

عدم تماثل المعلومات وأثره في تكلفة رأس المال

دراسة في عينة من سوق الكويت للأوراق المالية(*)

الباحثة: وداد سليمان خليفة

جامعة الموصل

كلية الإدارة والاقتصاد

widad.20bap323@student.uomosul.edu.iq

أ.م.د. دعاء نعمان الحسيني

جامعة الموصل

كلية الإدارة والاقتصاد

Duaa_numaan@uomosul.edu.iq

ISSN 2709-6475 DOI: <https://dx.doi.org/10.37940/BEJAR.2022.3.6.14>

تأريخ النشر ٢٠٢٢/١٢/٣٠

تأريخ قبول النشر ٢٠٢٢/٩/١٠

تأريخ استلام البحث ٢٠٢٢/٩/١

المستخلص

هدفت الدراسة إلى قياس أثر عدم تماثل المعلومات في تكلفة رأس المال لدى عينة البحث وتمثلت المشكلة البحثية "هل أن سوق الكويت للأوراق المالية يفصح عن معلوماته بشكل دقيق وبالوقت المناسب؟" وما هو تأثير عدم تماثل المعلومات في تكلفة رأس المال للشركات المدرجة في السوق؟ وعلى هذا الأساس افترضت الدراسة "وجود أثر ذو دلالة إحصائية معنوية للمعلومات غير المتماثلة في تكلفة رأس المال" تمثلت الدراسة وعيبتها بسوق الكويت، إذ اعتمدت البيانات الربع سنوية المنشورة في سوق الأوراق المالية لمدة (9) سنوات للفترة (٢٠١٢-٢٠٢٠)، وبهذا أصبح عدد المشاهدات (36) مشاهدة، وتم تحليل البيانات واستخدم نموذج ARDL لقياس تأثير المتغيرات المفسرة في المتغير المستجيب، توصلت الدراسة بإثبات التأثير السلبي العكسي لكل من حجم التداول وهامش الربح في (WACC) في الأجلين القصير والطويل الأمد، والتأثير الموجب الطردي لمعدل دوران السهم في الأجلين القصير والطويل الأمد، أوصت الدراسة بضرورة اهتمام الشركات بالمؤشرات التي تشخص مشكلة عدم تماثل المعلومات، وتقليص فجوة المعلومات بين الإدارة والمساهمين، والعمل على تقليل تكلفة رأس المال عن طريق تقليل عدم تماثل المعلومات.

الكلمات المفتاحية: عدم تماثل المعلومات، تكلفة رأس المال، النظرية السلوكية.



مجلة اقتصاديات الأعمال

المجلد (٣) العدد (٦) ٢٠٢٢

الصفحات: ٢٣٣-٢٥٤

(*) البحث مستل من رسالة ماجستير للباحثة الثانية.

Information Asymmetry and its Impact on the Cost of Capital

A study in a Sample of the Kuwait Stock Market

Abstract

The study aimed to measure the effect of information asymmetry on the cost of capital for the research sample, and the research problem was “Does the Kuwait Stock Exchange disclose its information accurately and in a timely manner?” What is the effect of information asymmetry on the cost of capital for companies listed in the market? On this basis, the study assumed “the existence of a statistically significant effect of asymmetric information on the cost of capital.” The study was represented in the Kuwait market, where the quarterly data published in the stock market was adopted for a period of (9) years for the period (2012-2020), and thus becomes The number of observations (36) views, the data were analyzed and the ARDL model was used to measure the effect of the explanatory variables on the responsive variable. In the short and long term, the study recommended that companies should pay attention to indicators that diagnose the problem of information asymmetry, reduce the information gap between management and shareholders, and work to reduce the cost of capital by reducing information asymmetry.

Keywords: Information A Symmetry, Cost of Capital, Behavioral Theory.

المقدمة:

يُعد موضوع عدم تماثل المعلومات من أكثر المواضيع نقاشاً في المحاسبة المالية خلال الفترة الماضية، وخاصة بعد ٢٠١٦ بعد تطبيق معايير الإفصاح العادل (IFRS)، إن عدم استقرار الأسواق ناتج من مشكلة نقص المعلومات، فضلاً عن عدم تماثلها مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة، والسبب وراء ذلك هو أن المحللين والمستثمرين لم تكتمل لديهم الرؤيا الكاملة بوجود معلومات، والمفاضلة بينها، واختيار القرار الذي يتسم بالرشادة المستندة إلى معلومات حقيقية وصحيحة، التي هي أساس السوق وكل التعاملات التي تجري فيه. أما تكلفة رأس المال فهي من الأركان الرئيسية المهمة والأساسية لإنجاح المنشآت واستمرارها في السوق ومن أولويات اهتمامات المدير المالي، إذ حظيت تكلفة رأس المال باهتمام الماليين والمنشآت، وأن قوة الشركة تتمثل في مقدار السيولة ونسبة مديونيتها، وتُعد التكلفة هي الوجه الآخر للعائد، فإن تكلفة الأموال تختلف باختلاف طبيعة كل مصدر تمويلي ونسبتها في الشركات؛ لذلك تصبح قضية تكوين هيكل مالي مناسب يوفق بين الأموال من مصادر داخلية وخارجية من جهة وبين العائد والمخاطرة من جهة أخرى، وتعد من أهم المشاكل التي تواجه المدير المالي، ويتم عادةً استخدام استراتيجيات مختلفة للتقليل من تكلفة رأس المال في ظل وجود ظاهرة عدم تماثل المعلومات لأنها تقيم جودة القرارات الاستثمارية في ظل كثرة متغيرات أسواق المال وبيئة الأعمال.

المبحث الأول: منهجية الدراسة:

أولاً: مشكلة الدراسة:

تحاول الدراسة الإجابة على التساؤل الآتي: (ما تأثير عدم تماثل المعلومات في تكلفة رأس المال؟).

ثانياً: أهمية الدراسة:

إن سوق الأوراق المالية لا يمكن أن تنمو وتزدهر إلا عن طريق تقديم معلومات وبيانات ملائمة لقرارات الاستثمار عن طريق قنوات مؤهلة متناعمة مع التغيرات الاقتصادية والمالية، وزيادة حدة المنافسين، والواضحة بسلسلة بيانات تتصف بعدم التماثل، لذا تتمثل أهمية الدراسة بالآتي:

١. تقديم إطار نظري لظاهرة عدم تماثل المعلومات، ومعرفة صورها، وأشكالها، وآلية الحد منها للخروج بقرارات استثمارية معتمدة على معلومات واقعية حقيقية.
٢. تهتم الدراسة بتحليل العلاقة بين عدم تماثل المعلومات، وتكلفة رأس المال، إذ أن كفاءة رأس المال ونموه تعتمد على قرارات مالية مرتبطة بالمعلومات المفصح عنها وغير المفصح عنها، التي تُعد من الأمور المهمة عند كل من الإدارة وأصحاب المصالح.
٣. إسهام النتائج التي تخرج بها الدراسة في استفادة المستثمرين لمعرفة العوامل التي تؤثر في استثماراتهم بالأدوات المالية.

ثالثاً: أهداف الدراسة:

بناءً على ما يفرضه الواقع العلمي لسياسات الإفصاح التي تعتمد عليها الشركات المساهمة العربية من الحاجة إلى تطبيق منهجيات علمية لقياس وتحليل المتغيرات المؤثرة في تكلفة رأس المال فإن هذه الدراسة تسعى إلى تحقيق جملة من الأهداف لعل أبرزها الآتي:

١. القياس، ومن ثم الوصول إلى تكلفة رأس المال في سوق الكويت للأوراق المالية.
٢. اختبار وتحليل علاقة وأثر عدم تماثل المعلومات في تكلفة رأس المال.

رابعاً: فرضية الدراسة:

ضمن التسلسل المنهجي الخاص بالبحث فإن اختبار العلاقات والآثار الوارد ذكرها في الأهداف، والمشكلة الحقيقية للدراسة فقد تم اعتماد الفرضية الرئيسة الآتية:
"هنالك جملة من الآثار التي تتركها المتغيرات المفسرة في تكلفة رأس المال سوق الكويت للأوراق المالية"، وتتفرع عن الفرضية الرئيسة الفرضيات الفرعية الآتية:
١. يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية بين حجم التداول والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.
٢. يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية بين هامش الربح والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.
٣. يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية بين معدل دوران السهم والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

خامساً: مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع وعينة الدراسة بسوق الكويت للأوراق المالية، إذ اعتمدت البيانات الربع سنوية المنشورة في سوق الأوراق المالية لمدة (9) سنوات في المدة الممتدة من (٢٠١٢-٢٠٢٠)، وبهذا تصبح عدد مشاهدات سوق الكويت للأوراق المالية (36) مشاهدة.

سادساً: منهج الدراسة:

تم اعتماد المنهج الوصفي والتحليلي إذ أستخدم التحليل المالي لقياس تكلفة رأس المال وفق برنامج (Excel) والتحليل القياسي ببرنامج (Eviews) لمعرفة طبيعة وحجم واتجاه تأثير عدم تماثل المعلومات في تكلفة رأس المال لسوق الكويت للأوراق المالية.

المبحث الثاني: الإطار النظري لعدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال والعلاقة بينهما:

أولاً: عدم تماثل المعلومات والنظريات المفسرة لحالة عدم تماثل المعلومات:

لقد تطرق الباحثون لأكثر من مفهوم لعدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry)، إذ عرف عدم تماثل المعلومات بأنه معلومات مالية لظروف اقتصادية ومستقبلية للشركة، تكون تلك المعلومات هدفاً رئيساً لاتخاذ القرارات من قبل المستثمرين في سوق الأوراق المالية، وهو حيازة الأطراف المتنافسة في الأهداف والمتعارضة في المصالح؛ مما يجعل تلك الأطراف غير متساوية في مستوى المعلومات لإتمام الصفقات في السوق (صالح ورشيد، ٢٠٢١: ٢٤٥).

يوصف عدم تماثل المعلومات بأنه حيازة المتعاملين في السوق على معلومات متباينة، إذ أن قيود وآثار عدم التماثل السلبية تلقي بظلالها على الربحية المتوقعة، وتسبب زيادة في التكلفة، وصعوبة حصول أصحاب المصالح على المعلومات الكافية، والملائمة لمراقبة سلوك الإدارة في إدارة الربحية، مما يؤثر على القرارات الاستثمارية، ويخلق الفجوة بين جمهور المستثمرين والإدارات، وبالتالي ينعكس على كفاءة الأسواق (الجنابي، ٢٠١٨: ٩٥)، وهنالك نظريات مفسرة لحالة تماثل المعلومات نذكر منها يأتي:

١. نظرية الوكالة Agency Theory:

تُعد من أهم النظريات المستخدمة في عدم تماثل المعلومات، وتُعد الشركة كيان مستقل عن المالكين اعتبارياً وقانونياً، والوكالة معناها تفويض شخص (الموكل) أو عدة أشخاص إلى شخص آخر يسمى (الوكيل) لكي يتخذ بالنيابة عنهم قرارات مالية، ووفق هذه الآلية يتوجب دفع رسوم معينة لإجراء الوكالة تسمى تكاليف الوكالة، والهدف الاساسي منها فصل الملكية عن الإدارة، والهدف الاساسي من الوكالة تحقيق أهداف المالك ضمن عقد ميرم بين جميع الأطراف (نصار و ابو داير، ٢٠٢١: ٦٢١)، وإن تركّز الملكية يقلل من الفرص الانتهازية ونزعها من المدراء الذين يسعون لتحقيق مصالحهم الشخصية على حساب مصلحة المساهمين، وهنا تنخفض التضاربات في المصالح بشكل عام، وان زيادة المديونية تعمل على تقارب المصالح بين جميع الاطراف؛ مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة (يونس، ٢٠١٩: ٢٣٤) (Reyna,2018:290).

٢. نظرية الإشارة Signal Theory:

وردت النظرية على يد الكاتب (ROSS) سنة ١٩٧٧، وأن القاعدة الأساسية لظهور هذه النظرية هو عدم تماثل المعلومات في الأسواق، وتتمثل بإرسال إشارة خاصة وفعالة إلى المتعاملين، وتتمثل الاشارات بالنظرة المتوقعة لربحية الشركة في المستقبل لكي لا تستطيع بقية المؤسسات تقليدها لأن الإفصاح عن المعلومات والإعلان المباشر عن القيمة الحقيقية يؤدي إلى استخدام نفس السياسة من قبل ادارات أخرى فيوقع المستثمرين في الاستثمار بالمؤسسة غير المناسبة (زوينه، ٢٠٢٠: ٩٩)، وتتمثل بسياسة طوعية للشركة للإفصاح عن معلومات مالية خاصة في حالة ارتفاع مديونيتها وشرح الوضع المالي، وهي بذلك تعبر عن رؤية مستقبلية لكسب ثقة أصحاب المصالح (أمير، ٢٠١٦: ١١٨) (Priya & Nimalathasan,2013:16).

ثانياً: درجات الإفصاح عن المعلومات المالية:

إن الإفصاح عن المعلومات يمثل غاية في الأهمية لمستخدمي التقارير المالية؛ لأنها تعمل على تحديد المخاطر التي تؤثر على أداء الشركة، فالإفصاح يزود المستثمرين بالمعلومات حول المخاطر المرتبطة باستراتيجية الشركات؛ مما يؤدي إلى الحد من عدم تماثل المعلومات، وهناك محددات للمستوى الإخباري عن المعلومات تعتمد على كمية ونوعية المعلومات المقدمة، ودرجة أهميتها بالنسبة لأصحاب المصالح ودرجة الثقة في المعلومات المفصح عنها من قبل المطلعين أو غير المطلعين، ويتمثل المطلعين بمالك مؤسسة أو مدير شركة أو مستثمر لديه إمكانية الوصول إلى بيانات أكثر دقة، ولديه تقنيات متطورة لتحليل أداء الشركة، فضلاً عن الجهود الذي يبذله المتداولون في الحصول على معلومات ملائمة (Komalasair & Nasih,2020:5)، ويزيد مستوى الإفصاح من قدرة الشخص على الاستيعاب وصولاً إلى مرحلة محددة، وعند زيادة الإفصاح توصل إلى درجة من التعقيد، وتؤدي إلى تشويش وإرباك أصحاب المصالح لكثرة ما معروض من معلومات كما ونوعاً (Mensah,2017:447)، لذا لابد من معرفة مستويات الإفصاح عن المعلومات في الأسواق والتعاملات، إذ تتمثل الدرجات بما يأتي:

١. الإفصاح الكامل:

يتمثل بمدى شمولية التقارير المالية وتغطيتها للمعلومات المهمة من قبل مستخدميها وهي مصدر أساسي لاتخاذ القرارات، ولا يقتصر الإفصاح على الحقائق وإنما يمتد إلى الوقائع التي تؤثر بشكل جوهري على مستخدمي تلك القوائم (محمد، ٢٠١٤: ٨١).

٢. الإفصاح المثالي:

أن تكون أرقام وبيانات القوائم تمتاز بالشفافية والوضوح العالين في العرض، يتزامن مع الوضوح والتوقيت المناسب للعرض حسب حاجة المتعاملين وتوقيتاتهم الخاصة (المحاميد، ٢٠١٥: ٥٥).

٣. الإفصاح الواقعي:

يتسم هذا الإفصاح بالرشد، إذ أنه يوازن بين الفوائد من الإفصاح والعوائد، ويمتاز بالمرونة، ويؤكد على أن التقارير المالية يجب أن تفصح عن المعلومات الضرورية والأساسية وتكون حقيقية غير مضللة، ويكون على مستويات تتمثل بالآتي: (السقا، ٢٠٢٠: ٤٧٨)

أ. الإفصاح المناسب: وهو أدنى مستويات الإفصاح عن المعلومات المالية، إذ تكون المعلومات المفصح عنها صحيحة ومستندة إلى حقائق، الهدف منها عدم تضليل المستثمرين.

ب. الإفصاح العادل: وهو المستوى الثاني الذي يتمثل بتزويد جميع الأطراف نفس كمية المعلومات في ذات التوقيت، الذي يضمن مراعاة مصالح جميع المستخدمين بشكل متوازي.

ت. الإفصاح الكافي: وهو المستوى الأخير من مستويات الإفصاح، يتمثل بتزويد الأطراف بمعلومات مالية ومحاسبية، إذ يختلفون حسب الحاجات والمصالح التي تؤثر بشكل مباشر في اتخاذ القرار الذي يتسم بالرشادة، أي أن المعلومات محددة وفق الاستفادة منها لأن المعلومات الكثيرة تضلل المستثمر، وتؤدي إلى ضياع المهم منها والمفيد، والقليل من المعلومات لا يجعل المستثمر يصل إلى قرار صحيح؛ لذا وجب طرح المعلومات بناءً على حاجتها، وتحقيق هدفها الذي وفّرت من أجله (الشامي، ٢٠١٨: ٥٩).

٤. الإفصاح الإجباري:

هي سياسة الكشف طوعاً عن المعلومات المالية للجمهور، وتوفير تلك المعلومات والبيانات المالية من قبل الشركات في توقيت معين وهو إلزامي، ويكون افصاحاً عاماً وكاملاً يلجأ له السوق في حالة وجود أضرار على المتعاملين؛ وذلك لتقليل عدم اليقين للأطراف داخل السوق من المتعاملين (ساسي وكماسي، ٢٠٢١: ٦٤).

ثالثاً: أسباب عدم تماثل المعلومات ووسائل الحد منها:

إن من أبرز الأسباب المعروفة لعدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية الآتي: (عوض، ٢٠١٦: ٢)

١. التوقيت غير المناسب في نشر المعلومات المالية.
 ٢. قصور في محتوى المعلومات للتقارير المالية التي يتم نشرها.
 ٣. تعارض المصالح بين الإدارة والمتداولين الذين يستخدمون التقارير المالية.
- وهناك وسائل تعتمد للحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات تتمثل بالآتي: (حسانين، ٢٠١٤: ٨٩)

أ. تبني المعايير المحاسبية من قبل الدولة اتجاه الشركات للإفصاح عن قوائمها ومعلوماتها بشكل إلزامي.

ب. حوكمة الشركات للتقليل من عدم التماثل المعلوماتي.

ت. التوسع في الإفصاح المحاسبي بنشر القوائم المالية.

رابعاً: كيفية التغلب على مشكلة عدم تماثل المعلومات:

١. ثمة حلول للحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات التي يكون مسببها الأساسي هو التخلخل الأخلاقي وكما يأتي: (القانون العراقي، ١٩٩٧، المادة ٢١)، (إكرام وآخرون، ٢٠١٧: ٤٨)
١. إنشاء شركات متخصصة بجمع المعلومات وعرضها على جميع الشركات العاملة في السوق، فهي تصبح بنك للمعلومات المالية، وتحصل على عمولات مقابل التزويد بأي دراسة بيانية أو إعطاء موقف كامل عن كل شركة يرغب المستثمر بمعرفته عنها.
٢. تشريع وإصدار قوانين خاصة من قبل الدولة لحماية حقوق المستثمر بحيث تفرض عقوبات رادعة على مديري الشركات، إذا تبين تورطهم في مشاريع مغايرة للواقع في الشركة المساهمة أو تزوير سجلات الشركة أو استغلال سلطاتهم الوظيفية للحصول على بيانات داخلية عن شركاتهم، واستخدامها للتأثير على أسعار الأوراق المالية في السوق لتحقيق استفادة خاصة.
٣. إصدار دليل سلوك أخلاقي أي إضافة دليل يلزم العاملين بالتمسك بالقيم الأخلاقية والنزاهة مثل عدم تلقي الهدايا والرشاوي من أي طرف داخل أو خارج الشركة، مقابل أي معلومات أو معاملات تنفذ بطريقة غير قانونية، والعمل على حماية المعلومات الخاصة بالشركة، ووضع الشخص الذي يخالف ما سبق داخل الدائرة القانونية وأن يتحمل العقاب الذي يستحقه وفق القوانين الموضوعة بخصوص هذا النوع من المخالفات.

خامساً: تكلفة رأس المال (Cost of Capital):

لقد تناولت الأدبيات المالية والباحثون تكلفة رأس المال من منظورين هما: (ليبب، ٢٠٢١:

٨٦٩)

١. المنظور الأول:

يمثل وجهة نظر الشركة وطالبي التمويل ومنشآت الأعمال وتعرف بأنها كافة الأعباء المالية التي تتحملها الشركة في سبيل الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها الاستثمارية، سواء كان التمويل من مصادر داخلية أو خارجية.

٢. المنظور الثاني:

يمثل وجهة نظر المستثمر ومانح التمويل الذي يمثل الحد الأدنى الذي يتوقع المستثمرون الحصول عليه لقاء قبول استثمارهم في الشركة، فهي تمثل العائد الذي يتطلب تحقيقه في محفظة المستثمر للأوراق المالية، وتكلفة الفرصة البديلة للاستثمار في الموجودات الخاصة بالشركة ذاتها، أي عوائد الفرصة والفرصة البديلة، والعوائد المتحققة عن حجم المخاطر لاختيار الفرصة دون غيرها من الفرص البديلة.

سادساً: العوامل المؤثرة في حساب تكلفة رأس المال:

هنالك جملة من العوامل تلعب دوراً بارزاً في حساب تكلفة رأس المال، إذ أن اتخاذ القرارات المالية يتضمن تقدير تكلفة هيكل رأس المال بتحديد مصادر التمويل المتاحة من قبل المدير المالي، ومعرفة مكونات هيكل رأس المال ومصادر التمويل طويلة الأجل سواء كانت مملوكة أو مقترضة، واختبار الهيكل المالي المناسب الذي يحقق التوازن ما بين التكلفة ومخاطر التمويل التي يمكن أن يتقبلها ملاك المشروع، إذ كلما أنخفض اعتماد المنشأة على التمويل المقترض الذي يؤدي إلى استنزاف موارد المنشآت من سيولة لازمة لتشغيل مشروعاته كلما قلت تكلفة رأس المال، وصولاً

إلى حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل لتحقيق التكلفة المرجحة لرأس المال المناسبة (عليوي، ٢٠١٩: ٣)، إذا تتأثر تكلفة رأس المال بعوامل ومحددات تقع في شقين: الأول: ما يخضع لسيطرة الشركة، وتحت نطاقها وضمن سياستها، والثاني: خارج إدارتها وصلاحياتها ونطاقها نذكر منها ما يأتي:

١. العوامل الداخلية:

كل شركة لها تكلفة رأس المال الخاصة بها، وتؤثر العوامل الداخلية المختلفة على تكلفة رأس المال، وتستطيع الشركة استخدام سياساتها وخبراتها للتقليل من التكلفة ونذكر منها: (حمزة وعيسى، ٢٠١٩: ١٦١)

أ. سياسة الهيكل المالي للشركة:

إن لكل شركة سياستها لإدارة هيكلها المالي، وتختلف الأوزان النسبية للتمويل حسب تكلفة كل مصدر لتحديد المتوسط المرجح الموزون لتكلفة رأس المال، ففي حالة أن تكلفة الاقتراض بعد الضريبة تكون أقل من تكلفة التمويل باستخدام حقوق الملكية، هنا تلجأ الشركة إلى الكلفة الأقل وهي رأس المال المقترض، إلا أن كثرة الاعتماد على المقترض من الأموال يزيد من خطورة التمويل، وبالتالي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال مرة أخرى، أي أن المتوسط المرجح يتغير حسب كلفة التمويل ومجريات الأحداث المالية والاقتصادية.

ب. سياسة توزيع الأرباح:

تختلف هذه السياسة من شركة إلى أخرى، إذ أن الأرباح بوصفها رصيد متراكم لم يتم توزيعها، فهي مصدر تمويل الشركة للمشاريع الاستثمارية المستقبلية في حالة الاحتجاز، أما في حالة ارتفاع نسب توزيع الأرباح يقلل ذلك من نسبة الأرباح المحتجزة للشركة، مما يجعلها لا تستطيع مواجهة احتياجات الشركة، وهنا ستزيد تكلفة رأس المال.

ت. سياسة الشركة الاستثمارية:

عند احتساب تكلفة رأس المال يتم استخدام معدل العائد المطلوب على الأرصدة الحالية، وتنعكس درجة المخاطر عن طريق العائد، ففي حالة تحقق عوائد كبيرة سيتم استثمارها في نفس الموجودات الحالية لضمان الأرباح، أما في حالة تغير السياسة الاستثمارية للشركة هنا تتغير التكاليف والعوائد المحققة.

ث. الجدارة الائتمانية للشركة:

نعني بها مدى أهلية المدين للحصول على قرض من الجهة المانحة للائتمان؛ لأنها تتعرض لمخاطر عدم السداد حسب درجة الائتمان، إذ كلما كانت الشركة ذات جدارة ائتمانية كبيرة أدى ذلك لحصولها على الأموال بتكلفة أقل.

٢. العوامل الخارجية:

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على الشركة مصدرها من البيئة الخارجية، وتكون خارج إرادتها وهي مؤثرة بشكل كبير على تكلفة رأس المال، ولكن سيناريوهات التحوط والخطط التنبؤية لها دور كبير في وضع حلول سريعة للتقليل من المخاطر المصاحبة لعملية التمويل والخروج بنتائج هدفها تقليل تكلفة رأس المال، لعل أهمها ما يأتي: (مناعي، ٢٠١٨: ٣٨٣)

- أ. **المخاطر النظامية للسوق:** وهي مخاطر ذات تأثير كبير على السوق بشكل عام، وتأثيرها عادة يكون متفاوت حسب الشركة وسياساتها التحوطية ضد هذا النوع من المخاطر.
- ب. **سعر فائدة السوق:** كل زيادة في أسعار الفائدة سيزيد من تكلفة رأس المال المقترض والممتلك، لأن الشركات ستضطر لدفع معدلات فائدة أكثر للمقرضين ولحملة السندات، مما سيؤدي ذلك إلى ارتفاع تكلفة التمويل للمشاريع الاستثمارية، وارتفاع تكلفة الأسهم العادية والممتازة.
- ت. **معدل الضريبة:** هنالك علاقة عكسية بين معدلات الضريبة وتكلفة رأس المال، إذ كلما زاد معدل الضريبة سوف يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال.

سابعاً: **نظريات تفسر سلوك إدارة الشركات في ظل ظاهرة عدم تماثل المعلومات:** يمكن توضيح أهم النظريات المفسرة لسلوك الإدارة في ظل ظاهرة عدم تماثل المعلومات كما يأتي:

١. نظرية التعاقدات الكفوة Efficient Contracting Theory:

عقود ذكية تتضمن الأطراف المتعاملين المباشرة في السوق وعدم إدخال طرف ثالث يعمل على استغلال طرفي المعاملة وزيادة التكاليف، تتصف هذه العقود بالرشادة في تعاملاتها، وتعزز كفاءة المشاركين في المعاملة، وإنَّ التعاقدات الذكية لا تقلل تكاليف المعاملات فحسب، بقدر ما تسهل العقود الذكية مزيداً من التشغيل الآلي، إذ يعمل كل طرف على تخفيض تكاليف الوكالة بالتعامل المباشر والذكي، وبالتالي تقلل من عدم التأكد أو احتمالية انحراف العقد، وفي النهاية يجب الحفاظ على آليات تنفيذ سليمة (The World Bank Group, 2020:9).

٢. نظرية السلوك الانتهازي Opportunistic Behavior Theory:

يتمثل السلوك الانتهازي بأنه سياسة محاسبية معينة تتبعها الإدارات عن طريق عملها تتصف بالانتهازية، إذ تستهدف معلومات الأرباح التي هي جزء من البيانات المالية، هدفاً لتلاعبها في إعداد التقارير المالية، وتتم بذلك الإجراءات الانتهازية، وتلاعب بأرباح الشركة رفعها أو خفضها وبالبيانات الخاصة واعتماد طرق محاسبية للإفصاح تزيد من الأرباح المالية على حساب الفترات المستقبلية، وفقاً لرغبتهم من أجل زيادة رضاهم، ويعُرف سلوك الإدارة في تنظيم الأرباح وفقاً لرغباته بمصطلح إدارة الأرباح الانتهازية (Nuryaman, 2014:42) (دهراوي، ٢٠٠١: ٤٣).

٣. نظرية توفير المعلومات Information Provision Theory:

وفق هذه النظرية يكون سلوك الإدارات على اختيار المدراء للطرق المحاسبية وشكل الإفصاح بطريقة تعكس القيمة الاقتصادية للشركة، وتساعد المستثمرين على تقدير التدفقات النقدية من استثماراتهم بشكل جيد، أي أنَّ درجة الإفصاح تكون عالية وإنَّ عدم تماثل المعلومات يكون منخفض ضمن هذه النظرية، وتمتاز المعلومات بجودة الإفصاح.

المبحث الثالث: قياس وتحليل أثر عدم تماثل المعلومات في تكلفة رأس المال:

١. الاطار العملي: الإحصاء الوصفي لدولة الكويت:

اشتملت الدراسة على أربعة متغيرات، ثلاث متغيرات مستقلة (حجم التداول X_1 ، هامش الربح X_2 ، معدل دوران السهم X_3) التي تمثل عدم تماثل المعلومات، والمتغير التابع (Y) (المتوسط المرجح الموزون لتكلفة رأس المال (WACC)) والذي يمثل تكلفة رأس المال، ويتبين من ملاحظة الجدول (1) الإحصائيات الوصفية للمتغيرات التابعة، والمتغيرات المستقلة المستخدمة في (٢٤١)

هذه الدراسة، المأخوذ لدولة الكويت خلال الفترة (٢٠١٢-٢٠٢٠)، وبذلك يكون عدد المشاهدات (36) لكل متغير من المتغيرات المذكورة.

الجدول (1) خصائص الإحصاء الوصفي لبيانات الدراسة للمدة (٢٠١٢-٢٠٢٠)
في سوق الكويت للأوراق المالية

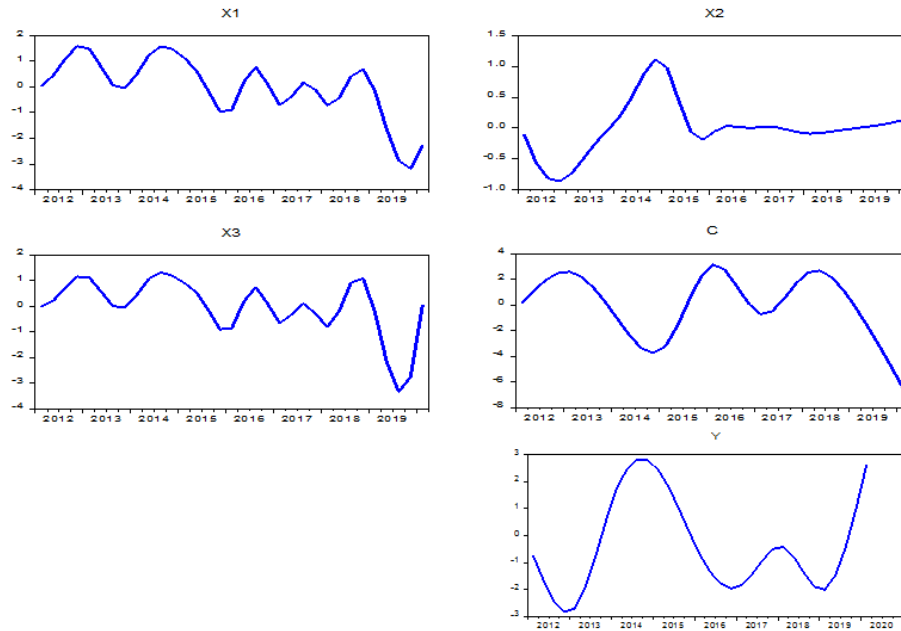
الكويت	Y	X1	X2	X3
المتوسط	-0.753925	0.189121	-0.042268	0.072912
أعلى قيمة	2.809583	1.008306	0.013460	1.324384
أدنى قيمة	-2.823824	-0.519941	-0.565268	-0.454428
الانحراف المعياري	1.725558	0.507280	0.156853	0.531787
معياري الالتواء	0.611078	0.057898	-1.022709	0.580844
معياري التفلطح	2.122600	1.605446	3.155809	2.258301
عدد المشاهدات	36	36	36	36

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان باستخدام برنامج (Eviews10).

يظهر من الجدول (1) القيم التي وصلت إليها مؤشرات (حجم التداول، هامش الربح، معدل دوران السهم) كمتغيرات مستقلة و(تكلفة رأس المال) كمتغير تابع المستخدمة في الدراسة لدولة الكويت، إذ سجلت مؤشر متوسط المرجح الموزون (Y) للمدة (٢٠١٢-٢٠٢٠) أعلى قيمة بلغت (2.80958) وأدنى قيمة (-2.82382)، وبمتوسط بلغ (-0.753925) وانحراف معياري بلغ (1.725558) ومعياري الالتواء بلغ (0.611078) ومعياري تفلطح البيانات ربع السنوية (2.122600)، أما مؤشر حجم التداول (X1) أعلى قيمة بلغت (1.008306)، وأدنى قيمة (-0.519941) وبمتوسط بلغ (0.189121)، وانحراف معياري بلغ (0.507280)، ومعياري الالتواء (0.057898) ومعياري تفلطح البيانات ربع السنوية (1.605446)، في حين سجل هامش الربح (X2) أعلى قيمة بلغت (0.013460) وأدنى قيمة (-0.565268)، وبمتوسط بلغ (-0.042268)، وانحراف معياري بلغ (0.156853) ومعياري الالتواء بلغ (-1.022709) ومعياري تفلطح البيانات ربع السنوية (3.155809)، وكذلك معدل دوران السهم (X3) أعلى قيمة إذ بلغت قيمته (1.324384)، وأدنى قيمة (-0.580844)، وبمتوسط بلغ (0.072912)، وانحراف معياري بلغ (0.531787)، ومعياري الالتواء (0.580844)، ومعياري تفلطح البيانات ربع السنوية (2.258301).

تقدير أثر عدم تماثل المعلومات في تكلفة رأس المال في سوق الكويت للأوراق المالية:
المطلب الأول: تقدير أثر عدم تماثل المعلومات في تكلفة رأس المال في دولة الكويت:
أولاً: اختبار استقرارية السلسلة الزمنية للمتغيرات المدروسة:

يتم فحص استقرارية السلسلة، ولكل متغير من المتغيرات الأربعة المدروسة، ولكل دولة على حدة، وذلك عن طريق رسم السلسلة واختبار جذر الوحدة (Unit root test)، وكالاتي:
١. رسم السلسلة لكل متغير واختبار جذر الوحدة:



الشكل (1) استقرارية السلاسل الزمنية في سوق الكويت

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان باستخدام برنامج (Eviews10).

يوضح الشكل (1) أن سلسلة المتغيرات المستقلة، وسلسلة المتغير المعتمد قد تبيننت أنها كانت غير مستقرة في سوق الكويت للأوراق المالية.

٢. اختبار فيليبس- بيرون (P-P): Philips-Perron (P-P)

يعد اختبار (P-P) أكثر دقة في العينات صغيرة الحجم من اختبار (ADF)، ويستعمل اختبار فيليبس - بيرون (P-P) لأن قدرته أفضل وأدق في تحديد مدى استقراريه السلاسل الزمنية، ونتيجة لذلك سوف يتم استعراض نتائج (P-P) ومقارنتها مع نتائج (ADF)، وكانت نتائج كلا الاختبارين متشابهة، فإنها استقرت عن المستوى (Level) عند الفرق الأول (1) لكل المتغيرات، كما في الجدول الآتي:

الجدول (2) نتائج اختبار فليبس بيرون (P-P) في سوق الكويت للأوراق المالية

Variables المتغيرات	اختبار الاستقرار					
	Level (المستوى)			1 st Difference (الفرق الأول)		
	ADF	Sig.	Result	ADF	Sig.	Result
Y	-2.504161	0.1221	No Stationary	-2.902730	0.0541	Stationary
X1	-1.115965	0.7002	No Stationary	-2.432050	0.0163	Stationary
X2	-1.818593	0.3664	No Stationary	-2.084053	0.0371	Stationary
X3	-1.134833	0.69255	No Stationary	-1.865414	0.0599	Stationary

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان باستخدام برنامج (Eviews10).

ثانياً: قياس علاقة الارتباط بين عدم تماثل المعلومات ومتغير تكلفة رأس المال (WACC):

الجدول (3) نتائج علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة في سوق الكويت للأوراق المالية

Covariance Analysis: Ordinary Date: 06/29/22 Time: 11:55 Sample: 2012Q1 2020Q1 Included observations: 33 Balanced sample (listwise missing value deletion)				
المتغير المعتمد	عدم تماثل المعلومات	حجم التداول X1	هامش الربح X2	معدل دوران السهم X3
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال Y	Correlation	-0.693817	-0.096387	-0.656353
	Probability	0.0000	0.5936	0.0000

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان باستخدام برنامج (Eviews10).

يظهر الجدول (3) أن هناك علاقة عكسية ما بين المتغير المفسر حجم التداول (X1) والمتغير المعتمد المتوسط المرجح الموزون لتكلفة رأس المال (Y)، وذلك بدلالة قيمة معامل الارتباط التي ظهرت مساوية (-0.693817)، وبمستوى معنوية (0.000) وهي أقل من (0.05)، وهناك علاقة عكسية ما بين المتغير المفسر معدل دوران السهم (X3)، والمتغير المعتمد المتوسط المرجح الموزون لتكلفة رأس المال (Y)، وذلك بدلالة قيمة معامل الارتباط التي ظهرت مساوية (-0.656353)، وبمستوى معنوية (0.000)، وهي أقل من (0.05)، في حين لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين كل من هامش الربح (X2)، والمتغير المعتمد المتوسط المرجح الموزون لتكلفة رأس المال (Y)، وذلك بدلالة القيمة الاحتمالية التي ظهرت مساوية إلى (-0.096387)، وبقيمة أكبر من (0.05).

ثالثاً: قياس وتحليل أثر عدم تماثل المعلومات في تكلفة رأس المال:

١. اختبار أنموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية المبطنة ARDL:

بعد أن تم اختبار سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات المستقلة (حجم التداول، هامش الربح، معدل دوران السهم)، و(المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال) كمتغير تابع، وتبين أن جميعها كانت مستقرة عند الفرق الأول (1)1 وتوفر هذا الشرط ثُمكناً من تطبيق اختبار أنموذج ARDL، والجدول (4) يوضح لنا نتائج الاختبار لهذا الأنموذج.

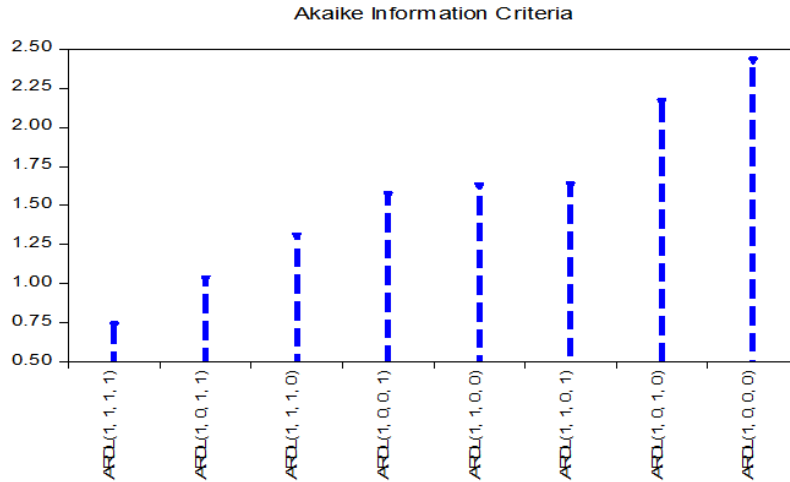
الجدول (4) نتائج اختبار أنموذج ARDL في سوق الكويت للأوراق المالية

Dependent Variable: Y Method: ARDL Sample (adjusted): 2012Q2 2020Q1 Included observations: 32 after adjustments Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection) Model selection method: Akaike info criterion (AIC) Dynamic regressors (1 lag, automatic): X1 X2 X3 Fixed regressors: C Number of models evaluated: 8 Selected Model: ARDL(1, 1, 1, 1)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Y(-1)	0.479207	0.120457	3.978230	0.0006
X1	2.834083	1.263761	2.242579	0.0344
X1(-1)	-5.635053	1.757875	-3.205604	0.0038
X2	-14.62183	2.450097	-5.967857	0.0000
X2(-1)	12.90717	2.078947	6.208515	0.0000
X3	-5.451213	1.309889	-4.161583	0.0004
X3(-1)	6.992294	1.523487	4.589665	0.0001
C	0.062723	0.094348	0.664804	0.5125
R-squared	0.975026	Mean dependent var		-0.372566
Adjusted R-squared	0.967742	S.D. dependent var		1.751870
S.E. of regression	0.314645	Akaike info criterion		0.737572
Sum squared resid	2.376029	Schwarz criterion		1.104006
Log likelihood	-3.801147	Hannan-Quinn criter.		0.859034
F-statistic	133.8577	Durbin-Watson stat		1.5945641
Prob(F-statistic)	0.000000			
*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.				

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان باستخدام برنامج (Eviews10).

يوضح الجدول (4) بأن أنموذج ARDL يقوم بتحديد درجات الإبطاء الزمني بصورة تلقائية للمتغيرات، إذ كانت درجة الإبطاء الزمني للمتغير التابع (Y) درجة واحدة، أما المتغيرات المستقلة (X1، X2، X3) يوجد لها درجات إبطاء زمني وقد أظهرت نتائج اختبار (Adjusted R-squared) بأن (X1، X2، X3) كميتغيرات مستقلة قد فسر (96%) من التغير الحاصل في المتغير التابع (Y)، وإن (4%) تعود إلى عوامل أخرى غير داخلية في الأنموذج، بكلام آخر أن (96%) هي قدرة المتغيرات المستقلة على التنبؤ بالمتغير التابع، أما اختبار (F-Statistic) عند مستوى احتمالي (Prob=0.000000) أقل من (5%) فهي تدل على المعنوية الكلية للأنموذج من الناحية الإحصائية وتشير إحصائيات (D-W) التي بلغت قيمتها (1.594564)، وهذا يفسر أن الأنموذج خالي من مشكلة الارتباط الذاتي.

- رسم معيار اكاكي:



الشكل (2) معيار معلومات اكاكي في سوق الكويت

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان استناداً إلى مخرجات برنامج (Eviews10).

الجدول (5) درجات الإبطاء الزمني في سوق الكويت للأوراق المالية

Model Selection Criteria Table						
Model	LogL	AIC*	BIC	HQ	Adj. R-sq	Specification
1	-3.8011	0.737572	1.104006	0.85903	0.967742	ARDL(1, 1, 1, 1)

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان باستخدام برنامج (Eviews10).

تشير نتائج الجدول (5) والشكل (2) إلى كل مما يأتي:

- إن النموذج الأمثل لدراسة علاقة الأجل الطويل بين المتغير المستقل (عدم تماثل المعلومات) والمتغير المعتمد (المتوسط المرجح الموزون لتكلفة رأس المال) هو النموذج:

Selected Model: ARDL (1,1,1,1)

وذلك اعتماداً على نتائج معيار اكاكي للمعلومات (Akaike Information Criteria)، إذ أن النموذج الأمثل يمتلك أقل قيمة لهذا المعيار وقد بلغت (0.737572)، وهو النموذج الذي يأخذ إبطاءات بعدد (1) للمتغير المعتمد وإبطاء بعدد (1) للمتغيرات المفسرة (X1، X2، X3) على التوالي.

٢. نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك Bound Test:

يستخدم اختبار الحدود Bound Test لمعرفة مدى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل (وجود تكامل مشترك) بين (حجم التداول، هامش الربح، معدل دوران السهم) كمتغيرات مستقلة، و(المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال) كمتغير تابع، عن طريق المقارنة بين إحصائية F وحدود القيم الحرجة العليا والدنيا، كما في الجدول الآتي:

الجدول (6) نتائج اختبار الحدود Bound Test في سوق الكويت للأوراق المالية

الاختبار الإحصائي المستخدم Test Statistic	القيمة المحسوبة Value	(عدد المتغيرات المستقلة) K
F-Statistic	8.5292728	3
القيمة الجدولية (Critical Value Bound)		
مستوى المعنوية	10 Bound	11 Bound
10%	2.37	3.2
5%	2.79	3.67
2.5%	3.15	4.08

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان باستخدام برنامج (Eviews10).

يوضح الجدول (6) أنَّ قيمة (F-statistic) المحسوبة بلغت (8.529272) وهي أكبر من القيمة الجدولية العظمى والصغرى إذ بلغا (3.67)، (2.79) عند مستوى معنوية (5%)، مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، وهذا يعني وجود علاقة تكامل مشترك أي وجود علاقة توازنه طويلة الأجل.

٣. اختبار المعلمات المقدرة (قصيرة الأجل) ومعامل تصحيح الخطأ غير المقيد:

يوضح هذا الاختبار تقدير معلمات الأجل القصير من أجل الكشف عن حجم تأثير المتغير المستقل في المتغير التابع، فضلاً عن تحديد نوع التأثير قصير الأجل، كما يوضح معامل تصحيح الخطأ سرعة العودة في الأجل الطويل إلى التوازن، والجدول (7) يوضح ذلك.

الجدول (7) نتائج تقدير معلمات قصيرة الأجل في سوق الكويت للأوراق المالية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob*.
C	0.062723	0.094348	0.664804	0.5125
X1	-2.800969	0.770881	-3.633466	0.0013
X2	-1.714654	0.604894	-2.834634	0.0092
X3	1.541081	0.523709	2.942628	0.0071
Coint Eq(-1)	-0.520793	0.0000	-0.520793	0.0000

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان باستخدام برنامج (Eviews10).

عن طريق الجدول (7) يتبين نتائج تقدير معلمات المتغير المستقل في الأجل القصير، إذ يوضح الجدول تأثير عكسي بين (Y) و (X1، X2) وذلك بدلالة القيمة الاحتمالية (P-Value) التي ظهرت مساوية إلى (0.0013)، (0.0092) وهي أقل من (0.05) على التوالي مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة. أما بالنسبة للمتغير (X3) يوجد تأثير طردي، وذلك بدلالة القيم الاحتمالية (0.0071) والتي ظهرت أصغر من (0.05).

وتظهر نتائج الجدول إلى أن قيمة معامل تصحيح الخطأ (Coint Eq) هي ذات إشارة سالبة فقد بلغت (-0.520)، وهذه القيمة معنوية استناداً إلى القيمة الاحتمالية والتي بلغت (0.0000) وهي أقل من (0.05)، أي أن الشرط الأول قد تحقق، علماً أن هذه القيمة تشير إلى أنه (52%) من أخطاء الأجل القصير يمكن تصحيحها في وحدة الزمن المتمثلة هنا بالسنة، وذلك من أجل العودة إلى الوضع التوازني في طويل الأجل.

٤. اختبار المعلمات المقدرة (طويلة الأجل):

هذا الاختبار يوضح تقدير المعلمات في الأجل الطويل من أجل الكشف عن حجم تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، فضلاً عن تحديد نوع التأثير طويل الأجل، كما في الجدول (8).

الجدول (8) نتائج تقدير معلمات طويلة الأجل في سوق الكويت للأوراق المالية

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob*.
X1	-5.378280	0.904912	-5.943430	0.0000
X2	-3.292392	0.926618	-3.553126	0.0016
X3	2.959106	0.921980	3.209513	0.0038
C	0.120437	0.188851	0.637734	0.5297

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان باستخدام برنامج (Eviews10).

يظهر الجدول (8) نتائج تقدير معلمات المتغير المستقل في الأجل الطويل، إذ يوضح الجدول التأثير العكسي بين (Y) و (X1، X2) بدلالة إحصائية معنوية بلغت قيمتها (0.0000) (0.0016) على التوالي مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، أي أن زيادة في حجم التداول (X1) بمقدار وحدة واحدة سيؤدي إلى انخفاض المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (Y) بمقدار (5.37) وحدة، وهذا يدل على أنه في حالة ارتفاع تداول المتعاملين في السوق، فإنه سوف يقلل من تكلفة رأس المال في الشركات المدرجة في السوق، وإن انخفاض هامش الربح (X2) بمقدار وحدة واحدة سوف يؤدي إلى زيادة في المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (Y) بمقدار (3.29) وحدة.

ويعود السبب في ذلك إلى أن هامش الربح يحدد أوامر البيع والشراء، حيث أن صناع السوق يقومون بتحديد معلومات مبهمة عن الأوامر، وهذا ما يؤثر على المتعاملين في السوق عن طريق بيع وشراء الأسهم، فتزداد تكلفة الأموال لديهم مما يقلل من توقعات الأرباح لدى المتعاملين، وإن زيادة معدل دوران السهم (X3) بمقدار وحدة واحدة سوف يؤدي إلى زيادة في المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (Y) بمقدار (2.95) وحدة، وهذا يدل على أنه تزداد تكلفة الأسهم في السوق كلما ازداد عدد الأسهم في الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، ويعود السبب وراء ذلك أن سوق الكويت يتسم بالإفصاح عن المعلومات والشفافية بالإضافة إلى الإفصاح العادل التي تفرضه التشريعات والقوانين التي تحكم عمل السوق، وبهذا فقد تم إثبات الفرضيات الفرعية الثلاثة للدراسة، والجدول (9) يوضح طبيعة واتجاه التأثير بين المتغيرات التابعة والمستقلة وتفسيراتها:

الجدول (9) التأثير طويل الأجل بين متغيرات الدراسة في سوق الكويت للأوراق المالية

المتغير المعتمد	المتغير المستقل	التأثير	تفسير التأثير
WACC (Y)	حجم التداول (X1)	سلبي عكسي	وهو ما جاء موافقاً للأطر والدراسات التجريبية التي أكدت وجود أثر سلبي عكسي ومنها (مراد وآخرون، ٢٠٢١).
WACC (Y)	هامش ربح (X2)	سلبي عكسي	وهو ما جاء موافقاً للأطر والدراسات التجريبية التي أكدت وجود أثر سلبي عكسي ومنها (العادلي، ٢٠١٧).
WACC (Y)	معدل دوران السهم (X3)	موجب طردي	وهو ما جاء مخالفاً مع الأطر والدراسات التجريبية التي أكدت وجود أثر سلبي عكسي، ويعود السبب وراء ذلك إلى أن سوق الكويت يتسم بالإفصاح العادل وبدوره يؤثر على المستثمرين في السوق من ارتفاع تكاليف التعاملات في السوق (عبدالرحمن، ٢٠٢١).

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان باستخدام برنامج (Eviews10).

رابعاً: إجراء الاختبارات التشخيصية للبقايا المقدرة:

لغرض التأكد من مدى صحة ودقة النتائج التي تم الحصول عليها في الاختبارات السابقة سوف يتم إجراء بعض الاختبارات التشخيصية المهمة لإثبات ذلك وكما يأتي:

أ. اختبار مشكلة الارتباط الذاتي Serial Correlation LM Test:

يستخدم هذا الاختبار للتأكد من مدى خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي للبقايا وكما يأتي:

الجدول (10) نتائج اختبار مشكلة الارتباط الذاتي LM في سوق الكويت للأوراق المالية

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	326.9978	Prob. F(2, 22)	0.8764
Obs*R-squared	30.95857	Prob. Chi-Square(2)	0.6543

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews10).

يوضح الجدول (10) نتائج اختبار مشكلة الارتباط الذاتي، إذ يلاحظ بأن قيمة (F-statistic) عند مستوى احتمالية بلغت (Prob = 0.8764) وهي أكبر من (5%)، وهذا يعني عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي، وهنا تُقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود مشكلة ارتباط بين المتبقيات العشوائية، وتُرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود مشكلة ارتباط بين المتبقيات العشوائية، وهذا الاختبار يعزز دقة نتائج نموذج ARDL.

ب. اختبار مشكلة عدم تجانس التباين Heteroskedasticity Test (ARCH):

يستخدم هذا الاختبار للتأكد من مدى خلو النموذج المقدر من مشكلة اختلاف التباين للبقايا وكما موضح فيما يأتي:

الجدول (11) نتائج اختبار مشكلة اختلاف التباين ARCH في سوق الكويت

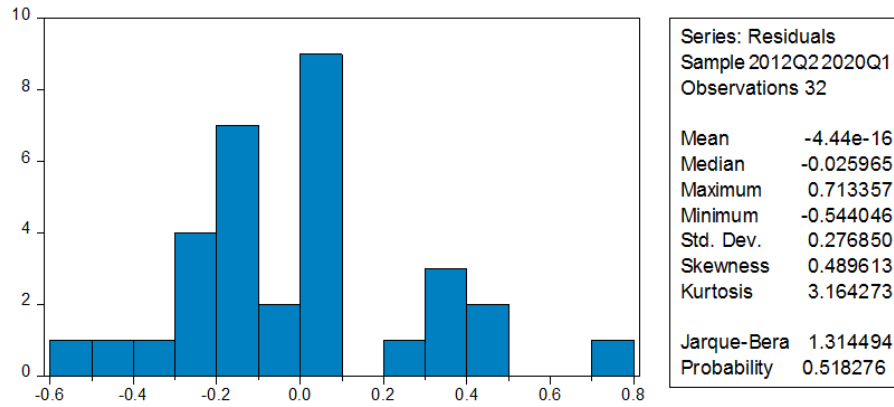
Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	3.118077	Prob. F(1,29)	0.0880
Obs*R-squared	3.009532	Prob. Chi-Square(1)	0.0828

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews10).

يوضح الجدول (11) نتائج اختبار مشكلة اختلاف التباين لـ ARCH، سجلت قيمة (F-statistic) عند مستوى احتمالية بلغت (Prob=0.0880) وهي أكبر من (5%)، وهذا يعني أن النموذج يخلو من مشكلة اختلاف التباين، ومن ثم هنا تُقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود مشكلة اختلاف تباين بين المتبقيات العشوائية، ونرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود مشكلة اختلاف التباين بين المتبقيات العشوائية، وإنَّ هذا الاختبار يعزز دقة نتائج نموذج ARDL.

ت. اختبار مشكلة التوزيع الطبيعي Histogram-Normality Test:

يستخدم هذا الاختبار للتأكد من مدى خلو النموذج المقدر من مشكلة التوزيع الطبيعي للبقايا وكما يأتي:



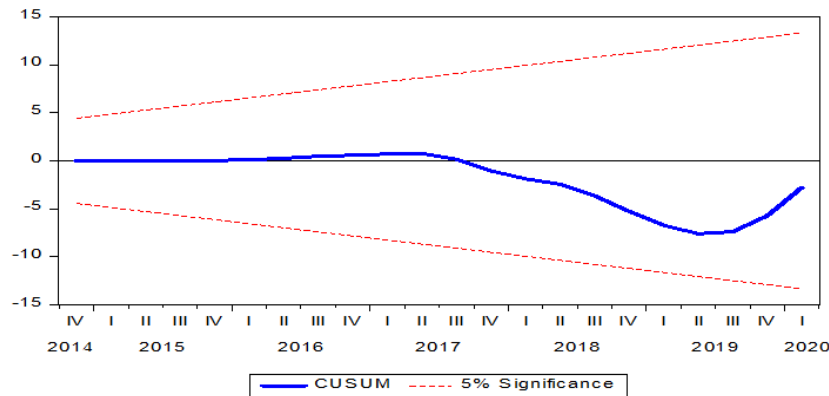
الشكل (3) نتائج اختبار مشكلة التوزيع الطبيعي في سوق الكويت للأوراق المالية

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews.10).

يوضح الشكل (3) نتائج اختبار مشكلة التوزيع الطبيعي، إذ بلغت الاحتمالية قيمة قدرها $(Prob = 0.51876)$ وهي أكبر من 5%، وهذا يعني عدم وجود مشكلة التوزيع الطبيعي، وهنا تُقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود مشكلة التوزيع الطبيعي للبواقي، وتُرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود مشكلة التوزيع الطبيعي، وإنَّ هذا الاختبار يعزز دقة نتائج النموذج ARDL.

ث. اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج:

يُعد اختبار الاستقرار الهيكلي لنموذج (ARDL) المقدر من الاختبارات المهمة من أجل التأكد من خلو البيانات المستخدمة في الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية فيها، وكما في الشكل الآتي:



الشكل (4) نتائج اختبار استقراره النموذج في سوق الكويت للأوراق المالية

المصدر: الشكل من إعداد الباحثان بالاعتماد على مخرجات برنامج (Eviews.10).

يوضح الشكل (4) ومن الجزء (CUSUM) أن المجموع التراكمي للبواقي داخل حدود القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5%، وهذا يدل على استقراره النموذج المقدر في الأجلين القصير والطويل.

الاستنتاجات والمقترحات:

أولاً: الاستنتاجات:

١. تأسيساً على التحليل السابق للمتغيرات المفسرة والمتغير المستجيب يمكن عرض الاستنتاجات الآتية:
 ١. يبدو أن نظرية الإشارة هي النظرية الأقرب لتفسير استجابة المستثمرين، وتقليل مشكلة عدم تماثل المعلومات التي تحدث بين المطلعين والمستثمرين في السوق، ويحدث الاطلاع عن طريق إرسال إشارات تحمل في طياتها معلومات تجعل المستثمرين يتصرفون تبعاً لذلك في اتخاذ قراراتهم.
 ٢. عندما يمتلك مجموعة من المستثمرين معلومات خاصة عن الشركة، التي لا يمتلكها غيرهم مثل المستثمرين، هنا تظهر مشكلة عدم تماثل المعلومات.
 ٣. إن انخفاض جودة المعلومات سيلقي بظلاله على تفاقم مشكلة عدم تماثل المعلومات الأمر الذي سيؤثر إلى الزيادة في تكلفة رأس المال، وانخفاض في جودة الأرباح.
 ٤. أثبت اختبار (P-P) استقرار سلسلة البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة (حجم التداول، هامش الربح، معدل دوران السهم، المتوسط المرجح الموزون لتكلفة رأس المال) بعد أخذ الفرق الأول لها.
 ٥. أثبتت الدراسة أن حجم التداول بوصفه متغير يعبر عن عدم تماثل المعلومات ذات تأثير عكسي في المتوسط المرجح الموزون لتكلفة رأس المال (WACC) كمتغير معبر عن تكلفة رأس المال في سوق الكويت للأوراق المالية في الأجل القصير.
 ٦. اتضح التأثير السلبي والعكسي في الأجل القصير لهامش الربح في (WACC) لسوق عينة الدراسة.
 ٧. أفرزت النتائج في الأجل القصير التأثير الطردي والموجب لمعدل دوران السهم كمتغير معبر عن عدم تماثل المعلومات في (WACC) لسوق الكويت للأوراق المالية.
 ٨. أظهرت الدراسة معنوية معامل تصحيح الخطأ في الأجل القصير، مما يعني إمكانية تصحيحه والعودة إلى التوازن، أي أن العلاقة كانت توازنية طويلة الأجل لسوق الكويت للأوراق المالية.
 ٩. أشارت نتائج الدراسة إلى التأثير العكسي والسالب لمتغيري حجم التداول، وهامش الربح في (WACC) لسوق الكويت للأوراق المالية في الأجل الطويل.
 ١٠. تبين الأثر الموجب والطردي لمتغير معدل دوران السهم في (WACC) لسوق الكويت للأوراق المالية في الأجل الطويل.
 ١١. استقرارية النموذج المقدر في الأجلين القصير والطويل، وهذا ما أثبتته اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج لسوق الكويت للأوراق المالية.

ثانياً: المقترحات:

١. بناءً على الاستنتاجات السابقة يمكن إدراج المقترحات الآتية:
 ١. ضرورة تطبيق مبادئ الحوكمة للشركات المدرجة في السوق وتفعيل المعايير المحاسبية، وتحسين مستوى الإفصاح والشفافية، والارتقاء بنزاهة الأسواق المالية، ويعمل ذلك على نجاح البورصات، وجذب الاستثمارات.

٢. لتشجيع المستثمر على الإقبال للتعامل مع الشركات المدرجة في السوق لابد من العمل على تطوير هيئات الاستثمار التي تقدم المعلومات الدقيقة حول الفرص الاستثمارية المتوفرة والمثالية عن طريق الإفصاح والشفافية.
٣. لتجنب إيقاف التداول في السوق، وضياح حقوق المساهمين والمستثمرين، يجب على الشركات الالتزام بتطبيق معايير الإفصاح حسب دقتها وتوقيتاتها، وإلزامها بقوانين تعمل على الحد من عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية.
٤. إنَّ من أسباب ظهور الأزمات المالية والسبب الرئيسي للمخاطر الأخلاقية هي مشكلة عدم تماثل المعلومات، لذا يستوجب الحد من تداعيات هذه المشكلة، وتُعد الحوكمة الحل الأمثل لمشكلة عدم تماثل المعلومات، لذا توصي الباحثة بضرورة تطبيقها حيث تعمل على تقليص الفجوة بين الإدارة والمساهمين، وذلك بما تقدمه من شفافية ومساءلة واستقلالية وعدالة، ووعي اجتماعي، وكل ما يتضمن الممارسات الجيدة للإدارة.
٥. إجراء دراسات مستقبلية من قبل الباحثين، تضم متغيرات أخرى لقياس مشكلة عدم تماثل المعلومات لم تتناولها الدراسة الحالية، وبيان تأثيرها سواءً على تكلفة رأس المال، أو هيكل رأس المال.

المصادر والمراجع:

أولاً: المصادر العربية:

١. إكرام ومحمد وعمامرة، بن عزة، شيخ، محمد العيد، ٢٠١٧، تطبيق أخلاقيات الأعمال وعلاقتها بالممارسات السليمة للحوكمة في منظمات الأعمال حالة الشركة السعودية للإلكترونيات المتقدمة، مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد (٢)، العدد (٢)، الجزائر.
٢. أمير، معيزة مسعود، ٢٠١٦، نظرية الإشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات: دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، المجلد ٢٠١٦، العدد ١٦، الجزائر.
٣. البنك الكويتي المركزي، النشرة الإحصائية السنوية للفترة المحددة (٢٠١١-٢٠٢٠)، الكويت.
٤. بورصة الكويت للأوراق المالية، المؤشرات الاقتصادية للفترة المحددة (٢٠١١-٢٠٢٠)، الكويت.
٥. جبر، عبد الجبار علوان، ٢٠١٩، التنوع في تطبيق السياسات المحلية وأثرها في عدم تماثل المعلومات المالية في الشركات العراقية: بحث تطبيقي لعينة من الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة تكريت للمعلومات الإدارية والاقتصادية، المجلد ٥١، العدد ٦٤، العراق.
٦. الجنابي، سعد مجيد عبد علي، ٢٠١٨، أثر المحتوى المعلوماتي لإعلانات إعادة شراء الاسهم في اسعارها اعتماداً على نمط الاسهم، المجلة العراقية للعلوم الادارية، المجلد ١٣، العدد ٥١، العراق.
٧. حسانين، هالة حمدي احمد، (٢٠١٢)، قياس أثر الدور المحاسبي لإدارة المعرفة على تخفيض عدم تماثل المعلومات وانعكاساته على كفاءة سوق رأس المال مع دراسة تطبيقية على السوق المصري، رسالة ماجستير، كلية التجارة بالإسماعيلية، جامعة قناة السويس.
٨. حمزة وعيسى، غربي، بدروني، ٢٠١٩، العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة، مجلة الحوكمة المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد ١، العدد ٢، الجزائر.
٩. الخولاني، سيف علي يحيى، ٢٠٢٠، قياس العلاقة الكمية بين الانفاق الحكومي وعرض النقد في العراق للمدة ١٩٩٠-٢٠١٩، مجلة جامعة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، العراق.
١٠. دادن، عبد الوهاب، ٢٠١٠، الجدول القائم حول هياكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، المجلد ٧، العدد ٧، الجزائر.
١١. دهر اوي، كمال الدين مصطفى، ٢٠٠١، دور الإفصاح المحاسبي في تخفيض عدم تماثل المعلومات وزيادة كفاءة سوق رأس المال، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، العدد ٢، مصر.
١٢. ساسي وكماسي، الياس بن، خيره الصغيرة، ٢٠٢١، آليات الحوكمة ودورها في الحد من التأثيرات السلبية لعدم تماثل المعلومات، مجلة جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر.
١٣. السقا، مها محسن، ٢٠٢٠، الإفصاح عن المعلومات الجوهرية في سوق الأوراق المالية وأحكامه: دراسة مقارنة، مجلة تطوير الأداء الجامعي، المجلد ١٢، العدد ١، مصر.

١٤. الشامي، مصطفى كمال عطا، ٢٠١٨، الإفصاح المحاسبي عن مخاطر الائتمان المصرفي طبقاً للمعيار الدولي للتقارير المالية رقم ٧: دراسة ميدانية، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، العدد ٦، مصر.
١٥. صالح ورشيد، صبحي محمد، ربيع طيب، ٢٠٢١، أثر تطبيق معيار الأدوات المالية IFRS في الحد من عدم تماثل المعلومات: دراسة كمية على عينة من المصارف المحلية والعربية، مجلة تكريت للمعلومات الادارية والاقتصادية، المجلد ١٧، العدد ٥٤، العراق.
١٦. العادلي، مرفت علي محمود، ٢٠١٧، منهج محاسبي مقترح لقياس أثر التحفظ المحاسبي في تبني معايير التقرير المالي الدولية (IFRS) على خطر المعلومات المحاسبية وانعكاسه على قرار الاستثمار، المجلة العلمية لقطاعات كليات التجارة، العدد ١٨، مصر.
١٧. عبدالرحمن، امجد حسن، ٢٠٢٠، دراسة تأثير علاقة النسب المستخرجة من قائمة التدفقات النقدية على مؤشرات الأداء المالي (معدل دوران رأس المال العامل وربح التشغيل وربحية السهم والقيمة السوقية للسهم ومعدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد على حقوق الملكية): دراسة تطبيقية على شركات المقاولات المقيدة بالبورصة المصرية، اطروحة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
١٨. عليوي، نشأت حكمت، ٢٠١٩، أثر الرفع المالي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الاردنية المدرجة في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير، كلية الاعمال، جامعة الشرق الاوسط.
١٩. عوض، محمد محمود سليمان، ٢٠١٦، أثر مستوى الإفصاح الاختياري على العلاقة بين نمط الملكية وعدم تماثل المعلومات في البيئة المصرية: دراسة إمبريقية، مجلة البحوث التجارية، المجلد ٣٨، العدد ٢، مصر.
٢٠. لبيب، عمر خالد محمد عبدالمنعم زكي، ٢٠٢١، العلاقة بني الإفصاح الاختياري عن أبعاد استدامة منشآت الاعمال المدرجة بالبورصة المصرية وتكلفة رأس المال، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، المجلد ٧، العدد ١١، مصر.
٢١. المحاميد، ديمارزق، ٢٠١٥، أثر متغيرات السوق في كثافة وجودة الإفصاح في التقارير المالية المنشورة لتلبية متطلبات كفاءة السوق المالي: دراسة ميدانية على بعض الشركات المدرجة في بورصة دمشق، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق.
٢٢. محمد، عمر إبراهيم، ٢٠١٤، محددات القياس والإفصاح عن مخاطر التشغيل في البنوك التجارية العراقية، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة المنصورة.
٢٣. مراد وعجوة وزيد، ممدوح هاشم، فايزة محمدي، محمد علي محمد علي، ٢٠٢١، أثر عدم تماثل المعلومات على العلاقة بين التحفظ المحاسبي واحتمال الانهيار في سعر السهم للشركات المساهمة المصرية: دراسة إمبريقية، مجلة البحوث والتجارية، المجلد ٤٣، العدد ٢، مصر.
٢٤. مناعي، حكيم، ٢٠١٨، أثر جودة الإفصاح المحاسبي على تخفيض تكلفة رأس المال، مجلة الاقتصاد الصناعي، المجلد ٨، العدد ١، الجزائر.
٢٥. نصار وابو داير، صديق توفيق، وريم خالد، ٢٠٢١، أثر هيكل الملكية على رأس المال الفكري: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والادارية، المجلد ٢٩، العدد ٤، الأردن.
٢٦. هيئة أسواق المال، قائمة الشركات المرخصة في سوق الكويت للأوراق المالية للفترة (٢٠١١-٢٠٢٠).
٢٧. وديع، أسامة وجدي، ٢٠١٢، كفاءة الأسواق المالية: دراسة تطبيقية على بورصة نيويورك للأوراق المالية، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، العدد ٢، مصر.
٢٨. الوقائع العراقية الرسمية، القوانين والتشريعات العراقية قانون الشركات رقم (٢١) لسنة ١٩٩٧ المحتوى الأول، العراق.
٢٩. بونس، نجا محمد مرعي، ٢٠١٩، أثر الإفصاح الاختياري على جودة التقارير المالية: دراسة تطبيقية على قطاع البنوك المدرجة في البورصة السعودية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، العدد ١، مصر.

ثانياً: المصادر الأجنبية:

30. Books The World Bank Group, Smart Contract Technology and Financial Inclusion finance, competitiveness & Information global, Publisher by The World Bank Group No. 6, Washington, USA, 2020.
31. Komalasari & Nasih, Puput Tri, moh, Information Asymmetry in Capital Market: what and why and how, Published by Universities Airlangga, Advances in Business, Management and Entrepreneurship. Indonesia, 2020.
32. Mensah, Ben Kwame, 2017, "Does the corruption perception level of a country affect listed firms' IFRS 7 risk disclosure compliance"? The International Journal of Business in Society, Vol.17, No.4, Korea.

33. Nuryaman, 2014, The Influence of Asymmetric Information on the Cost of Capital with the Earnings Management as Intervening Variable, Journal of Advanced Management Science Vol.2, No.1, Indonesia.
34. Priya & Nimalathan, 2013, Board characteristics and Capital structure: A case study of selected hotels & restaurants in Sri Lanka, international Journal of Advanced Research in Management and Social Sciences, Vol. 2, No. 12, Sri Lanka.
35. Reyna, Juan Manuel San Martin, 2018, "The effect of ownership composition on earnings management: evidence for the Mexican stock exchange", Journal of Economics Finance and Administrative Science, Vol., 23 No., 46, Mexico.