



**أثر الإفصاح الاختياري عن تقارير الأعمال المتكاملة علي تكلفة رأس المال:
دراسة تطبيقية علي الشركات المدرجة بالبورصة المصرية**

**The Impact of Voluntary Disclosure of Integrated
Reporting on Cost of Capital: An Empirical Study
on Companies Listed on the Egyptian Stock
Exchange**

أ.م.د/ إبراهيم محمد الطحان

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة

ووكيل الكلية لشئون خدمة المجتمع وتنمية البيئة

كلية التجارة - جامعة كفر الشيخ

مجلة الدراسات التجارية المعاصرة

كلية التجارة - جامعة كفر الشيخ

المجلد (١١) - العدد (١٩) - الجزء الرابع

يناير ٢٠٢٥ م

رابط المجلة : <https://csj.journals.ekb.eg>

ملخص:

استهدفت هذه الدراسة اختبار أثر الإفصاح الاختياري عن تقارير الأعمال المتكاملة علي تكلفة رأس المال للشركات المدرجة بالبورصة المصرية. وقد استخدمت الدراسة أسلوب تحليل المحتوى، وذلك لاختبار مدى اتساق افصاحات شركات العينة مع عناصر محتوى الإطار العام للتقارير المتكاملة الصادرة عن المجلس الدولي لإعداد التقارير المتكاملة، وذلك عن طريق اختبار مؤشرات الأداء الرئيسية للمعلومات المتكاملة المفصح عنها من قبل الشركات. كما تم استخدام المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال كمؤشر علي تكلفة رأس المال. وقد أجريت هذه الدراسة علي عينة شملت عدد ٥٠ شركة خاصة خلال الفترة من ٢٠٢٠م إلي ٢٠٢٣م، وذلك بإجمالي عدد مشاهدات تبلغ ٢٠٠ مشاهدة خلال فترة الدراسة التي تقدر بمدة ٤ سنوات. كما استخدمت الدراسة عدد من المتغيرات الرقابية: حجم الشركة؛ والربحية أو معدل العائد علي الأصول؛ وفرص النمو أو نسبة القيمة السوقية إلي القيمة الدفترية للشركة؛ ورأس المال العامل؛ والرافعة المالية؛ ونوع القطاع؛ وسنة الدراسة. وقد توصلت الدراسة إلي وجود أثر سلبي معنوي للإفصاح الاختياري عن مؤشرات الأداء الرئيسية للمعلومات المتكاملة علي تكلفة رأس المال للشركات المدرجة بالبورصة المصرية. وبالنسبة للمتغيرات الرقابية، توصلت الدراسة إلي وجود أثر إيجابي معنوي لمتغيرات نسبة الرافعة المالية ونوع القطاع وسنة الدراسة علي تكلفة رأس المال، بينما يوجد أثر سلبي معنوي لمتغيرات ربحية الشركة أو معدل العائد علي الأصول ورأس المال العامل علي تكلفة رأس المال، مع عدم وجود أثر معنوي لحجم الشركة وفرص النمو أو نسبة القيمة السوقية إلي القيمة الدفترية للشركة علي تكلفة رأس المال.

الكلمات المفتاحية:

الإفصاح الاختياري؛ تقارير الأعمال المتكاملة أو التقارير المتكاملة؛ المجلس الدولي لإعداد التقارير المتكاملة؛ تكلفة رأس المال.

Abstract:

This study aimed to examine the impact of voluntary disclosure of integrated reporting on the cost of capital for companies listed on the

Egyptian Stock Exchange. The study used a content analysis approach to test the consistency of the sample companies' disclosures with the content elements of the general framework for integrated reporting issued by the International Integrated Reporting Council (IIRC). This was achieved by examining the key performance indicators (KPIs) of the integrated information disclosed by companies. The weighted average cost of capital was also used as an indicator of the cost of capital. This study was conducted on a sample of 50 private companies during the period from 2020 to 2023, with a total of 200 observations over the four-year study period. The study also used several control variables: company size; profitability or return on assets; growth opportunities or the ratio of the company's market value to book value; working capital; leverage ratio; sector type; and year of study. The study found a significant negative impact of voluntary disclosure of KPIs of integrated information on the cost of capital for companies listed on the Egyptian Stock Exchange. Regarding the control variables, the study found that there is a significant positive effect of the variables of leverage ratio, sector type, and year of study on the cost of capital, while there is a significant negative effect of the variables of company profitability, return on assets rate, and working capital on the cost of capital, with no significant effect of company size, growth opportunities, or the ratio of market value to book value of the company on the cost of capital.

Keywords:

Voluntary Disclosure; Integrated Reporting (IR); International Integrated Reporting Council (IIRC); Cost of Capital (COC).

1/1 مقدمة: Introduction

في السنوات الأخيرة، أدت المخاوف المتزايدة بشأن القضايا البيئية والاجتماعية وقضايا الحوكمة إلى زيادة الاهتمام العام بالإفصاح المؤسسي عن المعلومات غير المالية المتعلقة بسياسات وممارسات الاستدامة (Ng and Gul, 2024). وإدراكاً لأهمية مثل هذه الإفصاحات في تعزيز الثقة بين الشركات وأصحاب المصلحة فيها، تم تطوير أطر إعداد تقارير جديدة لإنتاج "تقارير الاستدامة" التي تتضمن المعلومات البيئية والاجتماعية ومعلومات الحوكمة (Environmental, Social, Governance (ESG)). ولكن، نتيجة لعدم كفاية المعلومات المفصّل عنها في الوصول لتقدير دقيق للمخاطر ومستويات عدم التأكد، فقد تزايد الطلب من قبل مستخدمي المعلومات نحو نظام إعداد تقارير أكثر شمولاً وتماسكاً يعزز التفكير المتكامل من خلال دمج المعلومات المالية وغير المالية في تقرير واحد (Vena et al., 2020). وبالتالي، برزت التقارير المتكاملة Integrated Reporting (IR) كقضية بالغة الأهمية لتحسين جودة المعلومات اللازمة لخلق القيمة في الأجل الطويل من خلال نهج التفكير المتكامل (Pirgaip and Lamija, 2023).

لقد دفع الطلب المتزايد علي شفافية المعلومات من قبل المساهمين والمستثمرين والدائنين والمجتمع ككل إلي قيام المنشآت بالتقرير عن أدائها الاجتماعي والبيئي بجانب أدائها المالي (Sharif et al., 2021). ولقد ترتب علي هذه الإفصاحات المتزايدة والتي تصدر بشكل مستقل عن بعضها البعض إلي العديد من المشاكل والصعوبات عند تحليلها من قبل متخذي القرارات (Rasheed, 2023). وللتغلب علي هذه المشاكل، نشأت فكرة التقرير المتكامل، والذي يدمج جميع المعلومات المالية والاجتماعية والبيئية في تقرير واحد، ويكشف بشكل مشترك عن نتائج الأداء الرئيسية (García-Sánchez and Noguera-Gámez, 2017). كما دفعت المخاوف المرتبطة بالبيئة، ومنها علي سبيل المثال، المشاكل المتعلقة بالاحتباس الحراري العالمي، إلي تزايد الطلب علي المعلومات غير المالية من قبل مختلف الأطراف أصحاب المصلحة، وذلك من خلال وضع أنشطة الاستدامة للمنشأة في سياق استراتيجيتها ونموذج أعمالها. ويتحقق ذلك من خلال دمج القضايا البيئية والاجتماعية في عمليات المنشأة التنظيمية (Carvalho and Murcia, 2016; Bosah et al., 2024).

وفي عام ٢٠١٠، تم إنشاء المجلس الدولي لإعداد التقارير المتكاملة International Integrated Reporting Council (IIRC)، وتم نشر إطار إعداد التقارير المتكاملة في عام ٢٠١٣م وتم تحديثه في عام ٢٠٢١م. ومنذ ذلك الحين، تمت مناقشة موضوع إعداد التقارير المتكاملة في جميع أنحاء العالم (Rizvic, 2022). وعليه، يشجع المجلس الدولي لإعداد التقارير المتكاملة IIRC الشركات على دمج معلوماتها المالية وغير المالية في تقرير واحد، وهو ما يسمى بالتقرير المتكامل. ويقدم هذا التقرير معلومات حول استراتيجية الشركة، والبيئة، والقضايا الاجتماعية، والحوكمة، وأنشطة خلق القيمة. ويعد إعداد التقارير المتكاملة استراتيجية أساسية لدعم أصحاب المصلحة (Maama and Marimuthu, 2022). وبالتالي، يعمل إعداد التقارير المتكاملة على تحسين الشفافية والمساءلة وجودة المعلومات المتاحة لصناع القرار، ويزيد من كفاءة

تخصيص رأس المال (Vena et al., 2020). وعلاوة على ذلك، فإن المعلومات الواردة في التقارير المتكاملة يمكن أن تؤثر على توقعات المستثمرين والدائنين بشأن مخاطر الشركة، وموقفها الفعلي، وأدائها المستقبلي، وتكلفة رأس المال (Rasheed, 2023).

٢/١ - مشكلة البحث: Research Problem

يؤدي نقص المعلومات المتوفرة عن المنشآت إلى ارتفاع تكلفة رأس المال بسبب ارتفاع المخاطر التي يدركها أو يتوقعها مقدمو رأس المال، وذلك لأن عدم تماثل المعلومات يؤدي إلى مخاطر أخلاقية، حيث تسعى إدارات المنشآت لاستغلال المعلومات الداخلية المتاحة لديهم لتعظيم مصالحهم الخاصة على حساب المستثمرين والدائنين. ولا تقتصر المخاطر الأخلاقية علي ممارسات المديرين لأساليب الاحتيال المحاسبي وإدارة الأرباح، ولكن تمتد لتشمل جميع الإجراءات التي تهدف لتحقيق المنافع الخاصة للمديرين علي حساب المستثمرين وغيرهم من الأطراف أصحاب المصلحة، ومنها علي سبيل المثال، تفضيل المديرين للمشروعات ذات مستويات المخاطر المرتفعة (Beaver, 1998). كما يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى مستويات أعلى من عدم التأكد بخصوص العوائد والتوزيعات المستقبلية لأسهم المنشأة. وبالتالي، فإن نقص مستوي الشفافية في الأسواق المالية يزيد من مستوي المخاطر التي يمكن أن يتحملها مقدمي رأس المال. وبالتالي، يُفضل المستثمرون الاستثمار في الأسهم التي تنطوي علي مستوي منخفض من عدم التأكد (Hail, 2002; Zaro, 2019).

إن المستثمر العقلاني لن يُفضل الاستثمار في المنشآت التي تنطوي علي مستويات مرتفعة من عدم التأكد إلا إذا تم تقليص عدم التأكد لديه إلى مستوى مرضٍ، أو إذا تم مكافأته على تحمل المخاطر الناشئة عن نقص المعلومات، وذلك عن طريق مطالبة هؤلاء المستثمرين بعلاوة مخاطرة كمكافأة لتخصيص رأس المال للشركات في ظل عدم كفاية المعلومات المفصح عنها (Ngcobo and Sibanda, 2021). وبالتالي، يولد عدم تماثل المعلومات مشاكل مثل الاختيار السلبي والمخاطر الأخلاقية، مما يقلل من سيولة الأوراق المالية ويزيد من المخاطر المحتملة للاستثمار في تلك المنشآت. ويترتب علي ذلك زيادة العائد الذي يطلبه المستثمرون والدائنون لحماية أنفسهم من هذه المخاطر المرتفعة، ويقود ذلك في النهاية إلى زيادة تكلفة رأس المال بالنسبة لتلك المنشآت (Baums, 2002).

ويحقق الإفصاح الاختياري عن المعلومات منافع عديدة للمنشآت، ومن أهمها: الحد من التكاليف السياسية المتعلقة بالمتطلبات القانونية والضرائب وأسعار بيع السلع والخدمات (Sharif et al., 2021)؛ وتقليل مشكلة المعلومات غير المتماثلة وتكاليف التمويل ورأس المال نتيجة للمصادقية والثقة المكتسبة من المستثمرين وسيولة الأوراق المالية (Vena et al., 2020). ومع ذلك، فقد ينتج عن الإفصاح الاختياري تحمل المنشآت لبعض التكاليف، ومن أهمها: تكاليف استخدام المعلومات المفصح عنها من قبل المنافسين الحاليين والمحتملين؛ وتكاليف استخدام هذه المعلومات في الدعاوى القضائية المرفوعة ضد هذه المنشآت. وبالتالي، يقع علي عاتق أعضاء مجلس الإدارة تقييم المنافع

والآثار السلبية المرتبطة بالشفافية المؤسسية. وتحتل تكلفة رأس المال مكانة مهمة للغاية عند اتخاذ قرارات الإدارة والاستثمار، وذلك لأنها تعكس مشاكل المعلومات غير المتماثلة (García-Sánchez and Noguera-Gámez, 2017). كما يحقق الإفصاح عن تقارير الأعمال المتكاملة العديد من المنافع، ومن أهمها خفض تكلفة رأس المال، وذلك عن طريق تمكين المنشآت من الاقتراض بأسعار فائدة أقل، فضلاً عن إمكانية طرح الأسهم الجديدة بأسعار أعلى، مما يحفز رواد الأعمال علي الاستثمار في الأصول وتمويل رأس المال العامل، الأمر الذي يساعد تلك المنشآت علي زيادة الإيرادات والأرباح (Carvalho and Murcia, 2016). ويمثل ذلك حافزاً للعديد من الباحثين والأكاديميين لتوجيه عملهم نحو تحليل دور الإفصاح الاختياري عن معلومات التقارير المتكاملة في خفض تكلفة رأس المال للتخفيف من حدة مشكلة الوكالة.

وتشير الدراسات السابقة إلي أن تأثير الإفصاح الاختياري عن التقارير المتكاملة لا يحاكي بالضرورة تأثيرات هذه الإفصاحات في حالة وجود إلزام بها، وذلك لأنه من المرجح أن تتصرف الشركات بشكل استراتيجي في حالة وجود قواعد ملزمة بمثل هذه الإفصاحات (Castelo et al., 2021; Zaro et al., 2022).

وبناءً على ما سبق، تتمثل مشكلة البحث في الإجابة على السؤال البحثي التالي:
- ما أثر الإفصاح الاختياري عن تقارير الأعمال المتكاملة علي تكلفة رأس المال للشركات المدرجة بالبورصة المصرية؟

٣/١ هدف البحث: Research Objective

تستهدف هذه الدراسة اختبار أثر الإفصاح الاختياري عن تقارير الأعمال المتكاملة علي تكلفة رأس المال للشركات المدرجة بالبورصة المصرية. كما تستهدف هذه الدراسة التعرف علي مدي تطور ممارسات الإفصاح عن المعلومات المتكاملة في البيئة المصرية، وذلك من خلال مقارنة متوسط مستوي الإفصاح عن المعلومات المتكاملة بهذه الدراسة مع نتائج الدراسات السابقة التي أجريت في بيئات أجنبية، وخصوصاً الدراسات التي أجريت بالتطبيق علي الأسواق الناشئة الأخرى.

٤/١ أهمية البحث: Research Importance

تتبع أهمية هذا البحث من:

- الاهتمام الأكاديمي المتزايد بدراسة العلاقة بين التقارير المتكاملة وتكلفة رأس المال في البلدان المتقدمة (Carvalho and Murcia, 2016; García-Sánchez and Noguera-Gámez, 2017; Vena et al., 2020; Maama and Marimuthu, 2022)، وقد توصلت هذه الدراسات لنتائج غير متسقة (Rasheed, 2023)، في الوقت الذي لم تحظي فيه دراسة هذه العلاقة بالقدر الكافي من الإهتمام في الأسواق الناشئة (Pirgaip and Lamija, 2023; Rasheed, 2023). كما لم تحظي دراسة هذه العلاقة بالقدر الكافي من الدراسة في البيئة المصرية. ولذا، تتمثل أهمية هذه الدراسة في تقديم أدلة

تطبيقية إضافية عن أثر التقارير المتكاملة علي تكلفة رأس المال، وذلك بالتطبيق علي أحد الأسواق الناشئة، وهو سوق المال المصري.

- أن أثر الإفصاح الاختياري عن التقارير المتكاملة على تكلفة رأس المال يتحدد وفقاً لحوافز الشركة، وكذلك البيئة المؤسسية (García-Sánchez and Noguera-Gámez, 2017) ، حيث تشير دراسة (Frías-Aceituno et al., 2013a) إلي اختلاف مستوي جودة الإفصاح عن تقارير الأعمال المختلفة باختلاف خصائص مجلس الإدارة، ومنها الحجم ونشاط مجلس الإدارة واستقلاله وتنوعه، وكذلك فإن مستوى الشفافية وتكامل المعلومات المؤسسية يشكل أولوية للشركات الكبيرة والشركات التي لديها فرص كبيرة للنمو، مما يخلق دافعاً للباحث لاختبار أثر الإفصاح الاختياري عن التقارير المتكاملة على تكلفة رأس المال، بالتطبيق علي عينة تضم شركات مختلفة من حيث البيئة المؤسسية.

- أن النظم القانونية تؤثر علي العلاقة بين التقارير المتكاملة وتكلفة رأس المال، حيث تميل الشركات التي تعمل في البلدان ذات القانون المدني، والتي تتسم بنظم قانونية قوية إلي إصدار تقارير متكاملة تعزز عملية اتخاذ القرار. وكذلك، فإن النظم الثقافية للدول تؤثر علي إعداد وتطوير التقرير المتكامل، حيث تميل الشركات التي تعمل في المجتمعات ذات القيم الجماعية وتمتلك ممارسات جيدة لتمكين المرأة إلي تطوير مستوي وجودة الإفصاح عن تقارير الأعمال المتكاملة (Frías-Aceituno et al., 2013b). وعلي النقيض من ذلك، تشير دراسة (Vena et al., 2020) إلي زيادة فعالية التقارير المتكاملة مع بعض السمات الثقافية مثل تقارب مسافة السلطة في المجتمع بين المديرين والمؤوسين، وقوة القيم الجماعية، والمجتمعات الذكورية، في حين لا يوجد أي تأثير لبعض السمات الثقافية الأخرى مثل تجنب عدم التأكد، والتوجه طويل الأجل، وقيم التسامح، مما يخلق دافعاً للباحث لإجراء هذه الدراسة في البيئة المصرية.

- تختلف هذه الدراسة مع الدراسات السابقة التي أجريت في البيئة المصرية، حيث تختلف مع دراسة (قدوره، ٢٠٢٠) التي اهتمت باختبار أثر الإفصاح المحاسبي وفق الإطار الدولي للتقارير المتكاملة على قيمة الشركة، ومشكلة عدم تماثل المعلومات، وتكلفة رأس المال، والتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة في سوق المال المصري. وكذلك، تختلف هذه الدراسة مع دراسة (مسعود، ٢٠٢٠) التي اهتمت بالتعرف علي محددات الإفصاح عن تقارير الأعمال المتكاملة وأثرها على تكلفة رأس المال في البيئة المصرية. كما تختلف الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة من حيث عينة الدراسة، وفترة الدراسة، وطرق قياس المتغيرات، وهو ما يدعم أو يدحض نتائج الدراسات السابقة في هذا الشأن.

- تساهم هذه الدراسة في تقديم إقتراحات لصانعي السياسات والهيئات التنظيمية في مصر فيما يتعلق بكيفية تحسين ممارسات الإفصاح عن تقارير الأعمال المتكاملة.

٥/١ منهج البحث: Research Methodology

يعتمد هذا البحث على المزج بين المنهجين الاستنباطي والاستقرائي، حيث يستخدم المنهج الاستنباطي بهدف بناء الاطار المفاهيمي للعلاقة بين الإفصاح الاختياري عن تقارير الأعمال المتكاملة وتكلفة رأس المال، وذلك من خلال عرض وتحليل الدراسات السابقة بهدف إشتقاق أو تطوير فروض البحث. كما يستخدم المنهج الاستقرائي، وذلك بهدف استقراء واقع الممارسة المهنية في مصر من خلال إجراء دراسة تطبيقية لاختبار أثر الإفصاح الاختياري عن تقارير الأعمال المتكاملة علي تكلفة رأس المال بالتطبيق علي الشركات المدرجة بالبورصة المصرية. كما استخدمت الدراسة أسلوب تحليل المحتوي، وذلك لاختبار مدي اتساق افصاحات شركات العينة مع عناصر محتوى الإطار العام للتقارير المتكاملة الصادرة عن المجلس الدولي لإعداد التقارير المتكاملة IIRC.

٦/١ حدود البحث: Research Limitations

تتمثل أهم حدود هذا البحث فيما يلي:

- عدم تطور ممارسات الإفصاح عن التقارير المتكاملة بالبيئة المصرية، حيث تقوم الشركات المدرجة بالبورصة المصرية بالإفصاح عن التقارير المالية، وتقارير الحوكمة، وتقارير مجلس الإدارة السنوي، ونموذج التقرير السنوي للإفصاح عن الممارسات البيئية والاجتماعية والحوكمة المتعلقة بالاستدامة Environmental Social and Governance (ESG)، ونموذج التقرير السنوي للإفصاح عن ممارسات الإفصاحات المالية المتعلقة بالتغيرات المناخية Task Force on Climate Financial Disclosure (TCFD) بشكل مستقل، وليس في تقرير واحد شامل متكامل. وبناءً عليه، اضطر الباحث لاختبار ما إذا كانت تقارير ونماذج الإفصاح المستقلة للشركات المصرية تشمل علي مؤشرات الأداء الرئيسية للمعلومات المتكاملة. ويتفق هذا المنهج في القياس مع دراسات (Sharif et al., 2021; Ngcobo and Sibanda, 2021) التي اعتمدت علي مجموعة من مؤشرات الأداء الرئيسية كمؤشر علي الإفصاح عن المعلومات المتكاملة. وسيعتمد الباحث علي مؤشرات الأداء الرئيسية التي تمثل الحد الأدنى من المعلومات التي يجب علي الشركات الإفصاح عنها ضمن تقرير الأعمال المتكامل، وذلك بما يتفق مع توصيات المجلس الدولي لإعداد التقارير المتكاملة (IIRC, 2011, 2013a).
- أجريت هذه الدراسة علي سوق المال المصري فقط، حيث لم تأخذ في اعتبارها أثر اختلاف الدولة علي نتائج الدراسة. وبالتالي، يمكن للبحوث المستقبلية اختبار أثر اختلاف البيئة الثقافية وسلوك المستثمرين على العلاقة بين التقارير المتكاملة وتكلفة رأس المال.

- المخاوف المتعلقة بطرق قياس مؤشر التقارير المتكاملة، وتكلفة رأس المال هي حدود شائعة أخرى في مجال هذا البحث، حيث أن استخدام طرق أخرى بديلة للقياس قد يقودنا إلي نتائج مختلفة ويؤثر علي دقة وصحة النتائج (Rasheed, 2023).
- تم جمع البيانات الخاصة بالدراسة عن فترة زمنية تمتد لمدة ٤ سنوات تبدأ من عام ٢٠٢٠م وتنتهي في عام ٢٠٢٣م. وبالتالي، فإنه من المتوقع أن تكون النتائج أكثر موثوقية في حالة استخدام فترة زمنية أطول من ذلك.
- إهتمت هذه الدراسة باختبار أثر الإفصاح الاختياري عن تقارير الأعمال المتكاملة علي تكلفة رأس المال كعلاقة أحادية الإتجاه، ولن يتناول الباحث العلاقة السببية في الإتجاه المعاكس، حيث يخرج عن نطاق إهتمام هذا البحث دراسة أثر تكلفة رأس المال علي مستوى الإفصاح الاختياري عن تقارير الأعمال المتكاملة.

٧/١ تنظيم البحث: Proposed Structure

انطلاقاً من مشكلة البحث والهدف منه، فسوف يتم تنظيم باقي أجزاء البحث على النحو التالي: يتناول القسم الثاني الإطار النظري لمتغيرات البحث، بينما يتناول القسم الثالث الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث، في حين يتناول القسم الرابع الدراسة التطبيقية، وأخيراً يتناول القسم الخامس النتائج والتوصيات والمجالات المقترحة لأبحاث مستقبلية.

٢- الإطار النظري لمتغيرات البحث:

١/٢ الإطار النظري لتقارير الأعمال المتكاملة:

يُعد التقرير المتكامل أداة مبتكرة لإعداد التقارير تتضمن معلومات مالية وغير مالية، ولقد طور المجلس الدولي لإعداد التقارير المتكاملة IIRC هذا التقرير. ويهدف هذا التطور في إعداد تقارير الشركات إلى التغلب على حدود التقارير التقليدية. وبالتالي، تمثل عملية خلق القيمة لدى الشركات بشكل أفضل. ويهدف التقرير المتكامل إلى تمثيل اعتماد المنظمة على الأنواع المختلفة من رأس المال، وهي: رأس المال المالي، والصناعي، والفكري، والبشري، والاجتماعي، والعلاقات (Zaro, 2019). وبالتالي، تمكن أصحاب المصلحة من تقييم قابلية الشركة للاستمرار على المدى الطويل وتخصيص الموارد النادرة بشكل أكثر فعالية. إن الابتكار الرئيسي في التقرير المتكامل هو "التفكير المتكامل". وتُعرف التقارير المتكاملة بأنها "شكل جديد من التقارير المؤسسية التي ظهرت بعد عقود من الدعوات من قبل الأكاديميين والممارسين لإعداد تقارير مؤسسية أكثر شمولاً وتكاملاً حول الجوانب الاقتصادية والبيئية والاجتماعية للأعمال" (Sharif et al., 2021). وتمثل التقارير المتكاملة "نهج متماسك ومنظم للتقارير المالية وغير المالية، وتنقل جميع المعلومات الجوهرية التي تؤثر على القيمة المستقبلية للشركة للمستخدمين" (Rasheed, 2023).

١/١/٢ مفهوم تقارير الأعمال المتكاملة:

يشير المجلس الدولي لإعداد التقارير المتكاملة International Integrated Reporting Council (IIRC) إلي أن تقارير الأعمال المتكاملة "توفر في شكل مركب ومنظم ومتناسك، معلومات عن استراتيجية الشركة وحوكمة الشركات والأداء والآفاق بطريقة تعكس السياق التجاري والاجتماعي والبيئي الذي تعمل فيه الشركة، حيث يقدم التقرير المتكامل بيان واضح وموجز حول كيفية عمل الشركة وكيفية خلق القيمة والحفاظ عليها بمرور الوقت" (IIRC, 2011; Ngcobo and Sibanda, 2021; Ng and Gul, 2024). وكذلك تُعرف التقارير المتكاملة بأنها "طريقة أكثر شمولاً لإعداد التقارير عن القيمة التي تخلقها المنشأة، من خلال النظر في استخدام الموارد غير المالية وكذلك الموارد المالية، مع تركيز اهتمام المنشأة للعمليات التي تؤدي إلي خلق القيمة في الأجل الطويل" (IIRC, 2013b). كما يمكن تعريف التقارير المتكاملة بأنها "وثيقة واحدة للإفصاح تشتمل علي كل من المعلومات المالية، ومعلومات الحوكمة، والمكافآت، وتقارير الاستدامة، بطريقة تعكس الترابط فيما بينهما بتنسيق واضح وموجز ومتسق وقابل للمقارنة" (García-Sánchez and Noguera-Gámez, 2017).

٢/١/٢ المبادئ التوجيهية لإعداد تقارير الأعمال المتكاملة:

تتمثل المبادئ التوجيهية لإعداد التقارير المتكاملة في سبعة مبادئ، وذلك وفقاً لما أشار إليه المجلس الدولي لإعداد التقارير المتكاملة IIRC ، وذلك علي النحو التالي (IIRC, 2013a, 2013b; Zaro, 2019; Vena et al., 2020; Rizvic, 2022):

- **التركيز الاستراتيجي والتوجه المستقبلي:** يجب أن يوفر التقرير المتكامل نظرة ثاقبة لاستراتيجية الشركة، وكيفية ارتباط استراتيجية الشركة بقدرتها علي خلق القيمة في الأجل القصير والمتوسط والطويل، واستخدامها وتأثيراتها علي رؤوس الأموال. وكذلك يجب أن يتضمن التقرير المتكامل معلومات بشأن المخاطر الكبيرة التي قد تواجهها الشركة في المستقبل والتي قد تؤثر علي موقف الشركة في السوق، بالإضافة إلي الفرص وكيف تخطط الشركة لاستغلالها لخلق القيمة.
- **ارتباط أو ربط المعلومات:** يجب أن يُظهر التقرير المتكامل صورة شاملة وكاملة عن نشاط وأداء الشركة، وكذلك الترابط والاعتماد بين العوامل التي تؤثر علي قدرة الشركة علي خلق القيمة بمرور الوقت. ويشير ارتباط المعلومات إلي ربط عناصر المحتوى والمعلومات المالية وغير المالية ورأس المال والمعلومات الكمية والنوعية وكذلك الربط بين الماضي والحاضر والمستقبل.
- **العلاقات مع الأطراف أصحاب المصلحة:** يجب أن يوفر التقرير المتكامل نظرة ثاقبة لطبيعة ونوعية علاقات الشركة بأصحاب المصلحة الرئيسيين سواء داخليين أو خارجيين، بما في ذلك كيف وإلى أي مدى تفهم الشركة احتياجاتهم وتستجيب لها وتسعي لتحقيق

مصالحهم المشروعة. وهذا لا يعني أن العلاقات مع أصحاب المصلحة يجب أن توفر معلومات تلبي احتياجات مختلف الأطراف أصحاب المصلحة، بل يجب أن تتضمن المعلومات التي يتطلبها أصحاب المصلحة الرئيسيين. ومن حيث رضا أصحاب المصلحة عن المعلومات المقدمة، فإن المقصود بها أن تكون جميع المعلومات المنشورة مسؤولة وشفافة. ويجب أن تثبت أن المنظمة تفهم احتياجات ورغبات أصحاب المصلحة ويتم معالجتها من خلال القرارات والإجراءات والأداء.

- **الأهمية النسبية:** يجب أن يكشف التقرير المتكامل عن معلومات حول الأمور التي تؤثر بشكل جوهري على قدرة الشركة على خلق القيمة على المدى القصير والمتوسط والطويل. وتشير المعلومات الجوهرية إلي المعلومات التي يؤدي عدم الإفصاح عنها في التقرير المتكامل إلي التأثير علي القرارات الاقتصادية للمستخدمين. ومن الأهمية بمكان تضمين كل من الأمور الإيجابية والسلبية التي قد يكون لها تأثير مباشر أو غير مباشر على خلق القيمة.
- **الإيجاز:** يجب أن يكون التقرير المتكامل موجزاً، وذلك حتي لا يترتب عليه مزيداً من التعقيد بسبب العبء الزائد من المعلومات المفصّل عنها بالنسبة لمتخذي القرارات.
- **الموثوقية والاكتمال:** يجب أن يتضمن التقرير المتكامل جميع الأمور الجوهرية أو الهامة نسبياً، سواء كانت إيجابية أو سلبية، بطريقة متوازنة وبدون خطأ جوهري. ويقصد بموثوقية المعلومات خلوها من الأخطاء والتحريفات الجوهرية، فضلاً عن عدم تحيزها لفئة من المستخدمين علي حساب فئة أخرى.
- **الاتساق والمقارنة:** يجب تقديم المعلومات في التقرير المتكامل بشكل متسق بمرور الوقت، وبطريقة تتيح المقارنة مع الشركات الأخرى بالقدر الذي تكون فيه هذه المقارنة جوهرية لقدرة الشركة على خلق القيمة بمرور الوقت.

وفي حالة الالتزام بهذه المبادئ، فإنه من المتوقع أن تقوم الشركات بتحسين جودة الإفصاح، وتعزيز نهج إعداد التقارير المتناسك، وتعزيز المساءلة عن أشكال رأس المال، ودعم التفكير المتكامل (Vena et al., 2020).

٣/١/٢ عناصر المحتوى لتقارير الأعمال المتكاملة:

تشتمل عناصر المحتوى للتقارير المتكاملة علي العناصر التالية: نظرة عامة على المنظمة والبيئة الخارجية، والحوكمة، ونموذج الأعمال، والمخاطر والفرص، والاستراتيجية وتخصيص الموارد، والأداء، والتوقعات، وأساس الأعداد والعرض. ويمكن تناول هذه العناصر بشكل أكثر تفصيلاً، وذلك علي النحو التالي (Sharif et al., 2021; Ngcobo and Sibanda, 2021; Rizvic, 2022):

- **نظرة عامة على المنظمة والبيئة الخارجية:** وتتضمن تحديد رسالة المنظمة ورؤيتها وقيمها وثقافتها؛ ووصف الأنشطة والأسواق الرئيسية؛ وتحديد هيكل الملكية والتشغيل؛ ووصف الموقف التنافسي وموقع السوق؛ وتحديد المعلومات الكمية الرئيسية (على سبيل المثال، عدد الموظفين، والإيرادات، وعدد البلدان التي تمارس فيها المنظمة نشاطها، مع تسليط الضوء بشكل خاص على التغييرات المهمة عن الفترات السابقة)؛ ووصف العوامل الجوهرية التي تؤثر على البيئة الخارجية واستجابة المنظمة (مثل، السياق القانوني، والتجاري، والاجتماعي، والبيئي، والسياسي).
- **الحوكمة:** وتتضمن هيكل قيادة المنظمة (المهارات والتنوع؛ على سبيل المثال، مجموعة الخلفيات، والجنس، والكفاءة، وخبرة أعضاء مجلس الإدارة)؛ ودور لجنة الحوكمة أو المجلس الأعلى للحوكمة في تحديد الغرض والقيم والاستراتيجية؛ ودور لجنة الحوكمة أو المجلس الأعلى للحوكمة في إدارة المخاطر؛ وعمليات محددة وإجراءات معينة تستخدم لاتخاذ القرارات الاستراتيجية وإدارة المخاطر؛ وكيفية ربط المكافآت والحوافز بخلق القيمة؛ والإجراءات المتخذة للتأثير على البيئة الثقافية والقيم الأخلاقية للمنظمة ومراقبتها.
- **نموذج الأعمال:** ويتضمن التحديد الصريح للعناصر الرئيسية لنموذج الأعمال؛ ورسم بياني بسيط يسلط الضوء على العناصر الرئيسية، مدعوماً بشرح واضح لأهمية تلك العناصر بالنسبة للمنظمة؛ والإفصاح عن الأنواع المختلفة لرأس المال وربطها بنموذج الأعمال؛ والترابطات والمقايضات بين رؤوس الأموال: المالية والصناعية والفكرية والبشرية والاجتماعية والعلاقات والطبيعية؛ والارتباط بالمعلومات الواردة ضمن عناصر محتوى أخرى، مثل الاستراتيجية والمخاطر والفرص والأداء (بما في ذلك مؤشرات الأداء الرئيسية والاعتبارات المالية، مثل التكاليف والإيرادات)؛ والتغييرات في استراتيجية المنظمة عندما يتم، على سبيل المثال، تحديد مخاطر وفرص جديدة أو عدم تحقق الأداء السابق كما هو متوقع و/أو مواءمة نموذج العمل مع التغييرات في بيئتها الخارجية.
- **المخاطر والفرص:** وتتضمن المصادر المحددة للمخاطر والفرص؛ والتأثيرات المحتملة للمخاطر والفرص على المنظمة؛ والخطوات المحددة التي يتم اتخاذها للتخفيف من المخاطر الرئيسية أو إدارتها أو خلق قيمة من الفرص الرئيسية.
- **الاستراتيجية وتخصيص الموارد:** وتتضمن الأهداف الاستراتيجية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل للمنظمة؛ والاستراتيجيات التي وضعتها المنظمة أو تنوي تنفيذها لتحقيق تلك الأهداف الاستراتيجية؛ وخطط تخصيص الموارد التي يتعين على المنظمة تنفيذها لتنفيذ استراتيجيتها؛ والارتباط بين استراتيجية المنظمة وخطط تخصيص الموارد ونموذج أعمال المنظمة؛ والمدى الذي تم فيه دمج الاعتبارات البيئية والاجتماعية في استراتيجية المنظمة لمنحها ميزة تنافسية؛ وإشراك أصحاب المصلحة في صياغة الاستراتيجيات وخطط الموارد.

- **الأداء:** ويتضمن المؤشرات الكمية فيما يتعلق بالأهداف والمخاطر والفرص؛ وتأثيرات المنظمة (الإيجابية والسلبية) على رؤوس الأموال؛ وحالة علاقات أصحاب المصلحة الرئيسيين وكيفية استجابة المنظمة للاحتياجات والمصالح المشروعة لأصحاب المصلحة الرئيسيين؛ والارتباطات بين الأداء الماضي والحالي، وبين الأداء الحالي وتوقعات المنظمة؛ ومؤشرات الأداء الرئيسية التي تجمع بين المقاييس المالية ومكونات أخرى أو تقييم تأثيرات معينة على رؤوس الأموال.

- **التوقعات:** وتتضمن توقعات المنظمة بشأن البيئة الخارجية؛ واستعداد المنظمة لعدم التأكد في المستقبل؛ والتأثيرات المحتملة على رأس المال المالي ورؤوس الأموال الأخرى في المستقبل؛ وطرق التنبؤ: المؤشرات الرئيسية، ومؤشرات الأداء الرئيسية أو الأهداف، والمعلومات ذات الصلة من المصادر الخارجية المعترف بها، وتحليلات الحساسية؛ والمقارنات بين الأداء الفعلي والأهداف التي تم تحديدها مسبقاً لتتيح تقييم التوقعات الحالية بشكل أكبر.

- **أساس الإعداد والعرض:** ويتضمن وصف حدود التقرير وكيفية تحديدها؛ والأطر والطرق المستخدمة لقياس أو تقييم الأمور الجوهرية؛ ووصف موجز للعملية المستخدمة لتحديد الأمور ذات الصلة وتقييم أهميتها وتضييق نطاقها إلى الأمور الجوهرية؛ وتحديد دور مسؤولي الحوكمة والموظفين الرئيسيين في تحديد الأمور الجوهرية وإعطائها الأولوية؛ وتأثير الأمور الجوهرية على عملية خلق القيمة في المنظمة؛ ومشاركة أصحاب المصلحة في تحديد الأمور الجوهرية أو الهامة نسبياً.

ويجب فهم الدور الرئيسي للتقارير المتكاملة، والذي ينعكس علي نموذج الأعمال الخاص بالشركة. ويتضمن نموذج الأعمال الخاص بالشركة كل من المدخلات، والأنشطة التجارية، والمخرجات، والنتائج، وفي الوقت نفسه ترتبط أجزاء المدخلات والنتائج بالحوكمة. بالإضافة إلى ذلك، فإن نموذج الأعمال والحوكمة يشكلان معاً جزءاً من غرض الشركة ورسالتها ورؤيتها، والذي يربط كل شيء بالبيئة الخارجية. وتتكون المدخلات من ستة أنواع مختلفة من رأس المال (المالي، والصناعي، والفكري، والبشري، والاجتماعي والعلاقات، ورأس المال الطبيعي)، وهذه المدخلات ترتبط بالمخاطر والفرص والأداء عند بدء العمل، مما يعني أن إدارة هذه المتغيرات سيكون لها تأثير مباشر على مخرجات ونتاج الشركة. وعندما ننظر إلى النتائج، والتي يمكن أن تكون إيجابية أو سلبية على المدى القصير والمتوسط والطويل، نرى أن هذا الجزء مرتبط ارتباطاً وثيقاً باستراتيجية الشركة وتخصيص الموارد والآفاق المستقبلية. كما أن جميع العناصر تتراكم معاً وتؤثر علي بعضها البعض. لذلك، من المهم تلخيص هذه المعلومات والإفصاح عنها حتى يتمكن مختلف الأطراف أصحاب المصلحة من فهم خلق القيمة للشركة على المدى القصير والمتوسط والطويل. وكذلك فهم التأثير الذي تحدثه الشركة على البيئة الخارجية بسبب نموذج أعمالها. (Rizvic, 2022).

٤/١/٢ أهمية إعداد تقارير الأعمال المتكاملة:

يتمثل الغرض الرئيسي لإعداد التقارير المتكاملة في تحسين قرارات الاستثمار، وذلك وفقاً لما أشار إليه المجلس الدولي لإعداد التقارير المتكاملة IIRC، حيث تتمثل أهمية إعداد التقارير المتكاملة فيما يلي:

- تشجيع التفكير المتكامل داخل المنشأة، أي فهم الإدارة للعلاقات الارتباط بين الوظائف والعمليات والموارد، فضلاً عن العلاقات التي تؤثر على قدرة المنشأة على خلق القيمة بمرور الوقت، وذلك لأن التقارير المتكاملة تشتمل على نوعي المعلومات المالية وغير المالية (IIRC, 2013b; Zaro, 2019; Rizvic, 2022; Ng and Gul, 2024).
- تساعد التقارير المتكاملة المستثمرين في تقييم المخاطر/العوائد بشكل أفضل، مما يدفع المستثمرين لقبول معدلات عائد أقل على استثماراتهم، الأمر الذي يعمل على تخفيض تكلفة رأس المال بالنسبة للمنشآت التي تتسم ببيئة معلوماتية جيدة (IIRC, 2013a).
- تعزيز المساءلة المحاسبية والرقابة للقاعدة العريضة من رؤوس الأموال (المالية، والمادية، والفكرية، والبشرية، والاجتماعية، والعلاقات، والطبيعية)، فضلاً عن تعزيز فهم علاقات الارتباط فيما بينهم (IIRC, 2013b; Rizvic, 2022; Bosah et al., 2024).
- يؤدي تحليل نموذج الأعمال المستدام إلى تحسين الأداء المالي وغير المالي، وتحسين جودة المعلومات المفصّل عنها، وتوصيل المعلومات في التوقيت المناسب، وتعزيز قابليتها للفهم (Zaro, 2019).
- تساعد التقارير المتكاملة على تحسين كفاءة الاستثمار، وزيادة مستوي التدفقات النقدية التشغيلية، وزيادة سيولة سوق الأسهم (Barth et al., 2017).
- تهدف التقارير المتكاملة إلى تجاوز النهج "المنعزل" لجمع المعلومات وإعداد التقارير، نحو تقديم تقارير أكثر شمولاً لمحرك خلق القيمة وتقييم أداء الشركة، مما يعزز من خلق القيمة للمساهمين في الأجلين المتوسط والطويل، ويرجع ذلك إلى تقديم معلومات مفيدة تساهم في تقييم ومواجهة المخاطر الاقتصادية والاجتماعية والبيئية التي يمكن أن تواجه الشركة بشكل أفضل. وعلى النقيض من ذلك، فإن نماذج الأعمال غير المستدامة التي تهمل البيئة أو المجتمع أو رأس المال البشري لن تكون موجودة في المستقبل، وحتى لو كانت موجودة، فإنها ستواجه تكلفة تمويل أعلى ناتجة عن مخاطر أعلى سيأخذها المستثمرون والدائنون في اعتبارهم (Carvalho and Murcia, 2016).
- يساعد الإفصاح عن التقارير المتكاملة إلى توفير معلومات شاملة وهامة لمستخدمي المعلومات، والتي تساعد في الحد من عدم تماثل المعلومات، والتخفيف من حدة مشاكل وتكاليف الوكالة، وتخفيض مشاكل وتكاليف الاختيار العكسي، وتعزيز الشفافية (Sharif et al., 2021)، فضلاً عن الحد من مخاطر التقدير، وتعزيز فرص جذب التمويل من

سوق رأس المال (Ngcobo and Sibanda, 2021). ويمكن أن تعمل التقارير المتكاملة كأداة ذات قيمة لتبادل المعلومات مع أصحاب المصلحة، وتعزيز الشفافية، والقضاء على مشكلة المعلومات غير المتماثلة، وذلك من خلال تزويد المستثمرين والدائنين بمعلومات إضافية بشأن خلق القيمة، حيث يمكن أن تعمل التقارير المتكاملة كإشارة يمكن أن تؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال (Pirgaip and Lamija, 2023).

- توفر التقارير المتكاملة معلومات هامة لمختلف الأطراف أصحاب المصلحة، مما يساعدهم علي الوصول لفهم كامل بخصوص استراتيجيات وأداء الشركة، الأمر الذي ينعكس علي خفض تكلفة المعاملات التجارية (Sharif et al., 2021).
- أن الإفصاح الطوعي عن المعلومات غير المالية ومنها معلومات التقارير المتكاملة يقود المحللين الماليين إلي تبني وجهة نظر إيجابية تجاه المنشآت التي تقدم المزيد من المعلومات الطوعية، حيث يعتمد المحللين الماليين علي المعلومات غير المالية بجانب المعلومات المالية عند التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية. وبالتالي فإن توفير بيانات أكثر اكتمالاً من شأنه أن يقلل من معدل الخطأ في تقدير التكاليف (Ngcobo and Sibanda, 2021).
- أن الإفصاح عن التقارير المتكاملة والذي يتضمن استراتيجية الشركة، ونموذج أعمالها، والأداء البيئي، والاجتماعي، والحوكمي يقلل من مستويات عدم التأكد بالنسبة للمستثمرين. كما أن الإفصاح عن الجوانب الجيدة والسيئة لأداء الشركة يعزز من ثقة المستثمرين، وقيمة العلامة التجارية، وسمعة الشركة، والنظرة الايجابية لمختلف الأطراف أصحاب المصلحة تجاه الشركة، الأمر الذي ينعكس بشكل إيجابي علي توفير التمويل اللازم للأنشطة وأعمال الشركة (Rizvic, 2022).

٥/١/٢ التحديات التي تواجه عملية إعداد تقارير الأعمال المتكاملة:

- تواجه عملية إعداد التقارير المتكاملة تحديات كبيرة، من أهمها (IIRC, 2013b):
- عدم قدرة نظم المعلومات داخل المنشأة علي توفير البيانات اللازمة لإعداد التقارير المتكاملة.
- إهتمام المنشأة برأس المال المالي أو المادي فقط، مع عدم الإهتمام بعناصر رؤوس الأموال غير المالية، مثل رأس المال الفكري، والبشري، والاجتماعي والعلاقات، ورأس المال الطبيعي.
- إهتمام إدارات المنشآت بمقاييس الأداء المالية قصيرة الأجل، وعدم الإهتمام بمقاييس الأداء غير المالية طويلة الأجل.
- القيود أو المشاكل التي تواجه المحاسبين أنفسهم في عملية إنتاج التقارير المتكاملة، ومنها ضرورة الإفصاح عن قدر كبير جداً من المعلومات. وبالتالي، يجب التغلب على التعقيدات المرتبطة بطول التقرير المتكامل، وذلك من خلال تقليل مستوى التفاصيل في التقرير المتكامل من خلال التركيز على الإيجاز والموثوقية والأهمية النسبية، مما يقلل من طول

- التقرير ويجعله أكثر ملاءمة للقراءة. وكذلك، يجب وصف المعلومات في التقرير المتكامل بشكل أكثر وضوحاً وترتيبها بشكل أكثر منهجية في جميع أنحاء التقرير.
- مشاكل ضعف الاتساق والقابلية للمقارنة فيما يتعلق بالمعلومات غير المالية، فعلي سبيل المثال، لا تختلف المنشآت فيما بينها حول مقاييس الأداء المالي، مثل الربح التشغيلي، ومعدل العائد علي الأصول، ومعدل العائد علي رأس المال المستثمر، وتتسم هذه المقاييس باتساقها وقابليتها للمقارنة سواء علي مستوي المنشأة ذاتها أو مع المنشآت الأخرى بمرور الوقت. ولكن، تواجه المنشآت بعض المشاكل في استخدام مقاييس الأداء غير المالية، ومن أهمها، عدم وضوحها واتساقها، مما يقلل من قدرة المنشآت علي مقارنة أدائها بمرور الوقت، وكذلك عند مقارنة أدائها مع أداء غيرها من المنشآت المثيلة.
 - تشير الشركات التي تبنت عملية إعداد التقارير المتكاملة إلي أن الإتصال بين المعلومات يُعد أحد أهم التحديات في بيئة الممارسة العملية، حيث يتمثل الهدف الأساسي لإعداد التقارير المتكاملة في توفير رؤية متكاملة وشاملة لأداء المنشأة. ولذا، فإن إنتاج التقارير المتكاملة يتطلب كسر الحواجز التي تعيق عملية جمع البيانات داخل المنشأة، وذلك من أجل تحسين عملية الإتصال بين العوامل التي تؤثر علي قدرة المنشأة علي خلق القيمة بمرور الوقت ورؤوس الأموال.
 - تتطلب عملية إعداد التقارير المتكاملة تحمل إدارات الشركات لتكلفة مرتفعة لتلبية متطلبات مثل هذا النوع من الإفصاح (Rizvic, 2022).
 - تحفيز التقارير المتكاملة نحو تحقيق أهداف المستثمرين (Vena et al., 2020)، حيث أن التقارير المتكاملة تتحيز بإتجاه تلبية احتياجات مقدمي رأس المال المالي من المعلومات المصلحة "شركاء الأعمال، والمجتمعات المحلية، والعملاء، والموردين، والجهات التشريعية، والجهات التنظيمية، والموظفين". ويتمثل الهدف الأساسي للتقارير المتكاملة في تقديم شرح للمستثمرين بخصوص نموذج الأعمال وقدرته علي اغتنام الفرص والتخفيف من حدة المخاطر وشرح كيفية خلق القيمة للشركة بمرور الوقت (Ngcobo and Sibanda, 2021).
 - قد تتبني الشركات التقارير المتكاملة بغرض جعل الممارسات غير المستدامة تبدو وكأنها مستدامة، وذلك من خلال محاولة ارسال اشارات ايجابية بخصوص أنشطة الشركة المختلفة (Vena et al., 2020). فمن المحتمل أن يستخدم مديري الشركات المتعثرة الإفصاح عن التقارير المتكاملة كأداة أو كستار دخاني Smokescreen لإخفاء أداء الشركة الضعيف (Ng and Gul, 2024).
- ويشير الباحث إلي أن الاستخدام المحتمل للمعلومات التي تتضمنها التقارير المتكاملة من قبل المنافسين يُعد من بين التحديات التي تواجه عملية إعداد تقارير الأعمال المتكاملة، حيث قد يستخدم منافسي الشركة المعلومات المفصح عنها في الاضرار بالمركز التنافسي لهذه الشركات في الأسواق.

٢/٢ الإطار النظري لتكلفة رأس المال:

١/٢/٢ مفهوم وأنواع رأس المال:

يتكون رأس مال المنشأة من ستة أشكال من رأس المال، وهي: رأس المال المالي، والصناعي، والفكري، والبشري، والاجتماعي والعلاقات، ورأس المال الطبيعي (Busco et al., 2013). ويشير رأس المال المالي إلي مجموع الأموال المتاحة للمنشأة والتي تستخدم في إنتاج السلع أو تقديم الخدمات. ويشير رأس المال المادي أو الصناعي إلي الإمكانيات أو المقومات المادية المتاحة للمنشأة والتي تستخدم في إنتاج السلع أو تقديم الخدمات، مثل المباني، والآلات والمعدات، والبنية التحتية للمنشأة مثل شبكات الطرق والكهرباء والمياه، وغيرها. كما يشير رأس المال الفكري إلي الأصول غير الملموسة للمنشأة والقائمة على المعرفة، مثل الملكية الفكرية وتتضمن براءات الاختراع وحقوق النشر والتراخيص، ورأس المال التنظيمي ويتضمن المعرفة والنظم والإجراءات والبروتوكولات، والأصول غير الملموسة المرتبطة بالعلامة التجارية والسمعة التي طورتها المنشأة. ويشير رأس المال البشري إلي كفاءة الأفراد وقدراتهم وخبراتهم ودوافعهم للابتكار، بما في ذلك: التوافق مع إطار حوكمة المنظمة ونهج إدارة المخاطر والقيم الأخلاقية، مثل الاعتراف بحقوق الإنسان ودعمها، والقدرة على فهم وتطوير وتنفيذ استراتيجية المنظمة، والولاء والدوافع لتحسين العمليات والسلع والخدمات، بما في ذلك قدرتهم على القيادة والإدارة والتعاون. ويشير رأس المال الاجتماعي والعلاقات إلي العلاقات التي تنشأ داخل المنشأة ومع مختلف الأطراف أصحاب المصلحة وكذلك العلاقات مع المجتمع ككل، مثل المعايير المشتركة والقيم والسلوكيات المشتركة، والعلاقات الرئيسية والثقة المشتركة مع العملاء والموردين وشركاء الأعمال ومختلف أصحاب المصلحة الخارجيين، والتراخيص التي حصلت عليها المنشأة من الجهات التنظيمية، وممارسات إدارة المخاطر، وممارسات الحوكمة التي تتبناها المنشأة. ويشير رأس المال الطبيعي إلي جميع الموارد البيئية المتجددة وغير المتجددة التي تساعد علي توفير السلع والخدمات، مثل الهواء والماء والأرض والغابات والمعادن، والتنوع البيولوجي وسلامة النظام البيئي (Rizvic, 2022).

وعلي الرغم من تبويب رأس المال الفكري والبشري والاجتماعي ورأس مال العلاقات في مجموعات مستقلة أو منفصلة، إلا أن المجلس الدولي لإعداد التقارير المتكاملة IIRC يعترف بأن هذه الأنواع مترابطة، مما يدفع البعض لإدراجها في مجموعة واحدة. ويشير المجلس الدولي لإعداد التقارير المتكاملة IIRC إلي وجود اختلافات كافية بين هذه العناصر بحيث ينبغي النظر إليها باعتبارها ثلاثة رؤوس أموال منفصلة، بدلاً من دمجها في مجموعة واحدة. ويمكن التمييز بين هذه الأنواع وفقاً لمحور الإهتمام أو التركيز، فبينما ينصب التركيز في رأس المال البشري علي الفرد، إلا أن محور التركيز في رأس المال الاجتماعي والعلاقات ينصب علي الشبكات أو العلاقات داخل المنشأة أو بين المنشآت وبعضها البعض، في حين أن محور الإهتمام في رأس المال الفكري ينصب علي المنشأة ذاتها (IIRC, 2013b).

وتمثل الأنواع الستة من رأس المال أساس خلق القيمة بالنسبة لأي منشأة، حيث أن قرارات الأعمال المخصصة فقط للسعي إلى زيادة الربح (رأس المال المالي) على حساب بناء علاقات جيدة مع أصحاب المصلحة الرئيسيين مثل العملاء أو الموردين (رأس المال الاجتماعي) من المرجح أن تعيق خلق القيمة على المدى الطويل. وعليه، يجب أن تأخذ مقاييس الأداء الجيدة جميع أنواع رأس المال عند تقييم الأداء، وذلك من خلال الإهتمام بعمليات خلق القيمة على المدى الطويل، وليس فقط الإهتمام بمقاييس الأداء على المدى القصير، مثل مقياس الأرباح السنوية (IIRC, 2013b).

٢/٢/٢ مفهوم تكلفة رأس المال:

يمكن تعريف تكلفة رأس المال بأنها التكلفة التي تتحملها الشركة نظير حصولها علي الأموال من مقدمي رأس المال، سواء من مساهمي الأسهم الممتازة أو مساهمي الأسهم العادية أو من دائني الشركة (Rasheed, 2023). وتتكون تكلفة رأس المال من عنصرين هما: تكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الدين. ويمثل هذان العنصران هيكل رأس مال الشركة (Doval, 2018).

٣- الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث:

اهتمت الدراسات المحاسبية في الآونة الأخيرة بأهمية الإفصاح الاختياري عن المعلومات وتأثيراته الاقتصادية والمحاسبية علي العديد من المتغيرات، ومنها: تكلفة رأس المال، وقيمة المنشأة، والتدفقات النقدية المستقبلية، ومخاطر التقدير، وعدم التأكد، وعدم تماثل المعلومات، وغيرها من المتغيرات (Lambert et al., 2007; García-Sánchez and Noguera-Gómez, 2017). وقد قدمت هذه الدراسات أدلة عديدة علي العلاقة السلبية بين مستويات الإفصاح وتكلفة رأس المال (e.g. Sengupta 1998; Hail 2002).

وفي مجال العلاقة بين تقارير الأعمال المتكاملة وتكلفة رأس المال، فإن إعداد التقارير المتكاملة يُعد وسيلة للشركات لتحقيق ميزة تنافسية من خلال خفض التكاليف، وتحسين الكفاءة التشغيلية، وتعزيز قيمة العلامة التجارية والابتكار. وعلاوة على ذلك، فإن إعداد التقارير المتكاملة يعزز من جودة وشفافية المعلومات المُفصح عنها، الأمر الذي يعزز بدوره من ثقة المستثمرين في الشركة. ولا تعمل هذه الثقة المتزايدة على تعزيز سمعة الشركة فحسب، بل إنها تساعد علي تسهيل وصول الشركات إلي التمويل اللازم لأنشطتها المختلفة، مما يقود بدوره إلي خفض تكلفة مصادر التمويل المختلفة لهذه الشركات (Pirgaip and Lamija, 2023). وعلي النقيض من ذلك، يمكن توقع عدم وجود أثر معنوي للإفصاح عن التقارير المتكاملة علي تكلفة رأس المال بشقيه حقوق الملكية والدين، ويحدث ذلك في حالة نظر المستثمرون والمقرضون إلي المعلومات الواردة بالتقرير المتكامل علي أنها نفس المعلومات المُفصح عنها بشكل مستقل ضمن إفصاحات الشركة المختلفة (Zaro, 2019).

ومن الناحية التجريبية، تشير دراسة (Carvalho and Murcia, 2016) إلي وجود علاقة سلبية بين تقارير الأعمال المتكاملة وتكلفة رأس المال، أي أن التقارير المتكاملة من شأنها أن تخفض

من تكلفة الدين وتكلفة حقوق الملكية للمنشأة في الأجلين المتوسط والطويل. ويرجع هذا التأثير السلبي إلي عاملين رئيسيين، وهما: تبني إدارة المنشأة لنموذج أعمال مستدام بسبب التفكير المتكامل؛ والحد من عدم تماثل المعلومات الناجم عن تعزيز شفافية الإفصاح لمختلف الأطراف أصحاب المصلحة، مما يقود إلي توقعات أكثر دقة من قبل مستخدمي المعلومات، وينعكس علي تحقيق عوائد إيجابية للمستثمرين والدائنين في الأجل الطويل.

وفي ذات السياق، استهدفت دراسة (García-Sánchez and Noguera-Gámez, 2017) اختبار أثر الإفصاح عن المعلومات المتكاملة على تكلفة رأس المال، وذلك بالتطبيق علي عينة دولية شملت عدد 995 شركة تم سحبها من 27 دولة خلال الفترة من 2009م إلي 2013م، وقد بلغ حجم العينة النهائية 3294 مشاهدة. وتوصلت نتائج الدراسة إلي وجود علاقة سلبية بين الإفصاح عن تقرير الأعمال المتكامل وتكلفة رأس المال، حيث يُعد الإفصاح عن التقرير المتكامل مؤشراً جيداً لقدرة المستثمر على تقدير التدفق النقدي للشركة. ومن المتوقع أن تعمل هذه القدرة المتزايدة للمستثمر على تقدير التدفق النقدي للشركة على الحد من مخاطر التقدير، مما يقود في النهاية إلي خفض تكلفة رأس المال. كما استهدفت دراسة (Zhou et al., 2017) إلي اختبار العلاقة بين التقارير المتكاملة وتكلفة رأس المال في سوق المال بجنوب أفريقيا، حيث يُعد الإفصاح عن التقارير المتكاملة إلزامياً. وتوصلت الدراسة إلي أن الشركات التي تتمتع بتقارير متكاملة عالية الجودة تميل إلي أن يكون لديها تكاليف رأس مال أقل، وذلك بالتطبيق على عينة شملت عدد 443 مشاهدة سنوياً خلال الفترة من عام 2009م إلي عام 2012م. وتشير هذه النتائج إلي أهمية الإفصاح عن التقارير المتكاملة في خفض تكلفة رأس المال، وخصوصاً بالنسبة للشركات التي تستهدف الحصول علي تمويل إضافي في ظل ارتفاع مستوي المعلومات غير المتماثلة، وكذلك الشركات التي تعمل في أسواق تتسم بضعف قوانين وآليات حماية المستثمرين.

كما استهدفت دراسة (قدوره، 2020) اختبار أثر الإفصاح المحاسبي وفق الإطار الدولي للتقارير المتكاملة على قيمة الشركة في سوق المال المصري، فضلاً عن تحليل هذا الأثر للتعرف علي أثر الإفصاح المحاسبي وفق الإطار الدولي للتقارير المتكاملة علي مشكلة عدم تماثل المعلومات، وتكلفة رأس المال، والتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، وذلك بالتطبيق علي عينة من الشركات المصرية المدرجة في المؤشر المصري لمسئولية الشركات خلال الفترة من 2014م إلي 2018م. وقد توصلت الدراسة إلي وجود علاقة سلبية معنوية بين مستوى توافق إفصاح الشركة مع الإطار الدولي للتقارير المتكاملة وبين كلٍ من تكلفة رأس المال، ومستوي عدم تماثل المعلومات، والقيمة السوقية لأسهم الشركة، والتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة للشركة. كما تشير النتائج إلي أن متغير عدم تماثل المعلومات يؤثر بصورة معنوية كمتغير وسيط على العلاقة بين جودة التقارير المتكاملة وتكلفة رأس المال. كما تشير نتائج الدراسة إلي أن الإفصاح عن أداء الإستدامة في التقارير المتكاملة يؤدي إلى حدوث إنخفاض معنوي في تكلفة رأس المال مقارنة بالإفصاح عن الإستدامة في تقارير غير مالية مستقلة.

وفي ذات السياق، أشارت دراسة (Vena et al., 2020) إلي وجود علاقة سلبية معنوية بين التقارير المتكاملة وتكلفة رأس المال للشركات، وذلك بالتطبيق علي عينة دولية شملت عدد ٢١١ شركة من ٣١ دولة خلال الفترة من ٢٠٠٩م إلي ٢٠١٧م بإجمالي عدد مشاهدات قدرها ١٤٥٥ مشاهدة. وتقدم الدراسة دليلاً علي أن الشركات التي تُفصح عن تقرير متكامل يمكنها الحصول علي تمويل إضافي بتكلفة تقل بنسبة ٤,١% مقارنة بالشركات المثلثة التي لا تُفصح عن تقرير الأعمال المتكامل. كما توصلت الدراسة إلي أن فعالية التقارير المتكاملة تزيد مع بعض السمات الثقافية مثل تقارب مسافة السلطة في المجتمع بين المديرين والمرووسين، وقوة القيم الجماعية، والمجتمعات الذكورية، في حين لا يوجد أي تأثير لبعض السمات الثقافية الأخرى مثل تجنب عدم التأكد، والتوجه طويل الأجل، وقيم التسامح. كما أشارت دراسة (Mohaisen et al., 2021) إلي وجود أثر سلبي معنوي للإفصاح عن التقارير المتكاملة علي تكلفة رأس المال، وذلك بالتطبيق علي عينة شملت عدد ٢٧ شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية العراقية خلال الفترة من عام ٢٠١٦م إلي عام ٢٠١٩م.

واهتمت دراسة (Maama and Marimuthu, 2022) باختبار أثر ممارسات التقارير المتكاملة علي تكلفة رأس المال، وذلك بالتطبيق علي عينة شملت عدد ١٤٧ شركة من الشركات المدرجة في منطقة جنوب الصحراء الكبرى في أفريقيا، والتي تضم عدد ١٠ دول خلال الفترة من ٢٠٠٩م إلي ٢٠١٨م. وقد توصلت الدراسة إلي وجود علاقة سلبية معنوية بين التقارير المتكاملة وتكلفة رأس المال، مما يشير إلي دور التقارير المتكاملة في خفض تكلفة رأس المال للشركات. كما أشارت الدراسة إلي أن الإفصاحات عن المعلومات الاجتماعية، ومعلومات الحوكمة، والمعلومات البيئية ترتبط جميعاً بشكل سلبي مع تكلفة رأس المال، مما يشير إلي أن الشركات التي تقدم هذه الإفصاحات سيمكنها الحصول علي تمويل إضافي بتكلفة أقل. وتتسق هذه النتائج مع نظرية الإشارة، والتي تشير إلي أن الشركات ترسل إشارة إيجابية إلي السوق حول أدائها وأفاقها عندما تقدم معلومات تتعلق بخلق القيمة، وخاصة القضايا البيئية والاجتماعية وقضايا الحوكمة إلي الأطراف أصحاب المصلحة الرئيسيين في الشركة.

وقد استهدفت دراسة (Rasheed, 2023) اختبار الأثر المباشر والمشارك لجودة الأرباح والتقارير المتكاملة علي تكلفة رأس المال، وذلك بالتطبيق علي عينة شملت ٨١ شركة من الشركات المدرجة في مؤشر EGX100 المصري خلال الفترة من عام ٢٠١٦م إلي عام ٢٠١٩م. وقد توصلت هذه الدراسة إلي وجود علاقة سلبية معنوية بين التقارير المتكاملة وتكلفة رأس المال، مع انخفاض تكلفة رأس المال بالنسبة للشركات التي تتمتع بمستويات مرتفعة من جودة الأرباح وتتبنى ممارسات إعداد التقارير المتكاملة.

وعلي النقيض من ذلك، اهتمت دراسة (Rizvic, 2022) باختبار أثر التقارير المتكاملة علي تكلفة التمويل، وتكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الدين، فضلاً عن الدور المعتدل المحتمل للتقارير المتكاملة علي العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وتكلفة التمويل. وقد اعتمدت الدراسة علي عينة شملت عدد ٥٩ شركة من الشركات المدرجة في بورصة إسطنبول خلال الفترة من عام

٢٠١٥م إلي ٢٠٢٠م. وتشير نتائج الدراسة إلي أن المسؤولية الاجتماعية للشركات والتقارير المتكاملة تؤثر بشكل إيجابي معنوي علي تكلفة التمويل مقاسه باستخدام المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، مع عدم وجود أثر معنوي للمسؤولية الاجتماعية للشركات والتقارير المتكاملة علي تكلفة حقوق الملكية، بينما يوجد أثر سلبي معنوي للمسؤولية الاجتماعية للشركات علي تكلفة الدين، في حين لا يوجد أثر معنوي للتقارير المتكاملة علي تكلفة الدين. كما توصلت دراسة (Richardson and Welker, 2001) إلي وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح عن المعلومات الاجتماعية وتكلفة رأس المال، ويخفف من حدة هذا التأثير التوسع في الإفصاح عن المعلومات المالية.

ومن ناحية ثالثة، توصلت دراسة (Barth et al., 2017) إلي عدم وجود ارتباط معنوي بين جودة التقارير المتكاملة وتكلفة رأس المال، وذلك بالتطبيق علي عينة شملت عدد ٧٩ شركة مدرجة في بورصة جوهانسبرج خلال الفترة من عام ٢٠١١م إلي عام ٢٠١٤م بإجمالي عدد ٢٩٢ مشاهدة. كما توصلت دراسة (Castelo et al., 2021) إلي عدم وجود أثر معنوي للإفصاح الإختياري عن التقارير المتكاملة علي تكلفة رأس المال، وذلك بالتطبيق علي عينة شملت ٧٧٨ مشاهدة للشركات البرازيلية خلال الفترة من عام ٢٠١٤م إلي عام ٢٠١٧م. كما تشير نتائج الدراسة إلي أن الشركات الأكبر حجماً، وذات الحوكمة المؤسسية الأقوى، والمستوي المنخفض من المخاطر، هي الأكثر ميلاً للإفصاح الإختياري عن التقارير المتكاملة.

وبناءً عليه، توفر الدراسات السابقة أدلة مختلطة حول أثر الإفصاح الإختياري عن تقارير الأعمال المتكاملة علي تكلفة رأس المال. وبالتالي، يمكننا توقع وجود علاقة بين الإفصاح الإختياري عن تقارير الأعمال المتكاملة وتكلفة رأس المال، مع عدم توقع شكل أو إتجاه هذه العلاقة. لذلك، يمكننا صياغة فرض البحث في صورته البديلة، وذلك علي النحو التالي:
الفرض البديل للبحث: يوجد أثر معنوي للإفصاح الإختياري عن تقارير الأعمال المتكاملة علي تكلفة رأس المال للشركات المدرجة بالبورصة المصرية.

٤- الدراسة التطبيقية:

يمكن تناول الدراسة التطبيقية من خلال عدة عناصر تتمثل في اختيار العينة، وتحديد مصادر الحصول علي البيانات، وقياس متغيرات الدراسة، ونموذج الدراسة التطبيقية، وأخيراً نتائج التحليل الإحصائي للبيانات.

١/٤ اختيار العينة: Sample Selection

يشتمل مجتمع الدراسة علي الشركات المدرجة بالبورصة المصرية وعددها ٢١٧ شركة منها ٢١٣ شركة تتداول أسهمها بالبورصة المصرية خلال سنة ٢٠٢٣م. ويرجع ذلك إلي عدم التحيز في اختيار عينة الدراسة، حيث أن اختيار الشركات المدرجة بمؤشر EGX-100 أو EGX-70 أو EGX-30 يجعل العينة متحيزة بإتجاه الشركات الأكبر حجماً أو الأكثر نشاطاً، مما يعوق تعميم النتائج علي الشركات الأصغر حجماً أو الأقل نشاطاً. كما يشتمل مجتمع الدراسة علي جميع

القطاعات المدرجة بالبورصة المصرية وعددها ١٨ قطاعاً رئيسياً وفقاً لتصنيف معايير الصناعة، حيث يضم مجتمع الدراسة الشركات المالية وغير المالية، مما يساعد علي تعميم النتائج علي جميع القطاعات المدرجة بالبورصة بشكل أفضل. وتقتصر عينة الدراسة علي الشركات الخاصة التي تنتهي السنة المالية لها في ٣١ ديسمبر من كل عام، في حين يخرج عن نطاق عينة الدراسة الشركات العامة التي تنتهي السنة المالية لها في ٣٠ يونيو من كل عام، ويرجع السبب في ذلك إلي توحيد تواريخ قياس متغيرات الدراسة في نهاية السنة المالية. كما تم إستبعاد الشركات التي تقوم بإعداد قوائمها المالية بعملة أخرى بخلاف الجنيه المصري، فضلاً عن استبعاد الشركات التي لا تتوفر لها بيانات بشأن قياس متغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة التي تمتد لمدة ٤ سنوات تبدأ من عام ٢٠٢٠م وتنتهي في عام ٢٠٢٣م.

وبتطبيق المعايير السابقة عند اختيار عينة الدراسة، فقد شملت العينة النهائية للدراسة علي عدد ٥٠ شركة خاصة، وذلك بإجمالي عدد مشاهدات تبلغ ٢٠٠ مشاهدة خلال فترة الدراسة التي تقدر بمدة ٤ سنوات، مما يعزز من صحة نتائج الدراسة وإمكانية تعميمها علي مجتمع الدراسة، وذلك بسبب إختيار عينة مختلطة ممثلة لمعظم قطاعات الصناعة. ويوضح الجدول رقم (١) حجم عينة الدراسة موزعة علي حسب القطاعات، وذلك علي النحو التالي:

جدول رقم (١) حجم عينة الدراسة موزعة علي حسب القطاعات

النسبة المئوية للعينة	عدد شركات العينة	القطاع
٨ %	٤	بنوك
١٤ %	٧	خدمات مالية غير مصرفية
٦ %	٣	موارد أساسية
٦ %	٣	رعاية صحية وأدوية
٤ %	٢	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
١٤ %	٧	عقارات
٦ %	٣	سياحة وترفيه
٤ %	٢	مرافق
٤ %	٢	اتصالات و اعلام وتكنولوجيا المعلومات
١٢ %	٦	أغذية ومشروبات وتبغ
٢ %	١	تجارة وموزعون
٢ %	١	خدمات النقل والشحن
٢ %	١	خدمات تعليمية
٦ %	٣	مقاولات وإنشاءات هندسية
٤ %	٢	منسوجات و سلع معمرة
٤ %	٢	مواد البناء
٢ %	١	ورق ومواد تعبئة وتغليف
١٠٠ %	٥٠	إجمالي عدد شركات العينة

المصدر: (البورصة المصرية، ٢٠٢٤ أ)

٢/٤ مصادر الحصول علي البيانات: Data Sourcing

تم جمع البيانات اللازمة للتحليل الإحصائي من إفصاحات الشركات المتاحة علي المواقع الإلكترونية للشركات التي شملتها عينة الدراسة، وقد تم جمع هذه البيانات يدوياً. وفيما يلي مصادر الحصول علي البيانات لمتغيرات البحث المختلفة، وذلك علي النحو التالي:

أولاً: البيانات المالية: وهي البيانات الخاصة بقياس متغيرات حجم الشركة، وربحية الشركة أو معدل العائد علي الأصول، والقيمة الدفترية للسهم كأحد معلمات قياس متغير فرص النمو، ورأس المال العامل، والرافعة المالية، وكذلك بعض البيانات المالية اللازمة لقياس مؤشرات الأداء الرئيسية للإفصاح عن المعلومات المتكاملة. وتم الحصول علي هذه البيانات من التقارير المالية السنوية للشركات، وهذه التقارير متاحة علي المواقع الإلكترونية للشركات علي شبكة الإنترنت، وموقع البورصة المصرية، وكذلك موقع معلومات مباشر مصر.

ثانياً: البيانات غير المالية: وهي البيانات اللازمة لقياس متغير الإفصاح الاختياري عن التقارير المتكاملة، وذلك من خلال تحليل محتوى إفصاحات الشركة، وذلك للتعرف علي مؤشرات الأداء الرئيسية للإفصاح عن المعلومات المتكاملة الواردة بكل من: تقرير الحوكمة؛ وتقرير مجلس الإدارة السنوي المرفق بالقوائم المالية؛ ونموذج التقرير السنوي للإفصاح عن الممارسات البيئية والمجتمعية والحوكمة المتعلقة بالاستدامة (Environmental Social and Governance (ESG؛ ونموذج التقرير السنوي للإفصاح عن ممارسات الإفصاحات المالية المتعلقة بالتغيرات المناخية Task Force on Climate Financial Disclosure (TCFD). كما يتم قياس متغير نوع القطاع استناداً للبيانات غير المالية.

ثالثاً: البيانات السوقية: وهي البيانات الخاصة بقياس تكلفة رأس المال، والقيمة السوقية للسهم أو سعر إغلاق السهم في نهاية السنة المالية كأحد معلمات قياس متغير فرص النمو، وقد تم الحصول علي هذه البيانات من موقع investing.com.

٣/٤ قياس متغيرات الدراسة:

لتحقيق هدف البحث، فقد تم قياس متغيرات تكلفة رأس المال، والإفصاح الاختياري عن تقارير الأعمال المتكاملة، والمتغيرات الرقابية للدراسة، وذلك علي النحو التالي:

١/٣/٤ قياس المتغير التابع: تكلفة رأس المال (COC) Cost of Capital

يختص المتغير التابع بقياس تكلفة رأس المال. وقد تعددت المقاييس التي استخدمها الباحثون لقياس تكلفة رأس المال، ومن أهمها: نموذج ايستون Easton model ويطلق عليه نموذج السعر- الأرباح - النمو (PEG) price – earnings – growth . ويتميز هذا النموذج بأنه يعزل تأثير النمو والتدفق النقدي، ولكن يعاب علي هذا النموذج أنه يتطلب توقعات أرباح إيجابية لسنة واحدة وستين قادمتين بالإضافة إلى وجود تغيير إيجابي في توقعات الأرباح (García-Sánchez and

(Rizvic, 2022; Pirgaip and Noguera-Gómez, 2017). كما استخدمت دراسات (Lamija, 2023) مقياس المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (Weighted Average Cost of Capital (WACC) كمؤشر علي تكلفة رأس المال. ويُعد المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال مزيج خطي من تكلفة حق الملكية وتكلفة الدين. ويتم قياس تكلفة رأس المال باستخدام مؤشر المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC، وذلك علي النحو التالي (Rasheed, 2023):

$$WACC = (COE * E/V) + (COD * D/V)$$

حيث أن:

- WACC = المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، وتستخدم كمؤشر علي تكلفة رأس المال.
COE = تكلفة حقوق الملكية.
E = القيمة السوقية لحقوق ملكية الشركة.
V = إجمالي القيمة السوقية لمصادر التمويل أو رأس المال (قيمة حقوق الملكية والديون).
E/V = الوزن النسبي لحقوق الملكية ضمن هيكل تمويل الشركة.
COD = تكلفة الدين.
D = القيمة السوقية لديون الشركة.
D/V = الوزن النسبي لديون الشركة ضمن هيكل تمويل الشركة.

٢/٣/٤ قياس المتغير المستقل: الإفصاح الاختياري عن تقارير الأعمال المتكاملة Integreted Reporting (IR)

اعتمدت الدراسات السابقة علي العديد من المقاييس لقياس مستوي الإفصاح عن التقارير المتكاملة، ومنها علي سبيل المثال، دراسات (García-Sánchez and Noguera-Gómez, 2017; Vena et al., 2020; Castelo et al., 2021; Rizvic, 2022; Pirgaip and Lamija, 2023) التي استخدمت متغير وهمي كمؤشر علي مستوي الإفصاح عن التقارير المتكاملة، حيث يأخذ المتغير قيمة الواحد الصحيح عندما تفصح الشركة عن تقرير متكامل، في حين يأخذ المتغير القيمة صفر في حالة عدم إفصاح الشركة عن التقرير المتكامل. ويعاب علي هذه الطريقة في القياس أنه ينتج عنها قيم غير متصلة، فضلاً عن أنها تهمل ممارسات الإفصاح غير المكتملة من الشركات. كما تقود لنتائج متحيزة، وذلك لأنها تهمل أثر إفصاح الشركات عن المعلومات الأخرى غير المالية حتي لو كانت تتضمن جميع مؤشرات الأداء الرئيسية للإفصاح عن المعلومات المتكاملة.

ويعاب علي البيئة المصرية أنها ما زالت بيئة فقيرة من حيث ممارسات الإفصاح عن التقارير المتكاملة، حيث أن الشركات المدرجة بالبورصة المصرية تُفصح عن المعلومات بشكل مستقل أو

في تقارير مستقلة. ويشتمل هذا الإفصاح علي المجموعة الكاملة من القوائم المالية ذات الغرض العام طبقاً لمتطلبات معيار المحاسبة الدولي رقم ١ (ويقابلة معيار المحاسبة المصري رقم ١ المعدل ٢٠١٩) بعنوان عرض القوائم المالية؛ وتقرير الحوكمة الصادر عن مجلس إدارة الشركة بشأن مدي الالتزام بقواعد حوكمة الشركات الواردة بالدليل المصري لحوكمة الشركات والمعد وفقاً لقرار مجلس إدارة هيئة الرقابة المالية رقم (٨٤) بتاريخ ٢٦ يوليو ٢٠١٦م؛ وتقرير مجلس الإدارة السنوي المرفق بالقوائم المالية والمعد وفقاً لأحكام المادة (٤٠) من قواعد القيد بالبورصة المصرية؛ ونموذج التقرير السنوي للإفصاح عن الممارسات البيئية والمجتمعية والحوكمة المتعلقة بالاستدامة Environmental Social and Governance (ESG) تنفيذاً لقرارات الهيئة العامة للرقابة المالية رقمي (١٠٧) و (١٠٨) لسنة ٢٠٢١م؛ ونموذج التقرير السنوي للإفصاح عن ممارسات الإفصاحات المالية المتعلقة بالتغيرات المناخية Task Force on Climate Financial Disclosure (TCFD) تنفيذاً لقرارات الهيئة العامة للرقابة المالية رقمي (١٠٧) و (١٠٨) لسنة ٢٠٢١م. ويتضمن نموذج الإفصاح المالي عن التغيرات المناخية مؤشرات الأداء الخاصة بالإفصاحات المتعلقة بالتغير بالمناخ والتي تتضمن فئة حوكمة الشركة حول المخاطر والفرص المرتبطة بالمناخ، وفئة الاستراتيجية فيما يخص الآثار الفعلية والمحتملة للمخاطر والفرص المرتبطة بالمناخ على كلي من أعمال الشركات واستراتيجيتها، والتخطيط المالي لها، وفئة إدارة المخاطر المرتبطة بالعمليات التي تستخدمها المنشأة لتحديد وإدارة المخاطر المرتبطة بالمناخ، وفئة المقاييس والأهداف المستخدمة لتقييم وإدارة المخاطر والفرص ذات الصلة بالمناخ (البورصة المصرية، ٢٠٢٤ ب).

وبناءً عليه، ولأن الشركات المدرجة بالبورصة المصرية لا تفصح عن وثيقة واحدة في شكل تقرير متكامل، وإنما تفصح عن المعلومات المتكاملة في شكل تقارير ونماذج إفصاح مستقلة، الأمر الذي دفع الباحث لاختبار ما إذا كانت تقارير ونماذج الإفصاح المستقلة للشركات المصرية تشتمل علي مؤشرات الأداء الرئيسية للمعلومات المتكاملة، ومن ثم اختبار أثر الإفصاح عن مؤشرات الأداء الرئيسية للمعلومات المتكاملة علي تكلفة رأس المال. ويتفق هذا المنهج في القياس مع دراسات (Sharif et al., 2021; Ngcobo and Sibanda, 2021) التي اعتمدت علي مجموعة من مؤشرات الأداء الرئيسية كمؤشر علي الإفصاح عن المعلومات المتكاملة، وذلك للتغلب علي مشكلة عدم تطور ممارسات الإفصاح عن التقارير المتكاملة بالبيئة محل الدراسة. وفي ذات السياق، قامت دراسة (Rasheed, 2023) ببناء مؤشر للتقارير المتكاملة يستند علي تحليل محتوى التقارير السنوية من خلال البحث عن عناصر التقارير المتكاملة، وهي النظرة العامة التنظيمية، والحوكمة، ونموذج الأعمال، والمخاطر والفرص، والاستراتيجية، وتخصيص الموارد، والأداء والتوقعات، وأساس العرض، حيث اعتمد المؤشر علي عدد ٢١ عنصر فرعي يمكن من خلالهم تحليل محتوى افصاحات الشركة للتعرف علي مستوى الإفصاح عن التقارير المتكاملة.

وسيستخدم الباحث علي مؤشرات الأداء الرئيسية للإفصاح عن المعلومات المتكاملة، والتي تمثل الحد الأدنى من المعلومات التي يجب علي الشركات الإفصاح عنها ضمن تقرير الأعمال المتكامل،

وذلك بما يتفق مع توصيات المجلس الدولي لإعداد التقارير المتكاملة International Integrated Reporting Council (IIRC) بشأن عناصر محتوى الإطار العام للتقارير المتكاملة (IIRC, 2013a). ويوضح ملحق البحث رقم (١) مؤشرات الأداء الرئيسية للإفصاح عن المعلومات المتكاملة.

ويتضح من ملحق البحث رقم (١) وجود ثمانية عناصر لقياس محتوى التقارير المتكاملة، وبما يتفق مع الإطار العام لإعداد التقارير المتكاملة الصادر عن المجلس الدولي لإعداد التقارير المتكاملة IIRC، وهي: نظرة عامة على المنظمة والبيئة الخارجية وعددها (٦) مؤشرات؛ والحوكمة وعددها (٦) مؤشرات؛ ونموذج الأعمال وعددها (٦) مؤشرات؛ والمخاطر والفرص وعددها (٣) مؤشرات؛ والاستراتيجية وتخصيص الموارد وعددها (٦) مؤشرات؛ والأداء وعددها (٥) مؤشرات؛ والتوقعات وعددها (٥) مؤشرات؛ وأساس الأعداد والعرض وعددها (٦) مؤشرات. ويتم إجراء تحليل محتوى لمدي اتساق افصاحات شركات العينة مع عناصر محتوى الإطار العام للتقارير المتكاملة الصادرة عن المجلس الدولي لإعداد التقارير المتكاملة IIRC. وقد بلغ إجمالي عدد عناصر مؤشرات الأداء الرئيسية للإفصاح عن المعلومات المتكاملة ٤٣ عنصراً أو مؤشراً، وفي حالة إفصاح الشركة عن العنصر تأخذ القيمة الواحد الصحيح، في حين تأخذ القيمة صفر في حالة عدم الإفصاح عن العنصر، ثم يتم تجميع إجمالي الدرجات التي حصلت عليها كل شركة من شركات العينة. ولذا، يتراوح الحد الأدنى والحد الأقصى لدرجات هذا المقياس لكل شركة ما بين [صفر، ٤٣ درجة]. ويشير حصول الشركة علي صفر درجة أن المعلومات المتكاملة للشركة لا تلي أي مطلب من متطلبات عناصر المحتوى للإطار العام للتقارير المتكاملة، في حين يشير حصول الشركة علي ٤٣ درجة إلي تلبية الشركة لجميع متطلبات أو عناصر محتوى الإطار العام للتقارير المتكاملة (Ngcobo and Sibanda, 2021). ويتم قياس مؤشر الإفصاح عن المعلومات المتكاملة باستخدام المقياس التالي:

$$IR = \text{عدد عناصر المؤشر التي تُفصح عنها الشركة} / \text{إجمالي عدد عناصر المؤشر}$$

٣/٣/٤ قياس المتغيرات الرقابية أو الحاكمة: Control Variables

لتجنب النتائج المتحيزة، فإنه من الضروري التحكم في تأثير العوامل الأخرى التي تؤثر على تكلفة رأس المال، حيث توصلت بعض الدراسات السابقة (García-Sánchez and Noguera, 2017; Pirgaip and Lamija, 2023; Rasheed, 2023) إلي تأثير هذه العوامل أو المتغيرات علي تكلفة رأس المال، ومن أهمها: حجم الشركة Size، والربحية أو معدل العائد علي الأصول Return on assets (ROA)، وفرص النمو أو نسبة القيمة السوقية إلي القيمة الدفترية Market to Book Ratio (MTB)، ورأس المال العامل Working capital (WC)، والرافعة المالية Leverage، ونوع القطاع Industry، وسنة الدراسة أو فترة الاختبار Year.

وفيما يتعلق بحجم الشركة Size، يؤثر حجم الشركة علي العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات وتكلفة رأس المال، حيث يُنظر إلي حجم الشركة علي أنه انعكاس لمستوى إفصاح الشركة عن المعلومات. كما تشير دراسات (Blanco et al., 2015) إلي أن حجم الشركة يُعد متغير هام ومعنوي في العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات وتكلفة رأس المال. كما أشارت دراسات (Frías-Aceituno et al., 2013a, 2013b) إلي وجود علاقة إيجابية معنوية بين حجم الشركة وأهمية التقارير المتكاملة. وتشير دراسة (Castelo et al., 2021) إلي وجود علاقة إيجابية معنوية بين حجم الشركة وتكلفة رأس المال. وعلي النقيض من ذلك، تشير دراسة (Vena et al., 2020) إلي وجود علاقة سلبية معنوية بين حجم الشركة وتكلفة رأس المال. كما تشير دراسة (Rasheed, 2023) إلي عدم وجود علاقة معنوية بين حجم الشركة وتكلفة رأس المال.

وفيما يتعلق بالربحية أو معدل العائد علي الأصول (ROA) Return on assets، توجد علاقة بين الربحية وتكلفة رأس المال والمعلومات المفصحة عنها من الناحية النظرية. إذ تشير نظرية الوكالة إلي أن أعضاء مجلس الإدارة للشركات الأكثر ربحية يمكنهم استخدام المعلومات الخارجية لأغراض شخصية. كما تشير نظرية الإشارة إلي أن أعضاء مجلس الإدارة يميلون للإفصاح عن الأخبار الجيدة بهدف إحداث تأثير إيجابي على السوق والحصول على منافع اقتصادية. وفي الوقت نفسه، تزعم نظرية التكلفة السياسية أن الشركات ذات الربحية العالية قد تكون مهتمة بزيادة مستوى الإفصاح عن المعلومات لتبرير مستوى أدائها. ومن الناحية التجريبية، فقد قدمت الدراسات السابقة نتائج مختلطة، حيث أشارت دراسة (Richardson and Welker, 2001) إلي عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الربحية ومستوي الإفصاح عن المعلومات، في حين أشارت دراسة (Frías-Aceituno et al., 2013b) إلي وجود أثر إيجابي معنوي للربحية علي مستوي الإفصاح الاختياري عن التقارير المتكاملة. وكذلك أشارت دراسة (Vena et al., 2020) إلي وجود علاقة إيجابية معنوية بين معدل العائد علي الأصول وتكلفة رأس المال. وعلي النقيض من ذلك، تشير دراسة (Castelo et al., 2021) إلي وجود علاقة سلبية معنوية بين الربحية وتكلفة رأس المال، وذلك بالتطبيق علي عينة من الشركات البرازيلية.

وفيما يتعلق بفرص النمو أو نسبة القيمة السوقية إلي القيمة الدفترية Market to Book Ratio (MTB)، فإن الشركات التي تتمتع بفرص كبيرة للنمو تميل للتوسع في الإفصاح الاختياري عن المعلومات، وذلك بغرض تقليل المشاكل والتكاليف المرتبطة بعدم تماثل المعلومات والوكالة، مما يقود في النهاية إلي تحسين كفاءة الاستثمارات وخفض تكلفة مصادر التمويل المختلفة، حيث يشير متغير فرص النمو إلي مخاطر نمو الشركة مقارنة بغيرها من الشركات (Zaro, 2019). إذ أشارت دراسة (Blanco et al., 2015) إلي وجود علاقة إيجابية معنوية لمتغير فرص النمو علي العلاقة بين مستوي الإفصاح الاختياري عن المعلومات وتكلفة رأس المال، وذلك لأن مديري الشركات التي تتمتع بفرص كبيرة للنمو يكون لديهم اهتمام كبير بالإفصاح عن معلومات تفضيلية حول فرص وأفاق الاستثمار لمجموعات أخرى من المستثمرين. وفي مجال العلاقة بين فرص النمو وتكلفة رأس المال، تشير دراسة (Castelo et al., 2021) إلي وجود علاقة إيجابية معنوية بين فرص نمو

الشركة وتكلفة رأس المال. وعلي النقيض من ذلك، تشير دراسة (Vena et al., 2020) إلي عدم وجود علاقة معنوية بين نسبة القيمة السوقية إلي القيمة الدفترية للشركة وتكلفة رأس المال.

وفيما يتعلق بمتغير رأس المال العامل (Working capital (WC، يُعرف بأنه الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة ويعكس السيولة، أي قدرة الشركة على الاستمرار بشكل طبيعي في أنشطتها في الأجل القصير. وتميل الشركات التي تعاني من مشاكل مالية أو التي لها رأس مال عامل سلبي إلى التلاعب بالمعلومات (García-Sánchez and Noguera-Gámez, 2017). وقد أشارت دراسة (Martínez-Ferrero, 2014) إلي وجود علاقة إيجابية معنوية بين متغير رأس المال العامل وتكلفة رأس المال عند تحليل تأثير جودة المعلومات المالية. كما أشارت دراسة (Vena et al., 2020) إلي وجود علاقة إيجابية معنوية بين متغير رأس المال العامل وتكلفة رأس المال. وعلي النقيض من ذلك، تشير دراسة (García-Sánchez and Noguera-Gámez, 2017) إلي وجود أثر سلبي معنوي لمتغير رأس المال العامل كمؤشر علي السيولة علي تكلفة رأس المال، حيث أن الشركات ذات مستويات السيولة الأكبر يمكن أن تستجيب بسهولة أكبر لسداد ديونها في فترة زمنية قصيرة، مما يقود تكلفة رأس المال للانخفاض.

وفيما يتعلق بالرافعة المالية Leverage، تُعد الرافعة المالية عامل جوهري في الإفصاح الاختياري أو الطوعي عن المعلومات. وفي هذا الشأن، أشارت دراسة (García-Sánchez and Noguera-Gámez, 2017) إلي وجود علاقة إيجابية معنوية بين نسبة الرفع المالي ومستوي الإفصاح الاختياري عن المعلومات، وذلك نظراً لارتفاع تكلفة الوكالة مع زيادة اعتماد الشركات علي الديون كمصدر للتمويل، حيث أن الشركات ذات مستويات الديون الأعلى تُفصح عن مزيد من المعلومات بشكل طوعي بهدف الحد من تكاليف الوكالة بين المساهمين وأعضاء مجلس الإدارة وكذلك للحصول علي التمويل الإضافي بشروط ميسرة، فضلاً عن التخفيف من حدة الضغوط التي يمارسها الدائنون علي إدارات الشركات المقترضة. ومن الناحية التجريبية، تشير دراسات (Richardson and Welker, 2001; Blanco et al., 2015; Castelo et al., 2021) إلي وجود علاقة إيجابية معنوية بين مستوى الديون وتكلفة رأس المال. وعلي النقيض من ذلك، تشير دراسة (Vena et al., 2020) إلي وجود علاقة سلبية معنوية بين نسبة الرافعة المالية وتكلفة رأس المال. كما تشير دراسة (Pirgaip and Lamija, 2023) إلي وجود ارتباط سلبي معنوي بين إجمالي الدين أو الرفع المالي والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، حيث يؤدي المزيد من الرفع المالي إلي خفض تكلفة رأس المال، وقد يرجع ذلك إلي خاصية الحماية الضريبية للديون، فضلاً عن انخفاض مستوى تكلفة الدين بشكل كبير مقارنةً بتكاليف حقوق الملكية. كما تشير دراسة (Rasheed, 2023) إلي وجود علاقة سلبية معنوية بين الرافعة المالية وتكلفة رأس المال.

وفيما يتعلق بنوع الصناعة أو القطاع Industry، يعد القطاع الذي تنتمي إليه الشركة متغيراً هاماً في الإفصاح عن المعلومات المالية وغير المالية. وفي هذا الشأن، تشير دراسة (Richardson and Welker, 2001) إلي أن القطاع الذي تنتمي إليه الشركة يمكن أن يؤثر على كمية المعلومات

المفصح عنها. وعلي النقيض من ذلك، أشارت دراسات (Martínez-Ferrero, 2014; Blanco et al., 2015) إلي عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين القطاع الذي تنتمي إليه الشركة وكمية المعلومات المفصح عنها. وتشير دراسة (García-Sánchez and Noguera- Gámez, 2017) إلي أن الشركات التي تعمل في صناعات تتسم بحساسية بيئية مرتفعة أو صناعات ملوثة للبيئة تكون أكثر عرضة للتقاضي، فضلاً عن احتمالية تعرض تلك الشركات للضغوط من قبل الهيئات التنظيمية، مما يوفر دافعاً لهذه الشركات للتوسع في الإفصاح كأداة للحد من مخاطر وتكاليف التقاضي. وفي البيئة المصرية، تشير دراسة (مسعود، ٢٠٢٠) إلي وجود أثر إيجابي معنوي لنوع الصناعة علي تكلفة رأس المال، وذلك بالتطبيق علي الشركات المدرجة بمؤشر EGX30 المصري.

وفيما يتعلق بمتغير سنة الدراسة أو فترة الاختبار Year، فقد تم تضمين هذا المتغير بنموذج الانحدار، وذلك بهدف التعرف علي مدي تطور ممارسات الإفصاح عن المعلومات المتكاملة بمرور الوقت، فضلاً عن تقييم أثر هذه الممارسات علي تكلفة رأس المال.

ويوضح الجدول التالي المتغيرات الرقابية أو الحاكمة التي تشير الدراسات السابقة إلي امكانية تأثيرها علي المتغير التابع وطرق قياسها، وذلك علي النحو التالي:

جدول رقم (٢) توصيف المتغيرات الرقابية أو الحاكمة

المتغير الرقابي	الرمز	التوصيف
حجم الشركة	Size	ويُقاس باستخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية السنة (Castelo et al., 2021; Ngcobo and Sibanda, 2021; Rasheed, 2023).
الربحية	ROA	وتُقاس بنسبة صافي الربح التشغيلي للشركة قبل الفوائد والضرائب مقسوماً علي إجمالي الأصول (Sharif et al., 2021).
فرص النمو	MTB	وتُقاس بنسبة القيمة السوقية للسهم إلي قيمته الدفترية في نهاية السنة (Vena et al., 2020; Rizvic, 2022; Pirgaip and Lamija, 2023).
رأس المال العامل	WC	ويُقاس بالفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة في نهاية السنة (García-Sánchez and Noguera-Gámez, 2017; Vena et al., 2020).
الرافعة المالية	Leverage	وهو متغير يعكس مديونية الشركة أو المخاطر المالية التي تواجهها الشركة، ويُقاس بنسبة إجمالي الديون إلي إجمالي

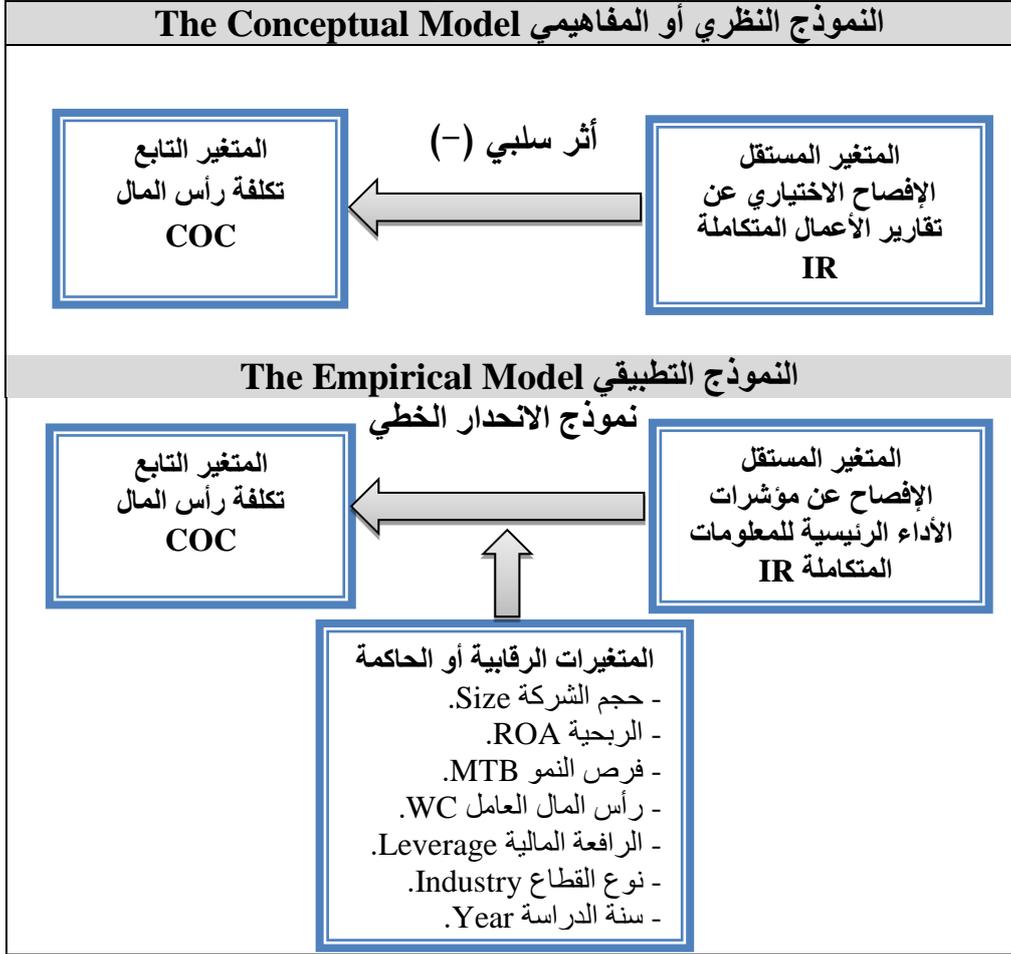
المتغير الرقابي	الرمز	التوصيف
		(الأصول; Castelo et al., 2021; Sharif et al., 2021; Pirgaip and Lamija, 2023).
نوع القطاع	Industry	ويمثل القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، ويمكن قياسه باستخدام متغير وهمي، حيث يأخذ القيمة (١) للشركات غير المالية، في حين يأخذ القيمة (صفر) للشركات التي تنتمي للقطاع المالي (مسعود، ٢٠٢٠؛ Zaro, 2019).
سنة الدراسة أو فترة الاختبار	Year	وهو متغير يعكس سنة الدراسة أو الاختبار، حيث يشير الرقم (١) إلى سنة ٢٠٢٠م، في حين يشير الرقم (٢) إلى سنة ٢٠٢١م، والرقم (٣) إلى سنة ٢٠٢٢م، والرقم (٤) إلى سنة ٢٠٢٣م.

المصدر: (إعداد الباحث)

٤/٤ - نموذج الدراسة التطبيقية:

لتحقيق هدف الدراسة التطبيقية، يمكن صياغة نموذج الدراسة علي النحو التالي:

شكل رقم (١) نموذج الدراسة



المصدر: (إعداد الباحث)

ولاختبار فرض البحث، والذي يستهدف اختبار أثر الإفصاح الاختياري عن تقارير الأعمال المتكاملة علي تكلفة رأس المال للشركات الخاصة المدرجة بالبورصة المصرية، يمكننا صياغة نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وذلك علي النحو التالي:

$$COC_{it} = \beta_0 + \beta_1 IR_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 WC_{it} + \beta_6 Leverage_{it} + \beta_7 Industry_{it} + \beta_8 Year_i + \varepsilon$$

حيث أن:

COC_{it} = تكلفة رأس المال للشركة i في نهاية السنة t .

IR_{it} = الإفصاح عن مؤشرات الأداء الرئيسية للمعلومات المتكاملة للشركة i في نهاية السنة t .

- Size_{it} = حجم الشركة i في نهاية السنة t.
 ROA_{it} = ربحية الشركة i خلال السنة t.
 MTB_{it} = فرص النمو للشركة i في نهاية السنة t.
 WC_{it} = رأس المال العامل للشركة i في نهاية السنة t.
 Leverage_{it} = الرافعة المالية أو نسبة الديون للشركة i في نهاية السنة t.
 Industry_{it} = نوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة i في نهاية السنة t.
 Year_i = متغير يعبر عن سنة الدراسة أو الاختبار للشركة i.
 β_0 = قيمة الثابت في نموذج الانحدار الخطي المتعدد.
 $\beta_1, 2, 3, \dots, 8$ = معاملات التقدير أو معاملات نموذج الانحدار الخطي المتعدد.
 ε = الخطأ العشوائي أو خطأ التقدير.

٥/٤ نتائج التحليل الإحصائي للبيانات:

تستخدم الدراسة برنامج التحليل الإحصائي Eviews 13، وذلك لإجراء التحليل الإحصائي لبيانات السلسلة الزمنية المقطعية Panel Data، وذلك بهدف اختبار أثر الإفصاح الاختياري عن تقارير الأعمال المتكاملة علي تكلفة رأس المال للشركات الخاصة المدرجة بالبورصة المصرية، وذلك علي النحو التالي:

١/٥/٤ اختبارات صلاحية النموذج:

وهي مجموعة من الاختبارات اللازمة للتحقق من مدى توافر شروط استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وهذه الاختبارات هي:

١/١/٥/٤ اختبار التوزيع الطبيعي: Normal Distribution Test

يُعد اختبار جارك بيرا Jarque-Bera أحد الاختبارات اللامعلمية الهامة التي تستخدم للكشف عن مدى توافر شرط اعتدالية توزيع البواقي لنموذج الانحدار الخطي، حيث يتم تطبيق هذا الاختبار علي بيانات نموذج الانحدار الخطي المتعدد، فإذا أظهرت نتائج الاختبار أن القيمة الاحتمالية للاختبار p-value أكبر من مستوي الدلالة المحدد Asymp.Sig عند مستوي ٠,٠٥، فإن ذلك يشير إلي أن تلك البيانات تتبع التوزيع الطبيعي. ويوضح الجدول رقم (٣) نتائج اختبار جارك بيرا Jarque-Bera لمتغيرات نموذج الانحدار المتصلة، وذلك علي النحو التالي:

جدول رقم (٣) نتائج اختبار جارك بيرا Jarque-Bera

متغيرات الدراسة المتصلة	COC	IR	SIZE	ROA	MTB	WC	Leverage
قيمة الاختبار Jarque-Bera	٠,٦١٣	٢,٤٨٧	٢,٧٨٣	٣,٨٧٣	٠,٦٢٠	٢,٠٨٤	٤,٥٤٨
القيمة الاحتمالية Probability	٠,٧٣٦	٠,٢٨٨	٠,٢٤٩	٠,١٤٤	٠,٧٣٣	٠,٣٥٣	٠,١٠٣

المصدر: (نتائج التحليل الإحصائي للبيانات)

ويتضح من الجدول رقم (٣) السابق أن القيم الاحتمالية لاختبار جارك بيرا Jarque-Bera لمتغيرات نموذج الانحدار المتصلة تزيد عن مستوي المعنوية ٠,٠٥، مما يشير إلي أن بيانات المتغيرات المتصلة لنموذج الانحدار الخطي المتعدد تتبع التوزيع الطبيعي.

٢/١/٥/٤ اختبار التداخل أو الازدواج الخطي Multicollinearity Test:

ويستخدم هذا الاختبار للتعرف علي مدى وجود ارتباط قوي بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض، مما يؤثر علي صحة النتائج وإمكانية الإعتماد عليها. ويُعد اختبار معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) من أكثر الاختبارات شيوعاً وقبولاً في الدراسات السابقة للحكم علي مدى وجود هذه المشكلة. فإذا كانت قيم معامل تضخم التباين VIF للمتغيرات المستقلة تقل قيمتها عن (١٠)، فإن نموذج الإنحدار الخطي المتعدد لا يعاني من مشكلة التداخل الخطي (Sharif et al., 2021).

ويوضح الجدول رقم (٤) نتائج اختبار معامل تضخم التباين Factor Variance Inflation (VIF) للمتغيرات المستقلة لنموذج الانحدار، وذلك علي النحو التالي:

جدول رقم (٤) نتائج اختبار معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF)

Year	Industry	Leverage	WC	MTB	ROA	SIZE	IR	المتغيرات المستقلة
١,١	١,٨	١,٣	١	١,٢	١,٤	١,١	١,٨	قيم معامل تضخم التباين Centered VIF

المصدر: (نتائج التحليل الاحصائي للبيانات)

ويتضح من الجدول رقم (٤) قيم معامل تضخم التباين VIF للمتغيرات المستقلة تتراوح قيمتها بين [١،٨، ١]، وهذه القيم تقل عن (١٠)، مما يشير إلي أن نموذج الانحدار الخطي المتعدد لا يعاني من مشكلة التداخل أو الازدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض.

٣/١/٥/٤ اختبار الارتباط الذاتي: Autocorrelation Test

ويستخدم هذا الاختبار في التحقق من مدى وجود ارتباط بين أحد المتغيرات المستقلة وعنصر الخطأ، أو مدى وجود ارتباط بين عنصر الخطأ في فترة زمنية معينة وعنصر الخطأ في الفترة الزمنية السابقة له، مما يترتب عليه تحيز نموذج الإنحدار في التقدير. ويُعد اختبار درين واتسون Durbin-Watson Test من أكثر الاختبارات شيوعاً وقبولاً في الدراسات السابقة للتعرف علي مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي من عدمه في نموذج الانحدار الخطي المتعدد، حيث تشير قيمة الاختبار التي تقع داخل حدود المدى المثالي الذي يتراوح ما بين [١,٥، ٢,٥] إلي عدم تأثر نموذج

الانحدار الخطي المتعدد بهذه المشكلة (Sharif et al., 2021). وتشير نتائج التحليل الإحصائي الواردة بملحق البحث رقم (٢) إلي أن قيمة دربن واتسون المحسوبة Durbin-Watson stat تبلغ ١,٥٢٩ ، مما يشير إلي أن نموذج الانحدار الخطي المتعدد لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي.

وبناءً علي نتائج الاختبارات الثلاثة السابقة، فقد توصل الباحث إلي صلاحية نموذج الانحدار الخطي المتعدد لتفسير بيانات مشكلة الدراسة.

٢/٥/٤ الإحصاءات الوصفية: Descriptive Statistics

وتستهدف وصف طبيعة البيانات التي تم جمعها، وذلك من خلال بعض المقاييس التي تصف السمات الرئيسية لتلك البيانات، وذلك كما يتضح من الجدول رقم (٥) التالي:

جدول رقم (٥) نتائج الإحصاء الوصفي

متغيرات الدراسة Variables	عدد المشاهدات N	الوسط الحسابي أو المتوسط Mean	الانحراف المعياري Std. Deviation	أدنى قيمة للمتغير Minimum	أقصى قيمة للمتغير Maximum
COC	٢٠٠	٠,١٠٨٧	٠,٣٨٩١	٣,٧٨٩٥-	٠,٤٦٠٣
IR	٢٠٠	٠,٢٤٣٧	٠,٠٣٤٣	٠,١٤٨٨	٠,٦٩٧٧
SIZE	٢٠٠	٩,٩٧	٠,٩٠٢٩	٧,٨٣٨٢	١١,٩٢٢
ROA	٢٠٠	٠,٠٥٦٩	٠,١٠٨١	٠,٥٠٢٠-	٠,٤٣٠٩
MTB	٢٠٠	٢,٣	٤,٠٢٥٦	٢٢,٦٣٥-	٢٠,٨٣٩
WC	٢٠٠	١,٤٢	١,٧١	٦,٨١-	١,٢٢
Leverage	٢٠٠	٠,٥٨٥٠	٠,٣٢٣٩	٠,٠٢٠٧	٣,١٧٧٢
Industry	٢٠٠	٠,٧٨٠٠	٠,٤١٥٣	صفر	١
Year	٢٠٠	٢,٥	١,١٢٠٨	١	٤

المصدر: (نتائج التحليل الإحصائي للبيانات)

ويتضح من الجدول السابق، أن إجمالي عدد المشاهدات يبلغ ٢٠٠ مشاهدة، وهي تمثل عينة من الشركات المدرجة بالبورصة المصرية حجمها ٥٠ شركة علي مدار فترة يبلغ طولها ٤ سنوات. وفيما يتعلق بالمتغير التابع، تشير نتائج التحليل الوصفي إلي أن تكلفة رأس المال لشركات العينة COC مقاسه باستخدام مؤشر المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC تتراوح بين [٣,٧٩- ، ٠,٤٦] بمتوسط حسابي قدره ٠,١١ وانحراف معياري قدره $\pm ٠,٣٩$ ، ويشير الانحراف المعياري إلي احتمال إنحراف العائد علي رأس المال وفقاً لمبدأ العائد والمخاطرة، حيث أنه كلما زادت المخاطرة زادت توقعات العائد علي رأس المال. وتشير هذه النتائج إلي أن متوسط تكلفة رأس المال لشركات العينة يعادل ١١ %، وهذا المعدل يتسق نسبياً مع نتائج الدراسات السابقة، حيث توصلت

دراسة (Castelo et al., 2021) إلي أن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لعينة من الشركات البرازيلية يبلغ ١٨ %، بينما توصلت دراسة (Rasheed, 2023) إلي أن متوسط تكلفة رأس المال للشركات المدرجة بمؤشر EGX100 المصري يبلغ ١٧ %، وهذه نتيجة منطقية لأن الدراسة الحالية يتم تطبيقها علي جميع الشركات الخاصة المدرجة بالبورصة المصرية، بينما دراسة (Rasheed, 2023) اقتصرت علي عينة من الشركات الأكبر حجماً المدرجة بمؤشر EGX100 فقط، في حين توصلت دراسة (Rizvic, 2022) إلي أن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال يبلغ ٨,٧ %، وذلك بالتطبيق علي عينة من الشركات المدرجة ببورصة إسطنبول.

وفيما يتعلق بالمتغير المستقل، تشير نتائج التحليل الوصفي إلي أن مستوي الإفصاح الاختياري عن مؤشرات الأداء الرئيسية للمعلومات المتكاملة IR يتراوح بين [٠,١٤٨٨، ٠,٦٩٧٧] بمتوسط حسابي قدره ٠,٢٤٣٧ وبانحراف معياري قدره $\pm ٠,٠٣٤٣$ ، وهذه النتائج تشير إلي أن الحد الأدنى لمستوي افصاح الشركات الخاصة المدرجة بالبورصة المصرية عن معلوماتها المتكاملة يبلغ ١٤,٨٨ %، بينما يبلغ الحد الأقصى ٦٩,٧٧ %، في حين يبلغ متوسط افصاح تلك الشركات عن معلوماتها المتكاملة ٢٤,٣٧ %، وتتسق هذه النتيجة مع نتائج الدراسات السابقة، حيث توصلت دراسة (Sharif et al., 2021) إلي أن متوسط الإفصاح عن التقارير المتكاملة لعينة من الشركات المدرجة بالأسواق المالية لاستراليا ونيوزيلندا التي تتصف بالجودة يبلغ ٢٤,١ %، بينما توصلت دراسة (Castelo et al., 2021) إلي أن متوسط إفصاح الشركات البرازيلية عن المعلومات المتكاملة يبلغ ٢٠ %، وبالمقارنة بنتائج الدراسات السابقة التي أجريت في البيئة المصرية، توصلت دراسة (Rasheed, 2023) إلي أن متوسط افصاح الشركات المدرجة بمؤشر EGX100 المصري عن عناصر التقارير المتكاملة يبلغ ٧٦,٢ %، في حين تشير دراسة (مسعود، ٢٠٢٠) إلي أن متوسط الإفصاح عن تقارير الأعمال المتكاملة يبلغ ٦٢ % خلال عام ٢٠١٧م، في حين يبلغ هذا المتوسط ٦٨ % خلال عام ٢٠١٨م، وذلك بالتطبيق علي عينة من الشركات المدرجة بمؤشر EGX30. ويمكن تبرير اختلاف هذه النتائج إلي أن الدراسة الحالية تم تطبيقها علي عينة من جميع الشركات الخاصة المدرجة بالبورصة المصرية سواء الشركات كبيرة الحجم أو متوسطة الحجم أو صغيرة الحجم، بينما اعتمدت دراسة (Rasheed, 2023) علي الشركات كبيرة الحجم المدرجة بمؤشر EGX100، في حين اعتمدت دراسة (مسعود، ٢٠٢٠) علي عينة من الشركات الأكبر حجماً المدرجة بمؤشر EGX30، مع اتجاه الشركات كبيرة الحجم لزيادة مستوي الإفصاح عن التقارير المتكاملة.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية أو الحاكمة، تشير نتائج التحليل الوصفي إلي أن حجم الشركة SIZE مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول يتراوح بين [٧,٨٣٨٢، ١١,٩٢٢] بمتوسط حسابي قدره ٩,٩٧ وبانحراف معياري قدره $\pm ٠,٩٠٢٩$. وتختلف هذه النتائج مع نتائج الدراسات السابقة، حيث توصلت دراسة (Castelo et al., 2021) إلي أن متوسط حجم الشركات البرازيلية يبلغ ١٥,٥١، بينما توصلت دراسة (Rasheed, 2023) إلي أن متوسط حجم الشركات المدرجة بمؤشر EGX100 المصري يبلغ ١٤,٣، وقد يرجع اختلاف نتائج الدراسة الحالية مقارنة بنتائج

الدراسات السابقة إلي صغر حجم شركات العينة مقارنة بالدراسات الأخرى التي تمت المقارنة بها. وبالنسبة لمتغير ربحية الشركة مقياساً بمؤشر معدل العائد علي الأصول ROA، تشير نتائج التحليل الوصفي إلي أنه يتراوح بين [-0.020، 0.4309] بمتوسط حسابي قدره 0.0569، وبانحراف معياري قدره ± 0.1081 . وتختلف هذه النتيجة مع نتائج الدراسات السابقة، حيث تشير دراسة (Sharif et al., 2021) إلي أن متوسط معدل العائد علي الأصول لعينة من الشركات المدرجة بالأسواق المالية لآستراليا ونيوزيلندا يبلغ 0.28، خلال عام 2017م و 0.34، خلال عام 2018م لعينة من الشركات المدرجة بمؤشر EGX30 المصري، وقد يرجع اختلاف هذه النتائج إلي اختلاف البيئة المؤسسية أو مدي تطور الأسواق المالية أو الأزمات العالمية أو اختلاف عينة وفترة الدراسة. وفيما يتعلق بمتغير فرص النمو مقياساً بمؤشر نسبة القيمة السوقية للسهم إلي قيمته الدفترية MTB، تشير نتائج التحليل الوصفي إلي أنه يتراوح بين [-0.635، 20.839] بمتوسط حسابي قدره 2.3، وبانحراف معياري قدره ± 0.256 . ويشير هذا المتوسط إلي أن القيمة السوقية لصافي الأصول لشركات العينة تعادل 2.3 مرة قيمتها الدفترية. وتتسق هذه النتيجة مع نتائج الدراسات السابقة، حيث توصلت دراسة (Castelo et al., 2021) إلي أن متوسط فرص النمو للشركات البرازيلية مقاسه بنسبة القيمة السوقية إلي القيمة الدفترية للأسهم يعادل 2.29 مرة، في حين توصلت دراسة (Rizvic, 2022) إلي أن متوسط نسبة القيمة السوقية للسهم إلي قيمته الدفترية لعينة من الشركات المدرجة ببورصة إسطنبول يعادل 2.98 مرة.

وفيما يتعلق بمتغير رأس المال العامل WC، تشير نتائج التحليل الوصفي إلي أنه يتراوح بين [-0.048، 0.087، 0.68، 1.167، 2.336، 122] بمتوسط حسابي قدره 0.805، 4.43، 1.419، وبانحراف معياري قدره ± 0.17 ، 1.32، 0.28، 0.86. ويشير هذا المتغير إلي الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة لشركات العينة في نهاية السنة. وبالنسبة لمتغير الرافعة المالية أو نسبة إجمالي الديون أو إجمالي الإلتزامات إلي إجمالي الأصول Leverage، تشير نتائج التحليل الوصفي إلي أنه يتراوح بين [0.0207، 3.1772] بمتوسط حسابي قدره 0.58، 5% وبانحراف معياري قدره ± 0.3239 . ولا تتسق هذه النتيجة مع نتائج الدراسات التي أجريت في بيئات أجنبية، حيث توصلت دراسة (Sharif et al., 2021) إلي أن متوسط نسبة الرفع المالي لعينة من الشركات المدرجة بالأسواق المالية لآستراليا ونيوزيلندا يبلغ 15.5%، في حين توصلت دراسة (Rizvic, 2022) إلي أن متوسط نسبة الرفع المالي لعينة من الشركات المدرجة ببورصة إسطنبول يبلغ 31.3%. أما علي مستوي البيئة المصرية، فقد توصلت دراسة (مسعود، 2020) إلي أن متوسط نسبة الرافعة المالية لعينة من الشركات المدرجة بمؤشر EGX30 المصري يبلغ 61% خلال عام 2017م و 52% خلال عام 2018م، وهذه النتائج تتسق نسبياً مع نتائج الدراسة الحالية. وفيما يتعلق بمتغير نوع الصناعة أو القطاع Industry، تشير نتائج التحليل الوصفي إلي أنه يتراوح بين [صفر، 1] بمتوسط حسابي قدره 0.78، وبانحراف معياري قدره ± 0.4153 . وقد استخدم متغير وهمي كمؤشر علي نوع القطاع، حيث تشير القيمة (صفر) للشركات التي تنتمي للقطاع المالي، في

حين تشير القيمة (١) للشركات التي تنتمي للقطاع غير المالي. وأخيراً، فإن متغير السنة Year يتراوح ما بين [٤، ١] بمتوسط قدره ٢,٥ ، حيث إمتدت هذه الدراسة لفترة أربع سنوات من عام ٢٠٢٠م وتأخذ الرقم (١) إلي عام ٢٠٢٣م وتأخذ الرقم (٤) ، وذلك بمتوسط حسابي قدره ٢,٥ .

٣/٥/٤ نتائج الانحدار متعدد المتغيرات: Multivariate Regression Results

يستهدف هذا التحليل تقدير أهمية وقوة العلاقة بين متغيرات الدراسة. ويوضح الجدول التالي رقم (٦) نتائج التحليل الإحصائي لنموذج الانحدار متعدد المتغيرات، وذلك علي النحو التالي:

جدول رقم (٦) نتائج التحليل الإحصائي لنموذج الانحدار متعدد المتغيرات

متغيرات الدراسة	معاملات الانحدار Coefficient	اتجاه العلاقة	مستوي الدلالة Prob.	مدي المعنوية
Constant (β_0)	١,٠٣٧	إيجابية	٠,٠٠١	معنوي
IR	٢,٧٩١-	سلبية	٠,٠٠٠	معنوي
SIZE	٠,٠٤١-	سلبية	٠,٠٩٠	غير معنوي
ROA	٠,٣٠٢-	سلبية	٠,٠٤٩	معنوي
MTB	٠,٠٠٠-	سلبية	٠,٩٩٠	غير معنوي
WC	٠,٠٠٠-	سلبية	٠,٠٠٠	معنوي
Leverage	٠,٠٨٦	إيجابية	٠,٠٠٠	معنوي
Industry	٠,١٨٤	إيجابية	٠,٠٠٥	معنوي
Year	٠,٠٣٤	إيجابية	٠,٠٣٢	معنوي
مستوي المعنوية للنموذج ككل Prob(F-statistic)				
معامل التحديد المعدل بعد إدخال المتغيرات الرقابية Adjusted R Square				
معامل التحديد المعدل قبل إدخال المتغيرات الرقابية Adjusted R Square				

المصدر: (نتائج التحليل الإحصائي للبيانات)

إستناداً لنتائج التحليل الإحصائي للبيانات، فقد لوحظ أن معامل التحديد المعدل Adjusted R Square لنموذج الانحدار قبل إدخال المتغيرات الرقابية يبلغ ٠,١٨٤، مما يشير إلي أن مستوي الإفصاح الاختياري عن مؤشرات الأداء الرئيسية للمعلومات المتكاملة يفسر ١٨,٤ % من تكلفة رأس المال لشركات العينة. كما بلغ معامل التحديد المعدل لنموذج الانحدار بعد إدخال المتغيرات الرقابية ٠,٤٦٨ ، مما يشير إلي أن متغيرات نموذج الانحدار المستقلة والرقابية تفسر ٤٦,٨ % تقريباً من تكلفة رأس المال لشركات العينة. كما يشير تحسن القدرة التفسيرية لنموذج الانحدار الخطي بعد إدخال المتغيرات الرقابية إلي أهمية تضمين تلك المتغيرات بنموذج الانحدار، ودور تلك المتغيرات الرقابية أو الحاكمة في تحسين القدرة التفسيرية أو التنبؤية لنموذج الانحدار، مما يعكس تحسن جودة نموذج الانحدار ككل. وقد جاء معامل التحديد في حدود ما توصلت إليه الدراسات

السابقة، حيث توصلت الدراسات السابقة إلي أن معامل التحديد لنموذج الانحدار الخطي للعلاقة بين التقارير المتكاملة وتكلفة رأس المال في ضوء وجود مجموعة من المتغيرات الرقابية يتراوح ما بين ١٥,٣٩% و ٣٥% وذلك بالتطبيق علي عينة من الشركات الدولية (Vena et al., 2020)، وكذلك يتراوح ما بين ٤٩,٦% و ٥١,٩% وذلك بالتطبيق علي عينة من الشركات المدرجة ببورصة إسطنبول وفقاً لدراسة (Rizvic, 2022). وبالنسبة للبيئة المصرية، فإن هذا المعامل يعادل ٦٢% بالتطبيق علي عينة من الشركات المدرجة بمؤشر EGX30 المصري وفقاً لدراسة (مسعود، ٢٠٢٠)، ويبلغ معامل التحديد المعدل ٣٧,٤% بالتطبيق علي عينة من الشركات المدرجة بمؤشر EGX100 المصري وفقاً لدراسة (Rasheed, 2023).

وبالنسبة لاختبار أثر الإفصاح الاختياري عن تقارير الأعمال المتكاملة علي تكلفة رأس المال، تشير نتائج التحليل الإحصائي للبيانات أن قيمة معامل الانحدار ($\beta_1 = -2.791$) لمتغير الإفصاح الاختياري عن مؤشرات الأداء الرئيسية للمعلومات المتكاملة IR بمستوي دلالة (Prob. = 0.000 معنوي)، مع قوة معنوية نموذج الانحدار الخطي المتعدد ككل (Prob(F-statistic) = 0.000 معنوي) والتي تبلغ (Prob. = 0.000 معنوي) عند مستوي معنوية ٠,٠٥، مما يشير إلي وجود أثر سلبي معنوي للإفصاح الاختياري عن مؤشرات الأداء الرئيسية للمعلومات المتكاملة علي تكلفة رأس المال للشركات المدرجة بالبورصة المصرية. وبناءً عليه، تشير نتائج الدراسة إلي صحة الفرض البديل للبحث المنتبأ به بوجود أثر معنوي للإفصاح الاختياري عن تقارير الأعمال المتكاملة علي تكلفة رأس المال. كما تشير هذه النتيجة إلي أن إفصاح الشركات عن مؤشرات الأداء الرئيسية للتقارير المتكاملة يساعد في خفض تكلفة رأس المال. وتقدم هذه النتيجة دليلاً تجريبياً عن المنافع التي توفرها التقارير المتكاملة لمتخذي القرارات. وتتسق هذه النتيجة مع نتائج العديد من الدراسات السابقة بوجود علاقة سلبية معنوية بين إفصاح الشركات عن التقارير المتكاملة وتكلفة رأس المال (e.g. Frías-Aceituno et al., 2013a, 2013b; Carvalho and Murcia, 2016; García-Sánchez and Noguera-Gámez, 2017; Maama and Marimuthu, 2022). كما تتسق نتيجة هذه الدراسة مع دراسة (مسعود، ٢٠٢٠) التي أجريت في البيئة المصرية بالتطبيق علي الشركات المدرجة بمؤشر EGX30، وتوصلت إلي وجود أثر سلبي معنوي للإفصاح عن تقارير الأعمال المتكاملة علي تكلفة رأس المال.

وفي المقابل، تتناقض نتيجة هذه الدراسة مع نتائج دراسة (Rizvic, 2022) التي أجريت بالتطبيق علي عينة من الشركات المدرجة ببورصة إسطنبول، والتي توصلت إلي وجود أثر إيجابي معنوي للإفصاح عن التقارير المتكاملة علي تكلفة رأس المال. إن العلاقات الايجابية بين المتغيرين تبدو غير منطقية من الناحية النظرية، ولكن يمكن تفسيرها نتيجة عدم تطور ممارسات التقارير المتكاملة في الأسواق الناشئة، فضلاً عن غياب النظرة الايجابية لممارسات التقارير المتكاملة من قبل المستثمرين وباقي الأطراف أصحاب المصلحة، ونظرة بعض المستثمرين للتقارير المتكاملة علي أنها أداة لتجميل صورة الشركة فيما يتعلق بالوفاء بمسؤوليتها الاجتماعية، علاوة علي أن هذه

الممارسات ينظر إليها علي أنها مكلفة بالنسبة لادارات الشركات، وكذلك نتيجة اعداد التقارير المتكاملة داخلياً، مع عدم تأكيد مثل هذه التقارير من قبل مراقب حسابات مستقل. وفيما يتعلق بأثر المتغيرات الرقابية لنموذج الانحدار، تشير نتائج التحليل الاحصائي للبيانات إلي أن قيمة معامل الانحدار لمتغير حجم الشركة Size تبلغ ($\beta_2 = -0.041$) بمستوي دلالة ($0.090 = Prob.$) غير معنوي لأنه أكبر من مستوي المعنوية (0.05). وتشير هذه النتيجة إلي عدم وجود أثر معنوي لحجم الشركة علي تكلفة رأس المال، مما يشير إلي أن حجم الشركة لا يُعد من بين المحددات التي تتوقف عليها تكلفة رأس المال. وتتسق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Rizvic, 2022) بعدم وجود أثر معنوي لحجم الشركة علي تكلفة رأس المال لعينة من الشركات المدرجة ببورصة إسطنبول. وعلي النقيض من ذلك، توصلت دراسة (García-Sánchez and Noguera-Gámez, 2017) إلي وجود علاقة إيجابية معنوية بين حجم الشركة وتكلفة رأس المال بالتطبيق علي عينة دولية شملت ٢٧ دولة. وكذلك توصلت دراسة (مسعود، ٢٠٢٠) إلي وجود أثر ايجابي معنوي لحجم الشركة علي تكلفة رأس المال لعينة من الشركات المدرجة بمؤشر EGX30 المصري. ومن ناحية ثالثة، تشير دراسة (Rasheed, 2023) إلي وجود علاقة سلبية معنوية بين حجم الشركة وتكلفة رأس المال بالتطبيق علي عينة من الشركات المدرجة بمؤشر EGX100 المصري.

وفيما يتعلق بمتغير ربحية الشركة أو معدل العائد علي الأصول ROA، تشير نتائج التحليل الاحصائي للبيانات إلي أن قيمة معامل الانحدار تبلغ ($\beta_3 = -0.302$) بمستوي دلالة ($0.049 = Prob.$) معنوي لأنه أقل من مستوي المعنوية (0.05). وتشير هذه النتيجة إلي وجود أثر سلبي معنوي لمتغير ربحية الشركة أو معدل العائد علي الأصول علي تكلفة رأس المال، مما يشير إلي أن الشركات الأكثر ربحية تتجه للتوسع في الإفصاح عن المعلومات، مما يقلل من مشاكل المعلومات غير المتماثلة، ويقود المستثمرين إلي تقدير العوائد والمخاطر الحالية والمستقبلية بشكل أكثر دقة، مما يدفع المستثمرين لقبول عوائد أقل علي رأس المال. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (García-Sánchez and Noguera-Gámez, 2017) التي توصلت إلي وجود أثر سلبي معنوي لمعدل العائد علي الأصول علي تكلفة رأس المال لعينة من الشركات الدولية. وعلي النقيض من ذلك، تشير دراسة (مسعود، ٢٠٢٠) إلي وجود أثر ايجابي معنوي لربحية الشركة علي تكلفة رأس المال، وذلك بالتطبيق علي الشركات المدرجة بمؤشر EGX30 المصري.

وفيما يتعلق بمتغير فرص النمو MTB، تشير نتائج التحليل الاحصائي للبيانات إلي أن قيمة معامل الانحدار تبلغ ($\beta_4 = -0.000$) بمستوي دلالة ($0.990 = Prob.$) غير معنوي لأنه أكبر من مستوي المعنوية (0.05). وتشير هذه النتيجة إلي عدم وجود أثر معنوي لمتغير فرص النمو أو نسبة القيمة السوقية للشركة إلي قيمتها الدفترية علي تكلفة رأس المال، مما يشير إلي أن متغير فرص النمو ليس من بين المحددات التي تتوقف عليها تكلفة رأس المال للشركات. وعلي الرغم من أن هذه النتيجة قد تبدو غير منطقية من الناحية النظرية، وذلك لأنه من المتوقع أن الشركات التي لديها فرص نمو جيدة يمكنها الحصول علي مصادر التمويل الجديدة بتكلفة أقل، إلا أنه من الناحية

التجريبية تتسق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Rizvic, 2022) بعدم وجود أثر معنوي لنسبة القيمة السوقية للسهم إلي قيمته الدفترية علي تكلفة رأس المال لعينة من الشركات المدرجة ببورصة إسطنبول. وعلي النقيض من ذلك، تشير دراسة (García-Sánchez and Noguera-Gámez, 2017) إلي وجود أثر إيجابي معنوي لمتغير فرص النمو علي تكلفة رأس المال.

وفيما يتعلق بمتغير رأس المال العامل WC، تشير نتائج التحليل الاحصائي للبيانات إلي أن قيمة معامل الانحدار تبلغ ($\beta_5 = -0.000$) بمستوي دلالة ($\text{Prob.} = 0.000$) معنوي لأنه أقل من مستوي المعنوية (0.05). وتشير هذه النتيجة إلي وجود أثر سلبي معنوي لمتغير رأس المال العامل علي تكلفة رأس المال، مما يشير إلي أن الشركات ذات مستويات السيولة الأكبر يمكنها أن تستجيب بسهولة أكبر لسداد ديونها في فترة زمنية قصيرة، مما يعزز من امكانية الحصول علي مصادر التمويل الجديدة بتكلفة أقل، وذلك نظراً لانخفاض مخاطر السيولة. وتتسق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (García-Sánchez and Noguera-Gámez, 2017) بوجود أثر سلبي معنوي لمتغير رأس المال العامل كمؤشر علي السيولة علي تكلفة رأس المال، حيث أن الشركات ذات مستويات السيولة الأكبر يمكن أن تستجيب بسهولة أكبر لسداد ديونها في فترة زمنية قصيرة، مما يقود تكلفة رأس المال للانخفاض.

وفيما يتعلق بمتغير الرافعة المالية Leverage، تشير نتائج التحليل الاحصائي للبيانات إلي أن قيمة معامل الانحدار تبلغ ($\beta_6 = 0.086$) بمستوي دلالة ($\text{Prob.} = 0.000$) معنوي لأنه أقل من مستوي المعنوية (0.05). وتشير هذه النتيجة إلي وجود أثر إيجابي معنوي لمتغير نسبة الرفع المالي علي تكلفة رأس المال، مما يشير إلي أن الشركات التي لديها مستوي ديون أعلى ستواجه تكلفة رأس مال أعلى عند التفاوض علي عقود التمويل الجديدة، حيث يميل مقدمي رأس المال إلي وضع شروط وقيود صارمة علي الإقراض مع تزايد نسبة الديون لدي الشركة، فضلاً عن احتمالية تقديم القروض الجديدة بتكاليف أعلى، وذلك لتعويض مخاطر المديونية المرتفعة المحيطة بتلك الشركات. وعلي النقيض من ذلك، توصلت بعض الدراسات السابقة (e.g. Richardson and Welker, 2001; Rizvic, 2022) إلي وجود أثر سلبي معنوي لمتغير نسبة الرافعة المالية علي تكلفة رأس المال، وينخفض هذا الأثر السلبي مع توسع تلك الشركات في الإفصاح عن المعلومات غير المالية.

وفيما يتعلق بمتغير نوع القطاع أو الصناعة Industry، فتشير نتائج التحليل الاحصائي للبيانات إلي أن قيمة معامل الانحدار تبلغ ($\beta_7 = 0.184$) بمستوي دلالة ($\text{Prob.} = 0.005$) معنوي لأنه أقل من مستوي المعنوية (0.05). وتشير هذه النتيجة إلي وجود أثر إيجابي معنوي لمتغير نوع القطاع أو الصناعة علي تكلفة رأس المال، مما يشير إلي أن تكلفة رأس المال للشركات التي تنتمي للقطاع غير المالي تزيد عن تكلفة رأس المال للشركات التي تنتمي للقطاع المالي. وتتفق هذه النتيجة مع ما أشارت إليه دراسة (García-Sánchez and Noguera-Gámez, 2017) بأن الشركات التي تعمل في صناعات تنسم بحساسية بيئية مرتفعة أو صناعات ملوثة للبيئة تكون أكثر عرضة للتقاضي، فضلاً عن احتمالية تعرض تلك الشركات للضغوط من قبل الهيئات التنظيمية، مما يوفر

دافعاً لهذه الشركات للتوسع في الإفصاح كأداة للحد من مخاطر وتكاليف التفاضلي. وعلي مستوي البيئة المصرية، تتسق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (مسعود، ٢٠٢٠) بوجود أثر ايجابي معنوي لنوع الصناعة علي تكلفة رأس المال لعينة من الشركات المدرجة بمؤشر EGX30 المصري.

وأخيراً، فيما يتعلق بمتغير السنة Year، تشير نتائج التحليل الاحصائي للبيانات إلي أن قيمة معامل الإنحدار تبلغ ($\beta_8 = 0.034$) بمستوي دلالة ($0.032 = \text{Prob.}$) معنوي لأنه أقل من مستوي المعنوية (0.05). وتشير هذه النتيجة إلي وجود أثر ايجابي معنوي لمتغير السنة علي تكلفة رأس المال، مما يشير إلي أن تكلفة رأس المال للشركات تتجه للإرتفاع خلال الفترة من ٢٠٢٠م إلي ٢٠٢٣م. ويمكن تبرير ذلك بإرتفاع معدلات التضخم وأسعار الفائدة علي المستوي العالمي خلال السنوات الأخيرة.

٥- النتائج والتوصيات والمجالات المقترحة لأبحاث مستقبلية:

١/٥ النتائج:

- ١- استهدفت هذه الدراسة اختبار أثر الإفصاح الاختياري عن تقارير الأعمال المتكاملة علي تكلفة رأس المال للشركات المدرجة بالبورصة المصرية. ولتحقيق هذا الهدف، وبسبب القيود المتعلقة بعدم تطور ممارسات الإفصاح عن التقارير المتكاملة بسوق المال المصري، فقد قام الباحث باختبار أثر الإفصاح الاختياري عن مؤشرات الأداء الرئيسية للمعلومات المتكاملة علي تكلفة رأس المال للشركات الخاصة المدرجة بالبورصة المصرية. وتتمثل أهم نتائج الدراسة التطبيقية فيما يلي:
 - ١- وجود أثر سلبي معنوي للإفصاح الاختياري عن مؤشرات الأداء الرئيسية للمعلومات المتكاملة علي تكلفة رأس المال للشركات المدرجة بالبورصة المصرية. وبناءً عليه، تشير نتائج الدراسة إلي أن إفصاح الشركات عن مؤشرات الأداء الرئيسية للتقارير المتكاملة يساعد في خفض تكلفة رأس المال. وتقدم هذه النتيجة دليلاً تجريبياً عن المنافع التي توفرها التقارير المتكاملة لمتخذي القرارات.
 - ٢- عدم وجود أثر معنوي لحجم الشركة علي تكلفة رأس المال، مما يشير إلي أن حجم الشركة لا يُعد من بين المحددات التي تتوقف عليها تكلفة رأس المال.
 - ٣- وجود أثر سلبي معنوي لمتغير ربحية الشركة أو معدل العائد علي الأصول علي تكلفة رأس المال، مما يشير إلي أن الشركات الأكثر ربحية تتجه للتوسع في الإفصاح عن المعلومات، مما يقلل من مشاكل المعلومات غير المتماثلة، ويقود المستثمرين إلي تقدير العوائد والمخاطر الحالية والمستقبلية بشكل أكثر دقة، مما يدفع المستثمرين لقبول عوائد أقل علي رأس المال.
 - ٤- عدم وجود أثر معنوي لمتغير فرص النمو أو نسبة القيمة السوقية للشركة إلي قيمتها الدفترية علي تكلفة رأس المال، مما يشير إلي أن متغير فرص النمو ليس من بين المحددات التي تتوقف عليها تكلفة رأس المال للشركات.

- ٥- وجود أثر سلبي معنوي لمتغير رأس المال العامل علي تكلفة رأس المال، مما يشير إلي أن الشركات ذات مستويات السيولة الأكبر يمكنها أن تستجيب بسهولة أكبر لسداد ديونها في فترة زمنية قصيرة، مما يعزز من امكانية الحصول علي مصادر التمويل الجديدة بتكلفة أقل، وذلك نظراً لانخفاض مخاطر السيولة.
- ٦- وجود أثر إيجابي معنوي لمتغير نسبة الرفع المالي علي تكلفة رأس المال، مما يشير إلي أن الشركات التي لديها مستوي ديون أعلى ستواجه تكلفة رأس مال أعلى عند التفاوض علي عقود التمويل الجديدة، حيث يميل مقدمي رأس المال إلي وضع شروط وقيود صارمة علي الإقتراض مع تزايد نسبة الديون لدي الشركة، فضلاً عن احتمالية تقديم القروض الجديدة بتكاليف أعلى، وذلك لتعويض مخاطر المديونية المرتفعة المحيطة بتلك الشركات.
- ٧- وجود أثر إيجابي معنوي لمتغير نوع القطاع أو الصناعة علي تكلفة رأس المال، مما يشير إلي أن تكلفة رأس المال للشركات التي تنتمي للقطاع غير المالي تزيد عن تكلفة رأس المال للشركات التي تنتمي للقطاع المالي.
- ٨- وجود أثر إيجابي معنوي لمتغير السنة علي تكلفة رأس المال، مما يشير إلي أن تكلفة رأس المال للشركات تتجه للإرتفاع خلال الفترة من ٢٠٢٠م إلي ٢٠٢٣م. ويمكن تبرير ذلك بإرتفاع معدلات التضخم وأسعار الفائدة علي المستوي العالمي خلال السنوات الأخيرة.

٢/٥ التوصيات:

- في ضوء النتائج التي توصل إليها البحث، يوصي الباحث بما يلي:
- ١- يجب علي المنظمات المهنية اصدار معايير محاسبية ملزمة تستوجب اصدار الشركات كبيرة الحجم لتقرير الأعمال المتكامل، حيث تشير أدبيات المحاسبة إلي ضرورة نشر المعلومات غير المالية، ومعلومات الاستدامة، ومعلومات التغيرات المناخية، ومعلومات الحوكمة جنباً إلي جنب مع المعلومات المالية في تقرير واحد مجمع، وذلك لتوفير معلومات أكثر فائدة لمختلف الأطراف أصحاب المصلحة.
 - ٢- يجب علي منظمي الأسواق المالية، ومن بينها الهيئة العامة للرقابة المالية اصدار قواعد وضوابط وتعليمات جديدة لتشجيع الشركات المدرجة بالبورصة المصرية علي الإفصاح عن تقارير الأعمال المتكاملة، وذلك كخطوة هامة نحو تطوير ممارسات الإفصاح في سوق المال المصري، حيث أن تبني نموذج أعمال مستدام مرتبط بالتفكير المتكامل هو أساس نشر التقرير المتكامل.
 - ٣- يجب علي جهات التصنيف الائتماني إدراج تقرير الأعمال المتكامل ضمن المؤشرات التي يتم علي أساسها ترتيب التصنيف الائتماني للشركات، مما يشجع الشركات علي الإفصاح عن تقرير الأعمال المتكامل، وذلك لتحقيق مكاسب عديدة، ومن أهمها تحسين التصنيف الائتماني للشركة.
 - ٤- يجب علي السلطات التشريعية وصانعي السياسات إصدار قوانين وطنية لتعزيز ممارسات الإفصاح عن التقارير المتكاملة، مما ينعكس بشكل إيجابي علي قرارات المستثمرين فيما يتعلق

- بفرص ومخاطر الاستثمار في الشركات، ويساعد علي جذب مصادر تمويل جديدة لهذه الشركات بتكلفة تمويل أقل.
- ٥- يجب علي إدارات الشركات الإفصاح بشكل طوعي أو اختياري عن تقرير الأعمال المتكامل، حتي في غياب معايير محاسبية أو قواعد تنظيمية ملزمة بذلك، وذلك لدور هذا التقرير في تحسين جودة المعلومات، والحد من مشاكل وتكاليف المعلومات غير المتماثلة، فضلاً عن دور هذا التقرير في تحسين عملية تقدير العوائد والمخاطر الحالية والمستقبلية للشركة، مما يحد من تكلفة رأس المال عند التعاقد علي مصادر تمويل جديدة.
- ٦- يجب أن تنطوي التقارير المتكاملة المفصّل عنها من قبل إدارات الشركات علي معلومات هامة تلبّي احتياجات مستخدمي المعلومات، فضلاً عن اتصاف هذه المعلومات بخاصية القابلية للفهم. وأن تكون المعلومات منظمة بطريقة تسمح بالمقارنة السهلة لتسليط الضوء على أوجه التشابه والاختلاف بين حقائق الأعمال المختلفة. وكذلك يجب تقديم معلومات موثوقة تمثل بصدق وحياد حقيقة نشاط الشركة، وذلك من خلال تضمين المعلومات الإيجابية والسلبية في التقرير المتكامل. كما يجب أن تكون المعلومات متكاملة وكاملة تغطي جميع الجوانب ذات الصلة بنشاط الأعمال، وفي نفس الوقت تلبّي احتياجات مختلف الأطراف أصحاب المصلحة. ويتعين علي المديرين الاهتمام بقابلية التقارير المتكاملة للقراءة ووضوحها من خلال دعمها بالرسوم البيانية والجدول كلما كان ذلك مناسباً.
- ٧- يتعين على إدارات الشركات تجنب إنتاج تقارير متكاملة طويلة للغاية، حيث قد يؤدي الطول المفرط إلى عدم جذب انتباه المستثمرين. كما يجب علي المديرين تسهيل إمكانية الوصول إلى التقارير المتكاملة، وذلك من خلال إتاحتها علي المواقع الإلكترونية للشركات.
- ٨- يجب علي إدارات الشركات التعاقد مع مراقبي الحسابات علي تقديم خدمات جديدة، وتشمل هذه الخدمات التوكيد علي تقرير الأعمال المتكامل، وذلك لدور هذا التوكيد في تعزيز الثقة في المعلومات التي يتضمنها هذا التقرير، وزيادة منفعته لمتخذي القرارات.
- ٩- يجب علي المستثمرين الحاليين والمرتبين ومؤسسات التمويل المختلفة الاهتمام بالمعلومات الواردة بتقرير الأعمال المتكامل، حيث تشير نتائج الدراسة إلي أهمية هذه المعلومات في الحد من تكلفة رأس المال.
- ١٠- يؤدي الاهتمام بالاستثمارات المسؤولة اجتماعياً إلى دفع المستثمرين على المدى الطويل إلى مكافأة الشركات ذات المستويات الأعلى من التفكير المتكامل، وذلك لقدرتها على إدارة المخاطر المالية والاجتماعية والبيئية بشكل أفضل.

٣/٥ مجالات البحث المستقبلية:

- في ضوء نتائج البحث الحالية، يقترح الباحث ضرورة توجيه مزيد من الإهتمام للنقاط البحثية التالية في البحوث المستقبلية:
- ١- دراسة أثر الاختلاف بين الإفصاحات الإلزامية والإفصاحات الاختيارية للتقارير المتكاملة علي تكلفة رأس المال.

- ٢- دراسة العلاقة بين الإفصاح عن التقارير المتكاملة والأداء المالي للشركات.
- ٣- دراسة أثر قواعد حوكمة الشركات علي إعداد التقارير المتكاملة.
- ٤- دراسة أثر خصائص الشركات علي إعداد التقارير المتكاملة.
- ٥- دراسة أثر قوة أو ضعف بيئات حماية المستثمر علي إعداد التقارير المتكاملة.
- ٦- دراسة أثر جودة التقارير المتكاملة علي تكلفة رأس المال.
- ٧- دراسة أثر جودة التقارير المتكاملة علي عدم تماثل المعلومات.
- ٨- دراسة أثر التوكيد علي التقارير المتكاملة علي قرارات المستثمرين.

٦- قائمة المراجع:

١/٦ المراجع العربية:

- البورصة المصرية، (٢٠٢٤ أ)، "بيانات السوق - القطاعات"، متاح علي:
<https://www.egx.com.eg/ar/MarketWatchSectors.aspx>
- البورصة المصرية، (٢٠٢٤ ب)، "القيود - نماذج الإفصاح"، متاح علي:
https://www.egx.com.eg/ar/Disclosure_forms.aspx
- قدوره، محمد جمال محمد صالح، (٢٠٢٠)، أثر الإفصاح المحاسبي وفق الإطار الدولي للتقارير المتكاملة على كل من تكلفة رأس المال والتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة وقيمة الشركة: دراسة تطبيقية، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة الاسكندرية - كلية الأعمال - المحاسبة والمراجعة.
- مسعود، سناء ماهر محمدي، (٢٠٢٠)، محددات الإفصاح عن تقارير الأعمال المتكاملة وأثره على تكلفة رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة البحوث المحاسبية، جامعة طنطا - كلية التجارة - قسم المحاسبة، العدد الأول (يونيو)، ص ٥٧٤ - ٦٢٢.

٢/٦ المراجع الأجنبية:

- Barth, M.E., S.F. Cahan, L. Chen, and E.R. Venter. (2017). The Economic Consequences Associated with Integrated Report Quality: Capital Market and Real Effects. Accounting, Organizations and Society. 62:43-64.
- Baums, T. (2002). Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe: The Example of Germany. European Corporate Governance Institute (EGCI), Law Working Paper. Available at: <http://ssrn.com/abstract=345020>.

- Beaver, W. (1998). Financial Reporting: An Accounting Revolution. Englewood Cliffs: Prentice-Hall.
- Blanco, B., García Lara, J. M., and Tribo, J. (2015). Segment Disclosure and Cost of Capital. Journal of Business Finance & Accounting: 1-45.
- Bosah, Vincent Ifeanyi and Shiyabola, Alice and Adeoye, Ebunoluwa and Bankole, Oluwaseun Emmanuel and Adesanya, Rebecca. (2024). Governance and 'risk and opportunity' disclosures and firms' value of quoted consumer goods companies in Nigeria: An integrated reporting outlook. Adeleke University Journal of Business and Social Sciences. Vol. 4. Issue 1 (September 20). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4967177> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4967177>.
- Busco, Cristiano, Mark L. Frigo, Paolo Quattrone, and Angelo Riccaboni, eds. (2013). Towards Integrated Reporting: Concepts, Elements and Principles. In Integrated Reporting: Concepts and Cases that Redefine Corporate Accountability. Cham: Springer International Publishing: 3-18.
- Carvalho, N., Murcia, F.D.R. (2016). The Relationship between Integrated Reporting and Cost of Capital. In: Mio, C. (eds) Integrated Reporting. Palgrave Macmillan, London. (12 August): 253-268. Available at: https://doi.org/10.1057/978-1-137-55149-8_13.
- Castelo D. X. A, Nossa V., Costa F. M., Danilo S. M. (2021). Voluntary Disclosure of Integrated Reporting and cost of Capital in Brazil: An Alternative Explanation. New Challenges in Accounting and Finance (NCAF). 6: 1-15. Available at: <https://doi.org/10.32038/NCAF.2021.06.01>.
- Doval, E. (2018). The Cost of Capital and Financial Risk from Investors' Perspective. Review of General Management. 27(1):1-14.

- Frías-Aceituno, J. V., Rodríguez-Ariza, L., and García-Sánchez, I. M. (2013a). The Role of the Board in the Dissemination of Integrated Corporate Social Reporting. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20, 219–233.
- Frías-Aceituno, J. V., Rodríguez-Ariza, L., and García-Sánchez, I. M. (2013b). Is Integrated Reporting Determined by A Country's Legal System? An Exploratory Study. *Journal of Cleaner Production*, 44, 45–55.
- García-Sánchez I. M., L. Noguera-Gámez L. (2017). Integrated Information and the Cost of Capital. *International Business Review*, October, 26(5): 959-975. Available at: <http://dx.doi.org/10.1016/j.ibusrev.2017.03.004>.
- Hail, L. (2002). The Impact of Voluntarily Corporate Disclosure On the Ex-Ante Cost of Capital for Swiss Firms. *European Accounting Review*, 11(4): 741–743.
- International Integrated Reporting Council (IIRC). (2013a). The International IR Framework. Available at: <http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/12/13-12-08>.
- International Integrated Reporting Council (IIRC). (2013b), Capitals–Background Paper for <IR>. Available at: <https://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2013/03/IR-Background-Paper-Capitals.pdf>.
- International Integrated Reporting Council (IIRC) (2011). Towards Integrated Reporting. Communicating Value in the 21st Century. IIRC. Available at: <http://www.theiirc.org/I/december/2011>.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385–420. Available at: <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00238.x>.

- Maama, H. and Marimuthu, F. (2022). Integrated Reporting and Cost of Capital in Sub-Saharan African Countries. *Journal of Applied Accounting Research*. 23(2): 381-401. Available at: <https://doi.org/10.1108/JAAR-10-2020-0214>.
- Martínez-Ferrero, J. (2014). Consecuencias de las prácticas de sostenibilidad en el coste de capital and en la reputación corporativa. *Revista de Contabilidad – Spanish Accounting Review*, 17(2): 153–162.
- Mohaisen, H.A., T.K. Al-Abedi, and H.S. Saeed. (2021). The Impact of Accounting Disclosure According to Integrated Business Reports on the Value of the Company and the Cost of Capital: An Empirical Study in Iraq Stock Exchange. *Management and Information Technology*. 18:1-24.
- Ng, Anthony C. and Gul, Dr Ferdinand. (2024). Do Managers of Distressed Firms Use Integrated Reporting as an Impression Management Tool? Some Australian Capital Market Evidence. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4726313> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4726313>.
- Ngcobo, B.N. & Sibanda, M., (2021), ‘Effects of integrated reporting on the cost of capital and analysts’ forecasts errors: A study of Johannesburg Stock Exchange listed mining firms’, *Journal of Economic and Financial Sciences* 14(1), a675. Available at: <https://doi.org/10.4102/jef.v14i1.675>.
- Pirgaip, Burak, and Lamija Rizvić. (2023). The Impact of Integrated Reporting on the Cost of Capital: Evidence from an Emerging Market. *Journal of Risk and Financial Management*. 16: 311. Available at: <https://doi.org/10.3390/jrfm16070311>.
- Rasheed, Dalia M. M. H. (2023). Direct and Joint Effects of Earnings Quality and Integrated Reporting on the Cost of Capital. *Alexandria Journal of Accounting Research*. 7 (1) January: 1-40.

- Richardson, A. J., and Welker, M. (2001). Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost of Capital. *Accounting, Organizations and Society*, 26(7-8), 597-616. Available at: [http://dx.doi.org/10.1016/S0361-3682\(01\)00025-3](http://dx.doi.org/10.1016/S0361-3682(01)00025-3).
- Rizvic, Lamija. (2022). The examination of the relationship between integrated reporting and cost of capital: evidence from Borsa Istanbul, Master's Degree, Ankara.
- Sengupta, P. (1998). Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review*, 73(4): 459-474.
- Sharif, H. P., Johari, J., Fadzilah, W., & Theng, L. W. (2021). Impact of Integrated Reporting Quality Disclosure on Cost of Equity Capital in Australia and New Zealand. *Indonesian Journal of Sustainability Accounting and Management*, 5(2), 311-323. Available at: <https://doi.org/10.28992/ijSAM.v5i2.400>.
- Vena L, Sciascia S, Cortesi A. (2020). Integrated Reporting and Cost of Capital: The Moderating Role of Cultural Dimensions. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 31(1). Available at: <http://10.1111/jifm.12113>.
- Zaro, E., E. Flores, M. Fasan, F.D.R. Murcia, and C.S. Zaro. (2022). Voluntary Adoption of Integrated Reporting, Effective Legal System, and the Cost of Equity. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*:1-25.
- Zaro, E. S. (2019). Cost of Capital and Voluntary Disclosure of Integrated Reporting: The Role of Institutional Factors. Ph.D. Dissertation, University of São Paulo, São Paulo.
- Zhou, Shan, Roger Simnett, and Wendy Green. (2017). Does Integrated Reporting Matter to the Capital Market?. 53: 94-132. Available at: <https://doi.org/10.1111/abac.12104>.

ملحق البحث رقم (١)
مؤشرات الأداء الرئيسية للإفصاح عن المعلومات المتكاملة

عناصر المؤشر	م
أولاً: نظرة عامة على المنظمة والبيئة الخارجية:	
١	تحديد رسالة المنظمة ورؤيتها وقيمتها وثقافتها.
٢	وصف الأنشطة والأسواق الرئيسية.
٣	تحديد هيكل الملكية والتشغيل.
٤	وصف الموقف التنافسي وموقع السوق.
٥	تحديد المعلومات الكمية الرئيسية (على سبيل المثال، عدد الموظفين، والإيرادات، وعدد البلدان التي تمارس فيها المنظمة نشاطها، مع تسليط الضوء بشكل خاص على التغييرات المهمة عن الفترات السابقة).
٦	وصف العوامل الجوهرية التي تؤثر على البيئة الخارجية واستجابة المنظمة (مثل، السياق القانوني، والتجاري، والاجتماعي، والبيئي، والسياسي).
ثانياً: الحوكمة:	
٧	هيكل قيادة المنظمة (المهارات والتنوع؛ على سبيل المثال، مجموعة الخلفيات، والجنس، والكفاءة، وخبرة أعضاء مجلس الإدارة).
٨	دور لجنة الحوكمة أو المجلس الأعلى للحوكمة في تحديد الغرض والقيم والاستراتيجية.
٩	دور لجنة الحوكمة أو المجلس الأعلى للحوكمة في إدارة المخاطر.
١٠	عمليات محددة وإجراءات معينة تستخدم لاتخاذ القرارات الاستراتيجية وإدارة المخاطر.
١١	كيفية ربط المكافآت والحوافز بخلق القيمة.
١٢	الإجراءات المتخذة للتأثير على البيئة الثقافية والقيم الأخلاقية للمنظمة ومراقبتها.
ثالثاً: نموذج الأعمال:	
١٣	التحديد الصريح للعناصر الرئيسية لنموذج الأعمال.
١٤	رسم بياني بسيط يسلط الضوء على العناصر الرئيسية، مدعوماً بشرح واضح لأهمية تلك العناصر بالنسبة للمنظمة.
١٥	الإفصاح عن الأنواع المختلفة لرأس المال وربطها بنموذج الأعمال.
١٦	الترايبات والمقايضات بين رؤوس الأموال: المالية والصناعية والفكرية والبشرية والاجتماعية والعلاقات والطبيعية.
١٧	الارتباط بالمعلومات الواردة ضمن عناصر محتوى أخرى، مثل الاستراتيجية والمخاطر والفرص والأداء (بما في ذلك مؤشرات الأداء الرئيسية والاعتبارات المالية، مثل التكاليف

م	عناصر المؤشر
	والإيرادات).
١٨	التغييرات في استراتيجية المنظمة عندما يتم، على سبيل المثال، تحديد مخاطر وفرص جديدة أو عدم تحقق الأداء السابق كما هو متوقع و/أو موازنة نموذج العمل مع التغييرات في بيئتها الخارجية.
	رابعاً: المخاطر والفرص:
١٩	المصادر المحددة للمخاطر والفرص.
٢٠	التأثيرات المحتملة للمخاطر والفرص على المنظمة.
٢١	الخطوات المحددة التي يتم اتخاذها للتخفيف من المخاطر الرئيسية أو إدارتها أو خلق قيمة من الفرص الرئيسية.
	خامساً: الاستراتيجية وتخصيص الموارد:
٢٢	الأهداف الاستراتيجية قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل للمنظمة.
٢٣	الاستراتيجيات التي وضعتها المنظمة أو تنوي تنفيذها لتحقيق تلك الأهداف الاستراتيجية.
٢٤	خطط تخصيص الموارد التي يتعين علي المنظمة تنفيذها لتنفيذ استراتيجيتها.
٢٥	الارتباط بين استراتيجية المنظمة وخطط تخصيص الموارد ونموذج أعمال المنظمة.
٢٦	المدى الذي تم فيه دمج الاعتبارات البيئية والاجتماعية في استراتيجية المنظمة لمنحها ميزة تنافسية.
	إشراك أصحاب المصلحة في صياغة الاستراتيجيات وخطط الموارد.
٢٧	سادساً: الأداء:
٢٨	المؤشرات الكمية فيما يتعلق بالأهداف والمخاطر والفرص.
٢٩	تأثيرات المنظمة (الإيجابية والسلبية) على رؤوس الأموال.
٣٠	حالة علاقات أصحاب المصلحة الرئيسيين وكيفية استجابة المنظمة للاحتياجات والمصالح المشروعة لأصحاب المصلحة الرئيسيين.
٣١	الارتباطات بين الأداء الماضي والحالي، وبين الأداء الحالي وتوقعات المنظمة.
٣٢	مؤشرات الأداء الرئيسية التي تجمع بين المقاييس المالية ومكونات أخرى أو تقييم تأثيرات معينة على رؤوس الأموال.
	سابعاً: التوقعات:
٣٣	توقعات المنظمة بشأن البيئة الخارجية.
٣٤	استعداد المنظمة لعدم التأكد في المستقبل.
٣٥	التأثيرات المحتملة على رأس المال المالي ورؤوس الأموال الأخرى في المستقبل.

عناصر المؤشر	م
طرق التنبؤ: المؤشرات الرئيسية، ومؤشرات الأداء الرئيسية أو الأهداف، والمعلومات ذات الصلة من المصادر الخارجية المعترف بها، وتحليلات الحساسية.	٣٦
المقارنات بين الأداء الفعلي والأهداف التي تم تحديدها مسبقاً تتيح تقييم التوقعات الحالية بشكل أكبر.	٣٧
ثامناً: أساس الاعداد والعرض:	
وصف حدود التقرير وكيفية تحديدها.	٣٨
الأطر والطرق المستخدمة لقياس أو تقييم الأمور الجوهرية.	٣٩
وصف موجز للعملية المستخدمة لتحديد الأمور ذات الصلة وتقييم أهميتها وتضييق نطاقها إلى الأمور الجوهرية.	٤٠
تحديد دور مسؤولي الحوكمة والموظفين الرئيسيين في تحديد الأمور الجوهرية وإعطائها الأولوية.	٤١
تأثير الأمور الجوهرية على عملية خلق القيمة في المنظمة.	٤٢
مشاركة أصحاب المصلحة في تحديد الأمور الجوهرية أو الهامة نسبياً.	٤٣

المصدر: (Sharif et al., 2021; Ngcobo and Sibanda, 2021)

ملحق البحث رقم (٢)

نتائج التحليل الإحصائي للبيانات باستخدام برنامج التحليل الإحصائي Eviews 13

١ - نتائج اختبار جارك بيرا Jarque-Bera :

	COC	IR	SIZE	ROA	MTB
Mean	0.108752	0.243744	9.976848	0.056922	2.298666
Median	0.154412	0.246512	9.938841	0.045002	1.439394
Maximum	0.460323	0.697674	11.92162	0.430953	20.83897
Minimum	-3.789511	0.148837	7.838181	-0.502050	-22.63544
Std. Dev.	0.389101	0.034294	0.902927	0.108108	4.025600
Skewness	-0.175301	-0.370025	-0.101124	-0.396223	0.135495
Kurtosis	-0.155413	0.222008	2.458701	0.549210	2.968235
Jarque-Bera	0.612812	2.487340	2.782574	3.873343	0.620367
Probability	0.736088	0.288324	0.248755	0.144183	0.733527
Sum	21.75044	48.74884	1995.370	11.38443	459.7333
Sum Sq. Dev.	30.12858	0.234044	162.2400	2.325789	3224.885
Observations	200	200	200	200	200

	WC	LEVERAGE	INDUSTRY	YEAR
Mean	1.42E+09	0.585045	0.780000	2.500000
Median	2.57E+08	0.609614	1.000000	2.500000
Maximum	1.22E+11	3.177167	1.000000	4.000000
Minimum	-6.81E+10	0.020669	0.000000	1.000000
Std. Dev.	1.71E+10	0.323925	0.415286	1.120840
Skewness	0.235495	0.366221	-1.351853	3.72E-18
Kurtosis	3.168235	3.096241	2.827506	1.640000
Jarque-Bera	2.084467	4.547800	61.16481	15.41333
Probability	0.352723	0.102920	0.000000	0.000450
Sum	2.84E+11	117.0089	156.0000	500.0000
Sum Sq. Dev.	5.84E+22	20.88050	34.32000	250.0000
Observations	200	200	200	200

٢ - نتائج اختبار معامل تضخم التباين (VIF): Variance Inflation Factor

Variance Inflation Factors
Date: 03/06/25 Time: 10:24
Sample: 1824 2023
Included observations: 200

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.099853	248.1517	NA
INDUSTRY	0.004210	8.160110	1.795224
IR	0.608233	91.57254	1.768860
LEVERAGE	0.005099	5.660097	1.322935
MTB	2.94E-05	1.562383	1.176765
ROA	0.048206	1.781325	1.393155
SIZE	0.000567	141.4366	1.143347
WC	1.42E-24	1.036785	1.029681
YEAR	0.000346	6.450057	1.075010

٣ - نتائج اختبار درين واتسون Durbin-Watson ونتائج معاملات نموذج الانحدار:

Dependent Variable: COC
Method: Panel Least Squares
Date: 03/06/25 Time: 09:09
Sample: 2020 2023
Periods included: 4
Cross-sections included: 50
Total panel (balanced) observations: 200

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.036780	0.315995	3.280996	0.0012
INDUSTRY	0.183777	0.064882	2.832494	0.0051
IR	-2.791326	0.779893	-3.579115	0.0004
LEVERAGE	0.086089	0.071406	12.05627	0.0000
MTB	-6.74E-05	0.005419	-0.012446	0.9901
ROA	-0.301586	0.219559	-1.373599	0.0491
SIZE	-0.040570	0.023815	-1.703568	0.0901
WC	-1.11E-11	1.19E-12	-9.347177	0.0000
YEAR	0.033681	0.018603	1.810578	0.0318
R-squared	0.489814	Mean dependent var		0.108752
Adjusted R-squared	0.468445	S.D. dependent var		0.389101
S.E. of regression	0.283685	Akaike info criterion		0.362055
Sum squared resid	15.37119	Schwarz criterion		0.510479
Log likelihood	-27.20547	Hannan-Quinn criter.		0.422120
F-statistic	22.92163	Durbin-Watson stat		1.528908
Prob(F-statistic)	0.000000			

٤ - نتائج معاملات نموذج الانحدار قبل إدخال المتغيرات الرقابية:

Dependent Variable: COC
Method: Panel Least Squares
Date: 03/11/25 Time: 09:07
Sample: 2020 2023
Periods included: 4
Cross-sections included: 50
Total panel (balanced) observations: 200

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.307928	0.178833	7.313663	0.0000
IR	-4.919812	0.726573	-6.771260	0.0000
R-squared	0.188025	Mean dependent var		0.108752
Adjusted R-squared	0.183924	S.D. dependent var		0.389101
S.E. of regression	0.351502	Akaike info criterion		0.756748
Sum squared resid	24.46365	Schwarz criterion		0.789731
Log likelihood	-73.67479	Hannan-Quinn criter.		0.770096
F-statistic	45.84996	Durbin-Watson stat		0.232474
Prob(F-statistic)	0.000000			