-290.
24. Ibrahim, A. E. A., & Hussainey, K. (2019). Developing the narrative risk disclosure measurement. **International Review of Financial Analysis**, 64, 126-144.
25. Institute of chartered Accountants of England and Wales, ICAEW. (1997). Financial reporting of risk: proposal for a statement of business risk, London
26. Jia, J., & Bradbury, M. E. (2020). Complying with best practice risk management committee guidance and performance. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, 16(3), 100225.
27. Kallamu, B. S. (2015). Risk management committee attributes and firm performance. **International Finance and Banking**, 2(2), 2374-2089
28. Lajili, K., & Zéghal, D. (2005). A content analysis of risk management disclosures in Canadian annual reports. **Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne des Sciences de l'Administration**, 22(2), 125-142.
29. Linsley, P. M., & Shrives, P. J. (2006). Risk reporting: A study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. **The British Accounting Review**, 38(4), 387-404.
30. Limpabandh, P., & Issarawornrawanich, P. (2016). The association of board's characteristics in terms of audit committee to cost of capital:

- Empirical evidence from Thailand. **Journal of Accounting Profession**, 12(33), 64-80.
31. Marzouk, M. (2013). Corporate Risk Disclosure: A Content Analysis of the Annual Reports of Egyptian Listed Companies(**Doctoral dissertation, University of York**).
  32. Miihkinen, A. (2012). What drives quality of firm risk disclosure?: the impact of a national disclosure standard and reporting incentives under IFRS. **The International Journal of Accounting**, 47(4), 437-468.
  33. Moumen, N., Othman, H. B., & Hussainey, K. (2015). The value relevance of risk disclosure in annual reports: Evidence from MENA emerging markets. **Research in International Business and Finance**, 34, 177-204.
  34. Moussa, A. (2020). The Effect of Corporate Risk Disclosure on Firm Value According to Corporate Governance: An Empirical Study (**Doctoral dissertation, Menoufia University**).
  35. Nahar, S., Azim, M., & Jubb, C. A. (2016). Risk disclosure, cost of capital and bank performance. **International Journal of Accounting & Information Management**.
  36. Okegbe, T. O., Eneh, O. M. R., & Ndubuisi, A. N. (2019). Effect of Firm Characteristics on Capital Structure of Deposit Money Banks Listed on Nigeria Stock. **International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences**, 9(2), 198-210.
  37. Rajab, B. (2009). Corporate risk disclosure: its determinants and its impact on the company's cost of equity capital (**Doctoral dissertation, Edinburgh Napier University**).
  38. Semper, D. C., & Beltrán, J. M. T. (2014). Risk disclosure and cost of equity: The Spanish case. **Contaduría y Administración**, 59(4), 105-135.
  39. Shaik, K. (2014). **Managing derivatives contracts: A Guide to derivatives market structure, contract life cycle, operations and systems**. Apress
  40. Sharma, D. S., Sharma, V. D., Tanyi, P. N., & Cheng, X. (2020). Should audit committee directors serve on multiple audit committees? Evidence from cost of equity capital. **Auditing: A Journal of Practice & Theory**, 39(2), 185-205
  41. Solomon, J. F., Solomon, A., Norton, S. D., & Joseph, N. L. (2000). A conceptual framework for corporate risk disclosure emerging from the agenda for corporate governance reform. **The British Accounting Review**, 32(4), 447-478.

42. Sumardani, E. S., & Handayani, R. S. (2019). The effect of risk disclosure on the cost of equity capital and firm value (An empirical study of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange period 2015-2017). *The Indonesian Accounting Review*, 9(2), 133-141.
43. Tirado-Beltrán, J. M., Cabedo, D., & Muñoz Ramírez, D. E. (2020). Risk Disclosure and Cost of Equity: A Bayesian Approach.
44. Uddin, M. H., & Hassan, M. K. (2011). Corporate risk information in annual reports and stock price behavior in the United Arab Emirates. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 15(1), 59.

## الملاحق

### ملحق رقم (١)

بنود مؤشر الإفصاح عن المخاطر غير المالية (٢٩ بند)	رقم البند
<b>المخاطر التشغيلية</b>	
توقف الأعمال غير المتوقعة	١
علاقات ورضا العملاء	٢
موسمية الطلب	٣
نقص الموارد الطبيعية (مثل المياه)	٤
مخاطر المصادر (عدم كفاية الموارد والمواد الخام)	٥
تقادم المخزون	٦
الإمدادات الرئيسية وعدم تأمين الموردين	٧
فشل المنتج والخدمة	٨
الإفصاح عن الرقابة الداخلية ومدى قبول الخطر.	٩
الأخطاء البشرية	١٠
أمان وسلامة بيئة العمل	١١
المخاطر القانونية	١٢
<b>المخاطر الاستراتيجية</b>	
تطوير المنتج وتسويقه	١٣
مخاطر الصناعة (المنافسة)	١٤

الأسواق الرئيسية المتوقعة لتوزيع المنتجات المستقبلية	١٥
حصة الشركة في السوق.	١٦
عمليات الاندماج والإستحواز	١٧
التغيرات الأساسية في الإقتصاد ( كتعويم العملة Currency float )	١٨
التغيرات الأساسية في البيئة السياسية (الثورات Revolutions، الوقفات الإحتجاجية Protests، الإضرابات Strikes)	١٩
مخاطر بيئية (الكوارث الطبيعية، الأمراض والأوبئة، استخدام منتجات حساسة بيئيًا، مخاطر الظروف الجوية القاسية، مخاطر الحوادث البيئية، مخاطر القوانين واللوائح الجديدة المتعلقة بالبيئة)	٢٠
<b>مخاطر التمكين (القوة العاملة )</b>	
الأستعانة بمصادر خارجية	٢١
مدى فقدان الشركة للمهارات القادرة على مواكبة التغيرات التكنولوجية	٢٢
مدى وضوح خطوط السلطة والمسئولية في الشركة	٢٣
<b>مخاطر النزاهة والأمانة والأستقامة</b>	
معلومات عن غش العاملين والإدارة	٢٤
معلومات عن الأعمال والتصرفات غير القانونية	٢٥
مخاطر السمعة	٢٦
<b>مخاطر تكنولوجيا المعلومات</b>	
مخاطر البنية التحتية المعلوماتية والتكنولوجية	٢٧
مخاطر سرية وخصوصية البيانات المخزنة في النظام	٢٨
مخاطر سلامة وتكامل الإجراءات خلال مرحلة تشغيل النظام	٢٩