



## مجلة البحوث المحاسبية

[/https://abj.journals.ekb.eg](https://abj.journals.ekb.eg)

كلية التجارة – جامعة طنطا

العدد : الثاني

يونيو ٢٠٢٣

أثر هيكل الملكية على تكلفة الديون في ظل استخدام مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة  
المخاطر كمتغير وسيط : دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية .

د. بوسي حمدي حسن موسى

مدرس المحاسبة والمراجعة - كلية التجارة جامعة دمنهور

E-Mail: Poussy\_Moussa@yahoo.com

أثر هيكل الملكية على تكلفة الديون في ظل استخدام مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر كمتغير وسيط : دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية .

#### الملخص :

استهدفت الدراسة تحليل واختبار أثر هيكل الملكية للشركة على تكلفة الديون ، واختبار ما إذا كان مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر يتوسط هذه العلاقة . وذلك على عينة مكونة من ٨٠ شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٨-٢٠٢١ . وأظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة ارتباط سلبية بين تكلفة الديون وكل من تركيز الملكية والملكية المؤسسية . من ناحية أخرى ، توجد علاقة ارتباط إيجابية بين الملكية الإدارية وتكلفة الديون. كما خلصت الدراسة أيضاً إلى أن مستوى الإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر يتوسط العلاقة بين هيكل الملكية للشركة وتكلفة الديون.

الكلمات المفتاحية: تكلفة الديون، تركيز الملكية، الملكية الإدارية ، الملكية المؤسسية، الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر، الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

**The effect of the ownership structure on the cost of debt : The Level of disclosure of risk management operations as a mediating variable: an applied study on companies listed on the Egyptian Stock Exchange.**

**Abstract:**

The study aimed to analyze and test the impact of the company's ownership structure on the cost of debt, and to test whether the level of disclosure of risk management processes mediates this relationship. This is based on a sample of 80 companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period from 2018-2021. The results of the study showed that there is a negative correlation between the cost of debt and both ownership concentration and institutional ownership. On the other hand, there is a positive correlation between managerial ownership and cost of debt. The study also concluded that voluntary disclosures about risk management processes mediate the relationship between the company's ownership structure and the cost of debt.

**Key words:** Cost of debt - ownership concentration - managerial ownership - institutional ownership - disclosure of risk management processes - companies listed on the Egyptian Stock Exchange.

## ١-مقدمة البحث:

أن حدوث الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهدتها عدد من دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية وروسيا في تسعينات القرن الماضي ، وكذلك ما شهدته الولايات المتحدة في بداية القرن الحالي من انهيارات محاسبية ومالية أتت على عدد من الشركات العملاقة ، مثل شركة Enron، وشركة Worldcom ، وكذلك مكاتب المحاسبة والمراجعة الكبرى المرتبطة بها، وارتباط هذا الانهيار بالتلاعب في حسابات الشركة ، مما أدى ذلك إلى فقد ثقة المستثمرين في مصداقية التقارير المالية وعدم امكانية الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات ، حيث اتضح أن التقارير السنوية للشركة لا تعكس جميع الظروف التي تواجهها الشركة ولا توضح حقيقة الموقف المالي للشركة ، لذلك طالبت العديد من الأطراف ضرورة قيام الشركة بتوسيع نطاق الإفصاح عن عمليات الشركة والأحداث الخاصة بها في التقارير السنوية والتي من أهمها الإفصاح عن الأنشطة التشغيلية للشركة والمعلومات الخاصة بممارسات إدارة الأرباح ، وذلك حتى يستطيع المستثمرون اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة وفعالة ( Soebyakto,et al.,2018;Quon,et al.,2012).

وتواجه الشركات في مختلف القطاعات العديد من المخاطر المالية أو غير المالية الناتجة عن التغيرات الكبيرة في بيئة الأعمال ، وازدياد حدة المنافسة والتطورات التكنولوجية . وحتى يستطيع الشركات الحفاظ على استمراريتها في السوق ، يجب عليها التعرف على أنواع المخاطر المختلفة التي تواجهها وقياسها ، واتخاذ ما يلزم من سياسات واستراتيجيات مناسبة . للتخفيف من حدة هذه المخاطر ، أو تجنبها في حالة عدم القدرة على تحملها ، وهو ما يشار إليه بعمليات إدارة المخاطر ( عامر ، ٢٠١٩). ونتيجة لظروف عدم التأكد التي تحيط ببيئة الأعمال الحديثة ، فالكثير من أصحاب المصالح لم يكونوا راضين عن المعلومات المحاسبية التقليدية حول أداء الشركة في الماضي ولكنهم أصبحوا أكثر اهتماماً بالحصول على معلومات ملائمة حول كفاءة وفاعلية أداء الشركة في المستقبل . لذا ظهر طلب على الإفصاح في التقارير السنوية عن التهديدات المحتملة والمخاطر المرتبطة بها وكيفية إدارة هذه المخاطر ( Stolzle and Xu,2018;Baxter ,et al.,2013).

وعلى الرغم من إلزام الشركات بالإفصاح عن المخاطر وإدارتها في بعض البلدان المتقدمة ، نتيجة لأهمية ذلك بالنسبة للعديد من أصحاب المصالح ، إلا أنه لا يزال اختياريًا بشكل كبير في عدد كبير من دول العالم ، حيث يترك لتقدير إدارة الشركة في العديد من البلدان في إطار المبادئ والمعايير التي تصدرها الجمعيات والهيئات المحاسبية في هذه البلدان (Nagata and Nguyen,2017) ، وطبقا لمجلس معايير المحاسبة المالية FASB ، فإن الإفصاحات الاختيارية هي الإفصاحات التي تتم خارج التقارير المالية والتي لا تتطلبها مبادئ المحاسبة المقبولة قبولاً عاماً ، وانه عندما تتخذ الشركة قرار بالإفصاح الاختياري. عن عمليات إدارة المخاطر ، فإنها قد توصلت إلى أن المنافع المترتبة على الإفصاح الاختياري تفوق تكاليفه (Khlif,et al.,2017).

ويعرف الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر على أنه توصيل المعلومات المتعلقة بخصائص وعمليات الشركة والعوامل الخارجية التي قد تؤثر سلباً على تحقيق الأهداف والنتائج المتوقعة للشركة ، هذا بالإضافة إلى الأساليب والعمليات والأنشطة التي تهدف إلى استبعاد وتخفيض حده التهديدات واستغلال الفرص حتى تتمكن الشركة من تحقيق أهدافها بنجاح (Chau and Gray,2010;Rampini and Viswanathan,2010)

ويعتبر الإطار المتكامل لإدارة المخاطر الصادر عن لجنة المنظمات الراعية<sup>١</sup> Committee of Sponsoring Organization-COSO في سبتمبر عام ٢٠٠٤ بالولايات المتحدة الأمريكية من أهم وأشهر الأطر المتكاملة لإدارة المخاطر ، تلي ذلك إصدار العديد من الإصدارات كان آخرها في أكتوبر ٢٠١٨. إصدار عن المخاطر البيئية والاجتماعية والحوكومية . وقد ركز هذا الإطار على ضرورة إدارة المخاطر بصورة متكاملة ، وليس بإدارة كل نوع من أنواع المخاطر بصورة منفردة ، مع الأخذ في الاعتبار المخاطر المالية وغير المالية .

<sup>١</sup> لجنة المنظمات الراعية Committee of sponsoring organizations ، المنبثقة عن لجنة Tradeway التابعة للمجمع الأمريكي للمحاسبين القانونيين ، وتتكون هذه اللجنة من خمس منظمات وهي معهد المراجعين الداخليين IIA ، المجمع الأمريكي للمحاسبين القانونيين AICPA ، جمعية المحاسبة الأمريكية AAA ، معهد المحاسبين الإداريين IMA ، والمنظمة المهنية الدولية للمديرين التنفيذيين الماليين FEI.

كما أشارت العديد من الدراسات ( Alvarado and Urquiza,2020;Abdullah and ) إلى أن الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر لها العديد من المنافع التي تعود على أصحاب المصالح من جهة وعلى المنظمة نفسها من جهة أخرى ، فبالنسبة للمنافع التي تعود على أصحاب المصالح داخل أو خارج الشركة ، فقد اتضح أن الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر يعود بالنفع على المستثمرين الحاليين في انها تفيد هذه المعلومات في تقييمهم للمكاسب المستقبلية من استثماراتهم ومدى كفاءة الإدارة في الاستفادة من الفرص المستقبلية لتطوير الشركة وتجنب التهديدات والخسائر ، كما أن الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر يعتبر مؤشر جوهري لوعي الإدارة وإدراكها بالمخاطر المحيطة بها وممارستها لإدارة المخاطر ، ويزيد من ثقة أصحاب المصالح في قدرة الإدارة العليا على إدارة المخاطر بنجاح واستغلال فرص الأعمال مما يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة .

ويشكل قرار الإفصاح عن المعلومات غير المالية مفصلة للمديرين من منطلق تأثيره من ناحية ، على تكلفة الديون ، والتي تؤثر بالتبعية على قيمة الشركة و ثروة الملاك. ومن ناحية أخرى ، يتأثر هذا القرار بالعديد من المحددات مثل هيكل الملكية وخصائص الشركات . فقد وجدت أغلب الدراسات تبايناً في مستوى الإفصاح عن المخاطر وإدارتها بين الشركات تبعاً لاختلاف هذه المحددات ( Allaya,et al.,2022;Grassa,et Pangestuti,et al.,2017; ) (al.,2021;Rujjin and Sukirman,2020;Pristianingrum,et al.,2018 وعلى الرغم من زيادة اهتمام الدراسات الأجنبية بالإفصاح عن إدارة المخاطر ، إلا أنه ، في حدود علم الباحثة ، توجد ندرة في الدراسات المصرية التي تناولت العلاقة بين هيكل الملكية وتكلفة الديون في ظل استخدام الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر كمتغير وسيط في هذه العلاقة ، وهو ما يحاول البحث الحالي تناوله نظرياً واختباراً عملياً. ولذلك ، تسلط الدراسة الحالية الضوء من ناحية على هيكل الملكية المتمثلة في تركيز الملكية ، الملكية الإدارية ، الملكية المؤسسية ، واختبار مدى تأثيرهم على الإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر. ومن ناحية أخرى ، نختبر أثر ذلك الإفصاح على تكلفة الديون وذلك في بيئة الأعمال المصرية.

## ٢- مشكلة البحث :

على الرغم من انتشار تطبيق إدارة المخاطر بمفهومها الحديث في معظم الشركات بالدول المتقدمة ، إلا أن تطبيق إدارة المخاطر بمفهومها الحديث مازال محدوداً في معظم الشركات بالدول النامية ، حيث يتم التركيز فقط على إدارة المخاطر المالية (الشعراوي ، ٢٠١٦) ، وعلى الرغم من الزام الشركات بالإفصاح عن المخاطر وإدارتها في بعض البلدان المتقدمة ، نتيجة لأهمية ذلك بالنسبة للعديد من أصحاب المصالح ، إلا أنه لا يزال اختيارياً بشكل كبير في عدد كبير من دول العالم ، حيث يترك لتقدير الإدارة في العديد من البلدان في إطار المبادئ والمعايير التي تصدرها الجمعيات والهيئات المحاسبية في هذه البلدان ( Nagata and Nguyen,2017) ، لذلك ، فقد ازداد في الأونة الأخيرة التركيز على موضوع الإفصاح الاختياري ، خاصة الإفصاح عن المخاطر وإدارتها كنتيجة لاهتمام الأطراف المختلفة بأداء الإدارة في إدارة المخاطر والذي يؤثر على أداء الشركة الحالي والمستقبلي ، وينعكس على تحقيق أهداف الشركة بشكل عام وزيادة ثقة أصحاب المصالح في أداء الإدارة .

وعلى الرغم من الاهتمام بموضوع الإفصاح الاختياري ، فقد أشارت أغلب الدراسات في

هذا المجال

(Abbas,et al.,2021;Jawad,2020;Rahmawati and Prasetyo,2020;Mokhtar )  
(and Mellett,2013

إلى أن هناك تبايناً في مستوى الإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر بين الشركات ، خاصة وأنه يعتمد على عدد من المحددات التي تم تناولها في الدراسات السابقة مثل هيكل الملكية .

ونظراً لوجود ندرة في الدراسات التي تناولت الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر وأثره على تكلفة الديون في الدول النامية بصفة عامة ، وفي جمهورية مصر العربية بصفة خاصة تسعى الدراسة الحالية إلى يد الفجوة البحثية في الدراسات من خلال التعرف على مدى اختلاف مستوى الإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة، وبالتالي يمكن صياغة مشكلة البحث في التساؤلات التالية: هل تؤثر هيكل ملكية الشركة والمتمثلة في كل من تركيز الملكية والملكية الإدارية والملكية المؤسسية على تكلفة الديون؟، وما هو تأثير هيكل ملكية الشركة على مستوى



الإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر؟، وهل يؤثر مستوى الإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون؟، وهل يتوسط مستوى الإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر العلاقة بين هياكل ملكية الشركة وتكلفة الديون؟.

### ٣- هدف البحث :

يهدف البحث إلى دراسة واختبار العلاقة بين هياكل ملكية الشركة ، متمثلة في كل من مركز الملكية والملكية الإدارية والملكية المؤسسية وتكلفة الديون ، واختبار ما إذا كان مستوى الإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر يتوسط هذه العلاقة ، وذلك بالتطبيق على الشركات المسجلة بالبورصة المصرية .

### ٤- أهمية ودوافع البحث :

يستمد هذا البحث أهميته من خلال سعيه لتوضيح العلاقة بين هياكل الملكية وتكلفة الديون ، واختبار ما إذا كان مستوى الإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر يتوسط هذه العلاقة ، وهذا يعد إضافة إلى الدراسات السابقة التي بحثت إما في مجال محددات الإفصاح الاختياري عن إدارة المخاطر ، أو في مجال أثر مستوى الإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون . إذ نجد أن أغلب الدراسات السابقة اهتمت بالتركيز على العوامل المؤثرة على مستوى الإفصاح الاختياري وإدارتها ، وتحليل مستوى الإفصاح عنها، في حين أن عدداً قليلاً من الدراسات ركز على آثار الإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون والتي تعد من الدراسات النادرة التي تناولت هذه القضية ، ولذلك سوف يساعد هذا البحث في سد الفجوة البحثية في الدراسات السابقة ليس فقط من خلال تناول أثر نوع هيكل الملكية ( مركز الملكية - الملكية الإدارية - الملكية المؤسسية ) على مستوى الإفصاح الاختياري عن إدارة المخاطر ، ولكن أيضاً تناول أثر ذلك المستوى من الإفصاح على تكلفة الديون ، وذلك في بيئة الأعمال المصرية .

ومن ناحية أخرى ، يستمد هذا البحث أهميته من خلال وجود ندرة في الدراسات المصرية - في حدود علم الباحثة - التي اختبرت العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر وتكلفة الديون من ناحية ، واختبار ما إذا كان مستوى الإفصاح الاختياري عن

عمليات إدارة المخاطر يتوسط العلاقة بين هيكل الملكية وتكلفة الديون من ناحية أخرى . وهو ما يعتبر دافعاً لهذه الدراسة ، ويأتي ذلك مع بداية الاهتمام الكبير في الأونة الأخيرة بموضوع إدارة المخاطر من قبل العديد من الدول والمنظمات المهنية مثل لجنة المنظمات الراعية COSO ، والمنظمة الدولية للأجهزة العليا للرقابة المالية العامة والمحاسبة INTOSAI . وقد اتضح ذلك جلياً من خلال إصدار تلك المنظمات للعديد من الإصدارات والإرشادات في هذا الصدد .

كما يستمد هذا البحث أهمية خاصة نظراً لتناوله قضية بحثية معاصرة على المستويين العلمي والعملي ، والتي مازالت محل اهتمام الدراسات الأكاديمية . ففي مصر يوجد اهتمام ملحوظ من قبل الشركات المصرية بالإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر . ومن المتوقع أن تساعد نتائج هذا البحث في تقديم توصيات لأصحاب المصالح والشركات نفسها ، بما يعمل على تعزيز الشفافية وتحسين جودة الإفصاح عن طريق تحديد المجالات التي تخفض من عدم تماثل المعلومات بين الأطراف المختلفة ، وبما يوفر معلومات مفيدة للمستثمرين والأطراف المعنية الأخرى .

#### ٥- حدود البحث :

يقتصر هذا البحث على دراسة واختبار أثر هيكل الملكية على مستوى الإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر . وبالتالي ، يقع خارج نطاق هذا البحث دراسة المحددات الأخرى لمستوى الإفصاح عن إدارة المخاطر ، والتي منها: خصائص الشركة ، خصائص مجلس الإدارة وجودة المراجعة والأليات الأخرى لحوكمة الشركات . يضاف إلى ذلك ، أن عينة الدراسة اقتصرت على الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية والتي يتم تداول أسهمها بانتظام . وبالتالي ، يخرج عن نطاق هذا البحث الشركات غير المقيدة بالبورصة المصرية ، وكذلك البنوك وشركات التأمين لما لها من مجالات عمل وطبيعة خاصة بالإضافة إلى أنها تخضع لقواعد خاصة بالإفصاح والشفافية والرقابة . كما ينصب تركيز البحث على أثر الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون ، ويخرج عن نطاق البحث دراسة واختبار المردود الإيجابي لهذا الإفصاح على متغيرات أخرى

بخلاف تكلفة الديون (مثل أسعار الأسهم والأداء المالي للشركة) . وأخيراً فإن القدرة على تعميم النتائج ستكون مشروطة بضوابط المنهجية التي سيتم بها اختبار فرض البحث ، خاصة اختيار عينة الدراسة .

#### ٦- خطة البحث :

انطلاقاً من مشكلة البحث وتحقيقاً لأهدافه ، وفي ضوء حدوده ، واختبار فروضه ، سوف يتم استكماله على النحو التالي :

٦-١- هيكل الملكية من منظور محاسبي.

٦-٢- إدارة المخاطر من منظور محاسبي ومهني .

٦-٣- الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر: المفهوم والقياس والمحددات .

٦-٤- تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث .

٦-٥- الدراسة التطبيقية .

٦-٦- خلاصة البحث وتوصياته ومجالات البحث المقترحة .

#### ٦-١- هيكل الملكية من منظور محاسبي :

تناولت العديد من الدراسات (Chen,et al.,2014;Boubakri,et al.,2016; Henryani and Kusumastuti,2013)

المكونات المختلفة لهيكل الملكية والنتائج المترتبة عن التغيرات التي تحدث في مكوناته ، إلا أن هناك عدد قليل من الدراسات التي تناولت مفهوم هيكل الملكية ، فقد عرفت دراسة ( Chen et al.(2014) هيكل الملكية على أنه توزيع ملكية أسهم الشركة على الفئات المختلفة من المساهمين . كما عرفت دراسة الحنبلي ( ٢٠٠٧ ) هيكل الملكية بأنه الفئات التي تمتلك حصة من راس مال الشركة . وتتحدد نسبة ملكية كل فئة من خلال قسمة عدد الأسهم التي تمتلكها تلك الفئة على إجمالي عدد أسهم الشركة .

أما عن أنواع هيكل الملكية ، فقد أشارت دراسة ( Boubakri,et al.(2016) إلى أنه توجد عدة أنواع مختلفة لهيكل الملكية ، ويمكن تحديدها والتمييز بينها استناداً إلى عاملين : أولهما ، درجة تركيز الملكية ، والتي تعني الأسهم المملوكة لكبار المساهمين ، وبذلك يمكن التمييز بين نوعين من الملكية ، الملكية المشتتة ، والملكية المركزة . وثانيهما ، طبيعة المستثمر

، والتي تعني وجود مؤسسات أو مجموعة معينة من الملاك مثل الملكية المؤسسية والملكية الإدارية .

### النوع الأول : الملكية المشتتة والملكية المركزة ( ملكية كبار المساهمين )

يمكن تعريف الملكية المشتتة على أنها نوع من هيكل الملكية ، يوجد به عدد كبير من المساهمين ، يمتلك كل مساهم من هؤلاء المساهمين عدد محدود من أسهم الشركة ، ولا يوجد أى مساهم يمتلك عدد كبير من أسهم الشركة بحيث يكون لديه قوة تصويت كافية يستطيع بها أن يتحكم في قرارات الشركة (Henryani and Kusumastuti,2013). ويشير أحمد (٢٠٠٩) إلى أن تشتت الملكية يمكن أن يؤدي إلى توسيع قاعدة الملكية عن طريق انتشار الملكية بين عدد كبير من المستثمرين ، وتشجيع أصحاب المدخرات الصغيرة على الاستثمار في سوق الأوراق المالية . يضاف إلى ذلك ، ان تشتت الملكية يساعد المستثمر على تنوع محفظة الأوراق المالية الخاصة به مما يخفض من احتمال تعرضه للمخاطر ، حيث يمكن بيع استثماراته إذا انخفضت قيمتها السوقية دون تعرضه لخسارة كبيرة مقارنة بكبار المساهمين. أما تركيز الملكية : (ملكية كبار المساهمين ) فهي نوع من هيكل الملكية ، تتوزع فيه الملكية بين عدد محدود من المساهمين ، يمتلك كل مساهم عدد كبير من أسهم الشركة ، وقد عرفت هيئة الرقابة والإشراف على تداول الأوراق المالية بالولايات المتحدة الأمريكية (SEC) كبار المساهمين على أنهم يتمثلون في أى مساهم يمتلك أكثر من ٥ % من الأسهم العادية المصدرة للشركة ( Henryani and Kusumastuti,2013 )

### النوع الثاني : الملكية الإدارية :

تشير الملكية الإدارية إلى امتلاك الإدارة سواء كان مديرين تنفيذيين أو أعضاء مجلس الإدارة لجزء من أسهم الشركة ( Byun,et al.,2013).

### النوع الثالث: الملكية المؤسسية :

تشير الملكية المؤسسية إلى امتلاك المستثمرين المؤسسين لجزء من أسهم الشركة ، ويعرف المستثمر المؤسسي بأنه مؤسسة مالية تقوم بتجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في المنشآت التي تحتاج إلى تمويل من خلال امتلاك أسهم فيها وذلك بالنيابة عن هؤلاء الأفراد ، وتشمل هذه المؤسسات المالية كلاً من البنوك وشركات التامين وبنوك الاستثمار وصناديق الاستثمار

وصناديق المعاشات . وتمتاز المؤسسات المالية بالقدرة على الحصول على المعلومات وتشغيلها ، بالإضافة إلى الخبرة المرتفعة ، وذلك مقارنة بالمستثمرين الأفراد (Byun,et al.,2013). ويتضح مما سبق، أنه يمكن تعريف هيكل الملكية على انه مزيج من حصص الملكية من راس مال الشركة لمجموعة من الفئات المختلفة من الملاك ، بحيث تتوزع ملكياتهم بنسبة عدد الأسهم التي يمتلكونها إلى إجمالي عدد أسهم الشركة ، ويوجد لدى تلك الفئات مصالح وأهداف مشتركة تسعى إلى تحقيقها ، وأن هناك عدة أنواع مختلفة لهيكل الملكية ، منها ما يتم تحديده بناء على درجة تركيز الملكية ، ومنها ما يتم تحديده بناء على طبيعة المستثمر . أما عن المنظور المحاسبي لهيكل الملكية ، فقد تبين أن هيكل الملكية يعد أحد العوامل الأساسية التي لها تأثير جوهري على تصرفات وسلوكيات الإدارة ، وكذلك على سلامة اختيار وتطبيق السياسات المحاسبية ومن ثم على الاعتراف والقياس والعرض والإفصاح. كما أنه يعد أحد المتغيرات الحوكمية التي تؤثر بشكل كبير على جودة المعلومات المحاسبية والإفصاح عنها وجودة خدمة المراجعة.

#### ٦-٢- إدارة المخاطر من منظور محاسبي ومهني :

أشار إبراهيم ( ٢٠١٤ ) إلى أن نتائج التقارير الصادرة عن العديد من الهيئات المهنية ، وغير المهنية على أن حدوث أزمات الأسواق المالية وانهايار بعض الشركات يرجع إلى عدم كفاية ممارسات الإفصاح عن المخاطر بصفة عامة ، ومخاطر السوق بصفة خاصة ، فقد أكد التقرير الصادر عن الامم المتحدة سنة ١٩٩٩ ، وتقرير الاتحاد الاوروبي سنة ٢٠٠٠ ، على أن ضعف نظم التقرير المالي وعمليات إدارة المخاطر ، يمثل أحد الأسباب الرئيسية للانهايارات المالية للشركات والأسواق المالية العالمية .

ولكن بداية ما المقصود بإدارة المخاطر ، وللإجابة على هذا السؤال نحتاج لمعرفة ما هو الخطر . وفي هذا الصدد أشار تقرير لجنة COSO في الإطار المتكامل لإدارة المخاطر ٢٠٠٤ إلى الفرق بين الخطر والفرص من خلال امكانية وجود أثر سلبي أو إيجابي ، أو كلاهما بالنسبة للحدث ، فإذا ترتب على الحدث آثار سلبية يظهر الخطر الذي يقلل من قيمة الشركة ، بينما إذا ترتب على الحدث آثار إيجابية تفوق أثارها السلبية تظهر الفرص ، كما عرف البعض ( Tarus,et al.,2020;Ali,et al.,2019;Souza,et al.,2012 ) المخاطر

على أنها حالة عدم التاكيد بشأن حدوث حدث معين قد ينتج عنه تحقيق خسائر ، أو أنه ل احتمال حدوث شيء غير متوقع أو أحداث غير مرغوب فيها تتسبب في عدم تحقيق المخرجات أو النتائج المتوقعة تؤثر سلباً على تحقيق استراتيجيات المنشأة وعلى قدرتها على تحقيق أهدافها المالية والتشغيلية ، وتوجد العديد من أنواع المخاطر مثل المخاطر غير المالية والتي تتمثل في مخاطر الأعمال ، والمخاطر الاقتصادية والسياسية ، والمخاطر المالية والتي تتمثل في مخاطر السوق ، ومخاطر الائتمان ، ومخاطر السيولة .

وفيما يتعلق بمفهوم إدارة المخاطر ، أوضح تقرير لجنة COSO الصادر عام ٢٠٠٤ بعنوان " الإطار المتكامل لإدارة المخاطر ، أن إدارة المخاطر هي عملية يتم أداؤها من قبل مجلس الإدارة والإدارة وأي أشخاص آخرين ، وتطبق عند وضع استراتيجية الشركة ، ويتم تصميمها لتحديد الأحداث المحتملة التي يمكن أن تواجهها الشركة ، كما يتم إدارة المخاطر للوصول بها إلى مستوى الخطر المقبول ، للحصول على توكيد معقول بشأن قدرة الشركة على تحقيق أهدافها ، وتحقيق كفاءة وفعالية استخدام الموارد وجودة التقارير المالية ، والالتزام بالقوانين واللوائح (COSO,2004,P.2) ، وفي هذا السياق ، عرف معيار ISO31000 الصادر عن معهد إدارة المخاطر IRM عام ٢٠١٨ ، إدارة المخاطر على أنها نشاط منضبط يهدف إلى تحديد وتقييم المخاطر والكوارث المحتملة التي قد تؤثر بشكل سلبي على عمليات وأهداف الشركة ، وتحديد الاستراتيجيات والإجراءات اللازمة لإدارة وتخفيض هذه المخاطر إلى المستوى المقبول ( Ali,et al.,2019).

كما عرف علي ( ٢٠٠٥ ) إدارة المخاطر على أنها إدارة الأحداث التي لا يمكن التنبؤ بها ، والتي قد يترتب عليها خسائر محتملة الحدوث في المنشأة ، إذا لم يتم التعامل معها بشكل مناسب ، وعرفت الدوياتي ( ٢٠١٦ ) إدارة المخاطر على أنها إطار لتقافة متكاملة ذات توجه استراتيجي تقوم بها الإدارة في مرحلة التخطيط الاستراتيجي ، في ظل وجود تقييم شامل ومستمر لجميع أنواع المخاطر ، سواء كانت مخاطر داخلية وخارجية ، أو مخاطر كمية وغير كمية . ويستند هذا الإطار على توصيل مفهوم إدارة المخاطر إلى كل فرد في الشركة مع

ربطها مع كل أنشطتها في حدود مستوى الخطر المقبول ، بهدف تحقيق قيمة لها وتعزيز وضعها التنافسي ، وتمكنها من تحقيق أهدافها الحالية والمستقبلية .

بينما عرف (Mardessi and Arab,2018) إدارة المخاطر على أنها مدخل منتظم ومتكامل لإدارة المخاطر عبر المنشأة ككل ، يتكون من مجموعة من الأساليب والطرق التي يتم استخدامها في التنبؤ بالمخاطر والتهديدات وتقييمها وتحديد أثارها السلبية على أهداف وعمليات الشركة ، والتعامل معها والوقاية منها ، وذلك بهدف الحصول على توكيد معقول بشأن تحقيق أهداف المنشأة والتي تتمثل في تعظيم قيمة وأداء المنشأة . كما أوضح البعض (Soebyakto,et al.,2018; Pangestuti,et al.,2017 ) أن إدارة المخاطر هي عملية تتضمن تحديد وقياس ورقابة المخاطر التي تؤثر بشكل سلبي على عملياً وأهداف الشركة وتتسبب في حدوث خسائر وأضرار للشركة ، مع تطوير الاستراتيجيات اللازمة لإدارة هذه المخاطر والتي تتضمن تجنب الخطر ، أو تخفيض الأثار السلبية للخطر ، أو تحمل جزء أو جميع النتائج المترتبة على الخطر ، أو تحويل الخطر إلى طرف آخر . كما عرف عقد ( ٢٠٠٥ ) إدارة المخاطر بأنها عملية مستمرة تتضمن عدة خطوات لتحديد المخاطر وتحليلها واتخاذ القرارات اللازمة لمعالجتها والسيطرة عليها .

كما اتفق البعض ( Senol& Karaca,2017;Amran,et al.,2008 ) على تعريف إدارة المخاطر ، بأنها عملية تشمل تحديد كل من الفرص والمخاطر التي تواجهها الشركة ، ووضع الطرق والاستراتيجيات التي يتم استخدامها من قبل المنظمة في إدارة المخاطر والتصدي لها ، واستغلال الفرص ذات الصلة بتحقيق أهدافها ، وذلك لتوفير توكيد معقول بإمكانية تحقيق أهداف الشركة .

ومن ناحية أخرى ، عرفت دراسة الشعراوي ( ٢٠١٦ ) إدارة المخاطر بأنها الية حوكمة داخلية متكاملة ومنظمة لإدارة المخاطر التي تتعرض لها الشركة سواء داخلياً أو خارجياً مما يساعدها على تحقيق أهدافها سواء في الأجل القصير أو في الأجل الطويل ، كما أشارت الدراسة إلى تنوع مفاهيم إدارة المخاطر من حيث كونها إدارة للآزمات ، أو مجرد نشاط تاميني إلى أن أصبحت عملية متكاملة لتحقيق ميزة استراتيجية للشركة . وتتفق الباحثة مع تعريف البعض ( Senol& Karaca,2017;Amron,et al.,2008 ) لإدارة المخاطر والتي تناولتها

من وجهة نظر شاملة من خلال عدم تركيزها على مواجهة المخاطر فقط ، ولكن أيضاً استغلال الفرص المتاحة . وبالتالي ، يمكن تعريف إدارة المخاطر على أنها السياسات والإجراءات التي تستخدمها الإدارة ليس فقط في التعامل مع المخاطر والتصدي لها من أجل التخفيف من حدتها والآثار السلبية لها ، وإنما أيضاً من أجل استغلال الفرص المتاحة ، بما يساعد على تحقيق أهداف الشركة وخلق قيمة لأصحاب المصالح المرتبطة بالشركة .

وفيما يتعلق بأهمية إدارة المخاطر ، أوضحت دراسة (Khlif,et al.(2017) أن المنظمات تقوم بعمليات إدارة المخاطر وذلك للتحكم في مخاطر الشركة والمساعدة في تحقيق توزيع وتخصيص أفضل لرأس المال بما يتماشى مع مستوى المخاطر التي تتعرض لها المنظمة ، وزيادة ثقة المستخدمين الخارجيين في أنشطة المنظمة، كما تهدف عمليات إدارة المخاطر في الأساس إلى تقليل والتنبؤ وإدارة المخاطر وليس إلى تجنبها بشكل كامل أو التخلص منها . كما تهدف أيضاً إلى إدارة المخاطر الكلية للشركة وزيادة قدرة الشركة على إدارة وتخفيض أوجه عدم التأكد وتخفيض حجم التهديدات وتعظيم حجم الفرص.

كما أضاف البعض ( Soebyakto,et al.,2018;Ali,et al.,2019) أن أهمية إدارة المخاطر تتمثل في منع فشل الشركة في تحقيق أهدافها وحماية الشركة من المخاطر والأضرار المترتبة عليها ، وتقليل فرص حدوث الخسائر المحتملة ، وزيادة قيمة الشركة وتدعيم النمو الاقتصادي من خلال تخفيض تكلفة رأس المال وتحسين الأداء التشغيلي والأداء المالي ، وحماية الصورة العامة للشركة وسمعتها ، والحفاظ على حقوق المساهمين وحماية مصالحهم واستثماراتهم ، وزيادة معدلات اقبال المستثمرين على الاستثمار في الشركة ، كما أنها تساعد في زيادة جودة خدمات المراجعة من خلال تخفيض مستوى مخاطر المراجعة، مما ينعكس ذلك على تخطيط إجراءات المراجعة، حيث سوف يتجه المراجع إلى تخفيض مدى ونطاق اختبارات وإجراءات المراجعة في هذه الحالة . علاوة على ذلك ، تساهم إدارة المخاطر في زيادة فعالية هيكل الرقابة الداخلية في منع واكتشاف التحريفات الجوهرية في القوائم المالية سواء الناتجة عن الأخطاء أو الغش.



كما أوضحت دراسة أحمد (٢٠١٣) أن وجود إدارة المخاطر داخل الشركة يمكنها أن تحقق العديد من المزايا ، والتي تتمثل في تحقيق الأهداف وإعطاء رؤية أفضل للمستقبل ، واستخدام أمثل للموارد ، ووضع ضوابط أفضل، واتخاذ قرارات سليمة ، وتحديد جميع الفرص المتاحة مع حسن استغلالها . كما أوضحت هذه الدراسة أن التصميم الجيد ، والتنفيذ الدقيق لإدارة المخاطر يوفر لكل من مجلس الإدارة ، والعاملين بالمنشأة تأكيداً معقولاً عن مدى تحقيق أهداف المنشأة ، والتعامل مع المخاطر المتعلقة بهذه الأهداف ، بما يجعل هذه المخاطر في الحدود التي تقبلها المنشأة ، مع تجنب أى خسائر مالية تنتج عن حدوث هذه المخاطر دون التعامل معها ، وبالتالي المساعدة في استمرارية المنشأة في مزاولتها نشاطها .

وبالنسبة لمراحل عملية إدارة المخاطر ، فقد حددت لجنة COSO في التقرير الصادر عنها بعنوان " الإطار المتكامل لإدارة مخاطر المشروع " عام ٢٠٠٤ ، ثمانية مكونات متداخلة لإطار عملية إدارة الخطر تمثل المعيار لإدارة الخطر الفعال والذي يصلح لكافة أنواع المنظمات ، وتتمثل هذه المكونات في البيئة الداخلية ، وضع الهدف ، تحديد الحدث ، تقدير المخاطر ، الاستجابة للمخاطر ، أنشطة الرقابة ، المعلومات والاتصال ، المتابعة .

كما أوضح البعض (Keong,et al.,2020;Mardessi and Arab,2018) أنه طبقاً للإطار المتكامل لإدارة مخاطر المشروع الصادر عن لجنة COSO عام ٢٠٠٤ ومعييار ISO31000 ، تتضمن عملية إدارة المخاطر مجموعة من الخطوات التي تهدف إلى تخفيض المخاطر إلى المستوى المقبول ، وتتمثل هذه الخطوات في :

- **تحديد الإطار التنظيمي لإدارة المخاطر** : وهى تحديد الأهداف التنظيمية ، تحديد ثقافة المنظمة بشأن النزاهة والقيم الأخلاقية وطريقة فهم وتحديد المخاطر ، تطوير نظام معلوماتي ملائم . تحديد المسؤوليات الخاصة بعملية إدارة المخاطر .

- **تحديد المخاطر** : وهى تحديد الأحداث الداخلية والخارجية ، التمييز بين الفرص والمخاطر ، وتحديد مصدر المخاطر .

- **تحليل المخاطر** : تحديد مستوى المخاطر ، تقييم احتمالية حدوث المخاطر والأثار المترتبة عليها ، توصيل التحليلات إلى صانعي القرار .

- معالجة المخاطر : تحديد المستوى المقبول من المخاطر ، تحديد طريقة المعالجة المناسبة : التجنب ، التخفيض ، القبول والمشاركة .

- المتابعة والفحص : إجراء التقييمات الدورية أو المستمرة ، تحديد الدروس المستفادة من التجارب والخبرات السابقة ، التأكد من تنفيذ طريقة المعالجة المرغوب فيها بفعالية ، التأكد من ان البيانات الضرورية لإدارة المخاطر تم توصيلها بالشكل الملائم وفي التوقيت المناسب لكل شخص ، إجراء التحسينات المستمرة لعملية إدارة المخاطر .

ويتضح مما سبق أن عملية إدارة المخاطر ليست عملية متتالية بحيث تؤثر كل خطوة على الخطوات التالية ، وإنما عملية متكاملة بحيث تؤثر كل خطوة تأثير مباشر على الخطوات المتبقية .

كما اوضحت دراسة (علي ، ٢٠٠٥) أن عملية إدارة المخاطر تتضمن ثلاث مراحل أساسية ، هي : تحديد المخاطر Identification، وقياس المخاطر Measurement، وإدارة المخاطر Management. كما أوضحت الدراسة أن مرحلة إدارة المخاطر يمكن أن تتبع إحدى ثلاث استراتيجيات : هي الإبقاء على المخاطر Retention، أو تخفيض المخاطر Reduction، أو تحويل المخاطر Transference.

وتخلص الباحثة مما سبق ، أن أهميه إدارة المخاطر تتمثل في تخفيض حجم التهديدات والتحكم في مخاطر الشركة من خلال تقليلها وليس تجنبها بشكل كامل ، مما يساعد ذلك الشركة على تحقيق أهدافها ، ويؤدي إلى زيادة قيمة الشركة وتحسين الأداء التشغيلي والأداء المالي، وحماية الصورة العامة للشركة وزيادة حجم الاستثمارات في أسهم الشركة ، فضلاً عن أهمية إدارة المخاطر في زيادة جودة خدمات المراجعة من خلال تخفيض مستوى مخاطر المراجعة ، وكذلك زيادة فعالية هيكل الرقابة الداخلية في منع واكتشاف التحريفات الجوهرية في القوائم المالية سواء الناتجة عن الأخطاء أو الغش. ومن هنا يتضح أهمية الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر ، على الرغم من أن معظم الإفصاحات التي تتم عن عمليات إدارة المخاطر معظمها إفصاحات اختيارية غير اجبارية وعن عمليات إدارة المخاطر غير المالية.

## ٦-٣- الإفصاح عن إدارة المخاطر: المفهوم والأهمية والقياس :

يعد الإفصاح عن معلومات إدارة المخاطر في التقارير المالية المنشورة جوهر عملية إدارة المخاطر ، حيث يتم من خلاله إتاحة المعلومات عن المخاطر التي تواجهها المنشأة أو التي من المحتمل أن يواجهها الملاك وأصحاب المصلحة فيها ، باعتبار أن هذه المعلومات تعد مدخلات أساسية لقرارات الفئات المستخدمة لهذه التقارير علي (٢٠٠٥) .

وفيما يتعلق بمفهوم الإفصاح عن إدارة المخاطر ، اتفق البعض (Lasau and Sofian,2023 Pristianing,et al.,2018)؛ على تعريف الإفصاح عن المخاطر وإدارتها بأنه وسيلة تستخدمها الشركة في إبلاغ مستخدمي التقارير السنوية بشأن المخاطر وغيرها من العوامل الخارجية التي تهدد الشركة وتؤثر بشكل جوهري في النتائج المتوقعة للشركة ، وكذلك الاستراتيجيات التي تستخدمها الإدارة لمعالجة والتخفيف من حدة هذه المخاطر ، واستغلال الفرص المتاحة ، مما يساعد على خلق قيمة لأصحاب المصالح المرتبطة بالشركة .

وفي نفس السياق ، عرفت دراسة ( Soebyakto,et al.(2018) الإفصاح عن المخاطر وإدارتها بأنه جزء هام من الإفصاحات التي يجب أن تلتزم بها الشركة ضمن التقارير السنوية لها ، حيث يجب أن تتضمن هذه الإفصاحات الفرص والتهديدات والمخاطر والخسائر والتي أثرت بالفعل أو قد يكون لها تأثير سلبي على الشركة أو الإدارة سواء في الوقت الحاضر أو المستقبل ، بالإضافة إلى توصيل معلومات عن الأساليب والعمليات التي تستخدمها الإدارة في إدارة هذه المخاطر والتهديدات . كما ترى الصيرفي (٢٠١٨) أن الإفصاح عن إدارة المخاطر هو إفصاح مالي وغير مالي ، وكمي ونوعي وذلك لتوفير معلومات عن المخاطر التي تواجهها الشركة ، وتحليلها وتقييم تأثيرها المحتمل على الأداء المستقبلي ، وتوفير معلومات عن كيفية التصدي لتلك المخاطر للتخلص منها أو التقليل من أثارها السلبية .

واتفقت مع الدراسات السابقة دراسة ( Pangestuti,et al.(2017) التي عرفت الإفصاح عن المخاطر وإدارتها على أنه الإفصاح عن المعلومات التي تصف المخاطر الرئيسية للشركة وتأثيرها الاقتصادي المتوقع على الأداء المستقبلي ، وتشمل هذه المعلومات ، من بين أمور أخرى ، معلومات مستقبلية تساعد المستثمرين الخارجيين على بناء تقدير للتدفقات النقدية

المستقبلية ، ومعلومات عن مصادر عدم التأكد المحيطة بتوقعات التدفقات النقدية المستقبلية للشركة ، ومعلومات عن مصادر المخاطر غير القابلة للتنبؤ التي ينبغي إدراجها في تكلفة راس المال ، وكذلك الإفصاح عن المعلومات التاريخية المتعلقة بالإجراءات المتخذة لمواجهة المخاطر ، والمعلومات المتعلقة بالبرامج المخططة لمواجهة وإدارة هذه المخاطر .

وترى الباحثة أنه يمكن تعريف طبيعة الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر على أنه توفير المعلومات المتعلقة بالمخاطر التي تواجهها الشركة سواء كانت مخاطر مالية أو غير مالية والتي من المتوقع أن تؤثر بشكل سلبي على الأهداف والأداء المستقبلي للشركة، وكذلك توفير معلومات عن الاستراتيجيات التي تستخدمها الإدارة في التصدي ومواجهة هذه المخاطر ، وذلك للتخلص منها ، أو التخفيف من حدتها وأثارها السلبية ، أو اغتنام الفرص المتاحة . إلا أن معظم الإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر في الوقت الحالي تنصب على الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر غير المالية . أما من حيث مدى الالتزام بهذا الإفصاح ، فإن بعض هذه الإفصاحات إجبارية وبعضها اختيارية ، ومن حيث مكان وتوقيت هذا الإفصاح ، فإنه يتم الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر في التقارير الصادرة عن مجلس الإدارة ويتم إصدارها في نفس توقيت إصدار القوائم المالية (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠٢٣)

وفيما يتعلق بأهمية الإفصاح عن المخاطر وإدارتها ، أوضح البعض ( Berkman and Bradbury Shad,et al.,2022;Iswajuni,et al.,2018;1998) أنه توجد العديد من المنافع المترتبة على الإفصاح عن المخاطر وإدارتها تتمثل في المساهمة في الحد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح الخارجيين مثل المساهمين والمستثمرين من الهيئات التنظيمية والمحللين الماليين ، نظراً لأن هذه الإفصاحات تعمل على تحسين مستوى الشفافية ، مما يؤدي إلى تقليل مشاكل الوكالة وتقليل فجوة المعلومات ، ويؤثر إيجاباً على كل من تقييمات أصحاب المصالح لأداء الشركة في المستقبل ، وثقة أصحاب المصالح في إدارة الشركة وأدائها ، كذلك مساعدة المستثمرين على تقييم المخاطر المحتملة ، وتقييم العائد على الاستثمارات وتحديد مدى تذبذب التدفقات النقدية ، وتقييم المركز المالي للشركة وأدائها بشكل أفضل ، كما أن التقرير عن المخاطر وإدارتها يساعد الشركات على تحسين استراتيجيات إدارة

المخاطر ، ويؤدي إلى تعزيز المساءلة عن طريق السماح للإدارة بالإفصاح عن معلومات مفيدة عن جهودها للاضطلاع بمسؤولياتها.

كما أن الإفصاح عن المخاطر وإدارتها له دور في تحسين قرارات الاستثمار ( Beretta and Bozzolan,2004 ) ، حيث يجب أن يكون المستثمر على علم ودراية بالمعلومات الخاصة بالمخاطر التي تواجهها الشركة ، حتى يستطيع التعرف على الفرص والتهديدات المحتملة وتقييم مدى كفاءة الإدارة في التعامل مع تلك الفرص والتهديدات ، بما يساعد على اتخاذ قرارات رشيدة (Lajili and Zeghal,2005) .

كما أكدت دراسة ( Farhat(2016) على أهمية تعزيز عملية الإفصاح عن المخاطر وإدارتها من خلال تشجيع الشركات على الإفصاح عن المخاطر الرئيسية ، وتوضيح والإفصاح عن الطرق المستخدمة في إدارة هذه المخاطر ، وذلك لإمداد المستثمرين بمعلومات تساعدهم في اتخاذ قرارات استثمارية أكثر دقة ، وزيادة مستوى الشفافية ، وتخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات وإتاحة الفرص للمستثمرين للحصول على معلومات كافية عن المخاطر المحتملة مما يقلل بدوره من تكلفة رأس المال . كما أوضحت الدراسة أن تقديم معلومات عن المخاطر وطريقة إدارتها للمستثمرين ، يؤدي إلى كسب ثقة المستثمرين وطمأنتهم .

وينفق ذلك مع دراسة ( Solomon,et al.(2000) التي أوضحت أنه يعد الإفصاح عن معلومات المخاطر المستقبلية مفيداً للمستثمرين ، حيث يساعد على تحسين عملية اتخاذ القرارات وأيضاً يعد التقرير عن سياسات إدارة المخاطر عاملاً رئيسياً في خفض تكلفة رأس المال .كما أوضحت دراسة (Dicuonzo,et al.(2017) أن ارتفاع جودة الإفصاح عن المخاطر وإدارتها يساعد المستثمرين وغيرهم من المشاركين في السوق في عملية صنع القرار ، من خلال توفير المعلومات الهامة عن المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الشركة والممارسات التي ستستخدمها الشركة في إدارة هذه المخاطر .

وقد أشار البعض ( Shad ,et al.,2022;Chairani and Sirger,2021) إلى أهمية الإفصاح عن المخاطر وإدارتها بالنسبة للمديرين ، إذ يحتاج المديرون إلى إفصاحات جيدة عن المخاطر ، وذلك لاستخدام التقييمات الخاصة بالمخاطر في اتخاذ القرارات التشغيلية والاستثمارية

الراسمالية وقرارات الحوافز ومراجعة الأداء، كما أن زيادة وعى وإدراك المديرين بمخاطر الشركة ، نتيجة للإفصاح عن هذه المخاطر ، سوف يساعدهم على اتخاذ قرارات استراتيجية رشيدة ، والتي ستعكس على زيادة حجم المبيعات وتحسين سمعة الشركة وتعزيز الرقابة الداخلية وحوكمة الشركات وتحقيق الالتزام باللوائح والقوانين ، كذلك زيادة فعالية تخصيص الموارد ورأس المال ، وتقليل التقلبات في الأرباح وأسعار الأسهم ، وتحسين فعالية مراقبة الإدارة ومجلس الإدارة للمخاطر ، كما أن الإفصاحات عن المخاطر وإدارتها سوف تساعد الإدارة على وضع الخطط الاستراتيجية وزيادة دقة القرارات التشغيلية والاستراتيجية وتحسين الأداء التشغيلي للشركة وزيادة العائد على رأس المال .

ويلاحظ وجود اهتمام عالمي بإدارة المخاطر ، فقد شجع قانون Sarbanes Oxley الأمريكي إدارة الشركات على الإفصاح عن معلومات إدارة المخاطر ويتم محاسبتها في حالة عدم التزامها بهذا الإفصاح ، كما أصدر معهد إدارة المخاطر في بريطانيا معيار الخطر البريطاني (IRM,2002) الذي يتناول أهم المصطلحات المتعلقة بالمخاطر . كما صدر أول معيار لإدارة المخاطر في استراليا ونيوزلاندا عام ١٩٩٥، والذي تم تعديله في عام ٢٠٠٤ بمعيار الخطر الاسترالي النيوزيلندي (ASINZS 4360,2004) ، ويركز هذا المعيار على أهمية دمج ممارسات إدارة المخاطر مع ثقافة وعمليات الشركة من خلال سبع خطوات لإدارة المخاطر فعالة وهي تحديد السياق ، تحديد المخاطر ، تحليل المخاطر ، تقييم المخاطر ، معالجة المخاطر ، الفحص والمتابعة، والاتصال والمشاورة .الشعراوي(٢٠١٥) .

كما أصدرت لجنة (COSO,2004) الإطار المتكامل لإدارة مخاطر المشروع والذي أوضح أن هناك ثمانية مكونات لإدارة المخاطر ، ثم قامت لجنة COSO بإصدار تقرير في عام ٢٠٠٩ يربط بين إدارة المخاطر وقيمة الشركة ، وقامت لجنة COSO بعد ذلك في عام ٢٠١١ بإصدار تقرير يتضمن إطار يهدف إلى توضيح الكيفية التي يتم بها تطبيق إدارة المخاطر والعوامل التي تساعد على التطبيق الناجح لإدارة المخاطر ، وأصدرت لجنة COSO العديد من الإصدارات بعد ذلك حتى عام ٢٠١٨ .

كما قامت المنظمة الدولية للمواصفات القياسية للجودة ISO بإصدار معيار رقم ISO31000 عام ٢٠٠٩ ، ليحل محل المعايير المتعددة القائمة ، ويتضمن مجموعة من المبادئ لإدارة المخاطر وطريقة تطبيق هذه المبادئ سواء على المنظمات في القطاع العام أو القطاع الخاص .

وفي مصر تعد الجمعية المصرية لإدارة المخاطر<sup>٢</sup> هي الهيئة المسؤولة عن تطبيق مفاهيم إدارة المخاطر ، وتهدف هذه الجمعية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف ، والتي تؤكد على رفع سقف الأداء المهني للعاملين في مختلف قطاعات الانتاج والخدمات خاصة مديري المخاطر ، وذلك طبقاً لمستويات الأداء العالمية . كما تطبق هذه الجمعية إدارة المخاطر وفقاً للمعايير البريطانية لإدارة المخاطر .الصيرفي ( ٢٠١٨ ) .

وفيما يتعلق بقياس الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر ، تناولت العديد من الدراسات مقاييس عديدة لعمليات إدارة المخاطر ، حيث تناولت بعض الدراسات قياس تطبيق عمليات إدارة المخاطر ، بينما تناول البعض الآخر قياس الإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر . فبالنسبة لقياس تطبيق عمليات إدارة المخاطر ، فقد تعددت الدراسات التي تناولت قياس عملية التطبيق ، حيث اختلفت في أسلوب وطريقة القياس ، فقد قامت بعض الدراسات ( Iswajuni,et al.,2018;Nugroho,et al.,2015;Berkman and Bradbury,1998) بقياس تطبيق عمليات إدارة المخاطر من خلال استخدام متغير وهمي يأخذ القيمة (١) في حالة قيام الشركة بتنفيذ عمليات إدارة المخاطر ، والقيمة (صفر) بخلاف ذلك ، ويتم التعرف على ذلك من خلال الإفصاحات الموجودة بالتقارير السنوية للشركة عن عمليات إدارة المخاطر ، بينما قامت دراساتي (Sharfman and Fernando, Trisnawati,et al.,2019;2008) بقياس تطبيق عمليات إدارة المخاطر كمحصلة لمجموع متغيرين ، يتمثل المتغير الأول في وجود لجنة مخاطر ولجنة مراجعة ، ويتم قياس هذا المتغير من خلال استخدام متغير وهمي يأخذ القيمة (١) في حالة وجود لجنتي المراجعة والمخاطر ، ويأخذ القيمة (صفر) في حالة وجود إحدى اللجنتين أو عدم

<sup>٢</sup> الجمعية المصرية لإدارة المخاطر (ERMA) Association Egyptian Risk Management هي جمعية غير حكومية غير هادفة للربح ، وهي متخصصة في إدارة المخاطر التي تتعرض لها الشركات نتيجة ممارسة أعمالها أو حتى قبل بداية العمل . وتسعى الجمعية إلى بناء الوعي بماهية المخاطر وكيفية إدارتها والتعامل معها وتوفير بيئة محفزة لإثراء وتطوير فكر إدارة المخاطر في مجال الأعمال <http://ermaegypt.org> (الصيرفي، ٢٠١٨)

وجود كلاهما . ويتمثل المتغير الثاني في انفصال لجنة المخاطر عن لجنة المراجعة ، ويتم قياس هذا المتغير من خلال استخدام متغير وهمي يأخذ القيمة (١) في حالة وجود انفصال بين اللجنتين ، والقيمة (صفر) في حالة عدم وجود انفصال بين اللجنتين . وفي هذا الشأن ، قامت دراسة ( Mardessi and Arab (2018 بتصنيف تطبيق عمليات إدارة المخاطر إلى خمسة مستويات للتطبيق طبقاً لاستخدام مقياس ليكرت لتحديد مستوى تطبيق عمليات إدارة المخاطر ، وتتمثل هذه المستويات في ( عدم تطبيق عمليات إدارة المخاطر ، التفكير في تطبيق عمليات إدارة المخاطر والمزايا والمنافع المترتبة عليها ، والتخطيط لتطبيق عمليات إدارة المخاطر ، والتطبيق الجزئي لعمليات إدارة المخاطر ، والتطبيق الكلي لعمليات إدارة المخاطر )

أما عن الدراسات التي تناولت قياس الإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر ، فقد اتضح أن معظم الدراسات التي تناولت الإفصاح عن إدارة المخاطر قد اعتمدت على تحليل المحتوى لقياس مستوى الإفصاح عن إدارة المخاطر ، إلا أنها انقسمت إلى مجموعتين : المجموعة الأولى اعتمدت على تحليل المحتوى من خلال تحديد عدد الكلمات والجمل والعبارات المفصح عنها في التقارير السنوية للشركات ذات العلاقة بالمخاطر بأنواعها المختلفة وإدارتها والتي تم تكرارها في مواضيع مختلفة في تلك التقارير ، وذلك للتعبير عن كمية الإفصاح والتي يطلق عليها التحليل الكودي. الصيرفي ( ٢٠١٨ ) ، حيث يتم تحليل الجمل والعبارات في التقارير السنوية للشركات ، ثم يتم البحث عن الكلمات والجمل الرئيسية الدالة على تطبيق عمليات إدارة المخاطر ، والتي منها على سبيل المثال إدارة مخاطر المشروع ، لجنة المخاطر ، مدير المخاطر ( ;Abbas,et al.,2021 Chairani and Sirger,2021 )

أما المجموعة الثانية من الدراسات فقد اعتمدت على تحليل المحتوى باستخدام مؤشر للإفصاح يتم على أساسه هذا التحليل. الصيرفي ( ٢٠١٨ ) ، وفي هذا الشأن أوضح البعض ( ;Rujjin and Rustiarini and Suryandari,2021;Khlif,et al.,2017; Sukirman,2020;Pristianingrum,et al.,2018 ) أنه يمكن قياس فعالية الإفصاح عن عمليات إدارة مخاطر المشروع باستخدام مؤشر الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر والذي



قدمته لجنة COSO في الإطار المتكامل لإدارة مخاطر المشروع عام ٢٠٠٤، حيث يتضمن هذا المؤشر ١٠٨ مفردة من مفردات الإفصاح والتي تغطي ثمانية أبعاد وهي البيئة الداخلية ، وضع الأهداف ، تحديد الأحداث ، تقييم المخاطر ، الإستجابة للمخاطر ، أنشطة الرقابة ، المعلومات والاتصال ، المتابعة . ويتم إجراء تحليل محتوى للتقارير السنوية للشركات ، والمفردات التي تم الإفصاح عنها يتم إعطائها قيمة (١) ، بينما يتم إعطاء قيمة (صفر) للمفردات التي لم يتم الإفصاح عنها ، ثم يتم حساب مؤشر الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر من خلال قسمة عدد المفردات المفصوح عنها على إجمالي عدد المفردات الواجب الإفصاح عنها ١٠٨.

كما أضافت دراسات (Rahmawati and Prasetyo,2020;Soebyakto,et

al.,2018;Ahmed,et al.,2015) مؤشر للإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر، والذي اقترحه معيار (ISO31000,2009) ، ويتضمن هذا المؤشر ٢٥ مفردة من مفردات الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر ، ويتم استخدام متغير وهمي لقياس عملية الإفصاح ، وذلك من خلال إعطاء قيمة (١) للمفردات التي تم الإفصاح عنها ، والقيمة (صفر) للمفردات التي لم يتم الإفصاح عنها ، ثم يتم حساب قيمة مؤشر الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر من خلال قسمة مجموع البنود أو المفردات التي تم الإفصاح عنها على إجمالي عدد المفردات الواجب الإفصاح عنها وهي ٢٥ مفردة .

يتضح للباحثة مما سبق ، أن أهمية الإفصاح عن المخاطر وإدارتها تتمثل في تقليل مشاكل الوكالة وتقليل فجوة المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح ، وتحسين قرارات الاستثمار ، وتخفيض تكلفة راس المال ، كذلك مساعدة المديرين على اتخاذ القرارات التشغيلية والاستراتيجية الرشيدة ، والتي ستعكس على زيادة حجم المبيعات وتحسين الأداء التشغيلي للشركة وسمعتها ، وزيادة فعالية تخصيص الموارد وراس المال وزيادة العائد على راس المال. أما عن قياس الإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر ، فقد اتضح أنه يتم باستخدام تحليل المحتوى ، ويتم إجراء هذا التحليل إما من خلال استخدام مؤشر الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر ، أو من خلال استخدام التحليل الكودي.

## ٦-٤- تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث :

سوف تتناول الباحثة في هذه الجزئية أثر هيكل الملكية على تكلفة الديون ، وأثر هيكل الملكية على الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر ، وكذلك أثر الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون ، ودور الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر كمتغير وسيط في العلاقة بين هيكل الملكية وتكلفة الديون ، وذلك على النحو التالي :

## ٦-٤-١- تحليل العلاقة بين هيكل الملكية وتكلفة الديون واشتقاق الفروض من الأول إلى الثالث:

قامت مجموعة من الدراسات ( Henryani and Kusumastuti,2013;Kangarlouei,et al.,2012 Muslim and Setiawan,2021;Lugo,2019) بدراسة أثر نوع هيكل الملكية على تكلفة الديون ، وقد تناولت هذه الدراسات ثلاث أنواع لهيكل الملكية وهي تركز الملكية والملكية الإدارية والملكية المؤسسية .

وفيما يتعلق بأثر تركز الملكية على تكلفة الديون ، فقد استهدفت دراسة (Kangarlouei,et al.(2012) دراسة الأثر غير المباشر لتركز الملكية على تكلفة الديون ، وذلك من خلال دراسة أثر تركز الملكية على جودة التقارير المالية ، حيث توجد علاقة عكسية بين جودة التقارير المالية وتكلفة الديون ، فارتفاع جودة التقارير المالية يؤدي إلى تخفيض تكلفة الديون .

وتوصلت الدراسة من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة تتكون من مجموعة من الشركات المسجلة ببورصة نيجيريا للأوراق المالية عن الفترة من ٢٠٠٤-٢٠١١ ، إلى وجود أثر سلبي جوهري لتركز الملكية على تكلفة الديون ، حيث تقل تكلفة الديون في الشركات ذات التركيز الأعلى للملكية ، ويرجع ذلك إلى قدرة كبار المساهمين على رقابة الإدارة بالمقارنة بصغار المساهمين ، حيث أن صغار المساهمين قد يلجأون إلى بيع أسهمهم في حالة عدم رضائهم عن أداء الشركة ، بينما يصعب على كبار المساهمين القيام بذلك ، وذلك لاحتمالية تعرضهم للخسائر في حالة قيامهم ببيع عدد كبير من الأسهم ، مما يدفع ذلك كبار المساهمين إلى الرقابة على أداء وتصرفات وقرارات الإدارة والتأثير عليها لحماية استثماراتهم ، وقد يؤدي

ذلك إلى وجود ضغوط أقل على الإدارة لمقابلة توقعات الأرباح في الأجل القصير ، حيث يتبنى كبار المساهمين عادة استراتيجية طويلة الأجل ، مما يساعد ذلك على الحد من السلوك الانتهازي للإدارة ، الأمر الذي ينعكس على زيادة جودة التقارير المالية ، ويحفز أصحاب الديون على وضع معدلات منخفضة للفوائد على الديون وتخفض تكلفة الديون في هذه الحالة.

وفي نفس السياق ، أوضح البعض (Henryani and Kusumastuti,2013;Lugo,2019) انخفاض تكلفة الديون في الشركات ذات تركيز ملكية ، وذلك لارتفاع مستوى جودة التقارير المالية في هذه الشركات ، ويرجع ذلك إلى أن تركيز الملكية يوفر دافعاً قوياً لكبار المساهمين لمراقبة الإدارة مما يؤدي إلى إحداث تغييرات إيجابية في الشركة والتأثير على استراتيجية الشركة ، بينما لن يهتم صغار المساهمين بعملية مراقبة الإدارة لعدم قدرتهم على تحمل تكاليف الرقابة وذلك لصغر حصصهم في الثروة .

كما قام البعض (Muslim and Setiawan ,2021;Boubakri,et al.,2016) بدراسة أثر تركيز الملكية على جودة الأرباح المحاسبية ، وتوصلت هاتين الدراستين إلى أن تركيز الملكية يحسن من مستوى جودة الأرباح المحاسبية عن طريق تقليل مستوى عمليات إدارة الأرباح ، مما يعني زيادة جودة التقارير المالية وانخفاض تكلفة الديون في حالة زيادة تركيز الملكية . كما اتفقت دراسة ( Lin,et al.(2023) مع نتائج الدراسات السابقة ، حيث توصلت إلى وجود تأثير سلبي جوهري لتركيز الملكية على حجم عمليات إدارة الأرباح ، حيث اتضح أن تركيز الملكية يؤثر بشكل سلبي على مستوى الاستحقاقات الاختيارية ، وبالتالي يحسن من مستوى معلوماتية الأرباح المحاسبية وجودة المعلومات المحاسبية ، ومن ثم تنخفض تكلفة الديون في هذه الحالة .

ومن ناحية أخرى اختبرت دراسة ( Chen,et al.(2014) تأثير هيكل الملكية الذي يتصف بوجود كبار المساهمين على التحفظ المحاسبي كقياس لجودة التقارير المالية ، وقد تم ذلك باستخدام بيانات عن هيكل الملكية على مستوى الشركات من ثلاثة عشر دولة من دول أوروبا . وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تتصف بوجود كبار المساهمين تطبق مستوى أعلى من التحفظ المحاسبي مقارنة بالشركات التي تتسم بتشتت الملكية بين عدد كبير من المساهمين .

بينما توصل البعض (Muslim and Setiawan,2021;Boubakri,et al.,2016) إلى نتائج متعارضة مع نتائج الدراسات السابقة بشأن تأثير تركيز الملكية على تكلفة الديون ، حيث أوضحت هاتين الدراستين وجود علاقة طردية جوهرية بين تركيز الملكية وتكلفة الديون ، ويرجع ذلك إلى وجود تعارض في المصالح بين كبار وصغار المساهمين ، والذي ينتج عن سيطرة كبار المساهمين على عمليات اتخاذ القرارات وعمليات التصويت ، والاستحواذ على حقوق صغار المساهمين ، من خلال تدخلهم في إدارة الشركة ، بالإضافة إلى أن كبار المساهمين عادة ما يطلبون عائداً مرتفعاً على استثماراتهم ، واستخدام حقوق الرقابة المكفولة لهم لتحقيق منافع خاصة ، وبالتالي ممارسة ضغوط على مديري الشركات للتقرير عن أداء مالي جيد للشركة ، والذي يحقق لهم عائداً مرتفعاً على استثماراتهم ، الأمر الذي يدفع الإدارة إلى ممارسة أنشطة إدارة الأرباح مما ينعكس بشكل سلبي على جودة التقارير المالية ، وتزداد تكلفة الديون في هذه الحالة .

وفيما يتعلق بالعلاقة بين الملكية الإدارية وتكلفة الديون ، فقد أوضح الحوشي (٢٠١٥) أن هناك تأثيران متعارضان للملكية الإدارية على دوافع المديرين وهما: (١) تأثير تقارب المصالح ، والذي يشير إلى أنه مع ارتفاع مستوى ملكية المديرين لأسهم الشركة يتوفر لديهم دوافع للانحياز إلى مصالح المساهمين . (٢) تأثير الحصانة الإدارية ، والذي يشير إلى أنه مع ارتفاع مستوى الملكية الإدارية يسيطر المديرون بدرجة أكبر على الشركة ، مما قد يؤدي إلى وجود مجال أكبر للتصرف لتحقيق مصالحهم الذاتية .

وقد استهدفت دراستنا (Muslim and Setiawan,2021;Lugo,2019) اختبار العلاقة بين الملكية الإدارية وتكلفة الديون ، واتفقت هذه الدراسات على وجود علاقة عكسية جوهرية بين الملكية الإدارية وتكلفة الديون ، حيث اتضح أنه في حالة انخفاض نسبة الملكية الإدارية ، يميل المديرون إلى تحقيق منافع خاصة بهم على حساب مصلحة أصحاب الديون ، وذلك من خلال اتخاذ قرارات بها درجة عالية من المخاطرة ، ومن ثم سوف يقوم أصحاب الديون بطلب فوائد مرتفعة على الديون وذلك عندما يزداد احتمال قيام الإدارة بالمشاركة في أنشطة قد تضر بمصالحهم . أما في حالة ارتفاع نسبة الملكية الإدارية ، سوف يحدث توافق في

المصالح بين أصحاب الديون والإدارة ، وسوف يتحسن مستوى فعالية رقابة وسيطرة الإدارة على موارد الشركة . كما ان ملكية الإدارة لجزء من أسهم الشركة سوف يساهم في الحد من السلوكيات الانتهازية للإدارة والتي قد تضر بمصلحة الشركة ومصالح المساهمين .

كما اتضح أيضاً أن زيادة نسبة الملكية الإدارية يساعد على تخفيض حجم المخاطر المدركة للشركة ، حيث يميل المديرون إلى اتخاذ الاستراتيجيات التي تقلل من مخاطر الشركة ، مما يحفز ذلك أصحاب الديون على وضع أسعار فائدة منخفضة على الديون ، كما أن زيادة نسبة الملكية الإدارية يساعد على تخفيض مستوى التعارض في المصالح بين الإدارة والمساهمين الخارجيين ، وتخفيض تكاليف ومشاكل الوكالة التي تنشأ نتيجة هذا التعارض . بالإضافة إلى تحمل المديرين مسئولية القرارات التي يتخذونها والنتائج المترتبة عليها .

كما اتفقت دراسة (Lin,et al.(2023) مع نتائج الدراستين السابقتين ، حيث تقل تكلفة الديون في الشركات التي تزداد فيها نسبة الملكية الإدارية، ويرجع ذلك إلى زيادة ميول المديرين إلى تقييد مدفوعاتهم النقدية وذلك من خلال زيادة حجم القيود المتعلقة بتوزيعات الأرباح والقيود المتعلقة بالنواحي المالية والمحاسبية في الشركات التي تزداد فيها نسبة الملكية الإدارية ، كما أن زيادة نسبة الملكية الإدارية وما يترتب عليها من اتفاق مصالح المساهمين مع مصالح الإدارة ، تحفز المديرين على اختيار عقود الديون التي تفرض عدد كبير من الشروط والقيود الأكثر حدة وتعقيداً ، وذلك للحد من التصرفات الانتهازية التي قد يقوم بها المديرون في حالة عدم وجود تعارض في المصالح بينهم وبين المساهمين من ناحية ، ولتقليل مستوى الشكوك لدى أصحاب الديون حول الأثار والنتائج السلبية التي قد تحدث نتيجة لاتفاق مصالح المساهمين مع مصالح الإدارة من ناحية أخرى ، مما يترتب على ذلك في النهاية انخفاض تكلفة الديون .

كما اختبرت دراسة ( Kangarlouei,et al.(2012) الأثر غير المباشر للملكية الإدارية على تكلفة الديون ، وذلك من خلال دراسة أثر الملكية الإدارية على جودة التقارير المالية ، وتوصلت الدراسة إلى أن ارتفاع مستوى الملكية الإدارية يساعد على تقليل تعارض المصالح بين الإدارة والمساهمين ، مما يؤدي إلى تقليل احتمالات تحريف القوائم المالية من خلال القيام

بعمليات إدارة الأرباح ، حيث أن الملكية الإدارية تساهم في الحد من السلوكيات الانتهازية للإدارة والتي تدفعها للقيام بعمليات إدارة الأرباح ، مما يعني ارتفاع مستوى الملكية الإدارية يؤدي إلى تخفيض معدلات القيام بعمليات إدارة الأرباح الأمر الذي يحسن من جودة التقارير المالية ، ويؤدي إلى تخفيض تكلفة الديون . وفي نفس السياق، توصلت دراسة ( Alhares,et al.(2020) إلى نتائج متشابهة مع نتائج الدراسات السابقة ، حيث أوضحت هذه الدراسة أن الملكية الإدارية ترتبط سلباً بمستوى الاستحقاقات الاختيارية لعينة من الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية الأمريكي خلال عامي ٢٠١٤-٢٠١٥ . حيث تتخفف مشاكل الوكالة التي تحدث نتيجة الفصل بين الملكية والإدارة مع ارتفاع مستوى الملكية الإدارية .

بينما توصلت دراسة (Shuto and Kitagawa(2011) إلى نتائج متعارضة مع نتائج الدراسات السابقة ، حيث أوضحت أن هناك علاقة طردية جوهرية بين الملكية الإدارية وتكلفة الديون ، ويرجع ذلك إلى أن زيادة نسبة الملكية الإدارية يؤدي إلى زيادة قوة مركز ومكانة الإدارة مما ينتج عنه ما يسمى بالتحصين الإداري، والذي يدفع المديرين إلى القيام بسلوكيات وتصرفات انتهازية ، مما يؤثر ذلك سلباً على أداء الشركة وقيمتها ، ويؤدي إلى زيادة مستوى مخاطر عدم قدرة الشركة على الدفع ، مما ينتج عن ذلك قيام أصحاب الديون بوضع أسعار فائدة مرتفعة على الديون ، مما يعني زيادة تكلفة الديون في هذه الحالة .

كما اتضح أن امتلاك الإدارة لجزء من أسهم الشركة سوف ينتج عنه وجود تعارض في المصالح بين المساهمين وأصحاب الديون ، حيث تميل الإدارة في هذه الحالة إلى اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية التي تهدف إلى تخفيض قيمة ديون الشركة وتحقيق مصالحهم الشخصية على حساب مصلحة أصحاب الديون ، مما يدفع ذلك أصحاب الديون في هذه الحالة إلى وضع معدلات فائدة مرتفعة على الديون وذلك للتعويض عن ومواجهة المخاطر الإضافية التي ستنتج عن تصرفات وسلوكيات المديرين الملاك في هذه الحالة .

كما توصلت دراسة ( Majeed and Yan(2021) إلى نتائج متشابهة مع نتائج الدراسة السابقة ، فقد أوضحت هذه الدراسة انخفاض مستوى جودة التقارير المالية في الشركات التي ترتفع فيها مستوى الملكية الإدارية ، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية جوهرية

بين الملكية الإدارية وإدارة الأرباح، إذ اتضح أن ارتفاع مستوى الملكية الإدارية يشجع الإدارة على القيام بممارسات إدارة الأرباح لتعظيم مصالحها الشخصية، مما يؤدي إلى انخفاض مستوى جودة التقارير المالية وارتفاع تكلفة الديون في هذه الحالة .

وفيما يتعلق بالعلاقة بين الملكية المؤسسية وتكلفة الديون ، فقد استهدفت دراسة Alhares,et al.(2020) اختبار العلاقة بين الملكية المؤسسية وتكلفة الديون ، وتوصلت إلى وجود علاقة عكسية جوهرية بين الملكية المؤسسية وتكلفة الديون ، حيث اتضح أن المستثمرين المؤسسين يميلون إلى الاستثمار في الشركات التي لديها أنظمة قوية لحوكمة الشركات ، والذي يساهم وجودها في حد ذاته في تخفيض تكلفة الديون، وهذا يعني أن الشركات التي تزداد بها نسبة الملكية المؤسسية تتسم بأن لديها أنظمة قوية لحوكمة الشركات والتي تؤدي إلى تحسين أداء الشركة وزيادة قيمتها إلى حد كبير ، مما يشير ذلك إلى أن الملكية المؤسسية أو وجود مستثمرين مؤسسين تعد إحدى الآليات الهامة لحوكمة الشركات والتي تساهم في تخفيض تكلفة الديون وزيادة قيمة الشركة.

كما تناول البعض(عبيد،٢٠١٠، Chen,et al.,2014;Kangarlouei,et al.,2012; Majeed and Yan,2021) الأثر غير المباشر للملكية المؤسسية على تكلفة الديون ، وذلك من خلال دراسة أثر الملكية المؤسسية على جودة التقارير المالية، حيث يرى عبيد(٢٠١٠) أنه يمكن للمؤسسات المالية أن تلعب دوراً رئيسياً في الرقابة على سلوك الإدارة مقارنة بالمستثمرين الأفراد ، بما يترتب عليه زيادة جودة التقارير المالية المنشورة للشركات المستثمر فيها ، والتي تنعكس على انخفاض تكلفة الديون ، وذلك لأسباب ثلاثة ، أولهما، أن ضخامة حجم الاستثمارات التي تقوم بها المؤسسات المالية ، وكذا ضخامة المسؤولية الملقاة على عاتقها ، يعد دافعاً هاماً لتلك المؤسسات نحو ممارسة دور رقابي فعال على الشركات التي تستثمر فيها أموالها سواء من خلال التدخل المباشر بممارسة دور رقابي فعال في الجمعية العامة للمساهمين ، أو من خلال السعي نحو تفعيل اليات حوكمة الشركات الأخرى في الشركة كمجلس الإدارة ، ولجنة المراجعة . وثانيهما، أنه بالرغم من اعتماد هذه المؤسسات على عدد كبير من مصادر المعلومات عن الشركات المستثمر فيها ، إلا أن التقارير المالية المنشورة لهذه

الشركات تعتبر المصدر الرئيسي للمعلومات ، وهو ما يزيد من رغبة هذه المؤسسات في قيام الشركات بإعداد تقارير مالية أكثر جودة . وثالثهما، أن امتلاك هذه المؤسسات لقدرات فنية عالية تمكنها من تفسير وتحليل معلومات التقارير المالية بكفاءة أعلى وتكلفة أقل من المستثمرين الأفراد ، بالإضافة إلى مقدرتها على تجميع وتحليل كم كبير من المعلومات عن الشركة من مصادر أخرى بخلاف التقارير المالية ، يمكنها من أن تلعب دوراً رئيسياً في حوكمة الشركات من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة والمستثمرين في سوق الأوراق المالية. كما اتفقت نتائج دراستنا (Chen,et al.,2014;Kangarlouei,et al.,2012) مع نتائج الدراسة السابقة ، حيث توصلت هاتين الدراستين إلى وجود علاقة طردية جوهرية بين الملكية المؤسسية وجودة التقارير المالية ، بما يعني أن الملكية المؤسسية يمكن أن تحسن من الإشراف والرقابة على أداء وتصرفات وقرارات الإدارة ، مما يؤدي إلى الحد من السلوكيات الانتهازية للإدارة وتقليل دوافع الإدارة للتلاعب والتحريف في التقارير المالية للشركة من خلال القيام بعمليات إدارة الأرباح ، ومن ثم تزداد مستوى جودة التقارير المالية في هذه الحالة ، والتي تنعكس على انخفاض تكلفة الديون .

وفي نفس السياق ، أوضحت دراسة (Majeed and Yan(2021) وجود علاقة طردية جوهرية بين الملكية المؤسسية وجودة الأرباح كمقياس لجودة التقارير المالية ، حيث أن ممارسة المستثمرون المؤسسون سيطرة ورقابة أكبر على إدارة الشركة يؤدي إلى زيادة جودة الأرباح ، وذلك لإدراكهم واهتمامهم بضرورة إنتاج تقارير الأرباح عالية الجودة ، وهذا يشير إلى مساهمة المستثمرون المؤسسون في الرقابة على التقارير المالية وتحسين جودة المعلومات المحاسبية ، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة الديون في النهاية .

بينما توصلت بعض الدراسات (Muslim and setiawan,2021;Lugo,2019;Shuto and Kitagawa,2011) إلى نتائج متعارضة مع نتائج الدراسات السابقة ، حيث توصلت دراسة (Shuto and Kitagawa(2011) من خلال إجراء دراسة تطبيقية لعينة مكونة من ١٨ شركة إيرانية خلال الفترة من ٢٠٠٨-٢٠١٠ ، إلى وجود علاقة طردية جوهرية بين الملكية المؤسسية ومستوى الاستحقاقات الاختيارية والتي تمثل كمقياس لعمليات إدارة الأرباح، حيث



اتضح أن وجود مستثمرين مؤسسين يؤدي إلى زيادة معدلات القيام بأنشطة إدارة الأرباح ، وهذا قد اتضح من خلال ارتفاع مستوى الاستحقاقات الاختيارية والذي يشير إلى أن المؤسسات المالية لا تقوم بدور رقابي فعال على السلوك الإداري ، مما يعني أن الملكية المؤسسية تؤثر سلباً بشكل جوهري على جودة التقارير المالية مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الديون .

كما توصلت دراسة (Muslim and Setiawan, 2021) إلى وجود علاقة عكسية جوهريّة بين الملكية المؤسسية والتحفّظ المحاسبي كمقياس لجودة التقارير المالية ، ويشير ذلك إلى أن ارتفاع ملكية المؤسسات المالية يمنحها إمكانية الوصول إلى المعلومات الداخلية، وبالتالي ينخفض ميول المؤسسات المالية لتشجيع الإدارة على تقديم تقارير مالية مرتفعة الجودة ، مما يؤثر ذلك سلباً على مستوى التحفظ المحاسبي من خلال ممارسة ضغوط على المديرين لزيادة الأرباح ، ومما يؤدي إلى انخفاض جودة التقارير المالية وارتفاع تكلفة الديون في هذه الحالة. كما اتفقت دراستا (الحوشي، ٢٠١٥، Lugo, 2019) على أن المؤسسات المالية قد تتعامل مع ما لديها من استثمارات استناداً إلى الأداء في الأجل القصير . ونتيجة لذلك لا تقوم تلك المؤسسات بدورها الرقابي بفعالية ، حيث تعتبر مصدراً للضغوط على مديري الشركات المستثمر فيها لاتخاذ قرارات تركز على الأجل القصير ، مما يؤدي إلى توفر الدافع لدى المديرين لتغيير مقدار الأرباح من خلال الاستحقاقات الاختيارية ، وبالتالي انخفاض جودة التقارير المالية وارتفاع تكلفة الديون في هذه الحالة .

يتضح للباحثة مما سبق تباين نتائج الدراسات بشأن تأثير تركيز الملكية على تكلفة الديون ، حيث تراوحت نتائج الدراسات بين وجود تأثير سلبي جوهري لتركيز الملكية على تكلفة الديون أو وجود تأثير إيجابي جوهري لتركيز الملكية على تكلفة الديون . كما خلصت الباحثة في ضوء ما تقدم إلى أن العلاقة بين الملكية الإدارية وتكلفة الديون يصعب توقعها في ضوء نتائج الدراسات السابقة ، حيث تتراوح العلاقة بين وجود علاقة عكسية بين الملكية الإدارية وتكلفة الديون ، أو وجود علاقة طردية بين الملكية الإدارية وتكلفة الديون حسب بيئة التطبيق . كما اتضح أيضاً للباحثة تضارب نتائج الدراسات التي تناولت العلاقة بين الملكية المؤسسية وتكلفة الديون ، فقد توصلت بعض الدراسات إلى انخفاض تكلفة الديون مع ارتفاع مستوى الملكية

المؤسسية ، بينما توصلت دراسات أخرى إلى وجود علاقة طردية جوهرية بين مستوى الملكية المؤسسية وتكلفة الديون ، وعلى هذا سوف تقوم الباحثة بصياغة الفروض الثلاثة الأولى للبحث على النحو التالي:

**الفرض الأول H1:** يوجد تأثير معنوي لتركز الملكية على تكلفة الديون في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية .

**الفرض الثاني H2:** يوجد تأثير معنوي للملكية الإدارية على تكلفة الديون في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

**الفرض الثالث H3:** يوجد تأثير معنوي للملكية المؤسسية على تكلفة الديون في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية .

٦-٤-٢- تحليل العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر: قامت العديد من الدراسات ( Nasution ,et al.,2020;Keong,et al.,2017;Pangestuti,et al.,2020) بتحليل العلاقة بين هيكل الملكية والإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر، ويعتبر هيكل الملكية إحدى الآليات الرقابية التي تستخدم في تحسين عملية الحوكمة وتخفيض مستوى التعارض في المصالح بين الملاك والإدارة (Nasution,et al.(2020) ، وتوجد العديد من أشكال هيكل الملكية ، والتي تتمثل في تركيز الملكية ، والملكية الإدارية ، والملكية المؤسسية .

وفيما يتعلق بالعلاقة بين تركيز الملكية والإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر ، استهدفت مجموعة من الدراسات ( Rujjin and Sukirman,2020;Rahmawati and Keong,et al.,2020;Prasetyo,2020;Khlif,et al.,2017) دراسة أثر تركيز الملكية على الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر، واتفقت هذه الدراسات على وجود علاقة طردية جوهرية بين تركيز الملكية وحجم الإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر ، حيث اتضح أن تركيز الملكية في عدد محدود من المساهمين يزيد من قوة الملاك، ويجعل لهم دوراً مهماً كقوة تصويتية يمكن استخدامها في السيطرة والرقابة على الإدارة ، فالملاك في هذه الحالة لديهم الدافع القوي لمراقبة تصرفات وأفعال الإدارة ، بل يهتم الكثير منهم بحضور اجتماعات الجمعية

العمومية للمساهمين ، مما يساهم ذلك في عدم توفير البيئة الملائمة للإدارة للتصرف في أمور الشركة بما يحقق مصالحها الشخصية على حساب مصالح الملاك ، كما أن تركيز الملكية يمثل أداة ضغط على الإدارة للإفصاح عن معلومات أكثر عن عمليات إدارة المخاطر .

كما توصلت دراستا ( Tarus,et al.,2020;Ahmed,et al.,2015 ) إلى نتائج متشابهة مع نتائج الدراسات السابقة ، حيث أوضحت هاتين الدراستين أن تشتت الملكية بين عدد كبير من حملة الأسهم يؤدي إلى انفصال الملكية عن الإدارة ، وسيطرة وهيمنة الإدارة على عمليات وأنشطة الشركة ومقرراتها ، ومن ثم سوف تحاول الإدارة تحقيق مصالحها الشخصية على حساب مصالح الملاك ، مما يؤثر ذلك سلباً على أداء الشركة . ومن ناحية أخرى ، سوف لا تهتم الإدارة بالإفصاح عن معلومات إدارة المخاطر ، حيث لا يوجد ما يدفعها إلى الاهتمام بالقيام بذلك .

كما اتفقت دراسة ( Witayanti,et al.(2022) مع نتائج الدراسات السابقة بشأن وجود تأثير إيجابي معنوي لتركز الملكية على حجم الإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر ، حيث خلصت هذه الدراسة إلى أن تركيز الملكية يؤثر إيجاباً على حجم الإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر ، إذ يزداد الطلب على زيادة حجم الإفصاحات عن إدارة المخاطر في حالة امتلاك فرد أو مجموعة من الأفراد لأكثر من ٥٪ من إجمالي أسهم الشركة ، كما أن تركيز الملكية يساهم في تخفيض حجم المخاطر التي تواجهها الشركة وزيادة فعالية عملية مراقبة أنشطة وتصرفات الإدارة ، ويساهم تركيز الملكية أيضاً في زيادة الطلب على تحديد والإفصاح عن المخاطر التي تواجهها الشركة مثل المخاطر المالية والمخاطر التشغيلية ومخاطر المعلومات .

بينما توصلت دراسة ( Abbas,et al.(2021) إلى نتائج متباينة لنتائج الدراسات السابقة ، حيث توصلت هذه الدراسة إلى عدم وجود تأثير معنوي لدرجة تركيز الملكية على الإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر .

أما فيما يتعلق بالعلاقة بين الملكية الإدارية والإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر ، فقد استهدفت دراستا ( Soebyakto,et al.,2018;Lundqvist,2014 ) اختبار العلاقة بين

الملكية الإدارية والإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر ، واتفقت هاتين الدراستين على وجود تأثير ايجابي ومعنوي للملكية الإدارية على الإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر ، حيث أنه في حالة زيادة نسبة ملكية المديرين لأسهم الشركة ، يعتبر المديرون في هذه الحالة ملاك للشركة ، وأصبح لديهم الحق ليس فقط في إدارة الشركة ، وإنما أيضاً في مراقبة عمليات وأنشطة الشركة بصورة مباشرة كما لو أنهم ملاك لأسهم في الشركة ، ومن ثم يمكن تخفيض مشاكل الوكالة مقارنة بحالة عدم امتلاك المديرين لأسهم في الشركة ، كما تزداد قدرتهم على اتخاذ القرارات في هذه الحالة ويميلون إلى تجاهل مسؤولياتهم كوكلاء ، وذلك لأنهم أصبحوا في مكانة الأصيل ، لذلك تزداد ميول المديرون في هذه الحالة إلى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر وذلك للتأكيد على ان الاستثمارات لم تتأثر بالفعل بالمخاطر التي تواجهها الشركة .

كما أيدت دراستي ( Rahmawati and Prasetyo,2020;Adam,et al., 2016 ) نتائج الدراسات السابقة، بشأن وجود تأثير ايجابي معنوي للملكية الإدارية على حجم الإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر ، حيث اتضح ان ملكية المدير التنفيذي تتعكس بصورة ايجابية على الإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر ، ويرجع ذلك إلى أن زيادة نسبة ملكية المديرين لأسهم الشركة تؤدي إلى تقليل حجم التعارض في المصالح بين الإدارة والملاك ، وتزيد من دوافع الإدارة لزيادة ثروة الملاك وذلك من خلال تحسين اداء الشركة وتحمل المسؤولية تجاه العمل على نجاح الشركة وازدهارها . ومن ناحية أخرى ، تزداد حجم مسؤوليات الإدارة عن اتخاذ القرارات في حالة زيادة نسبة ملكية المديرين لأسهم الشركة ، ومن ثم سوف يزداد حجم الإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر في التقارير السنوية للشركات . بينما توصلت دراستا ( Nasution ,et al.,2020;Keong,et al,2020 ) إلى نتائج متضاربة مع نتائج الدراسات السابقة ، بشأن العلاقة بين الملكية الإدارية وحجم الإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر ، فمن ناحية توصلت دراسة (Keong,et al.(2020) لوجود علاقة عكسية بين ارتفاع نسبة ملكية المديرين لاسهم الشركة والإفصاح الاختياري ، حيث اتضح انخفاض مستوى الإفصاح عن معلومات إدارة المخاطر في الشركات المسيطر عليها

داخلياً والتي يزداد فيها نسبة ملكية المديرين التنفيذيين ، ويرجع ذلك إلى أن المديرين الذين يمتلكون حصة كبيرة من اسهم الشركة لا يرغبون في الإفصاح للجمهور ، لأنهم يمكنهم استخدام ما يرونه مناسباً من أساليب وطرق لمعالجة مخاطر الشركة ولإدارة أمور الشركة وانفاق مواردها بما يحقق مصالحهم الخاصة على حساب مصالح الملاك الآخرين ، وربما يرغبون أيضاً في إخفاء عمليات الغش أو التزوير أو وجود قصور في أداء الشركة والعاملين بها . ومن ناحية أخرى توصلت دراسة (Nasution,et al.,2020) إلى عدم وجود تأثير معنوي للملكية الإدارية على الإفصاح عن المخاطر وإدارتها ، وذلك لازدواجية الدور الذي تلعبه الإدارة في الشركة ، حيث أنها تدير الشركة وفي نفس الوقت تعتبر أحد ملاك الشركة . فهي تعرف جيداً ماهية المخاطر التي تواجهها الشركة سواء التي تم الإفصاح عنها أو التي لم يتم الإفصاح عنها في التقارير السنوية للشركة .

أما فيما يتعلق بالعلاقة بين الملكية المؤسسية<sup>٣</sup> والإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر، فقد استهدفت مجموعة من الدراسات ( Soebyakto,et al.,2017;Khlif,et al.,2018;Pristianingrum,et al.,2018) دراسة العلاقة بين الملكية المؤسسية والإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر ، واتفقت هذه الدراسات على وجود تأثير ايجابي معنوي للملكية المؤسسية على تنفيذ عمليات إدارة المخاطر والإفصاح عنها ، حيث تزداد معدلات تنفيذ عمليات إدارة المخاطر والإفصاح عنها مع زيادة نسبة الملكية المؤسسية ، ويرجع ذلك إلى الدور الرقابي والاشرافي الفعال الذي تمارسه هذه المؤسسات على أنشطة وتصرفات الإدارة ، إذ أن هذه المؤسسات على درجة عالية من الوعي والخبرة ، ولذلك فمن المتوقع أن تحافظ على التصويت باستمرار للدفاع عن مصالحها الخاصة في الشركة. فالمستثمرين المؤسسيين يمتلكون القدرة على تقليل مستوى التعارض في المصالح داخل الشركة ، كما أن الخبرة التي يمتلكها المستثمرين المؤسسيين تسهل تنفيذ عمليات إدارة المخاطر ، وتشجع على القيام بها ، كما يحتاج هؤلاء المستثمرين إلى مزيد من المعلومات

<sup>٣</sup> تعني امتلاك المؤسسات المالية مثل شركات التأمين والبنوك أو شركات الاستثمار أو أي أنواع أخرى من المؤسسات او شركات الاستثمار

لاتخاذ العديد من القرارات الاستثمارية الهامة ، لذلك سوف تزداد حجم الإفصاحات عن إدارة المخاطر مع زيادة نسبة الملكية المؤسسية .

بينما توصلت بعض الدراسات (Rujiiin and Sukirman,;Nasution,et al.,2020;Pangestuti,et al.,2017) إلى نتائج متضاربة مع نتائج الدراسات السابقة ، بشأن العلاقة بين الملكية المؤسسية والإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر ، فمن ناحية توصلت دراسة (Pangestuti,et al.(2017) إلى عدم وجود تأثير معنوي للملكية المؤسسية على الإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر، ومن ناحية أخرى توصلت دراستنا، ( Nasution,et al.,2020;Rijiin and Sukirman,2020) إلى وجود تأثير سلبي جوهري للملكية المؤسسية على مستوى جودة الإفصاحات عن إدارة المخاطر، حيث اتضح أن انخفاض نسبة ملكية المؤسسات لأسهم الشركة يدفع المديرين إلى الإفصاح عن المزيد من المعلومات التفصيلية وذات جودة مرتفعة عن عمليات إدارة المخاطر ، وذلك لجذب المستثمرين من المؤسسات للاستثمار في الشركة والذين يهتمون بالاطلاع على المعلومات الأساسية والتفاصيل الخاصة بالشركة من خلال التقارير السنوية ، وتوفير الأموال اللازمة للقيام بالأنشطة التشغيلية ، بالإضافة إلى كسب ثقة المستثمرين وتحسين صورة الشركة . أما في حالة زيادة نسبة ملكية المؤسسات للأسهم في الشركة ، فإن هذا سوف يفرض المزيد من الضغوط على المديرين بشأن تقديم عوائد في شكل أرباح من أجل المحافظة على ثقة المستثمرين المؤسسيين ، لذلك سوف تقوم الإدارة بتقليل مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر لتوفير التكاليف الخاصة بعملية الإفصاح ، والاستفادة منها في توزيع الأرباح على المساهمين .

في ضوء ما تقدم ، يتضح تباين نتائج الدراسات التي تناولت تأثير تركيز الملكية على حجم الإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر ، فقد توصلت بعض الدراسات إلى أن تركيز الملكية يزيد من حجم الإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر ، بينما توصلت دراسات أخرى إلى عدم وجود تأثير معنوي لدرجة تركيز الملكية على الإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر .

وبذلك يتضح أن تأثير تركيز الملكية على الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر يتراوح بين وجود تأثير ايجابي أو عدم وجود تأثير .

كما استخلصت الباحثة أيضاً مما سبق إلى أن العلاقة بين الملكية الإدارية والإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر يصعب التنبؤ بها في ضوء استخدام نتائج الدراسات العلمية السابقة التي تناولت هذه العلاقة، حيث توصلت هذه الدراسات إلى نتائج متباينة في هذا المجال ، إذ تتراوح العلاقة بين طردية وعكسية أو عدم وجود علاقة معنوية . كما تلاحظ الباحثة أيضاً في ضوء ما تقدم ، أن تأثير الملكية المؤسسية على الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر يتراوح بين وجود تأثير إيجابي أو تأثير سلبي أو عدم وجود تأثير ، وعلى هذا سوف تقوم الباحثة بصياغة فروض البحث من الرابع إلى السادس على النحو التالي :

**الفرض الرابع H4:** يوجد تأثير معنوي لتركيز الملكية على مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

**الفرض الخامس H5:** يوجد تأثير معنوي للملكية الإدارية على مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

**الفرض السادس H6:** يوجد تأثير معنوي للملكية المؤسسية على مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

٦-٤-٣- تحليل العلاقة بين الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر وتكلفة الديون ، واشتقاق الفرض السابع للبحث :

تعرف تكلفة رأس المال على أنها الحد الأدنى للعائد المتوقع تحقيقه من قبل موردي عناصر رأس المال ، وهم المستثمرين والدائنين . وتستخدم تكلفة رأس المال في اتخاذ القرارات الاستثمارية، حيث يجب أن لا يقل العائد المتوقع لأي فرصة استثمارية عن تكلفة رأس المال اللازم لتمويلها. كما تستخدم في تقييم المشاريع الاستثمارية الجديدة والقائمة ، حيث تستعمل تكلفة رأس المال كمعدل خصم للوصول إلى القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للمشروع ، ويطلق على الحد الأدنى للعائد الذي يتوقعه المساهمون في مشروع ما تكلفة حقوق الملكية ، أما الحد الأدنى الذي يتوقعه الدائنون فيسمى تكلفة الديون ، وتتضمن تكلفة رأس المال كل

من تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الديون ، وتتمثل تكلفة الديون في الفائدة التي تدفعها الشركة على الأموال التي تقترضها . ويتم التعبير عن هذه الفائدة بنسبة مئوية (Iswajuni,et al.,2018).

وتعتبر تكلفة الديون مقياساً يساعد في فهم ومعرفة النسبة الإجمالية التي تدفعها الشركة لاستخدام هذا النوع من التمويل ، ويمكن أن يعطي هذا المقياس فكرة للمستثمرين عن درجة المخاطر التي تتعرض لها الشركة مقارنة مع غيرها ، وذلك لأن الشركات ذات المخاطر الأعلى لديها تكلفة كبيرة من الديون ، وتعد تكلفة الديون جزء من هيكل راس مال الشركة ، ويتعامل هيكل راس المال مع كيفية قيام الشركة بتمويل عملياتها الإجمالية من خلال مصادر مختلفة للأموال والتي قد تشمل الديون ، مثل السندات والقروض وغيرها ولحساب تكلفة الدين ، يجب على الشركة تحديد المبلغ الإجمالي للفائدة التي تدفعها على كل ديونها خلال السنة ، ثم يقسم هذا الرقم على مجموع الدين (Abdullah and Shukor,2015) .

وفيما يتعلق بالدراسات التي تناولت أثر تنفيذ عمليات إدارة المخاطر والإفصاح عنها على تكلفة الديون ، فقد انقسمت الدراسات إلى مجموعتين ، تناولت المجموعة الأولى منها أثر تنفيذ عمليات إدارة المخاطر في حد ذاتها على تكلفة الديون ، بينما تناولت المجموعة الثانية أثر الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون ، وبشأن المجموعة الأولى من الدراسات ، فقد قامت الدراسات ( Mardessi;Souza,et al.,2012 Shad,et al.,2022;and Arab,2018) بفحص العلاقة بين مستوى تنفيذ عمليات إدارة المخاطر وتكلفة الديون، وقد أوضحت هذه الدراسات أن تنفيذ عمليات إدارة المخاطر يساهم في تحسين أداء الشركة بكل جوانبه سواء كان الأداء التشغيلي أو الأداء المالي وزيادة قيمة الشركة، وذلك من خلال تخفيض تكلفة راس المال والتي تتمثل في كل من تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الديون ، ويرجع ذلك إلى أن تنفيذ هذه العمليات ينتج عنه تخفيض حجم المخاطر التي تواجهها الشركة وتحسين جودة المعلومات المتاحة عن محفظة مخاطر الشركة والتي يتم مشاركتها مع

٤ قيمة الشركة هي الحالة التي حققت فيها الشركة أهدافها واستطاعت بذلك كسب ثقة الأطراف الخارجية ، حيث أن الشركة في حالة نشاط مستمر ، واستطاعت أن تحقق أهدافها سنوات عديدة منذ بداية مزاولتها لنشاطها ، ويمكن تحديد قيمة الشركة من خلال أسعار الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية ، فان ارتفاع سعر سهم الشركة يشير إلى زيادة قيمة الشركة .



الدائنين ، مما يساعد ذلك في تخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات بين الشركة والدائنين ، وهذا ما يدفع الدائنين إلى تخفيض معدلات الفائدة على القروض أو السندات والتي تؤدي إلى تخفيض تكلفة الديون وزيادة قيمة الشركة ، وتحقيق ميزة تنافسية للشركة ككل .

كما أيدت دراسات ( Ali,et al.,2019;Iswajuni,et al.,2018;Berkman and Bradbury,1998) نتائج الدراسات السابقة بشأن وجود تأثير سلبي جوهري لتنفيذ عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون ، ويرجع ذلك إلى أن أنشطة إدارة مخاطر المنشأة تسمح للإدارة القيام بالتعامل مع المخاطر بفعالية من خلال دمج جميع أنواع المخاطر باستخدام أدوات وتقنيات متكاملة متصلة بجميع خطوط ووحدات العمل ، كما أن قيام الشركة بتنفيذ عمليات إدارة المخاطر يعتبر إحدى المؤشرات الإيجابية عن الشركة وأدائها من وجهة نظر المستثمرين والدائنين ، مما يساعد ذلك على تحسين صورة وسمعة الشركة أمام المستثمرين والدائنين ، ويترتب على ذلك قيام الدائنين بتخفيض أسعار الفائدة على الأموال المقترضة ، ومن ثم سيؤدي ذلك إلى تخفيض تكلفة الديون وزيادة قيمة الشركة .

وفيما يتعلق بالمجموعة الثانية من الدراسات ، فقد تناولت دراسات ( Sharfman and Fernando,2008 Abdel Azim,et al.,2022;Rustiarini and Suryandari,2015;Abdullah and Shukor,2021) تأثير الإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون وقيمة الشركة ، واتفقت هذه الدراسات على أن الإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر يساهم في تخفيض تكلفة الديون، مما يؤدي ذلك إلى

زيادة قيمة الشركة ، حيث توجد علاقة عكسية بين تكلفة الديون وقيمة الشركة ، فارتفاع تكلفة الديون يؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة والعكس ، فقد اتضح أن هذه الإفصاحات تعمل على تقليل مشاكل وتكاليف الوكالة من خلال تخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين والدائنين وغيرهم من أصحاب المصالح ، مما يؤثر ذلك إيجاباً على فعالية عملية اتخاذ القرارات ، خاصة إذا كانت هذه المعلومات دقيقة وكاملة .

كما أن هذه الإفصاحات تؤثر إيجاباً على إدراكات مستخدمي القوائم المالية تجاه أداء الشركة ، وذلك لأنها تعكس فعالية الشركة في الالتزام بتطبيق وتفعيل الحوكمة بالإضافة إلى الرقابة

والتحكم في المخاطر ، كما أنها تمثل أحد المؤشرات الإيجابية عن الشركة وأدائها أمام مستخدمي القوائم المالية . وعلاوة على ذلك ، أن نجاح إدارة المنشأة في تنفيذ عمليات إدارة المخاطر التي تواجهها المنشأة والإفصاح عن ذلك سوف يساهم في تكوين صورة وسمعة جيدة عن الشركة وإدارتها لدى المستثمرين والدائنين ، مما يحفز ذلك الدائنين على طلب معدلات منخفضة للفوائد على الديون ، ومن ثم سوف تتخفض تكلفة الديون وتزداد قيمة الشركة .

كما أيدت دراستي ( Lasau and Sofian ,2023;Abdel Azim,et al.,2022 ) نتائج الدراسات السابقة بشأن وجود تأثير سلبي جوهري للإفصاحات الاختيارية عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون ، حيث أوضحت هاتين الدراستين أن تحسين فعالية عمليات إدارة المخاطر البيئية والإفصاح عنها يؤثر إيجاباً على إدراكات المستثمرين والدائنين بشأن أداء الشركة ، وأيضاً على قراراتهم، كما أنها تؤثر سلباً أيضاً على إدراكات المستثمرين والدائنين بشأن المخاطر التي تتعرض لها الشركة ، حيث سوف يدرك مستخدمي القوائم المالية بأن تحسين فعالية عمليات إدارة المخاطر البيئية والإفصاح عنها سيؤدي إلى انخفاض حجم المخاطر التي تتعرض لها الشركة ، مما يترتب على ذلك قيام حاملي الأسهم بتخفيض مقابل المخاطر أو العوائد على استثماراتهم في أسهم راس مال الشركة ، وقيام أصحاب الديون بتخفيض مقابل المخاطر أو الفوائد على الديون سواء كانت قروض أو سندات ، مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الديون ، وهذا يعني أن الإفصاحات الاختيارية عن عمليات إدارة المخاطر تساهم في تخفيض تكلفة راس المال وزيادة التدفقات النقدية وقيمة الشركة.

كما أضافت دراسة (Chairani and Sirger(2021) أن هناك منافع أخرى تترتب على قيام الشركة بتنفيذ عمليات إدارة المخاطر والإفصاح عنها مثل كفاءة تخصيص الموارد وراس المال ، زيادة أسعار الأسهم ، تقليل تقلبات الأرباح ، زيادة فعالية عملية مراقبة المخاطر من قبل الإدارة ومجلس الإدارة ، كما أن هذه الإفصاحات تساعد في وضع الخطط الإستراتيجية وزيادة دقة القرارات التشغيلية والاستراتيجية ، وتقليل التكاليف المباشرة وغير المباشرة والمتعلقة بالمخاطر ، وتحسن الأداء التشغيلي للشركة وزيادة العائد على راس المال ومساعدة مستخدمي القوائم المالية على اتخاذ قرارات رشيدة .

ومن ناحية أخرى ، توصلت دراستا ( Prata,et al.,2020;Trisnawati,et al.,2019) إلى نتائج متعارضة مع نتائج الدراسات السابقة بشأن تأثير الإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون وقيمة الشركة ، حيث توصلت هاتين الدراستين إلى عدم وجود تأثير جوهري للإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون وقيمة الشركة . في ضوء ما تقدم ، يتضح تباين نتائج الدراسات التي تناولت تأثير الإفصاحات الاختيارية عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون ، فقد توصلت بعض الدراسات إلى وجود تأثير سلبي جوهري للإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون ، بينما توصلت دراسات أخرى إلى عدم وجود تأثير جوهري للإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون. وبذلك يتضح أن تأثير الإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر يتراوح بين وجود تأثير سلبي أو عدم وجود تأثير . وترى الباحثة أن العديد من الدراسات أيدت وجود تأثير سلبي جوهري للإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون ، حيث أن هذه الإفصاحات تؤثر إيجاباً على إدراكات مستخدمي القوائم المالية تجاه أداء الشركة ، وذلك لأنها تعكس فعالية الشركة في الالتزام بتطبيق وتفعيل الحوكمة والرقابة والتحكم في المخاطر ، مما يحفز ذلك أصحاب الديون على وضع معدلات منخفضة للفوائد على الديون ، مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة الديون .وعلى هذا سوف تقوم الباحثة بصياغة الفرض السابع على النحو التالي :

الفرض السابع H7: يوجد تأثير سلبي معنوي لمستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية .

٦-٤-٤-٤ - مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر كمتغير وسيط في العلاقة بين هيكل الملكية وتكلفة الديون :

في ضوء تحليل النتائج التي توصلت إليها الدراسات (Lugo,2019;Kangarlouei,et al.,2021; Lin,et al.,2023;Majeed and Yan ,2012) بشأن تأثير هيكل الملكية على تكلفة الديون، اتضح للباحثة وجود تأثير جوهري لكل من تركيز الملكية ، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية على تكلفة الديون. كما اتضح للباحثة أيضاً بناءً على النتائج التي توصلت إليها دراسات (Witayanti,et al.,2015; Ahmed,et al., Nasution,et al.,

الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر ، أن هناك تأثير جوهري لكل من تركيز الملكية ، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية على مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر . كما استخلصت أيضاً من نتائج الدراسات ( Lasau and Sofian,2023;Abdel Azim ,et al.,2022;Chairani and Sirger,2021) تناولت العلاقة بين مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر وتكلفة الديون ، وجود علاقة عكسية جوهريّة بين مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر وتكلفة الديون، لذلك تتوقع الباحثة بناء على النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسات، أن مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر يتوسط العلاقة بين هيكل الملكية وتكلفة الديون . وبذلك يمكن صياغة الفرض الثامن للبحث على النحو التالي:

**الفرض الثامن H8: يتوسط مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر العلاقة بين هيكل الملكية وتكلفة الديون في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية .**  
٦-٥-٥- الدراسة التطبيقية:

تستهدف الدراسة التطبيقية اختبار فروض البحث والمتعلقة بأثر هيكل الملكية باختلاف أنواعه على تكلفة الديون، وأثر هيكل الملكية بأنواعه المختلفة على مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر ، وكذلك أثر مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون، وأخيراً اختبار ما إذا كان مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر يتوسط العلاقة التأثيرية بين هيكل الملكية وتكلفة الديون. وسيتم ذلك باستخدام عينة من الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية .

٦-٥-١- مجتمع وعينة الدراسة :

يتكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية على مدار فترة أربع سنوات من ٢٠١٨ إلى ٢٠٢١. وقد قامت الباحثة باختيار عينة من الشركات في جميع القطاعات ماعدا الشركات التي تنتمي لقطاعي البنوك والخدمات المالية) (2022 Witayanti,et al.,;Rujiiin and Sukirman,2020)، ويرجع ذلك إلى وجود قواعد تنظيمية خاصة بهما ، والتي تنعكس على المعلومات الواردة بالتقارير المالية للشركات بهذين

القطاعين ويشترط أن تكون الشركة التي تتضمنها العينة مقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية على مدار فترة الدراسة، بالإضافة إلى توافر التقارير المالية السنوية للشركة على مدار هذه الفترة. وأخيراً أن يكون هناك إفصاح عن المخاطر وإدارتها في التقارير السنوية لعينة الشركات حتى يمكن استخدام تحليل المحتوى، وقياس مستوى الإفصاح عن المخاطر وإدارتها .

وقد نتج عن تطبيق المعايير السابقة اختيار ٨٠ شركة تمثل عينة الدراسة تنتمي لاثني عشر قطاعاً، بإجمالي عدد مشاهدات قدرها ٣٠٤ مشاهدة بعد استبعاد ١٦ مشاهدة شاذة. وقد اعتمدت الباحثة في الحصول على البيانات اللازمة لإجراء الدراسة التطبيقية على التقارير المالية للشركات ، والتي تم الحصول عليها من موقع شركة مصر لخدمة المعلومات والتجارة ، بالإضافة إلى المعلومات المتاحة على المواقع الالكترونية للشركات ، والتقارير المتاحة على موقع البورصة المصرية . ويوضح الجدول رقم (١) عدد ونسبة الشركات الممثلة لعينة الدراسة وفقاً للقطاعات التي تنتمي إليها تلك الشركات .

#### جدول رقم (١): عدد ونسبة شركات عينة الدراسة موزعة وفقاً للقطاعات

م	القطاع	عدد شركات العينة	النسبة
١	الاتصالات	٣	٣.٧٥%
٢	الكيمويات	٥	٦.٢٥%
٣	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٧	٨.٧٥%
٤	التشييد ومواد البناء	١٢	١٥%
٥	العقارات	١٥	١٨.٧٥%
٦	أغذية ومشروبات	٩	١١.٢٥%
٧	رعاية صحية وأدوية	٦	٧.٥%
٨	المرافق	٤	٥%
٩	الموارد الأساسية	٥	٦.٢٥%
١٠	السياحة والترفيه	٤	٥%
١١	منتجات منزلية وشخصية	٤	٥%
١٢	الإعلام	٦	٧.٥%
	العند الإجمالي لمفردات العينة	٨٠	١٠٠%

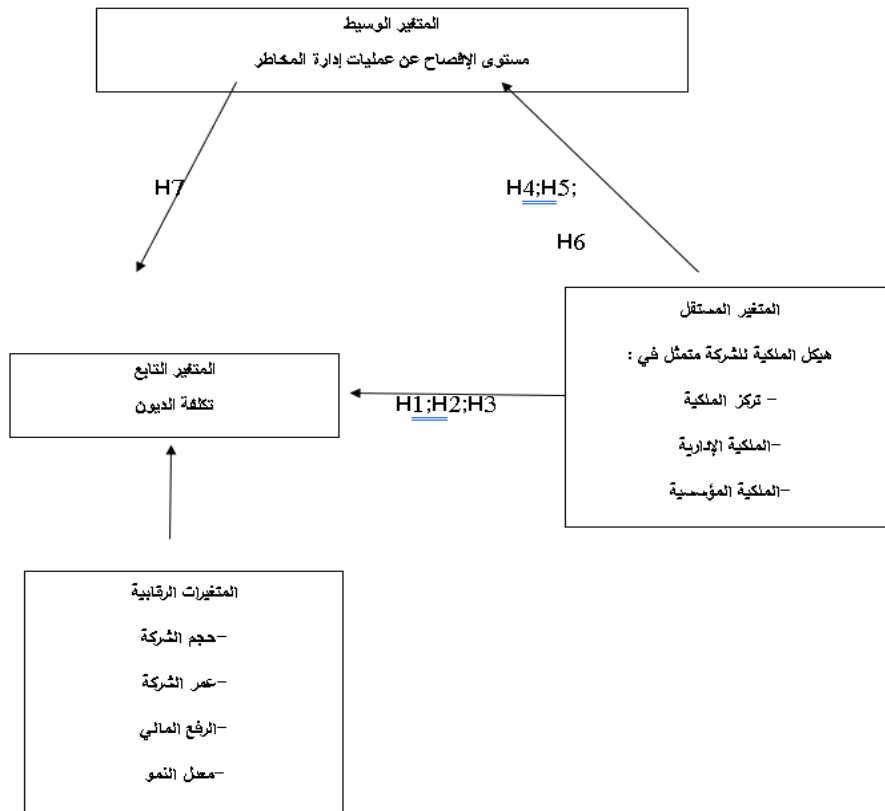
٦-٥-٢- نموذج البحث وتوصيف وقياس متغيرات الدراسة :

٦-٥-٢-١- نموذج البحث:

يتضح من تتبع فروض البحث ، أن متغيرات الدراسة تتضمن ، متغير مستقل ، هو هيكل الملكية للشركة متمثل في تركيز الملكية ، الملكية الإدارية ، الملكية المؤسسية ، ومتغير تابع ، هو تكلفة الديون ، ومتغير وسيط ، وهو مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر ، ومتغيرات رقابية ، والتي قد تؤثر على تكلفة الديون ، ويظهر نموذج البحث تبعاً لذلك كما يلي :

شكل (١)

نموذج البحث



المصدر (إعداد الباحثة)

## ٦-٥-٢-٢- توصيف وقياس متغيرات الدراسة :

تستهدف الدراسة في هذه الجزئية توصيف وقياس متغيرات الدراسة ، والتي تنقسم إلى أربعة أنواع من المتغيرات، أولهما ، هيكل الملكية بأنواعها المختلفة ، والتي تشمل كلاً من تركيز الملكية ، الملكية الإدارية ، الملكية المؤسسية ، كمتغيرات مستقلة . وثانيهما ، مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر كمتغير وسيط ، وثالثهما ، تكلفة الديون كمتغير تابع ، ورابعهما ، متغيرات رقابية ، والتي قد تؤثر على تكلفة الديون . وذلك كما يلي :

**أولاً: المتغير المستقل : هيكل الملكية:**

يمكن التمييز بين نوعين من هيكل الملكية تبعاً لمدى وجود مستثمر يمتلك نسبة كبيرة وهامة من اسهم الشركة ، أولهما : هيكل ملكية يتسم بتركيز الملكية ، وثانيهما هيكل ملكية يتسم بتشتت الملكية . ومن ناحية أخرى ، يمكن التمييز بين أنواع الملكية وفقاً لشخصية المستثمر ، حيث يمكن التمييز نوعين للملكية ، هما الملكية الإدارية ، والملكية المؤسسية ، وبالتالي ، سيتم التمييز الأنواع التالية للملكية:

أ-تركيز الملكية (ملكية كبار المساهمين) (CON) : ويتم قياسه بنسبة الأسهم المملوكة بواسطة كبار المساهمين إلى إجمالي عدد الأسهم المصدرة . وقد اختلفت الدراسات حول تحديد هذه النسبة والتي تراوحت بين ٥٪، و ٢٠٪ . وسوف تستخدم الباحثة نسبة ملكية ٢٠٪ فأكثر كمقياس لمدى تركيز الملكية . وهذا يعني أن الشركات التي تتضمن هيكل ملكيتها يمتلكون ٢٠٪ فأكثر من أسهم الشركة ، تعتبر شركات ذات ملكية مركزة ، بينما تتسم الشركات التي لا يوجد بها مساهم يمتلك نسبة ٢٠٪ من اسهم الشركة بتشتت الملكية ( Rahmawati and Prasetyo,2020;Keong,et al.,2020

ب- الملكية الإدارية (MAN) : تقاس بنسبة الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة سواء كانوا مديريين تنفيذيين ام غير تنفيذيين إلى إجمالي عدد الأسهم المصدرة ( Soebyakto,et al.,2018;Lundqvist,2014

ت- الملكية المؤسسية(INV): تشير إلى ملكية المؤسسات المالية ، والتي تشمل كلاً من : البنوك ، وشركات التأمين ، وصناديق الاستثمار . وتقاس نسبة الملكية المؤسسية بنسبة الأسهم

المملوكة للمؤسسات المالية إلى إجمالي عدد الأسهم المصدرة ( Nasution,et al.,2020;Pangestuti,et al.,2017 )

### ثانياً : المتغير الوسيط: مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر RMD:

اعتمدت الباحثة في هذه الدراسة على استخدام منهج تحليل المحتوى للتقارير السنوية في قياس مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر للشركات ، وذلك قياساً على دراسات ( Nugroho,et al.,2015 Ali,et al.,2019;Iswajuni,et al.,2018 ) والتي استخدمت هذه المنهجية . وقد استخدمت الباحثة تحليل المحتوى وذلك لأنه يعتبر أحد الطرق والوسائل الهامة التي يتم استخدامها في تحليل كميات كبيرة من البيانات النوعية ( Lasau and Sofian,2023;Abdel Azim,et al.,2022 ) .

وفيما يتعلق بإجراءات تحليل المحتوى ، فقد قامت الباحثة باتباع دراسات ( Iswajuni,et al.,2018 Lasau and Sofian,2023;Ali,et al.,2019 )

وتتمثل هذه الإجراءات في أولاً: تبني واستخدام مفهوم شامل للمخاطر لتحديد إفصاحات المخاطر وإدارتها لتشمل كلاً من : المكاسب والخسائر ، الفرص والتهديدات ، والمنافع والأضرار . وثانياً : يتم تكويد الجمل كإفصاحات عن المخاطر وإدارتها إذا وصلت للقارئ معلومات عن وجود فرصة أو ضرر أو تهديد أو وجود احتمالات للتعرض لخطر ما والتي أثرت بالفعل أو قد يكون لها تأثير على الشركة في المستقبل ، وكذلك معلومات عن إدارة هذه العناصر . ثالثاً : إذا كان الإفصاح فيما يتعلق بالخطر وإدارته غير واضح على الإطلاق فإنه ينبغي عدم تسجيله على أنه إفصاح عن إدارة المخاطر . رابعاً: يجب تسجيل أي جملة يكرارها على أنها إفصاح عن إدارة المخاطر تلقائياً في كل مرة يتم مناقشتها . خامساً: يجب أن تفسر الجداول (الكمية والنوعية) التي توفر معلومات عن المخاطر على أن السطر الواحد يساوي جملة واحدة ، وفي النهاية يتم حساب إجمالي عدد الجمل التي تم تكويدها كإفصاح عن المخاطر وإدارتها .

كما استخدمت الباحثة عدد الجمل المفصوح عنها في التقارير السنوية للشركات والتي تتعلق بالمخاطر بأنواعها المختلفة وإدارتها وتم تكرارها في مواضع مختلفة في تلك التقارير ، وذلك



على الرغم من وجود أكثر من وحدة لتكويد إفصاحات المخاطر وإدارتها مثل الكلمة ، والجملة ، والفقرة ، ويرجع ذلك ، إلى أنها تساعد على فهم النص بسهولة وأكثر موثوقية ، وذلك قياساً على ( Rustiarini, 2008; Sharfman and Fernando, 2008; Pratama, et al., 2020; and Suryandari, 2021) والتي استخدمت الجملة كوحدة للتكويد. وفيما يتعلق بأنواع المخاطر التي اعتمدت عليها الباحثة في تكويد الجمل، فأنها تنقسم إلى نوعين من المخاطر، أولهما مخاطر مالية ، وتشمل مخاطر السوق ( خطر سعر الفائدة ، وخطر تغير سعر الصرف، وخطر تغير أسعار السلع) ، ومخاطر السيولة، ومخاطر الائتمان. وثانيهما، مخاطر غير مالية ، وتشمل مخاطر التشغيل ، والمخاطر الاستراتيجية، ومخاطر التكنولوجيا ومعالجة المعلومات، ومخاطر التمكين، ومخاطر السلامة والنزاهة ، والمخاطر البيئية . وبالتالي ، فإن أى جملة تشير إلى أى نوع من هذه المخاطر يتم تكويدها مباشرة على أنها إفصاح عن المخاطر وإدارتها . ويوضح الجدول رقم (٢) عناصر المخاطر التي اعتمدت عليها الباحثة في تكويد افصاحات المخاطر وإدارتها (عامر، ٢٠١٩)

#### جدول رقم(٢): عناصر المخاطر التي اعتمدت عليها الباحثة

عناصر الخطر	الخطر
خطر تغير سعر العملة، خطر السيولة ، خطر الائتمان، خطر سعر الفائدة ، خطر أسعار السلع	المخاطر المالية
الصحة والسلامة المهنية، رضا العملاء ، فقدان الموظفين الرئيسيين ، الكفاءة والأداء للموظفين، الأعيال الفنية.	مخاطر التشغيل
تصرفات المنافسين، التسعير، التقييم، دورة الحياة، التنظيم والتخطيط، ودرجة المنافسة، الصناعة	المخاطر الاستراتيجية
البنية التحتية، التغير التكنولوجي، مدى توافر المعلومات، أمن المعلومات.	مخاطر التكنولوجيا ومعالجة المعلومات
حوافز الأداء ، الاستعانة بمصادر خارجية ، القيادة والإدارة.	مخاطر التمكين
الأعمال غير المشروعة ، السمعة، غش الإدارة والموظفين	مخاطر السلامة والنزاهة
القوانين البيئية، الحوادث البيئية	مخاطر البيئة

## ثالثاً: المتغير التابع: تكلفة الديون (COD)

يمكن تعريف تكلفة الديون على أنها المعدل الفعلي الذي تتحمله الشركة من أعباء مالية مقابل ديونها للغير، وتعد جزءاً من هيكل راس مال الشركة، وتستخدم في تقييم المشاريع، وتختلف عن سعر الفائدة نظراً لأنها تشمل تأثير اعباء الديون على الضرائب، وهي أحد العناصر الرئيسية لتكلفة راس المال، ولحساب تكلفة الديون، يجب على الشركة تحديد مبلغ الفائدة الإجمالي الذي تدفعه على ديونها كل سنة، ويتم قسمته على مجموع الديون للحصول على معدل الفائدة الفعلي، ومن ثم (Muslim and Setiawan,2021;Lugo,2019):

$$\text{تكلفة الديون} = \text{معدل الفائدة الفعلي} \times (1 - \text{معدل الضريبة})$$

## رابعاً: المتغيرات الرقابية:

قياساً على بعض الدراسات السابقة (Witayanti,et al.,2022;Majeed and Yan,2021;Chen,et al,2014)

اعتمدت الباحثة على أكثر المتغيرات الرقابية استخداماً بين هذه الدراسات والتي يمكن تطبيقها على البيئة المصرية وهي:

- أ- حجم الشركة Firm Size: يقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة .
- ب- عمر الشركة Firm Age: يقاس باللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات من تاريخ بدء الشركة نشاطها وحتى بداية السنة المالية المعنية محل الاهتمام.
- ت- الرفع المالي Financial Leverage: تقاس بنسبة إجمالي الإلتزامات إلى إجمالي الأصول.
- ث- معدل النمو Growth: يقاس بالتغير في إجمالي الأصول مقسوماً على إجمالي الأصول في بداية السنة .
- ج- نوع الصناعة Industry: يعد مؤشراً للتعبير عن القطاعات التي تنتمي إليها شركات العينة، وفقاً لتصنيف بورصة الأوراق المالية المصرية. ويتم قياسه من خلال استخدام متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كانت الشركة تنتمي إلى القطاع الصناعي، ويأخذ القيمة (صفر) إذا كانت الشركة تنتمي إلى قطاع آخر غير القطاع الصناعي .

ح-العائد على حقوق الملكية ROE: يقاس بصافي الربح مقسوماً على القيمة الدفترية لحقوق الملكية في نهاية السنة .

### ٦-٥-٣- الأساليب الإحصائية المستخدمة لاختبار فروض البحث:

سوف تستخدم الباحثة الإحصاءات الوصفية وأسلوب تحليل الانحدار الخطي المتعدد ، بجانب استخدام اختبار (t) لاختبار فروض البحث . كما سيتم استخدام قيمة P-value للحكم على مدى معنوية إحصائية الاختبار عند مستوى ثقة ٩٥٪، ومستوى معنوية ٥٪.

### ٦-٥-٤- الإحصاءات الوصفية لعينة الدراسة :

تستهدف الدراسة في هذه الجزئية عرض أهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة ، ويوضح الجدول رقم(٣) أهم الإحصاءات الوصفية ، والتي تشمل كلاً من المتوسط الحسابي، والانحراف المعياري ، وأعلى وأدنى قيمة لمتغيرات الدراسة .

### جدول رقم(٣) بعض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة عن فترة الدراسة مجتمعة

المتغير	المتوسط	الانحراف المعياري	الحد الأدنى	الحد الأعلى
تركز الملكية (CON)	0.3296	0.2859	0	0.93
الملكية الإدارية (MAN)	0.0831	0.1395	0	0.62
الملكية المؤسسية (INV)	0.0754	0.1157	0	0.49
مستوى الإفصاح عن ادارة المخاطر (RDM)	3.0572	0.6439	1.6151	4.438
تكلفة الدين (COD)	0.0456	0.0427	0.0007	0.17

عدد المشاهدات للسنوات الأربعة مجتمعة 304 مشاهدة

يتضح من الإحصاءات الوصفية بالجدول رقم (٣) أن المتوسط الحسابي لكل من تركيز الملكية ، والملكية الإدارية، والملكية المؤسسية لشركات العينة لفترة الدراسة مجتمعة قد بلغ 0.3296، 0.0831، 0.0754 على التوالي. ويشير ذلك إلى انخفاض نسبة كل من الملكية الإدارية والملكية المؤسسية بصفة عامة ، بينما تشير ذات الإحصاءات إلى ارتفاع نسبة تركيز الملكية في شركات العينة خلال فترة الدراسة . ويضاف إلى ذلك ، أن هناك فرقاً كبيراً بين

اعلى قيمة للأصناف الثلاثة للملكية وأدنى قيمة لها . لذلك ، فقد بلغ الانحراف المعياري للأصناف الثلاثة للملكية 0.2859، 0.1395، 0.1157 على التوالي ، وهو أعلى من المتوسط نفسه لكل من الملكية الإدارية والمؤسسية، بما يفيد وجود تشتت كبير بين شركات العينة في هذا الصدد . كما تشير الإحصاءات الوصفية بالجدول رقم (٣) إلى انخفاض مستوى الإفصاح عن إدارة المخاطر بشركات عينة الدراسة، والذي بلغ في المتوسط 3.0572. كما تشير الإحصاءات الوصفية بالجدول رقم (٣) إلى أن المتوسط الحسابي لتكلفة الديون لشركات العينة قد بلغ 0.0456 ، مما يعني أن شركات العينة في المتوسط تعاني من ارتفاع نسبي في تكلفة الديون . يضاف إلى ذلك ، أن هناك فرقاً كبيراً بين أعلى قيمة لتكلفة الديون وأدنى قيمة لها . لذلك، فقد بلغ الانحراف المعياري لتكلفة الديون 0.0427، بما يشير إلى وجود تشتت كبير بين شركات العينة في هذا الصدد .

#### ٦-٥-٥- نتائج اختبار فروض البحث :

تستهدف الدراسة في هذه الجزئية اختبار فروض البحث وذلك باستخدام الانحدار الخطي البسيط والمتعدد ، وذلك على النحو التالي :

#### ٦-٥-٥-١- نتائج اختبار الفروض الثلاث الأولى للبحث :

تستهدف الفروض الثلاث الأولى للبحث اختبار أثر الأنواع الثلاثة لهيكل الملكية ، والمتمثلة في كل من تركيز الملكية ، الملكية الإدارية ، الملكية المؤسسية على تكلفة الديون . ولاختبار هذه الفروض ، تم الاعتماد على تحليل الانحدار الخطي المتعدد ، حيث تم إجراء انحدار لتكلفة الديون على الأنواع الثلاثة لهيكل الملكية ، بالإضافة إلى المتغيرات الرقابية . وقد قامت الباحثة بالتحقق من مدى توافر الشروط اللازمة لإجراء تحليل الانحدار الخطي المتعدد ، والتي تشمل كلاً من : عدم وجود ارتباط ذاتي خطي بين المتغيرات المستقلة Multicollinearity ، وعدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي Autocorrelation ، بالإضافة إلى التوزيع الطبيعي للبواقي Residuals ، ويمكن صياغة نموذج الدراسة كما يلي :

$$COD = \beta_0 + \beta_1 CON + \beta_2 MAN + \beta_3 INV + \beta_4 SIZE + \beta_5 Leverage + \beta_6 age + \beta_7 Growth + \beta_8 industry + \beta_9 ROE + \sum$$

حيث:

COD: تكلفة الديون      INV: مستوى الملكية المؤسسية      age: عمر الشركة  
 CON: تركيز الملكية      SIZE: حجم الشركة      Growth: معدل النمو  
 MAN: مستوى الملكية الإدارية      Leverage: نسبة الرفع المالي  
 Industry: الصناعة التي تنتمي إليها الشركة      ROE: معدل العائد على حقوق الملكية  
 ∑: حد الخطأ العشوائي

جدول رقم (٤) : نتائج تحليل انحدار تكلفة الديون على الأنواع الثلاثة لهيكل الملكية

الإحصاءات المتغير	معامل الانحدار $\beta$	قيمة اختبار t	مستوى المعنوية P-value	معامل تضخم التباين VIF
Constant	-0.842	-1.532	0.117	
CON	-0.184	-2.358	0.019	1.176
MAN	0.075	0.945	0.034	1.017
INV	-0.160	-1.980	0.039	1.059
SIZE	-0.380	-4.669	0.000	1.189
Growth	0.051	0.689	0.482	1.060
Lev	-0.039	-0.424	0.954	1.081
industry	0.079	1.085	0.344	1.009
ROE	-0.102	-1.349	0.766	1.022
Age	-0.002	-0.812	0.522	1.201
معامل التحديد المعدل	Adjusted R <sup>2</sup> 0.362	قيمة F	13.249	
مستوى المعنوية	P-value 0.000	قيمة اختبار	Dubin-Watson	2.087

## جدول رقم (٥) اختبار اعتدالية البواقي

Shapiro-Wilk			Kolmogorov-Smirnov			البواقي المعيارية
المعنوية	درجات الحرية	الإحصائية	المعنوية	درجات الحرية	الإحصائية	
0.511	185	0.984	0.250	187	0.031	

ويوضح الجدول رقم (٤) نتائج التحليل الإحصائي لانحدار تكلفة الديون على الأنواع الثلاث لهيكل الملكية . ويتضح من الجدول أن نموذج الانحدار معنوي ، حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة 13.249، وقيمة P-value 0.000. كما يتضح عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي الخطي ، نظراً لأن أكبر قيمة لمعامل تضخم التباين (VIF) كانت 1.201. وأخيراً ، يتضح من الجدول رقم (٤) عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي ، حيث بلغت قيمة إحصائية Dubrin Watson 2.087. كما تشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول إلى أن معامل التحديد المعدل Adjusted R<sup>2</sup> للنموذج قد بلغ 0.362، بما يشير إلى تفسير المتغيرات المستقلة والرقابية ل 36.2% من التغير في المتغير التابع ، وهو ما يتماشى مع الدراسات السابقة في هذا الصدد (Mardessi and Trisnawati,et al.,2019;Arab,2018).

ولاختبار ما إذا كانت البواقي تتبع التوزيع الطبيعي أم لا ، فقد تم استخدام اختباري كلومجروف سميرونوف Kolmogorov –Smirnov وشابيرو ويلك Shapiro-Wilk ، ويتضح من الجدول رقم (٥) أن قيمة P-value للاختبارين كانت أكبر من ٥% ، حيث بلغت 0.250 ، 0.511 على التوالي . وبالتالي يتم قبول فرض العدم القائل بأن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي .

وتوضح نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٤) أن معامل الانحدار لمتغير تركيز الملكية كان -0.184 وقيمة (t) -2.358 وقيمة P-value 0.019 . ويشير ذلك إلى وجود علاقة عكسية ومعنوية بين تركيز الملكية وتكلفة الديون. وبالتالي، قبول الفرض الأول للبحث.

ويتفق ذلك مع ما توصلت إليه دراسات (Lugo,2019;Henryani and Kusumastuti,2013;Kangarlouei,et al.,2012) من وجود تأثير سلبي ومعنوي لتركز الملكية على تكلفة الديون . بينما تختلف هذه النتيجة عما توصلت إليه دراستي (Muslim and Setiawan,2021;Boubakri,et al.,2016) من وجود تأثير إيجابي ومعنوي لتركز الملكية على تكلفة الديون .

وتشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٤) أن معامل الانحدار لمتغير الملكية الإدارية كان 0.075، وقيمة (t) 0.945 وقيمة P-value 0.034 . ويشير ذلك إلى وجود علاقة طردية ومعنوية بين الملكية الإدارية وتكلفة الديون. وبالتالي، يتم قبول الفرض الثاني للبحث. ويختلف ذلك مع ما توصلت إليه دراسات (Lin,et al.,2023;Muslim and Setiawan,2021;Alhares,et al.,2020) من وجود تأثير سلبي ومعنوي لمستوى الملكية الإدارية على تكلفة الديون، ومن ناحية أخرى تتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراستي (Majeed and Yan,2021;Shuto and Kitagawa,2011) من وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمستوى الملكية الإدارية على تكلفة الديون .

كما توضح نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٤) إلى أن معامل الانحدار لمتغير الملكية المؤسسية قد بلغ -0.160 ، وقيمة (t) -1.980 ، وقيمة P-value 0.039 . ويشير ذلك إلى وجود علاقة عكسية ومعنوية بين مستوى الملكية المؤسسية وتكلفة الديون . وبناء على ذلك ، يتم قبول الفرض الثالث للبحث. ويتفق ذلك مع ما توصلت إليه دراسات (Muslim and Yan,2021;Chen,et al.,2014;Kangarlouei,et al.,2012) من وجود تأثير سلبي ومعنوي لمستوى الملكية المؤسسية على تكلفة الديون. بينما يختلف ذلك مع ما توصلت إليه دراسات (Muslim and Setiawan,2021;Lugo,2019;Shuto and Kitagawa,2011) من وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمستوى الملكية المؤسسية على تكلفة الديون .

وفيما يتعلق بمتغيرات الرقابة ، تشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٤) إلى وجود تأثير سلبي ومعنوي لحجم الشركة على تكلفة الديون . ووجود تأثير سلبي ولكن غير معنوي

لكل من الرفع المالي ، والعائد على حقوق الملكية ، وعمر الشركة على تكلفة الديون . ومن ناحية أخرى، تشير نتائج التحليل الإحصائي إلى وجود تأثير إيجابي ولكن غير معنوي لكل من نوع الصناعة ، ومعدل النمو على تكلفة الديون .

#### ٦-٥-٥-٢- نتائج اختبار الفروض من الرابع إلى السادس للبحث:

تستهدف فروض البحث من الرابع إلى السادس اختبار أثر الأنواع الثلاثة لهيكل الملكية ، والمتمثلة في كل من تركيز الملكية ، الملكية الإدارية ، الملكية المؤسسية على مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر. ولاختبار هذه الفروض ، تم الاعتماد على تحليل الانحدار الخطي المتعدد ، حيث تم إجراء انحدار لمستوى الإفصاح عم عمليات إدارة المخاطر على الأنواع الثلاثة لهيكل الملكية ، بالإضافة إلى المتغيرات الرقابية . وقد قامت الباحثة بالتحقق من مدى توافر الشروط اللازمة لإجراء تحليل الانحدار الخطي المتعدد ، والتي تشمل كلاً من : عدم وجود ارتباط ذاتي خطي بين المتغيرات المستقلة Multicollinearity، وعدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي Autocorrelation، بالإضافة إلى التوزيع الطبيعي للبواقي Residuals، ويمكن صياغة نموذج الدراسة كما يلي :

$$RMD = \beta_0 + \beta_1 CON + \beta_2 MAN + \beta_3 INV + \beta_4 SIZE + \beta_5 Leverage + \beta_6 age + \beta_7 Growth + \beta_8 industry + \beta_9 ROE + \sum$$

حيث:

INV: مستوى الملكية المؤسسية	RMD: الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر
CON: تركيز الملكية	age: عمر الشركة
Growth: معدل النمو	SIZE: حجم الشركة
Leverage: نسبة الرفع المالي	MAN: مستوى الملكية الإدارية
ROE: معدل العائد على حقوق الملكية	Industry: الصناعة التي تنتمي إليها الشركة
	$\sum$ : حد الخطأ العشوائي



جدول رقم (٦) : نتائج تحليل انحدار الافصاح عن عمليات إدارة المخاطر على الأنواع الثلاثة لهيكل الملكية

الإحصاءات المتغير	معامل الانحدار $\beta$	قيمة اختبار t	مستوى المعنوية P-value	معامل تضخم التباين VIF
Constant	-0.605	-1.948	0.241	
CON	0.027	1.654	0.000	1.245
MAN	-0.945	-3.769	0.015	1.054
INV	0.209	2.546	0.018	1.733
SIZE	0.145	5.042	0.000	1.201
Growth	-0.005	-0.548	0.572	1.472
Lev	0.605	2.486	0.720	1.400
industry	-0.001	-0.521	0.605	1.231
ROE	0.142	0.351	0.721	1.029
AGE	0.014	1.569	0.497	1.073
معامل التحديد المعدل Adjusted R <sup>2</sup> 0.329 قيمة F 11.635				
مستوى المعنوية P-value 0.000 قيمة اختبار <u>Dubrin-Watson</u> 2.096				

جدول رقم (٧) اختبار اعتدالية البواقي

Shapiro-Wilk			Kolmogorov-Smirnov			البواقي المعيارية
المعنوية	درجات الحرية	الإحصائية	المعنوية	درجات الحرية	الإحصائية	
0.630	172	0.853	0.290	174	0.027	

ويوضح الجدول رقم (٦) نتائج التحليل الإحصائي لانحدار الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر على الأنواع الثلاثة لهيكل الملكية . ويتضح من الجدول أن نموذج الانحدار معنوي ، حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة 11.635، وقيمة P-value 0.000. كما يتضح عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي الخطي ، نظراً لأن أكبر قيمة لمعامل تضخم التباين (VIF) كانت 1.733. وأخيراً ، يتضح من الجدول رقم (٦) عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي ، حيث بلغت قيمة إحصائية Dubrin Watson 2.096. كما تشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول إلى أن معامل التحديد المعدل Adjusted R<sup>2</sup> للنموذج قد بلغ 0.329، بما يشير إلى تفسير المتغيرات المستقلة والرقابية ل 32.9% من التغير في المتغير التابع ، وهو ما يتمشى مع الدراسات السابقة في هذا الصدد (Keong,et al.,2020;Pangestuti,et al.,2017) . ولاختبار ما إذا كانت البواقي تتبع التوزيع الطبيعي أم لا ، فقد تم استخدام اختباري كلومجروف سميرونوف Kolmogorov –Smirnov وشابيرو ويلك Shapiro–Wilk ، ويتضح من الجدول رقم (٧) أن قيمة P-value للاختبارين كانت أكبر من ٥% ، حيث بلغت 0.290 ، 0.630 على التوالي . وبالتالي يتم قبول فرض العدم القائل بأن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي . وتوضح نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٦) أن معامل الانحدار لمتغير تركيز الملكية كان 0.027 وقيمة (t) 1.654 وقيمة P-value 0.000 . ويشير ذلك إلى وجود علاقة طردية ومعنوية بين تركيز الملكية ومستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر . وبالتالي، قبول الفرض الرابع للبحث. ويتفق ذلك مع ما توصلت إليه دراسات (Rahmawati and Prasetyo,2020;Keong,et al.,2020;Khlif,et al.,2017) من وجود تأثير إيجابي ومعنوي لتركيز الملكية على مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر . وتختلف هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Abbas,et al.(2021) من عدم وجود تأثير معنوي لدرجة تركيز الملكية على الإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر . وتشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٦) أن معامل الانحدار لمتغير الملكية الإدارية كان -0.945، وقيمة (t) -3.769 وقيمة P-value 0.015 . ويشير ذلك إلى وجود علاقة عكسية ومعنوية بين مستوى الملكية الإدارية ومستوى الإفصاح عن عمليات إدارة

المخاطر. وبالتالي، يتم قبول الفرض الخامس للبحث. ويختلف ذلك مع ما توصلت إليه دراسات (Rahmawati and Soebyakto, et al., 2018; Lundqvist, 2014; Prasetyo, 2020) من وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمستوى الملكية الإدارية على حجم الإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر، وكذلك تختلف هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Nasution, et al., 2020) من عدم وجود تأثير معنوي للملكية الإدارية على حجم الإفصاحات عن المخاطر وإدارتها. ومن ناحية أخرى، تتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Keong, et al., 2020) من وجود تأثير سلبي ومعنوي لمستوى الملكية الإدارية على الإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر .

كما توضح نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٦) إلى أن معامل الانحدار لمتغير الملكية المؤسسية قد بلغ 0.209 ، وقيمة (t) 2.546 ، وقيمة P-value 0.018. ويشير ذلك إلى وجود علاقة طردية ومعنوية بين مستوى الملكية المؤسسية وحجم الإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر . وبناء على ذلك ، يتم قبول الفرض السادس للبحث. ويتفق ذلك مع ما توصلت إليه دراسات (Pristianingrum, et al., 2018; Khlif, et al., 2017; Soeyakto, et al., 2018) من وجود تأثير إيجابي ومعنوي لمستوى الملكية المؤسسية على حجم الإفصاحات عن إدارة المخاطر. بينما يختلف ذلك مع ما توصلت إليه دراسات (Nasution, Pangestuti, et al., 2017; Rujiiin and Sukirman, 2020; et al., 2020) سواء من وجود تأثير سلبي ومعنوي أو عدم وجود تأثير معنوي لمستوى الملكية المؤسسية على حجم الإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر .

وفيما يتعلق بمتغيرات الرقابة ، تشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٦) إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لحجم الشركة على مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر . ووجود تأثير إيجابي ولكن غير معنوي لكل من الرفع المالي ، والعائد على حقوق الملكية ، وعمر الشركة على مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر. ومن ناحية أخرى، تشير نتائج التحليل الإحصائي إلى وجود تأثير سلبي ولكن غير معنوي لكل من نوع الصناعة ، ومعدل النمو على مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر .

## ٦-٥-٥-٣- نتائج اختبار الفرض السابع للبحث :

يستهدف الفرض السابع للبحث اختبار أثر مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون . ولاختبار هذه الفروض ، تم الاعتماد على تحليل الانحدار الخطي المتعدد ، حيث تم إجراء انحدار لتكلفة الديون على مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر ، بالإضافة إلى المتغيرات الرقابية . ويمكن صياغة نموذج الدراسة كما يلي :

$$COD = \beta_0 + \beta_1 RMD + \beta_2 Size + \beta_3 Leverage + \beta_4 age + \beta_5 Growth + \beta_6 industry + \beta_7 ROE + \sum y$$

حيث:

age: عمر الشركة	COD: تكلفة الديون
SIZE: حجم الشركة	RMD: مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر
Leverage: نسبة الرفع المالي	Growth: معدل النمو
Industry: الصناعة التي تنتمي إليها الشركة	ROE: معدل العائد على حقوق الملكية
	$\sum$ : حد الخطأ العشوائي

جدول رقم (٨) : نتائج تحليل انحدار تكلفة الديون على مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر

الإحصاءات المتغير	معامل الانحدار $\beta$	قيمة اختبار t	مستوى المعنوية P-value	معامل تضخم التباين VIF
Constant	-0.851	-1.597	0.126	
RMD	-0.115	-1.275	0.000	1.342
SIZE	-0.176	-6.425	0.042	1.005
Leverage	-0.003	-0.967	0.399	1.368
Age	-0.462	-2.711	0.251	1.027
Growth	0.143	0.366	0.654	1.256
industry	0.001	0.291	0.566	1.211
ROE	-0.125	-0.796	0.987	1.495
معامل التحديد المعدل $R^2$ Adjusted 0.289 قيمة F 12.542				
مستوى المعنوية P-value 0.000 قيمة اختبار <u>Dubrin-Watson</u> 2.015				

جدول رقم (٩) اختبار اعتدالية البواقي

Shapiro-Wilk			Kolmogorov-Smirnov			البواقي المعيارية
المعنوية	درجات الحرية	الإحصائية	المعنوية	درجات الحرية	الإحصائية	
0.421	180	0.912	0.200	186	0.025	

ويتضح من الجدول رقم (٨) أن نموذج الانحدار معنوي ، حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة 12.542، وقيمة P-value 0.000. كما يتضح عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي الخطي بين المتغيرات المستقلة ، نظراً لأن أكبر قيمة لمعامل تضخم التباين (VIF) كانت 1.495. كما يوضح الجدول رقم (٨) عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي ، حيث بلغت قيمة إحصائية التحديد المعدل  $Adjusted R^2$  للنموذج قد بلغ 0.289، بما يشير إلى تفسير المتغيرات المستقلة والرقابية ل 28.9% من التغير في المتغير التابع، كما يتضح من الجدول رقم (٨) أن قيمة P-value لاختبار Kolmogorov-Smirnov، واختبار Shapiro-wilk كانتا 0.200، 0.421 على التوالي ، ويشير ذلك إلى أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي .

وتشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٨) وجود تأثير سلبي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون . فقد بلغ معامل الانحدار -0.115، وقيمة (t) -1.275 وقيمة P-value 0.000 . ويشير ذلك إلى وجود علاقة عكسية ومعنوية بين مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر وتكلفة الديون. وبالتالي، يتم قبول الفرض السابع للبحث. ويتفق ذلك مع ما توصلت إليه دراسات ( AbdelAzim,et al.,2022;Rustiarini and Suryandari,2021;Adullah and Shukor,2015) من وجود علاقة عكسية معنوية بين مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر وتكلفة الديون ،بينما تختلف هذه النتيجة عما توصلت إليه دراستي (Pratama,et al.,2020;Trisnawati,et al.,2019) من عدم وجود تأثير معنوي للإفصاحات عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون. وينطبق نفس ما سبق بالنسبة للمتغيرات الرقابية بجدول رقم (٤) على المتغيرات الرقابية بجدول رقم (٦).

#### ٦-٥-٤-٤ - نتيجة اختبار الفرض الثامن :

استهدف هذا الفرض اختبار ما إذا كانت الإفصاحات الاختيارية عن عمليات إدارة المخاطر تتوسط العلاقة بين هيكل الملكية للشركة وتكلفة الديون . وذلك بالاعتماد على نفس المشاهدات

المستخدمة في اختبار الفروض السبعة بواقع (٣٠٤) مشاهدة ، واختباره على ثلاث مراحل قياساً على (Trisnawati,et al.,2019; Lasau and Sofian,2023)

بالاعتماد على المعادلات التالية :

$$RMD=\beta_0+\beta_1CON+\beta_2MAN+\beta_3INV+e_i \quad (1)$$

$$COD= \beta_0+\beta_1CON+\beta_2MAN+\beta_3INV+e_i \quad (2)$$

$$COD= \beta_0+\beta_1CON+\beta_2MAN+\beta_3INV+\beta_4RMD+e_i \quad (3)$$

حيث تعبر RMD (المتغير الوسيط) عن مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر ، وباقي المتغيرات كما سبق . كما تم تشغيل نموذج الانحدار المتعدد بالمعادلات ١ ، ٢ ، ٣ . ويجب أن يتوافر ثلاثة شروط حتى يمكن قبول أو رفض الفرض الثامن وهي (أ) وجود تأثير معنوي للأنواع الثلاثة لهيكل الملكية على مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر ، (ب) انخفاض مقدار معاملات انحدار الأنواع الثلاثة لهيكل الملكية للشركة في المعادلة رقم (٣) عن معاملات انحدارها في المعادلة رقم (٢) ، (ج) وجود تأثير معنوي لمستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون ، أي ما يشير لضرورة معنوية معامل انحدار الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر في المعادلة رقم (٣) .

وبالنظر لنتائج اختبار المعادلة رقم ١ بالجدول رقم(٦) ، تبين وجود تأثير إيجابي معنوي لكل من تركيز الملكية ، الملكية المؤسسية على مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر بمقدار (0.027، 0.029) عند قيمة احتمالية (0.018، 0.000) ، بينما يوجد تأثير سلبي معنوي للملكية الإدارية على مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر بمقدار (-0.945) عند قيمة احتمالية (-0.015) ، ومن ثم تحقق الشرط الأول لقبول الفرض الثامن . وبالنظر لنتائج اختبار المعادلة الثانية بالجدول رقم (٤) ، يتضح وجود تأثير سلبي معنوي لكل من تركيز الملكية والملكية المؤسسية، الربحية على تكلفة الديون بمقدار (-0.184، -0.160) عند قيمة احتمالية (0.019، 0.039) ، بينما يوجد تأثير إيجابي معنوي لمستوى الملكية الإدارية على تكلفة الديون بمقدار (0.075) عند قيمة احتمالية (0.034) .

أما عن الشرطين الثاني والثالث لقبول الفرض الثامن ، فيجب أن يتم توضيح نتائج اختبار المعادلة الثالثة وذلك على النحو التالي :

$$\text{COD} = \beta_0 + \beta_1 \text{CON} + \beta_2 \text{MAN} + \beta_3 \text{INV} + \beta_4 \text{RMD} + e_i \quad (3) \quad \text{المعادلة رقم (٣)}$$

جدول رقم (١٠)

Model	$\beta$	t	P-value
Constant	0.912	45.157	0.100
CON	-0.136	-1.959	0.000
MAN	0.015	0.833	0.003
INV	-0.116	-1.127	0.008
RMD	-9.192	-64.251	0.006
قيمة F 9.8762		مستوى المعنوية P-Value 0.000	

تظهر نتيجة اختبار معنوية النموذج ككل ، ان النموذج يتمتع بمعنوية إحصائية عالية عند مستوى معنوية 5%، حيث بلغت قيمة F المحسوبة 9.8762، كما بلغت قيمة P-Value 0.000 وهي أقل من 0.05، بما يعني أن المتغيرات المستقلة لها تأثير على المتغير التابع . وبالنظر للنتائج بالجدول رقم (١٠) يتضح انخفاض معاملات انحدار كل من تركز الملكية ، الملكية الإدارية ، الملكية المؤسسية إلى -0.136 ، 0.015 ، -0.116 وذلك بالمقارنة بمعاملات انحدار هذه المتغيرات في الجدول رقم (٤) (-0.184 ، -0.075 ، -0.160). كما اتضح وجود تأثير سلبي ومعنوي لمستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون بمقدار -9.192 عند قيمة احتمالية -64.251 وفقاً للمعادلة الثالثة ، ومن ثم تحقيق الشرطين والثالث لقبول الفرض الثامن.

وبناء على ما سبق ، يمكن القول بإمكانية تأثير الأنواع الثلاث لهيكل الملكية ، بصورة غير مباشرة على تكلفة الديون ، من خلال مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر ، وبالتالي تم قبول الفرض الثامن القائل ، بأن مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر يتوسط العلاقة بين هيكل الملكية للشركة وتكلفة الديون ، وهو ما يتفق مع منطقية تأثير



مستوى الإفصاحات الاختيارية عن عمليات إدارة المخاطر على العلاقة بين هيكل الملكية للشركة وتكلفة الديون ، ويتسق مع ما أشار إليه (Muslim and Setiawan,2021;Pratama,et al.,2020;Abdullah and Shukor,2015 and Sofian,2023) بشأن العلاقة التآثرية لهيكل الملكية للشركة على مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر وتكلفة الديون .

#### ٦-٦-٦- النتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة :

استهدف البحث اختبار وتحليل أثر الأنواع الثلاث لهيكل الملكية للشركة متمثلة في كل من تركيز الملكية ، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية على تكلفة الديون ، وكذلك اختبار ما إذا كان مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر يتوسط العلاقة بين هيكل الملكية للشركة وتكلفة الديون ، واعتمدت الدراسة على عينة مكونة من ٨٠ شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٨-٢٠٢١ .

**بشأن نتائج الدراسة** فقد خلصت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي معنوي ذو دلالة إحصائية لكل من تركيز الملكية، الملكية المؤسسية على تكلفة الديون ، حيث تقل تكلفة الديون في الشركات ذات التركيز الأعلى للملكية، وكذلك في الشركات التي تزداد فيها مستوى الملكية المؤسسية . ووجود تأثير إيجابي معنوي ذو دلالة إحصائية للملكية الإدارية على تكلفة الديون ، حيث تزداد تكلفة الديون في الشركات التي تتسم بارتفاع نسبة ملكية الإدارة لأسهم الشركة . كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي معنوي ذو دلالة إحصائية لكل من تركيز الملكية والملكية المؤسسية على مستويات الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر ، حيث تزداد مستويات الإفصاحات الاختيارية عن المخاطر وإدارتها في الشركات ذات التركيز الأعلى للملكية ، وكذلك في الشركات التي تزداد فيها مستوى الملكية المؤسسية ، ووجود تأثير سلبي معنوي ذو دلالة إحصائية للملكية الإدارية على مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر ، حيث تزداد مستويات الإفصاحات الاختيارية عن عمليات إدارة المخاطر في الشركات التي ترتفع فيها نسبة الملكية الإدارية لأسهم الشركة .

كما خلصت الدراسة أيضاً إلى وجود تأثير سلبي معنوي لمستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر على تكلفة الديون ، حيث اتضح أن زيادة مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر يترتب عليها انخفاض تكلفة الديون . كذلك انتهت الدراسة أيضاً إلى أن مستوى الإفصاح الاختياري عن عمليات إدارة المخاطر يتوسط العلاقة بين هيكل الملكية للشركة وتكلفة الديون .

**وفي ضوء نتائج الدراسة ، توصي الباحثة بضرورة قيام الهيئة العامة للرقابة المالية بالزام الشركات بالإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر والالتزام بتنفيذ المتطلبات الخاصة بها ، مع التحقق من ذلك . وضرورة تشجيع الشركات على زيادة مستوى الإفصاح عن المخاطر وإدارتها، من خلال وضع نظام للحوافز في حالة التزام الشركة بتنفيذ متطلبات الإفصاح عن إدارة المخاطر ، وأيضاً وضع عقوبات في حالة اخلال الشركة بهذه المتطلبات . كذلك ضرورة وجود قواعد ملزمة من قبل الهيئة العامة للرقابة المالية تحدد الحد الأدنى من الإفصاح عن إدارة المخاطر ، وتلزم الشركات بتوفير هذا الحد الأدنى من الإفصاح.**

كما توصي الباحثة أيضاً بضرورة اهتمام واضعي المعايير بموضوع الإفصاح عن إدارة المخاطر ، وذلك من خلال توفير معيار يلزم الشركات بالإفصاح عن إدارة المخاطر ، وذلك لأهميته في الحد من عدم تماثل المعلومات بين المديرين وأصحاب المصالح، وتخفيض مشاكل الوكالة، وتحسين جودة عملية اتخاذ القرارات. كذلك ضرورة اهتمام أعضاء لجنة المراجعة وإدارة المراجعة الداخلية في الشركات بأهمية الإفصاح عن إدارة المخاطر ، وفي حالة الإفصاح عنه في تقرير منفصل يلزم وجود توكيد مهني عليه بواسطة مراجع الحسابات، وأيضاً ضرورة إجراء المزيد من البحوث المحاسبية في مجال الإفصاح عن إدارة المخاطر وتناول محدداته والمردود الإيجابي له ، كما يجب على أقسام المحاسبة بالجامعات المصرية إدراج موضوع الإفصاح عن المخاطر وإدارتها ضمن موضوعات المؤتمرات المحاسبية ، كما يجب أن يتم تدريسه لطلاب الدراسات العليا .

وتوصي الباحثة أيضاً بضرورة التوسع في الإفصاح عن هيكل الملكية ، بما يساعد على تحليل هذا الهيكل وتحديد شخصية المساهمين المسيطرين لفهم كيفية مواجهة مشاكل الوكالة من خلال النيات حوكمة الشركات ، بالإضافة إلى الإفصاح عن تعاملات كبار المساهمين ، وكذلك أعضاء مجلس الإدارة للشركة والعاملين بها .

وبالنسبة لمجالات البحث المقترحة، تعتقد الباحثة بأهمية البحث مستقبلاً في بعض المجالات ذات الصلة ، والتي من أهمها ما يلي :

- اختبار أثر خصائص لجنة المراجعة على الإفصاح عن إدارة المخاطر .
- دراسة محددات جودة الإفصاح الاختياري عن إدارة المخاطر وأثره على قيمة الشركة .
- دراسة أثر مستوى الإفصاح الاختياري عن إدارة المخاطر على عوائد الأسهم في الشركات.
- إجراء دراسة تطبيقية على عينة من البنوك تهدف إلى دراسة محددات الإفصاح الاختياري عن إدارة المخاطرة وأثره على قيمة البنك .
- دراسة أثر هيكل الملكية على جودة التقارير المالية بالتطبيق على المؤسسات المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية .
- مدى أفضلية المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن المخاطر وإدارتها في التقارير المالية أو في تقرير مستقل .
- الدور الوسيط لربحية السهم في العلاقة بين مستوى الإفصاح عن عمليات إدارة المخاطر وأسعار أسهمها.
- أثر افصاح الشركات المقيدة بالبورصة المصرية عن عمليات إدارة المخاطر على بدائل رأى مراجع الحسابات.
- أثر الإفصاح عن إدارة مخاطر الأمن السيبراني على قيمة الشركة.

## المراجع

## أولاً: المراجع العربية:

- إبراهيم، علاء الدين توفيق، (٢٠١٤)، "الإفصاح عن المخاطر : المحتوى الإعلامي والآثار الاقتصادية : دراسة ميدانية على الشركات المقيدة بسوق الأسهم السعودية"، مجلة البحوث المحاسبية ، كلية التجارة ، جامعة طنطا، العدد الثاني، ص ص ١٥٤-١٨٤.
- أحمد ، أماني أسامة حافظ، (٢٠١٣)، "أثر تطبيق قواعد حوكمة الشركات وإدارة المخاطر على تطوير مهام المراجعة الداخلية مع دراسة تطبيقية على بيئة الأعمال المصرية"، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية.
- أحمد، محي الدين أحمد محمد ، (٢٠٠٩)، " أثر هيكل الملكية والرقابة في الشركات المساهمة على الإفصاح المحاسبي : دراسة تحليلية تطبيقية، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية.
- الحنبلي، هناء، (٢٠٠٧). "العلاقة بين هيكل الملكية وبين أداء الشركات وقيمتها واختيارات هيكل راس المال في الشركات الأردنية غير المالية المدرجة في سوق عمان المالي للفترة بين ١٩٩٩ إلى ٢٠٠٣. رسالة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، عمان، الاردن.
- الحوشي، محمد محمود سالم، (٢٠١٥)، "أثر العلاقة بين هيكل الملكية والتحفيز المحاسبي على تكلفة التمويل بالملكية"، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، قسم المحاسبة بكلية التجارة جامعة الإسكندرية ، المجلد ٥٢ ، العدد الثاني، ص ص ١-٤٣.
- الدوياتي، داليدا محمد عادل ، (٢٠١٦)، "أثر التكامل بين القياس المتوازن للأداء وإدارة المخاطر الاستراتيجية على الأداء التنافسي للبنوك"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة ، جامعة الاسكندرية.
- الشعراوي، حسام حسن محمود ، (٢٠١٦). "أثر تطبيق إدارة المخاطر على الأداء المالي للشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المصرية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، جامعة الإسكندرية، مجلد ٥٣ ، العدد الثاني، ص ص ٣٥٩-٣٨٤.

- الصيرفي، أسماء أحمد، (٢٠١٨)، "أثر مستوى إفصاح البنوك التجارية عن ممارسات إدارة المخاطر على أسعار الأسهم : دراسة تطبيقية على البنوك التجارية المقيدة بالبورصة المصرية" ، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، قسم المحاسبة بكلية التجارة ، جامعة الإسكندرية ، المجلد الثاني ، العدد الثاني، ص ص ١-٦٧.
- الهيئة العامة للرقابة المالية ، (٢٠٢٣)، قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١١ لسنة ٢٠٢٣ بتعديل قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١١ لسنة ٢٠١٤ بشأن قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية.
- عامر ، عباس علي عباس،(٢٠١٩).محددات الإفصاح الاختياري عن إدارة المخاطر واثره على قيمة الشركة -دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة ، جامعة دمنهور.
- عبيد ، إبراهيم السيد ،(٢٠١٠)، دور الاستثمار المؤسسي في زيادة درجة التحفظ المحاسبي في القوائم المالية المنشورة : دراسة نظرية وميدانية على الشركات المقيدة في السوق المالية السعودية، الندوة الثانية عشر لسبل تطوير مهنة المحاسبة، جامعة الملك سعود ، الرياض، ١ يونيو ، ص ص ١-٣٨.
- علي، محمد علي محمد ، (٢٠٠٥)، "إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية (مدخل لتعظيم القيمة)"،رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية التجارة ، جامعة القاهرة.

- Abbas Dirvi Surya,Tubagus Ismailb, Muhamad Taqib and Helmi Yazidb,2021." Determinants of enterprise risk management disclosures: Evidence from insurance industry",**journal of Accounting** ,vol.7,pp.1-8.
- Abdel Azim,Mohamed Hassan, Mostafa Abdelrahman Fekry and Zakia Abdelmoneim ,2022." THE IMPACT OF ENTERPRISE RISK MANAGEMENT DISCLOSURE AND FIRM VALUE IN EGYPTIAN PUBLIC AND PRIVATE SECTORS: A COMPARATIVE STUDY",MSA-Management science journal, Volume: 1, Issue:1, pp. 95-127.
- Abdullah ,Maizatulakma and Zaleha Abdul Shoukor,2015." Risk Management Disclosure : A Study on The Effect of Voluntary Risk Management Disclosure toward Firm Value", **Journal of Applied Accounting Research**,vol.16,no.3,pp.400-432.
- Adam,Mohammad, Mukhtaruddin, Hasni Yusrianti and Sulistiani,2016." COMPANY CHARACTERISTICS AND ENTERPRISE RISK MANAGEMENT DISCLOSURE: EMPIRICAL STUDY ON INDONESIA LISTED COMPANIES, **International journal of applied Business and Economic Research**, vol.14 ,no.2,pp.1-18.
- Ahmed, Raja Adzrin Raja, Norhidayah Abdullah, Nur Erma Suryani Mohd Jamel and Normah Omar,2015." Board Characteristics and Risk Management and Internal Control Disclosure Level: Evidence from Malaysia", **Procedia Economics and Finance**,vol. 31,pp. 601 – 610.
- Alhares,Aws , Gerard Dominic and Tarek Abu-Asi,2020." Institutional Ownership and Cost of Capital: An International Study", **Theoretical Economics Letters**, vol.10,pp. 1031-1043.
- Ali, Mazurina Mohd, Nur Shazwani Ab Hamid & Erlane K Ghani,2019." Examining the Relationship Between Enterprise Risk Management and Firm Performance in Malaysia", **International Journal of Financial Research** ,Vol. 10, No. 3,pp.239-251.
- Allaya,Manel, Imen Derouiche b and Anke Muessig ,2022." Voluntary disclosure, ownership structure, and corporate debt

- maturity: A study of French listed firms", **International Review of Financial Analysis**, vol.81, pp.1-17.
- Alshirah, Malek Hamed, Ahmad Farhan Alshira'h and Abdalwali Lutfi, 2022. " Political connection, family ownership and corporate risk disclosure: empirical evidence from Jordan", **Meditari Accountancy Research**, Vol. 30 No. 5, pp. 1241-1264.
- \_\_\_\_\_, Azhar Abdul Rahman and Ifa Rizad Mustapa, 2020. " Board of directors' characteristics and corporate risk disclosure: the moderating role of family ownership", **EuroMed Journal of Business**, Vol. 15 No. 2, pp. 219-252.
- Alvarado, Nuria Reguera and Francisco Bravo-Urquiza , 2020. " The impact of board diversity and voluntary risk disclosure on financial outcomes. A case for the manufacturing industry", **Gender in Management: An International Journal**, Vol. 35 No. 5, 2020, pp. 445-462.
- Amran, A., Manaf Rosli Bin, A., & Che Haat Mohd Hassan, B. (2008). Risk reporting: An exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. **Managerial Auditing Journal**, vol.24, no.1, pp. 39-57.
- Baxter, Ryan , Jean c. Bedard , Rani Hoitash and Ari Yezegel, 2013. " Enterprise Risk Management Program Quality Determinants , Value Relevance , and The Financial Crisis ", **Contemporary Accounting Research**, vol.30, no.4, pp.1264-1295.
- Beretta, S., and S. Bozzolan. 2004 " A framework for the analysis of firm risk communication", **The International Journal of Accounting** , vol.39 ,no.3, pp. 265-288.
- Berkman, Henk and Michael E. Bradbury, 1998. " The Influence of Ownership Structure on Risk Management: Evidence from New Zealand State Owned Enterprises", **Journal of International Financial Management and Accounting** , vol.9, no.2 , pp.117-131.
- Boubakri, Narjess, Omrane Guedhami and Walid Saffarc, 2016. " Geographic location, foreign ownership, and cost of equity capital: Evidence from privatization", **Journal of Corporate Finance**, vol. 38 , pp.363–381.

- Byun, Hae-Young Byun, Sunhwa Choi, Lee-Seok Hwang and Robert G. Kim, 2013. " Business group affiliation, ownership structure, and the cost of debt", *Journal of Corporate Finance*, vol. 23 ,pp. 311–331.
- Chau, Gerald and Sidney J. Gray, 2010. " Family Ownership ,Board Independence and Voluntary Disclosure: Evidence from Hong Kong", **Journal of International Accounting ,Auditing and Taxation**, vol.10,pp.93-109.
- Chairani, Chairani and Sylvia Veronica Siregar, 2021. " The effect of enterprise risk management on financial performance and firm value: the role of environmental, social and governance performance, **Meditari Accountancy Research**, Vol. 29 No. 3,pp. 647-670
- Chen, Dong , Shujun Ding and Zhenyu Wu, 2014. " Effect of foreign ownership on cost of borrowing: Evidence from small and medium-sized enterprises in China", **International Small Business Journal**, Vol. 32, no.6, pp.693-715.
- **Committee of Sponsoring Organizations of the Tread way Commission COSO,(2004)** .Enterprise risk management – integrated framework," Committee of Sponsoring Organizations of the Tread way Commission, New York .<http://www.coso.org>.
- COSO,(2009)**  
,Strengthening enterprise risk management for Strategic Advantage available at <http://www.coso.org>.
- \_\_\_\_\_**COSO(2013)**.The updated COSO internal control framework. Risk & Business Consulting internal Audit. <http://www.coso.org>
- Dicuonzo, G., A. Fusco, and V. Dell’Atti, 2017" Financial risk disclosure: Evidence from Albanian and Italian companies", **KnE Social Sciences**, vol. 1, no.2, pp. 182-196.
- Farhat, I. 2016, " **Impact of corporate governance mechanisms on the level and quality of Risk disclosure during the arab spring: Evidence from the Tunisian capital market**", Doctoral Thesis. University of Carthage.



- Grassa,Rihab, Nejia Moumen and Khaled Hussainey,2021. Do ownership structures affect risk disclosure in Islamic bank? International evidence", **Journal of Financial Reporting and Accounting**, Vol. 19 No. 3, pp. 369-391.
- HENRYANI, FRISKA FARDHINA AND RETNO KUSUMASTUTI,2013. Analysis Of Ownership Structure Effect On Economic Value Added", **International Journal of Administrative Science & Organization**, VOL. 20, NO. 3,PP.171-178.
- Organization for Standardization (ISO 31000). (2009), Risk Management principles and guideline. Available at:www.iso.org.
- Iswajuni, Iswajuni, Arina Manasikana and Soegeng Soetedjo,2018." The effect of enterprise risk management (ERM) on firm value in manufacturing companies listed on Indonesian Stock Exchange year 2010-2013", **Asian Journal of Accounting Research**, Vol. 3 No. 2, pp. 224-235.
- Jawad,Muhammad, Munazza Nazb, Nauman Waheedc, Sohail Rizand and Muhammad Aftab Shamsie,2021." Enterprise Risk Management and Firm Performance: A Financial Sector Analysis of Pakistan", **International Journal of Innovation, Creativity and Chang**, Volume 15, Issue 6, pp.1302-1318.
- Kargarlouei Saeid Jabbarzadeh, Sajad Abbaszadeh and Morteza Motavassel,2012." Comparative Investigation of Difference between Ownership Structure and Cost of Capital in Capitalized and Levered Companies of Tehran Stock Exchange (TSE), **International Journal of Finance and Accounting**, vol.1,no.2,pp. 7-13.
- Keong,Ooi Chee, Abdurrahman Adamu Pantamee, Shafi Mohamad and Kwong Wing Chong Garrett,2020." Firm Ownership and Enterprise Risk Management: Evidence from a Developing Country", **International Journal of Psychosocial Rehabilitation**, Vol. 24, Issue 02, pp.3679-3689.
- Khlif,Hichem, Kamran Ahmed and Mohsen Souissi,2017." Ownership Structure and Voluntary Disclosure : A Synthesis of Empirical Studies", **Australian Journal of Management** ,vol.42,no.3,pp.376-403.

- Lajili, K., and D. Zeghal. 2005," A content analysis of risk management disclosures in Canadian annual reports", **Canadian Journal of Administrative Sciences**,vol. 11 ,no.2,pp. 125-142.
- Lasau,Paulus Adan and Sofian,2023." The Effect of Enterprise Risk Management Disclosure, Capital Structure, and Dividend Policy on the Firm Value",**Advances in Economics,Business and Management Research**,pp.680-689.
- Lin,Steve ,Assma Sawani and Changjiand Wang,2023." Managerial Stock ownership,Debt Covenants and Cost of Debts",**Pacific-Basin Finance Journal**,vol.77,pp.1-18.
- Lugo,Stefano ,2019." Insider ownership and the cost of debt capital: Evidence frombank loans", **International Review of Financial Analysis** ,vol. 63,pp. 357–368
- Majeed,Muhammad Ansar and Chao Yan,2021." Financial Statement Comparability ,State ownership, and The Cost of Debt: Evidence from China", **Research in International Business and Finance** ,vol.58,pp.1-19.
- Mardessi,Sana Masmoudi and Sonda Daoud Ben Arab,2018." Determinants of ERM implementation: the case of Tunisian companies", **Journal of Financial Reporting and Accounting**,Vol. 16 No. 3, 2018,pp. 443-463
- Mokhtar,Ekramy Said and Howard Mellett,2013." Competition, corporate governance, ownership structure and risk reporting ",**Managerial Auditing Journal** ,Vol. 28 No. 9, 2013,pp. 838-865.
- Muslim Ade Imam and Doddy Setiawan ,2021." Information Asymmetry, Ownership Structure and Cost of Equity Capital: The Formation for Open Innovation", **Journal of Open Innovation. Technology. Market and Complexity**, vol.7,no. 48,pp.1-17.
- Nagata,Kyoko and Pascal Ngyuen,2017."Ownershi Structure and Disclosure Quality: Evidence from Management Forecasts Revisions in Japan",**Journal of Accounting and Public Policy**,vol.36,pp.451-467.
- Nasution Abdillah Arif,Erlina , Rujiman, Chandra Situmeang and Iskandar Muda,2020." SUCCESS MODEL FOR RISK

MANAGEMENT DISCLOSURE", **INTERNATIONAL JOURNAL OF SCIENTIFIC & TECHNOLOGY RESEARCH** VOL 9, ISS 03, pp.5472-5477.

-Nugroho,Bayu Dwi, Bambang Subroto and Aulia Fuad Rahman,2015." Voluntary Disclosure, Ownership Structure, Information Asymmetry and Cost of Capital",**IOSR Journal of Economics and Finance**, Volume 6, Issue 3. Ver. I, PP 48-57

-Pangestuti ,Dwi, Erika Takidah and Ratna Anggraini ZR,2017." FIRM SIZE, BOARD SIZE, AND OWNERSHIP STRUCTURE AND RISK MANAGEMENT DISCLOSURE ON ISLAMIC BANKING IN INDONESIA ",**Jurnal Akuntansi dan Keuangan Islam**, Volume 5,no.2, pp. 121-141 .

- Pratama,Bima Cinintya, Indriana Putri and Maulida Nurul Innayah ,2020." The Effect of Enterprise Risk Management Disclosure, Intellectual Capital Disclosure, Independent Board of Commissioners, Board of Director and Audit Committee towards Firm Value", **JURNAL MANAJEMEN DAN KEUANGAN**, VOL.9, NO.1,pp.60-72.

-Pristianingrum, Nurfina, Yosefa Sayekti and Agung Budi Sulistiyo,2018." Effect of Firm Size, Leverage and Institutional Ownership on Disclosure Enterprise Risk Management (ERM) ",**International Journal of New Technology and Research** , Volume-4, Issue-8,pp. 08-11

-Quon,Tony K.,Daniel Zeghaland Michael Maingot,2012." Enterprise Risk Management and Firm Performance ", **Procedia –Social and behavioral Sciences** ,vol.62,pp.263-267.

-Rahmawati, Dwi Linda and Khusnul Prasetyob,2020." Determinants on the Extent of Enterprise Risk Management (ERM) Disclosure in Annual Reporting: An Indonesian Study", **International Journal of Innovation, Creativity and Change**, Volume 13, Issue 4, pp.512-525.

-Rampini ,ADRIANO A. and S. VISWANATHAN,2010." Collateral, Risk Management, and the Distribution of Debt Capacity",**THE JOURNAL OF FINANCE** , VOL. LXV, NO. 6,pp.2293-2322.

- Rujiin, Choiru and Sukirman,2020." The Effect of Firm Size, Leverage, Profitability,Ownership Structure, and Firm Age on Enterprise Risk Management Disclosures", **Accounting Analysis Journal**,vol. 9,no.2,pp. 81-87.
- Rustiarini, Ni Wayan and Ni Nyoman Ayu Suryandari,2021." Enterprise Risk Management Disclosure and Firm Value: The Role of Risk Monitoring Committee", **Proceedings of the International Conference on Industrial Engineering and Operations Management,Sao Paulo, Brazil**.
- Shad,Muhammad Kashif,Fong-Woon Lai,Amjad Shamim and Michael McShane Sheikh Muhammad Zahid,2022." The Relationship Between Enterprise Risk Management and Cost of Capital",**Asian Academy of Management Journal**, Vol. 27, No. 1, 79–103.
- Sharfman,MARK P. and CHITRU S. FERNANDO,2008." ENVIRONMENTAL RISK MANAGEMENT AND THE COST OF CAPITAL",**Strategic Management Journal**,vol.29,pp.569-592.
- Shuto, Akinobu and Norio Kitagawa, 2011." The Effect of Managerial Ownership on The Cost of Debt: Evidence from Japan", **Journal of Accounting ,Auditing &Finance**,vol.26,no.3,pp.590-620.
- Soebyakto,Bambang Bemby,Mukhtaruddin ,Relasari and Alfianto Sinulingga,2018."Company Characteristics and Risk Management Disclosure Empirical Study of Manufacturing Companies Listed on The Indonesia Stock Exchange", **Problems and Perspectives in Management** ,vol.16,iss.2,pp.395-411.
- Solomon, J., A. Solomon, S. Norton, and N. Joseph. 2000," A conceptual framework for corporate risk disclosure emerging from corporate governance reform", **The British Accounting Review**,vol. 33 ,no.4,pp. 337 –347.
- Souza ,Rodrigo Silva De, Soˆ nia Maria Da Silva Gomes, Adriano Leal Bruni, Gilca Garcia De Oliveira, Ma´ rcio Santos Sampaio and Juliano Almeida De Faria,2012." ENTERPRISE RISK MANAGEMENT AND PERFORMANCE IMPROVEMENT: A STUDY WITH BRAZILIAN NONFINANCIAL FIRMS",**Studies in Managerial and Financial Accounting**,vol.25,pp.

- Şenol, Z. and Karaca, S.S., 2017. "The Effect Of Enterprise Risk Management On Firm Performance: A Case Study On Turkey". **Financial Studies**, vol.21,no.2.
- Stolzle,Thomas R. Berry and Jianren xu,2018."Enterprise Risk Mnagement nd The Cost of Capital ,**The Journal of Risk and Insurance**,vol.85,no.1.,pp.159-201.
- Tarus,Thomas Kiptanui ,Joel K Tenai and Joyce Komen,2020." Does Ownership Structure Affect Risk Management? Evidence from an Emerging Economy, Kenya",**Journal of Accounting, Business and Finance Research** ,Vol. 8, No. 1, pp. 1-10.
- Trisnawati Ni Luh De Erik, Eddy Supriyadinata Gorda and Ni Kadek Ayu Trisnadewi,2019." The Ability of Managerial Ownership Moderating of The Effect of Enterprise Risk Management (ERM) Toward The Company Value",**proceedings of international Disclosure conference of social science,indoensia**.
- Wijayanti ,Rita, Kurnia Rina Ariani Suyatmin Suyatmin,2022." The Role o of Corporate Governance Mechanism on Disclosure of Enterprise Risk Management in Indonesian Banking Industry", **JURNAL Riset Akuntansi dan Keuangan Indonesia**,vol.7,no.1,pp.117-126.