

أثر جودة الإفصاح المحاسبي على تخفيض تكلفة رأس المال

The impact of the accounting disclosure quality to reduce the cost of capital

أ. حكيمة مناعي

Email : menai.hakima@yahoo.fr

الملخص:

يمثل الإفصاح المحاسبي عملية عرض المعلومات في التقارير المالية بصورة واضحة بهدف توصيل نتائج الأحداث الاقتصادية لمستخدميها وبصفة خاصة المستثمرين، بهدف مساعدتهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية. ويشير الإفصاح المحاسبي الجيد إلى ضرورة شمول التقارير المالية على جميع المعلومات اللازمة لإعطاء مستخدم هذه التقارير صورة واضحة وصحيحة عن الوحدة المحاسبية.

كما يلعب الإفصاح المحاسبي الجيد دورا فعالا في قيام أسواق المال بأداء وظائفها، حيث قد يؤدي ذلك إلى تخفيض عدم التأكد المحيط بالاستثمارات، وزيادة إقبال المستثمرين على تقديم أموالهم للشركات، وبالتالي زيادة حجم التداول وتوزيع الخطر بين المتعاملين في سوق المال، وزيادة سيولة هذه الأسواق، الأمر الذي ينعكس على زيادة قيمة الشركة، ومن ثم انخفاض تكلفة رأس المال لهذه الشركات.

الكلمات المفتاحية: الإفصاح المحاسبي، جودة الإفصاح المحاسبي، عدم تماثل المعلومات، تكلفة رأس

المال.

The Summary:

Accounting disclosure is the presentation of information in the financial reports with the aim of connecting the results of economic events users in particular investors in order to help them make investment decisions. Good accounting disclosure refers to the need to include financial reports all the information necessary to give the user of these reports true and clear image of the accounting unit.

Good accounting disclosure also plays an effective role in the functioning of the capital markets, where it may lead to the reduction of the uncertainty surrounding the investments, and investors to provide money for companies, thus increasing the volume and allocation of risk between the money market dealers, increase the liquidity of these markets, which is reflected in the increase in the value of the company and therefore a lower cost of capital to these companies.

Keywords: accounting disclosure, accounting disclosure quality, The asymmetry of information, cost of capital.

مقدمة:

تلعب المعلومات المحاسبية دورا هاما في تخفيض عدم التأكد والخطر المرتبط بالقرارات الاستثمارية بما تفيد مستخدمي التقارير المالية، ونظرا لاعتماد المستثمرين على هذه المعلومات في عملية اتخاذ القرارات، فقد يؤدي انخفاض دقة المعلومات المحاسبية إلى اتخاذهم قرارات استثمارية غير رشيدة. لذلك وجب على الشركات الإفصاح في صلب تقاريرها المالية عن كل المعلومات اللازمة والضرورية المرتبطة بقياس كل من المركز المالي ونتيجة النشاط بصورة صادقة وعادلة من أجل تلبية احتياجات مستخدمي القوائم المالية وبصفة خاصة مساعدة المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية، مما يؤدي إلى تخصيص المزيد من الأموال للقيام بعمليات شراء للأوراق المالية ومن ثم زيادة التداول على أسهم هذه الشركات، والذي سينعكس في انخفاض تكلفة رأس المال.

كما سبق، تبرز معالم الإشكالية التالية: هل هناك أثر لجودة الإفصاح المحاسبي على تخفيض تكلفة رأس

المال؟

وتهدف هذه الدراسة إلى مناقشة العلاقة الموجودة بين جودة الإفصاح عن المعلومات المحاسبية وتكلفة رأس المال، ومن ثم تحديد الآثار المترتبة على وجود إفصاح محاسبي جيد في التقارير المالية للشركات على تخفيض تكلفة رأس مالها، وذلك من خلال ثلاث محاور رئيسية، سنتناول في المحور الأول مفهوم جودة الإفصاح المحاسبي، والعوامل التي تؤثر على جودة الإفصاح، وذلك بعد المرور على ماهية الإفصاح المحاسبي بصفة عامة، في حين سنخصص المحور الثاني لدراسة ماهية تكلفة رأس المال وطرق حسابها، وذلك تمهيدا لدراسة المحور الثالث المتعلق بدراسة العلاقة الموجودة بين جودة الإفصاح المحاسبي وتكلفة رأس المال من خلال تحليل وتقييم بعض الدراسات السابقة ذات الصلة والمتعلقة بتأثير جودة الإفصاح المحاسبي على تكلفة رأس المال.

المحور الأول: مفهوم جودة الإفصاح المحاسبي والعوامل المؤثرة عليها

تقوم المحاسبة بأداء وظيفتين أساسيتين هما القياس المحاسبي لنتائج الأحداث الاقتصادية، والاتصال المحاسبي بهدف توصيل هذه النتائج إلى مستخدمي المعلومات. وتعتبر التقارير المالية الوسيلة الرئيسية والأداة الفعالة لتوصيل نتائج هذه الأحداث لهؤلاء المستخدمين لمساعدتهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

وقد اختلفت وجهات نظر الباحثين والمهنيين حول مفهوم الإفصاح المحاسبي، فمنهم من لا يحدده مشكلة نطاق الإفصاح في تفصيل القوائم المالية المعروضة أو في أساليب تبويب وعرض المعلومات في هذه القوائم، وإنما يتعدى هذا ليجعل منه عنصر دقة ومصداقية المعلومات والأرقام المعروضة في هذه القوائم. لذلك سنتطرق إلى مفهوم الإفصاح المحاسبي من وجهة نظر الباحثين في هذا المجال، ومنه تحديد مفهوم جودة الإفصاح المحاسبي والعوامل المؤثرة عليها.

أولاً: مفهوم الإفصاح المحاسبي

الإفصاح كلمة شاع استعمالها في جميع مجالات الحياة، وبالأخص العملية منها بما فيها مهنة المحاسبة والتدقيق. فماذا يقصد بكلمة الإفصاح بشكلها المجرد؟

لغويًا: الإفصاح هو الإعلان عن الشيء أو نشره، عدم التستر عن الشيء، نشر الشيء ووضعه تحت الضوء، كشف أو فضح الشيء.¹

محاسبياً: تعددت التعاريف التي تناولت الإفصاح المحاسبي، فمنها ما أشار إلى أن الإفصاح المحاسبي يقوم بتوضيح وعرض المعلومات في صلب القوائم المالية بطريقة صادقة وعادلة، كما يعتبر أيضاً نشر المعلومات الضرورية للفئات التي تحتاجها، وذلك لزيادة فاعلية العمليات التي يقوم بها السوق المالي، حيث أن الفئات المختلفة تحتاج للمعلومات لتقييم درجة المخاطرة التي تتعرض لها الشركات للوصول إلى القرار الذي تستطيع من خلاله تحقيق أهدافها، والتي تتناسب مع درجة المخاطرة التي ترغب بها.²

كما يعرف أيضاً بأنه "عملية إيصال ونقل للمعلومات التي أعدت في مرحلة القياس لمن يحتاجها ويستخدمها ويوظفها، سواء داخل المؤسسة أو خارجها، مع وجوب مراعاة أهمية المعلومات التي يفصح عنها، وكذا الوسيلة والوقت الذي تم الإفصاح فيه".³

مما سبق، يمكننا تعريف الإفصاح المحاسبي بأنه "عملية نشر وإظهار أي حقائق أو معلومات من خلال تضمينها في القوائم المالية أو في المذكرات التوضيحية الملحقة بها، والتي تبين بشكل واضح وجلي الموقف المالي للمؤسسة الاقتصادية".

ثانياً: مفهوم جودة الإفصاح المحاسبي

تعرف جودة الإفصاح المحاسبي في هذا المجال، بأنها "مصدقية المعلومات المحاسبية التي تتضمنها التقارير المالية وما تحققه من منفعة للمستخدمين، أي أن المعلومات الجيدة هي تلك المعلومات الأكثر فائدة في مجال ترشيد القرارات"⁴؛

كما يشير الإفصاح المحاسبي الجيد إلى "ضرورة شمول التقارير المالية على جميع المعلومات اللازمة لإعطاء مستخدم هذه التقارير صورة واضحة وصحيحة عن المؤسسة. وينبغي الإفصاح عن جميع المعلومات الملائمة والتي تعبر عن الواقع بصدق ويتطلب ذلك أن يتم الإفصاح عن المعلومات في التقارير المالية بصورة مفهومة دون لبس أو تضليل"⁵؛

ويمكن تعريف جودة الإفصاح أيضا، بأنه: "مجموعة من خصائص المعلومات التي تؤدي إلى توفير معلومات مفيدة في عملية اتخاذ القرارات الاقتصادية التي يتخذها مقدمو رأس المال للشركات أو غيرهم من أصحاب المصالح".⁶

كما سبق، يمكننا أن نخلص إلى أن "جودة الإفصاح المحاسبي تتمثل في خصائص المعلومات التي تعكس مدى قدرتها على تلبية احتياجات مستخدمي هذه المعلومات لاتخاذ قرارات اقتصادية رشيدة وسليمة".

ثالثا: العوامل المؤثرة على جودة الإفصاح المحاسبي: هناك عدة عوامل تؤثر في جودة الإفصاح المحاسبي، ويمكن تقسيم هذه العوامل إلى عوامل داخلية وأخرى خارجية:

1. العوامل الداخلية: تتمثل هذه العوامل فيما يلي:⁷

1-1 عوامل تتعلق بالمعلومات: تتأثر درجة الإفصاح في التقارير المالية بالمعلومات التي يتم الإفصاح عنها، ومدى توفر عدد من الصفات والخصائص للحكم على كفاءتها وجودتها. ويمكن تحديد هذه الخصائص فيما يلي:

- أ. **الخصائص الرئيسية:** هناك خاصيتين رئيسيتين هما؛ خاصية الملائمة وخاصية الموثوقية، فإذا فقدت المعلومات المحاسبية أي من الخاصيتين الرئيسيتين تكون غير مفيدة بالنسبة لمستخدميها:⁸
- **الملائمة:** ويقصد بها أن تكون المعلومات مرتبطة ووثيقة الصلة بالقرارات التي يتم اتخاذها، فالمعلومات الملائمة هي تلك المعلومات التي تؤثر في سلوك متخذي القرار الاقتصادي بالمساعدة في تقييم الأحداث الماضية والحاضرة والمستقبلية، وهي مرتبطة بخاصية الأهمية النسبية.⁹
 - **الموثوقية:** وتتوفر هذه الخاصية في المعلومات الخالية من الأخطاء، أي أنها خاصية تتعلق بأمانة المعلومات المحاسبية وإمكانية الاعتماد عليها.¹⁰

إذن، خاصية الموثوقية تمثل بصدق ما تزعم المعلومة تمثيله. وتتكون هذه الخاصية من ثلاثة خصائص فرعية:¹¹

- ✓ **التمثيل الصادق:** لتكون المعلومة موثوقة، يجب أن تمثل العمليات المالية بصدق والأحداث الأخرى تمثيلا صادقا والذي من المفروض أنها تمثلها أو من المتوقع أن تعبر عنها بشكل معقول؛
- ✓ **الجوهر فوق الشكل:** لكي تمثل المعلومة المعروضة العمليات المالية والأحداث الأخرى تمثيلا صادقا والذي من المفترض أنها تمثلها. فعندما يختلف الجوهر الاقتصادي للعملية على شكلها القانوني، فإن صفة الجوهر فوق الشكل تتطلب أن تتم المحاسبة والتقرير عن جوهر العملية وآثارها وليس عن شكلها القانوني فحسب؛

✓ **الحياد:** تتوافر للمعلومات المحاسبية خاصية الحياد، إذا كانت تخلو من أي تحيز عن طريق قياس النتائج، أو عرضها بطريقة لا تغلب مصالح فئة معينة من فئات مستخدمي القوائم المالية على حساب غيرها من المستخدمين الآخرين.

إذن؛ فالملائمة والموثوقية الخاصيتان الأساسيتان، اللتان يلزم توافرها في المعلومات المحاسبية حتى تكون ذات جودة عالية، ولكن هناك احتمال التعارض بين هاتين الخاصيتين نتيجة تطبيق بعض الطرق والسياسات المحاسبية، ولهذا فإنه من الممكن التضحية بمقدار من الملائمة في مقابل المزيد من الثقة. والعكس فقد تقل الثقة في المعلومات المحاسبية مقابل المزيد من الملائمة للمعلومات.¹²

ب. الخصائص الثانوية: بالإضافة إلى الخصائص الرئيسية التي سبق ذكرها، هناك خصائص أخرى لا تقل أهمية تتمثل في الخصائص الثانوية (الثبات، قابلية المقارنة) والتي تساهم جنباً إلى جنب مع الخصائص الرئيسية في جودة المعلومات التي تتضمنها التقارير المالية:

● **الثبات:** يقصد بالثبات إتباع نفس الطرق المحاسبية في تسجيل الأحداث الاقتصادية والتقارير عنها بطريقة موحدة من دورة إلى أخرى.¹³

وعند حدوث تغيير في الظروف أو المبادئ المحاسبية المستخدمة، يلزم الإفصاح عن طبيعة وأثر هذا التغيير المحاسبي ومبرر إجرائه وذلك في القوائم المالية الخاصة بالفترة التي يحدث فيها التغيير، كما أن حدوث تغيير في المبادئ المحاسبية المستخدمة، يجب أن يشير إليها المراجع في فقرة توضيحية في تقريره، حيث تقوم هذه الفقرة بتحديد طبيعة التغيير وإرشاد القارئ إلى الملاحظة الواردة في التقارير المالية التي حدث فيها هذا التغيير. إن تطبيق خاصية الثبات في استخدام المبادئ والإجراءات المحاسبية، يجعل القوائم المالية أكثر قابلية للمقارنة وأكثر فائدة للمستخدمين.

● **القابلية للمقارنة:** ويقصد بها إمكانية مقارنة القوائم المالية لفترة مالية معينة مع القوائم المالية لفترة أو لفترات أخرى سابقة لنفس الشركة، أو مقارنة القوائم المالية للشركة مع القوائم المالية لشركة أخرى والتي تعمل في نفس النشاط، لأن المستثمرين يكون أمامهم فرص متعددة للاستثمار، وبالتالي فإن هذه المقارنة تمكنهم من تحديد الاستثمار الأفضل واتخاذ القرار المناسب. ويتطلب تحقيق خاصية قابلية المعلومة المالية للمقارنة ضرورة وجود اتساق أو تجانس أو ثبات في استخدام نفس القواعد والإجراءات المحاسبية للشركة وكذلك نفس التبويب والإفصاح والعرض المحاسبي في التقارير والقوائم المالية من فترة لأخرى.¹⁴

إضافة إلى هذا، هناك قيود رئيسيان على استخدام الخصائص السابقة هما:

✓ **قيود المنفعة/التكلفة:** وهو أن تكون المنفعة المتوقعة من المعلومات أكبر من تكلفة إنتاجها وتوصيلها؛

✓ الأهمية النسبية: تلعب هذه الخاصية دورا هاما كمعيار لتحديد المعلومات التي يتوجب الإفصاح عنها، وذلك من زاوية تأثيرها المتوقع على متخذ القرار، كما تعد معيار هاما في تنفيذ عملية الدمج لبنود المعلومات التي يتم عرضها في القوائم المالية المنشورة، وتعد المعلومات المحاسبية ذات أهمية نسبية إذا كان حذفها أو تحريفها يؤثر على القرار الاقتصادي الذي يتخذه مستخدمها عند اعتماده على هذه المعلومات. بمعنى أنه كلما كان للمعلومة تأثيرها على من يستخدمها كلما كانت ذات أهمية نسبية.

*كذلك هناك عامل يتعلق بكلفة المعلومات أو اقتصاد المعلومات، وهو محدد رئيس لمستوى وجودة الإفصاح في القوائم المالية، ويقصد به أن تفوق المنفعة من المعلومة تكاليف إعدادها وتوفيرها لمستخدمي التقارير المالية بشكل مناسب.

2-1 عوامل تتعلق بالوحدة الاقتصادية: هناك عدة عوامل ترتبط بالوحدة الاقتصادية مثل حجم الشركة، عدد المساهمين، صافي الربح... إلى غير ذلك من العوامل، وقد تؤثر هذه العوامل في درجة الإفصاح في ظل ظروف معينة ويتضح ذلك فيما يلي:¹⁵

- أ. **حجم الوحدة الاقتصادية:** إن الوحدات الاقتصادية الكبيرة الحجم تقوم بالإفصاح المحاسبي بصورة أكبر من الوحدات المتوسطة والصغيرة الحجم، وذلك لعدة أسباب منها:
- إن الوحدات الاقتصادية الكبيرة يكون تأثيرها أكثر وضوحا في المجتمع من حيث عدد العاملين فيها ونوعية المنتجات التي تقوم بإنتاجها وحجم تأثيرها في البيئة؛
 - ضغط وسائل الإعلام والمجتمع بصورة عامة يتجه نحو الوحدات الاقتصادية الكبيرة ويتطلب منها إفصاح موسع بصورة أكبر من الوحدات الصغيرة الحجم؛
 - إن الوحدات الاقتصادية الكبيرة يمكن أن تتحمل التكاليف المترتبة على الإفصاح الطوعي وتستطيع أن تستخدم الأفراد المؤهلين للقيام بذلك؛
 - تحاول الوحدات الاقتصادية الكبيرة الحجم المحافظة على صورتها أو لكي تمنع التدخل الحكومي.
- لذلك يمكن القول، بأن هنالك علاقة إيجابية بين حجم الوحدة الاقتصادية ومستوى وجودة الإفصاح في التقارير المالية وهذا ما أثبتته عدة دراسات ميدانية.

ب. **عدد المساهمين:** هناك علاقة أيضا بين عدد المساهمين ودرجة وجودة الإفصاح، على أساس أن زيادة عدد المساهمين تؤدي إلى طلب المزيد من المعلومات التي يتعين الإفصاح عنها من جانب المساهمين أو من ينوب عنهم من المحللين أو سماسرة الأوراق المالية.

ج. **إدراج الشركة في سوق الأوراق المالية:** إن لهذا العامل أثر مباشر في زيادة حجم الإفصاح، حيث تقوم الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية، والتي يتم فيها التعامل في الأسهم والسندات التي تصدرها

بملاء عدد من النماذج والإيضاحات عن أهداف الشركة ونشاطها ونتائج أعمالها، وبهذا تكون تحت الضغط لزيادة حجم الإفصاح في التقارير المالية وتحسينها والالتزام بتعليمات الإفصاح التي يحددها السوق المالي.

د. عوامل تتعلق بالمراجع الخارجي: يكون في العادة للمدقق الخارجي تأثير على درجة وجودة الإفصاح المحاسبي للشركة، وهذا من خلال مراجعة التقارير المالية المنشورة، وإضفاء الثقة في المعلومات الواردة بها، والتحقق من أن إعداد وعرض التقارير المالية تم وفقا لمعايير المحاسبة المعتمدة وكذلك متطلبات القوانين المعمول بها.

*توجد هناك عوامل داخلية أخرى، قد تؤثر في درجة وجودة الإفصاح أهمها؛ أرباح الوحدة الاقتصادية، رغبة الإدارة في الإفصاح عن المعلومات... الخ.

2. العوامل الخارجية: لعل من أبرز العوامل الخارجية المؤثرة في عملية الإفصاح وجودته ما يلي:¹⁶

1-2 نوعية المستخدمين وطبيعة احتياجاتهم: إن تحديد الإدارة للمستخدمين الأساسيين للمعلومة المالية يساعدها في تحديد طبيعة احتياجاتهم لتلك المعلومات الواجب الإفصاح عنها في القوائم المالية، كما أن تصنيف المستخدمين إلى رئيسيين وثانويين، والذين لهم مصالح مباشرة أو غير مباشرة في تلك الشركة، يختلف من بلد إلى آخر حسب الظروف الاقتصادية والسياسة.

وقد حدد مجلس معايير المحاسبة المالية FASB وكذا مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB، المستخدمين الرئيسيين في المستثمرين الحاليين والمتوقعين والدائنين.

2-2 الجهات المسؤولة عن وضع معايير الإفصاح: إن اختلاف الممارسات المحاسبية من دولة إلى أخرى نتيجة لتباين الظروف، جعل المنظمات والهيئات المحاسبية المحلية للدول، تضع معايير تتكيف أكثر مع تصور حكوماتهم لأهداف المحاسبة. فنجد الدول التي تسعى إلى أهداف الضريبة تكيف إفصاحها بما يضمن ممارسة رقابة ضريبية على الشركات، أما الدول التي تعتمد على الأسواق المالية في التركيبة الاقتصادية لها، فتعمل على تكيف إفصاحها بما يساعد المساهمين والمستثمرين على التداول في السوق المالي.

3-2 المنظمات والمؤسسات الدولية: بالإضافة إلى المنظمات والقوانين المحلية، تعتبر المنظمات والمؤسسات الدولية من الأطراف المؤثرة على عملية الإفصاح، حيث تؤثر هذه المؤسسات بدرجات متفاوتة على درجة ومستوى الإفصاح المحاسبي، ومن أهم هذه المؤسسات مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB الذي قام بإصدار العديد من المعايير المحاسبية الدولية التي تتعلق بقواعد الإفصاح، وذلك بغرض تحسين جودة المعلومات المفصح عنها على المستوى العالمي.

المحور الثاني: تكلفة رأس المال

تعتبر تكلفة رأس المال الأساس للكثير من القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة، حيث ترجع أهمية تقدير هذه التكلفة إلى اعتبارها الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، فالاستثمار الذي يتولد عنه عائد أقل من تكلفة رأس المال يجب رفضه. وانطلاقاً من هذه الأهمية وجب تحديد مفهوم هذه التكلفة، أهمية تحديدها، بالإضافة إلى التطرق لمختلف العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال.

أولاً: مفهوم تكلفة رأس المال

اختلفت آراء العديد من الباحثين والمتخصصين في العلوم الاقتصادية والمحاسبية والمالية حول تحديد مفهوم تكلفة رأس المال رغم إعطائها الأهمية البالغة عند اتخاذ القرارات الاستثمارية والتي تعد من أهم قرارات المؤسسة. لذلك سنحاول تقديم بعض التعاريف الخاصة بتكلفة رأس المال كما يلي:

- يقصد بتكلفة رأس المال "معدل العائد الأدنى من رأس المال المستثمر والذي يضمن المحافظة على قيمة المؤسسة بل وتعظيمها"¹⁷؛
- كما تعرف تكلفة رأس المال بأنها "مقدار ما تدفعه المؤسسة من أجل الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة، ويمكن النظر إلى تكلفة رأس المال على أنها الحد الأدنى من العائد الذي يطلبه المستثمرون الذين يقومون باستثمار أموالهم في الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسة"¹⁸؛
- كما تعرف تكلفة رأس المال بأنها "عبارة عن معدل المردودية المفروض على الأصول الاقتصادية التي تم تمويلها عن طريق كل من الأموال الخاصة والديون"¹⁹.

انطلاقاً من التعاريف السابقة، يمكن تعريف تكلفة رأس المال بأنها العائد الأدنى الذي يجب أن يتحقق في مشاريع المؤسسة والعائد الأدنى الذي يطلبه المستثمرون والمقرضون.

ثانياً: أهمية تحديد تكلفة رأس المال

يمكن هنا التمييز بين أهمية تكلفة رأس المال من وجهة نظر المستثمر المرتقب والتي تمثل الحد الأدنى لمعدل العائد المقبول لكل من المساهمين والمقرضين لاستثمار أموالهم في المؤسسة، وعادة ما يتأثر بسعر الفائدة السائد في السوق ويختلف من مؤسسة لأخرى، وتنبع أهميته من كونه يمثل أساس المفاضلة بين الاستثمارات المتاحة. ووجهة نظر المؤسسة التي تستخدمها لإيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المرتبطة بالمشروعات المستقبلية، بحيث أنه إذا تولد عن المشروع عائد يقل عن تكلفة الأموال المستثمرة فيه فإنه لا بد من رفضه حتى لا يؤثر سلباً على ثروة المساهمين ويؤدي إلى انخفاض قيمة المؤسسة، كما تعتبر تكلفة رأس المال مؤشراً هاماً لقياس وتقييم قدرة المؤسسة على تخصيص الموارد المحدودة بين الاستثمارات المتاحة.

ثالثاً: العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال

تتأثر تكلفة رأس المال بعدد من العوامل، بعضها يخرج عن نطاق المؤسسة، فيما يقع البعض الآخر تحت سيطرة المؤسسة ويتأثر بسياساتها:²⁰

1. العوامل التي لا تخضع لسيطرة المؤسسة: تتمثل في:

- أ. **فائدة السوق:** فكلما زادت فائدة السوق، كلما زادت تكلفة التمويل بالملكية وتكلفة التمويل بالاستدانة؛
- ب. **معدل الضريبة الذي تخضع له الشركة:** فعلاقته عكسية مع تكلفة التمويل بالاستدانة، ويتأثر إيجاباً مع تكلفة التمويل بالملكية إذا كان قانون الضريبة يعفي أرباح الأسهم من ضريبة الدخل، مما يؤدي إلى زيادة السيولة، وانخفاض تكلفة التمويل بالملكية بسبب انجذاب المستثمرين؛
- ج. **مخاطر السوق النظامية:** وهي مخاطر ترتبط بالعوامل المؤثرة على السوق بشكل عام وليس على شركة معينة، وبالظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، كالحروب والكساد والتضخم. فأسعار الأوراق المالية تتأثر بهذه العوامل بدرجات متفاوتة.

2. العوامل التي تخضع لسيطرة المؤسسة: تتعدد العوامل التي تخضع لسيطرة المؤسسة وتؤثر على الهيكل المالي للمؤسسة، لعل أهمها ما يلي:

- أ. **سياسة المؤسسة بشأن الهيكل المالي:** بافتراض أن للمؤسسة هيكل مالي مستهدف وأنها استخدمت أوزان مكونات وعناصر هذا الهيكل لتحديد التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال، غير أنه يمكن للمؤسسة أن تغير من هيكلها المالي بشكل يغير أيضاً من تكلفة رأس المال. فبما أن تكلفة الاقتراض بعد الضريبة تكون أقل من تكلفة التمويل باستخدام حقوق الملكية (الأموال الخاصة)، فإذا قررت المؤسسة استخدام المزيد من القروض والأقل من الأسهم العادية، فإن هذا يغير من الأوزان النسبية لمصادر التمويل داخل الهيكل المالي بشكل يخفض من التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال غير أن الزيادة في الاعتماد على القروض في مقابل تناقص الاعتماد على حقوق الملكية تؤدي إلى ارتفاع درجة الخطر المرتبطة بالهيكل المالي بشكل يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال مرة أخرى، وقد تلغي الزيادة في التكلفة الناتجة عن ارتفاع درجة الخطر في التكلفة الناجم عن تزايد الاعتماد على الاقتراض أو على الأقل تحد منها.

- ب. **سياسة التوزيعات:** تمثل الأرباح المحتجزة الرصيد المتراكم للأرباح التي لم يتم توزيعها على المساهمين، وتبعاً لذلك فإن ارتفاع نسبة الأرباح الموزعة عند مستوى معين من الأرباح المحققة، يؤدي إلى انخفاض نسبة الأرباح المحتجزة بالشكل الذي يجعلها غير كافية لتمويل احتياجات المؤسسة من الموارد الإضافية لتنفيذ الاستثمارات الجديدة، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال.

ج. السياسة الاستثمارية للمؤسسة: عند تقدير تكلفة رأس المال يتم استخدام معدلات العائد المطلوبة على الأرصدة الحالية للأسهم والسندات كنقطة بدء للتقدير. وتعكس هذه المعدلات درجة الخطر المرتبطة بأصول المؤسسة الحالية. وتبعاً لذلك يتعين أن نفترض بشكل ضمني أن الأموال الإضافية الجديدة سيتم استثمارها في أصول مماثلة للأصول الحالية وبنفس درجة الخطر المصاحبة لها. وقد يبدو هذا الافتراض صحيحاً طالما أن المؤسسة تستثمر في نفس نوع الأصول الحالية، غير أن هذا الافتراض يسقط إذا غيرت المؤسسة من سياستها الاستثمارية واتجهت للاستثمار في أصول مغايرة للأصول الحالية.

رابعاً: مكونات تكلفة رأس المال وطرق حسابها

لكل مصدر من مصادر التمويل تكلفته الخاصة به، وبما أن استعمال الأموال طويلة الأجل (الدائمة) يحمل المؤسسة تكلفة يطلق عليها مصطلح تكلفة رأس المال، لذا لا بد من حساب تكلفة كل مصدر من هذه المصادر والمتمثلة في؛ الأموال الخاصة والقروض طويلة الأجل:

1. تكلفة الأموال الخاصة: تعتبر الأموال الخاصة من أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل استثماراتها، واستعمال هذه الموارد لا يكون مجانياً، بل يترتب عليه في نهاية كل سنة دفع حصص من الأرباح المحققة لحملة الأسهم والشركاء في المؤسسة. وتعتبر تكلفة الأموال الخاصة عن معدل العائد الأدنى الواجب تحقيقه حتى يمكن المحافظة على القيمة الاسمية للسهم.²¹

ويمكن حساب تكلفة رأس المال بطريقتين:

1-1 تكلفة الأموال الخاصة باستخدام التقييم المحاسبي: تعتبر من أبسط طرق حساب تكلفة الأموال الخاصة، بحيث يكفي لحساب هذه التكلفة، معرفة قيمة الأموال الخاصة وقيمة الأرباح الصافية لتحسب بالعلاقة التالية:

$$K_S = B/S$$

بحيث: **B**: الأرباح الصافية؛ **S**: الأموال الخاصة؛ **K_S**: تكلفة الأموال الخاصة.

هذه الطريقة لا تأخذ بعين الاعتبار عامل الزمن وتوقيت الحصول على الأرباح من جهة، ومن جهة أخرى التغيرات الخارجية المتوقعة في السوق التي غالباً ما تكون بعيدة عن التقدير الحقيقي.

2-1 تكلفة الأموال الخاصة باستخدام التقييم السوقي (الحقيقي): تعتمد هذه الطريقة لحساب تكلفة الأموال الخاصة على تقييم كل من الأسهم العادية والأسهم الممتازة:

أ. **تكلفة الأسهم العادية:** وهي تتمثل في حصص الأرباح التي تدفعها المؤسسة سنوياً لحملة الأسهم العادية، بالإضافة إلى مصاريف إصدار واكتتاب الأسهم.

يمكن حساب تكلفة الأسهم العادية اعتمادا على نموذجين مختلفين هما: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، ونموذج التدفقات النقدية المخصومة نموذج (Gordon and Shapiro).

• **نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM):** فيقوم هذا النموذج، على تقدير معدل العائد المتوقع والذي يطلبه المستثمر (تكلفة رأس المال) اعتمادا على علاقة التوازن بين العائد والخطر. ويفترض هذا النموذج، عدم وجود تكاليف تداول أو ضرائب، مع اتصاف سوق المال بالكفاءة، بالإضافة إلى تجانس المعلومات والتوقعات بين المستثمرين.

ويتم حساب معدل العائد المطلوب (تكلفة رأس المال) على النحو التالي:²²

$$R_k = R_f + \beta_k (R_m - R_f)$$

حيث: R_k : العائد المطلوب على السهم K ؛ R_f : العائد الخالي من الخطر، والذي يمثل عائد أذون الخزينة أو متوسط عائد السندات الحكومية؛ R_m : عائد السوق؛ β_k : بيتا للسهم K . وتقيس مدى حساسية عائد السهم K لأي تغيرات تحدث في عائد السوق، وبالتالي فهي تقيس مدى التغير في عائد السهم K نتيجة التغير في عائد السوق. ويقاس عائد السوق بواسطة مؤشر سوق رأس المال السائد.

$$\beta_k = \frac{\text{cov}(R_k, R_m)}{\text{var}_m} = P_{mk} \sigma_m \sigma_k \backslash \sigma_m^2 = P_{mk} \sigma_k \backslash \sigma_m$$

حيث: $\text{cov}(R_k, R_m)$: التباين أو التباين المشترك بين معدل العائد على السهم K ، ومعدل عائد السوق m ؛ var_m : التباين في عائد السوق؛ P_{mk} : معدل الارتباط بين عائد السهم K وعائد السوق m ؛ σ_m : الانحراف المعياري لعائد السوق m ؛ σ_k : الانحراف المعياري لعائد السهم K .

وتوجه إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية انتقادات عديدة، لعل أهمها؛ عدم واقعية بعض افتراضات النموذج، مثل عدم تحمل مصاريف عند شراء أو بيع الأسهم، وتماثل المعلومات والتوقعات بين المستثمرين، بالإضافة إلى الاعتماد على متغير واحد لقياس الخطر وهو بيتا، مع عدم ثبات بيتا عبر الزمن.

• **نموذج التدفقات النقدية المخصومة (Gordon and Shapiro):** حسب هذا النموذج، وحساب تكلفة الأسهم العادية لا بد من إتباع الخطوات التالية:²³

$$g = r_{reinvestis} \times R_f$$

حيث: $r_{reinvestis}$: معدل الأموال المعاد استثمارها من قبل المؤسسة؛ R_f : المرودية المالية المتوقعة للسهم.

$$K_e = \frac{d_1}{p_0(1-f_0)} + g$$

حيث: K_e : تكلفة السهم العادي؛ d_1 : حصة الأرباح المتوقعة في السنة الأولى للسهم؛ $p_0(1 - f_0)$: قيمة السهم السوقية؛ f_0 : مصاريف الإصدار؛ g : معدل نمو الأرباح.

* وحسب نموذج (Gordon and Shapiro)، والذي يفترض أن حصص الأرباح الموزعة تنمو بمعدل ثابت (g) ، فإنه يمكن إعادة صياغة العلاقة السابقة لتحديد تكلفة السهم العادي كما يلي:²⁵

$$K_e = \frac{d_1}{p} + g$$

حيث: d_1 : حصة الأرباح في السنة الأولى للسهم؛ p : القيمة السوقية للسهم؛ g : معدل ثابت لنمو توزيعات الأرباح.

ب. تكلفة الأسهم الممتازة: تمثل تكلفة الأسهم الممتازة في معدل العائد الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة عن طريق هذا النوع من الأسهم.²⁶

ويتم التعبير عن هذا المعدل بنسبة التوزيعات للسهم الممتاز الواحد إلى سعر بيع السهم محصوماً منه تكاليف الإصدار، حيث يمكن صياغة المعادلة التالية:²⁷

$$K_s = \frac{d_t}{p(1 - f)}$$

حيث: K_s : تكلفة السهم الممتاز؛ d_t : التوزيعات السنوية من حصص الأرباح التي يحصل عليها حملة الأسهم الممتازة؛ p : سعر بيع السهم الممتاز؛ f : نسبة تكاليف الإصدار إلى سعر السهم؛ $p(1 - f)$: القيمة السوقية للسهم الممتاز عند بيعه (سعر البيع الصافي للسهم).

ج. تكلفة الأرباح المحتجزة: يقصد بالأرباح المحتجزة ذلك الجزء من الإيرادات الحالية الذي لا يوزع على حملة الأسهم العادية (المساهمين)، وإنما يحتفظ به ليعاد استثماره من طرف المؤسسة. يعتقد البعض بأن الأرباح المحتجزة هي أموال مجانية (ليس لها تكلفة)، لكن هذا الاعتقاد خاطئ ولا محل له من الصحة، لأن احتجاز الأرباح من طرف المؤسسة بهدف إعادة استثمارها لا يتم إلا بموافقة المساهمين، وموافقتهم تمنح على أساس اقتصادي رشيد مبني على مفهوم الفرصة البديلة، حيث كان بإمكان هؤلاء المساهمين المطالبة بتوزيع هذه الأرباح واستثمارها خارج المؤسسة، إلا أنهم فضلوا منحها للمؤسسة من أجل استثمارها، فهذه الموافقة منحت في مقابل انتظار عائد نتيجة لاحتجاز هذه الأرباح على الأقل يعادل أو يفوق العائد الذي كان من المتوقع تحقيقه لو تم توزيع هذه الأرباح. لذلك تحسب تكلفة الأرباح المحتجزة بنفس طريقة حساب تكلفة الأسهم العادية.²⁸

2. تكلفة القروض الطويلة الأجل: تعرف تكلفة الاقتراض بأنها "معدل العائد الذي يتوقع الدائنون الحصول عليه عندما يجين موعد السداد مقابل استخدام أموالهم من قبل المقترضين".²⁹

أ. تكلفة القروض المصرفية الطويلة والمتوسطة الأجل: تتمثل تكلفة الاقتراض الطويل والمتوسط الأجل في سعر الفائدة الفعلي الذي تدفعه المؤسسة بعد استبعاد الوفورات الضريبية، والذي يمكن التعبير عنه بالمعادلة التالية:³⁰

$$K_d = K(1 - T)$$

حيث: K_d : تكلفة الاقتراض بعد الضريبة؛ T : معدل الضريبة.

ب. تكلفة السندات: توجد حالتين لحساب تكلفة السندات، وهي:

✓ في حالة وجود علاوة التسديد (القيمة المتحصل عليها والمسددة غير مساوية للقيمة الاسمية)، فإن تكلفة السند تحسب بالمعادلة التالية:³¹

$$K_d = \frac{(1 - t) \left[R + \frac{1}{n(P_0 - I_0)} \right]}{\frac{1}{2}(I_0 + P_0)}$$

حيث: K_d : تكلفة السند بعد الضريبة؛ I_0 : القيمة الاسمية للسند؛ P_0 : قيمة إصدار السند (القيمة المسددة)؛ t : معدل الضريبة؛ n : مدة القرض؛ R : معدل الفائدة الثابت على السند.

✓ أما في حالة عدم وجود علاوة التسديد (القيمة المتحصل عليها والمسددة مساوية للقيمة الاسمية)، وبافتراض غياب تكاليف الإصدار، فإن تكلفة السند تكون مساوية لمعدل الفائدة الاسمي بعد الضريبة. أي:

$$K_d = k_{d1}(1 - t)$$

حيث: K_d : تكلفة السند بعدد الضريبة؛ k_{d1} : تكلفة السند قبل الضريبة؛

t : معدل الضريبة.

خامسا: المتوسط الموزون لتكلفة رأس المال (WACC) **Weighted Average Cost Of Capital**

تسعى الإدارة المالية في أي مؤسسة إلى تحقيق الهيكل المالي الأمثل وهو مزيج من مصادر التمويل المختلفة والذي قد يشمل جميع أو بعض المصادر التالية: المديونية، الأسهم الممتازة والأسهم العادية أو الأرباح المحتجزة أو ما يطلق عليه أحيانا حق الملكية. إن الهدف الأساسي للهيكل المالي الأمثل هو تعظيم قيمة أسهم الشركة في السوق المالي، وهنا من الضروري التأكيد أن الأهمية النسبية (الأوزان Weights) لكل مصدر من مصادر

التمويل أو رأس المال يختلف من مؤسسة لأخرى، ولكن يفترض أنها تبقى ثابتة خلال مدة التحليل والتي تتطلب تطبيق المعادلة الآتية لحساب المتوسط الموزون لتكلفة رأس المال (WACC):³²

$$WACC = W_d K_d (1-t) + W_s K_s + W_e K_e$$

حيث: W_d : الوزن النسبي للمديونية؛ W_s : الوزن النسبي للأسهم الممتازة؛ W_e : الوزن النسبي لحق الملكية، ويقصد بها الأرباح المحتجزة، فإذا كانت الشركة قد استخدمت جميع الأرباح المحتجزة وبمحاذاة إلى مزيد من الأموال، عندها يمكن التوجه إلى إصدار أسهم عادية.

المحور الثالث: تحليل العلاقة بين جودة الإفصاح المحاسبي وتكلفة رأس المال

سنناول في هذا الإطار، أهم الدراسات التي تطرقت إلى وجود علاقة بين الإفصاح المحاسبي وتكلفة رأس المال وتحليلها، ومن ثم التوصل إلى أهم الاستنتاجات المتعلقة بتأثير جودة الإفصاح المحاسبي على تكلفة رأس المال:

1. تحليل الدراسات السابقة:

اتفقت معظم الدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وتكلفة رأس المال، على وجود علاقة عكسية بين مستوى جودة الإفصاح عن المعلومات المحاسبية وتكلفة رأس المال، بمعنى أن زيادة جودة الإفصاح المحاسبي تؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال (أو العكس) من خلال تأثيره على تخفيض عدم تماثل المعلومات وتقليل مشاكل الوكالة بين المديرين والمستثمرين الخارجيين.

• فحسب دراسة (Diamond & Verrechia 1991)³³، فالعلاقة العكسية بين جودة الإفصاح المحاسبي وتكلفة رأس المال، ترجع إلى أن زيادة جودة الإفصاح المحاسبي تؤدي إلى زيادة سيولة سوق الأوراق المالية وتخفيض تكاليف العمليات مما يزيد من الطلب على الأوراق المالية للشركات، وهو ما يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال.

فقد تؤدي زيادة الإفصاح عن المعلومات العامة إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات وزيادة سيولة أسهم الشركات، ويترتب على ذلك جذب المزيد من المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وزيادة تخصيص الأموال للقيام بعمليات شراء الأوراق المالية. وقد تستفيد الشركات الكبيرة بصورة أكبر من زيادة جودة الإفصاح مقارنة بالشركات صغيرة الحجم، فإذا كانت الشركة كبيرة الحجم بدرجة كافية، فإن زيادة حجم الإفصاح تؤدي إلى جذب كبار المستثمرين، بما يؤدي إلى تخصيص المزيد من الأموال، ومن ثم زيادة التداول على أسهم هذه الشركات، والذي ينعكس في تخفيض تكلفة رأس المال. أما بالنسبة للشركات صغيرة الحجم، فإن المستثمرين سوف يختارون تخصيص أموال أقل، بما يؤدي ذلك إلى صغر حجم التداول على أسهم هذه الشركات، ومن ثم فإن زيادة الإفصاح

يحسن من السيولة المستقبلية للأوراق المالية للشركة، ويتوقع أن يزيد هذا الانخفاض في تكلفة رأس المال مع زيادة حجم الشركة.

● وحسب دراسة (Christine. Botosan, 1997)³⁴، فإن العلاقة العكسية بين جودة الإفصاح المحاسبي وتكلفة رأس المال، قد ترجع إلى أن زيادة حجم الإفصاح تؤدي إلى تخفيض الخطر المرتبط بتقدير التدفقات النقدية وعوائد الأوراق المالية، حيث قامت هذه الدراسة باختبار العلاقة بين جودة المعلومات وتكلفة رأس المال، ووجدت أن التغيرات المفاجئة في التدفقات النقدية تنعكس على تكلفة رأس المال، بمعنى أن هذه التغيرات تؤثر على المعدل الذي يتم على أساسه خصم التدفقات النقدية المتوقعة للشركة في سوق المال. ولهذا فإن المدى الذي تؤثر فيه جودة المعلومات على التدفقات النقدية المتوقعة يمكن أن يغير من تكلفة رأس المال حتى إذا كانت جودة الإفصاح عن المعلومات تمثل خطرا غير منتظم (خطرا خاصا بالشركة). كما تعتبر جودة الإفصاح هامة لأنها تؤثر على مقدرة السوق على توجيه قرارات تخصيص رأس المال للشركات، فقد تغير جودة الإفصاح من القرارات الاستثمارية المثالية من وجهة نظر الشركة، وبالتالي فإن جودة الإفصاح يمكن أن تؤدي إلى تغير التدفقات النقدية المستقبلية للشركة وليس مجرد إدراك المستثمرين لهذه التدفقات النقدية. أي أن زيادة جودة الإفصاح عن المعلومات المحاسبية تحسن من التنسيق بين الشركات والمستثمرين فيما يتعلق بقرارات استثمار رأس المال.

● وفي نفس السياق، فقد قامت دراسة (Lambert, Luez & Verrechia 2007)³⁵ بتحديد ما إذا كانت جودة الإفصاح المحاسبي تؤثر على تكلفة رأس المال وكيف يكون هذا التأثير. وقد أوضحت هذه الدراسة أن تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات المحاسبية على تكلفة رأس المال إما أن يكون مباشرا أو أن يكون غير مباشر:

أ. الآثار المباشرة لجودة الإفصاح المحاسبي على تكلفة رأس المال: فقد لا تؤثر جودة المعلومات على التدفقات النقدية للشركة، وإنما على تقديرات المتعاملين في السوق للتوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية المستقبلية، حيث أن زيادة جودة الإفصاح في المعلومات المحاسبية تؤدي إلى تخفيض تقدير التباين في التدفقات النقدية المتوقعة للشركة، بحيث تصبح التدفقات النقدية المتوقعة معلومة بصورة جيدة، وينتج عن ذلك انخفاض التباين المقدر (أو عدم التأكد) للتدفقات النقدية المتوقعة وانخفاض تكلفة رأس المال.

ب. الآثار الغير مباشرة لجودة الإفصاح المحاسبي على تكلفة رأس المال: تتمثل الآثار الغير مباشرة في أن جودة الإفصاح المحاسبي تؤثر على القرارات الحقيقية للشركة، والتي تؤثر بدورها على التدفقات النقدية المستقبلية للشركة والتغاير في هذه التدفقات النقدية المستقبلية، ذلك لأن المديرين يتخذون قراراتهم بناء على المعلومات المتاحة، فإذا تغيرت هذه المعلومات، فإن القرارات تتغير. ويمكن تفسير ذلك كما يلي:

✓ قد تؤدي زيادة جودة الإفصاح وحوكمة الشركات إلى تخفيض حجم التدفقات النقدية التي يحصل عليها المديرين بدون وجه حق لأنفسهم، وبالتالي تزيد التدفقات النقدية المتاحة للمساهمين ويؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة وانخفاض تكلفة رأس المال؛

✓ قد تؤدي جودة الإفصاح إلى تغيير القرارات الحقيقية للشركة المتعلقة بالإنتاج والاستثمار، حيث تلعب أسواق المال دورا هاما في تخصيص رأس المال واتخاذ القرارات الاستثمارية بواسطة الشركات؛

* وقد خلصت دراسة (Lambert, Luez & Verrechia 2007) إلى أن هناك علاقة عكسية بين جودة الإفصاح المحاسبي وبين الخطر وتكلفة رأس المال.

• كما قدمت دراسة (Pingyang Gao 2010)³⁶ تفسيراً للعلاقة العكسية، حيث أشارت إلى أنه يتوقع أن تؤثر المعلومات على المعتقدات وتقييمات المستثمرين والتي تمثل أساساً لاتخاذ قراراتهم بالاستثمار في الشركة، فقد يخفض الإفصاح من عدم التأكد المرتبط برحجية الشركة بالنسبة للمستثمرين، ويؤدي هذا بدوره إلى تخفيض تكلفة رأس المال، ومن ثم فإن جودة الإفصاح تؤدي إلى تفيض تكلفة رأس المال. وبذلك فقد توصلت الدراسة إلى نتيجة هامة مفادها أن زيادة جودة الإفصاح تؤدي إلى تخفيض عدم التأكد المرتبط برحجية الشركة، بالإضافة إلى أن تصبح الشركة أكثر مقدرة على زيادة مستوى استثماراتها.

• وأخيراً قامت دراسة (Bertomeu, Beyer & Dye 2011)³⁷ بإعداد نموذج يوضح العلاقة بين سياسة الإفصاح للشركة ومحددات هيكل رأس مالها وبين تكلفة رأس مالها. ووفقاً لهذه الدراسة فإنه من المتوقع أن يقوم المديرين باختيار سياسة الإفصاح وهيكل رأس المال بطريقة تؤدي إلى تعظيم إدراك المتعاملين في السوق بالقيمة المتوقعة للشركة. ويفترض هذا النموذج أن هناك خسائر تجارية محتملة تنشأ نتيجة تداول الأوراق المالية مع مستثمرين آخرين لديهم المزيد من المعلومات. وقد أوضحت الدراسة أنه يمكن لمدير الشركة أن يخفض من الخسائر المتوقعة للمستثمرين من التداول من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين الذين لديهم معلومات وبين صناع السوق الذين يحددون سعر الأوراق المالية، أو أن تقوم الشركة بإصدار أوراق مالية أقل حساسية للمعلومات مثل إصدار سندات خالية من الخطر. ولهذا، فإن هيكل رأس مال الشركة وسياسة إفصاحها تحددان مقدار عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين في السوق، وإن عدم تماثل المعلومات يحدد مقدار خسائر التداول المتوقعة للمستثمرين، وبالتالي تكلفة رأس المال للشركة. وبناءً عليه تظهر العلاقة العكسية بين جودة الإفصاح وتكلفة رأس المال.

2. تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات المحاسبية على تخفيض تكلفة رأس المال:

في ضوء الدراسات التحليلية السابقة التي تناولت تأثير جودة الإفصاح المحاسبي على تكلفة رأس المال، يمكننا التوصل إلى نتيجة مفادها أن هناك علاقة عكسية بين جودة الإفصاح المحاسبي وتكلفة رأس المال، ويمكن رد هذه العلاقة إلى الأسباب التالية:

- أ. تؤدي زيادة جودة الإفصاح عن المعلومات المحاسبية إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية وزيادة سيولة الأوراق المالية، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة العمليات بما ينعكس كل ذلك على تخفيض تكلفة رأس المال. ويزيد الانخفاض في تكلفة رأس المال مع زيادة حجم الشركة نتيجة لأن الشركات الكبيرة الحجم تجذب كبار المستثمرين من المؤسسات المالية والتي من المتوقع أن تخصص مبالغ كبيرة للاستثمار في أسهم الشركات؛
- ب. تؤدي زيادة جودة الإفصاح المحاسبي إلى تخفيض الخطر المرتبط بتقدير التوزيع الاحتمالي لعوائد الأوراق المالية مما ينعكس في تخفيض تكلفة رأس المال. فنتيجة زيادة جودة الإفصاح يزيد إدراك المستثمرين بانخفاض التباين في العوائد المرتبط بالشركة؛
- ج. تؤدي زيادة جودة الإفصاح المحاسبي إلى تخفيض خطر تقدير التدفقات النقدية للشركة أو خطر تقدير التباين في التدفقات المتوقعة للشركة. وينتج عن ذلك زيادة سعر السهم وانخفاض تكلفة رأس المال. إذ تؤثر جودة الإفصاح على معتقدات وتقييم المستثمرين فيما يتعلق بربحية وتوزيعات الأرباح للشركة، والتي تتوقف في جزء منها على التدفقات النقدية الناتجة عن قرارات الاستثمار التي تتخذها الشركة، ويمثل هذا أساسا لاتخاذ قراراتهم للاستثمار في الشركة. وبالتالي تؤثر قرارات الاستثمار في الشركة على سعر السهم، والذي يمثل بدوره التغذية العكسية لاختيارات الشركة لاستثماراتها؛
- د. تؤدي زيادة جودة الإفصاح المحاسبي إلى تحسين التنسيق بين الشركات والمستثمرين فيما يتعلق بقرارات استثمار رأس المال، حيث تؤثر جودة الإفصاح على مقدرة السوق على توجيه قرارات تخصيص رأس المال للشركات. وينتج عن ذلك تحسين التنسيق بين أنشطة المديرين والمستثمرين فيما يتعلق باستثمار رأس مال الشركة، وبالتالي زيادة التدفقات النقدية المتوقعة للشركة، مع عدم حدوث زيادة مماثلة في التغيرات في التدفقات النقدية للشركة مع السوق مما يترتب عنه انخفاض في تكلفة رأس المال؛
- هـ. تؤدي زيادة جودة الإفصاح المحاسبي إلى تخفيض حجم التدفقات النقدية التي يحصل عليها المديرون لأنفسهم بدون وجه حق (الخطر الأخلاقي) وبالتالي تزيد التدفقات النقدية المتاحة للمساهمين، مما يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة وانخفاض تكلفة رأس المال.

الخاتمة:

لقد تناولنا من خلال هذه الورقة البحثية، طبيعة العلاقة الموجودة بين جودة الإفصاح المحاسبي وتكلفة رأس المال ومدى تأثير جودة الإفصاح على تخفيض تكلفة رأس المال، وقد أوضحت الدراسة أن مفهوم جودة الإفصاح يرتبط بمجموعة من خصائص المعلومات التي يتم الإفصاح عنها في صلب التقارير المالية، لتلبية احتياجات مستخدمي هذه التقارير وبصفة خاصة المستثمرين من مقدمي رأس المال للشركات، بحيث أن جودة الإفصاح عن المعلومات المحاسبية من شأنها تخفيض عدم التماثل للمعلومات، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية، ومن ثم زيادة سيولة سوق الأوراق المالية، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة العمليات بما ينعكس كل ذلك على تخفيض تكلفة رأس المال. ومن جهة أخرى، قد يؤدي زيادة جودة الإفصاح إلى تخفيض تقدير التوزيع الاحتمالي لعوائد الأوراق المالية، مما ينعكس على تخفيض تكلفة رأس المال. ومن جهة أخرى أيضاً، تؤدي زيادة جودة الإفصاح إلى تخفيض التباين في تقدير التدفقات النقدية المتوقعة للشركة، وينتج عن ذلك زيادة سعر السهم ومن ثم انخفاض تكلفة رأس المال.

الهوامش والمراجع:

¹ <http://thinkexist.com/dictionary/meaning/disclosure/> ;

² خالد الخطيب، الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية للشركات المساهمة العامة الأردنية في ظل معيار المحاسبة الدولي رقم (1)، مجلة جامعة دمشق، المجلد 18، العدد رقم 02، 2002، ص 152؛

³ مسعود صديقي، مرزوقي مرزوقي، التوحيد المحاسبي الدولي بين المأمول والموجود، ملتقى دولي حول النظام المحاسبي المالي الجديد في ظل المعايير المحاسبية الدولية، المركز الجامعي بالوادي، أيام 17، 18 جانفي 2010، ص 3؛

⁴ علي عبد الله شاهين، النظرية المحاسبية، الجامعة الإسلامية، غزة 2006، ص 03؛

⁵ كمال الدين الدهراوي، عبد الله عبد العظيم هلال، المحاسبة المتوسطة بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية 1999، ص 9؛

⁶ محمد نواف حمدان عابد، دراسة تحليلية لمشاكل القياس والإفصاح المحاسبي عن انخفاض قيمة الأصول الثابتة في ضوء المعايير الدولية، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، كلية العلوم المالية والمصرفية، القاهرة 2006، ص 89؛

⁷ سامي محمد الوقاد، نظرية المحاسبة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان 2011، ص 190، 191؛

⁸ فلاح حمود شرار المطيري، الأهمية النسبية للإفصاح المحاسبي في اتخاذ قرارات الإقراض، مذكرة ماجستير، قسم محاسبة، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط، عمان 2010، ص 26؛

⁹ مؤيد راضي خنفر، غسان فلاح المطارنة، تحليل القوائم المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان 2006، ص 18؛

¹⁰ رضوان حلوة حنان، مدخل النظرية المحاسبية: الإطار الفكري - التطبيقات العملية، دار وائل للنشر، عمان 2005، ص 159؛

¹¹ وصفي عبد الفتاح أبو المكارم، المحاسبة المالية المتوسطة، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية 2009، ص 32؛

¹² ناجي بن يحيى، دور جودة المعلومات المحاسبية في تحسين الإفصاح المحاسبي، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة 2013، ص 52؛

¹³ فداغ الفداغ، المحاسبة المتوسطة: النظرية والتطبيق في القوائم المالية والأصول، الوراق للنشر والتوزيع، عمان 2002، ص 56؛

- ¹⁴ شحاتة السيد شحاتة، المحاسبة لغير الماليين - قراءة وفهم وتفسير وتحليل القوائم التقارير المالية - دور المعلومات المحاسبية في خدمة المديرين التنفيذيين، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية 2013، ص 105؛
- ¹⁵ ناجي بن يحيى، المرجع السابق، ص 101؛
- ¹⁶ زغدار أحمد، سفير محمد، خيار الجزائر بالتكيف مع متطلبات الإفصاح وفق معايير المحاسبة الدولية (IAS/ IFRS)، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة الجزائر 2010، ص 84؛
- ¹⁷ نور الدين خبايا، الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت 1997، ص 506؛
- ¹⁸ مطاوع سعد عبد الحميد، الإدارة المالية: مدخل حديث، المكتبة المصرية، القاهرة 2001، ص 469؛
- ¹⁹ Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise, 3^{ème} édition, Dalloz, Paris 1998, p 487 ;
- ²⁰ عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية 2008، ص 425؛
- ²¹ Denis Babusiaux, Décision d'investissement et calcul économique dans l'entreprise, édition économique, Paris, 1990, P 381;
- ²² عماد جورج ابراهيم حنا، اطار مقترح للعلاقة بين تكلفة رأس المال وكل من جودة الإفصاح وجودة الأرباح وجودة حوكمة الشركات ودور خطر المعلومات في تفسير هذه العلاقة، أطروحة دكتوراه الفلسفة في المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2015، ص 150؛
- ²³ الحجازي عبيد علي أحمد، مصادر التمويل مع شرح لمصدر القروض وبيان كيفية معاملته ضريبيا، دار النهضة العربية، حلب 2001، ص 30؛
- ²⁴ Brealy Richard et autres, Principes de gestion financière, édition française dirigée par Christophe Thbierge, 8^{ème} édition, Pearson éducation, Paris 2007, P 74 ;
- ²⁵ Denis Babusiaux, Op.cit, P 384;
- ²⁶ رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان 1997، ص 158؛
- ²⁷ Denis Babusiaux, Op.cit, P 385;
- ²⁸ سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية 1997، ص 306؛
- ²⁹ علي عباس، الإدارة المالية، إثناء للنشر والتوزيع، عمان 2008، ص 165؛
- ³⁰ Christian et Mireille Zambotto, Gestion Financière : Finance d'entreprise, 4^{ème} édition, DUNOD, Paris 2001, P 114 ;
- ³¹ سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص 300؛
- ³² أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان 2012، ص 345؛
- ³³ Diamond Douglas & Robert E Verrecchia, Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital, Journal of Finance, vol. 46, issue 4, 1991 : <https://onlinelibrary.wiley.com>;
- ³⁴ Christine. Botosan, Disclosure level and the cost of equity capital, *The Accounting Review* 72, 1997: <http://econ.au.dk>;
- ³⁵ Lambert, R.A., Leuz, C., Verrecchia, R.E, Accounting information, disclosure, and the cost of capital. Journal of Accounting Research 45(2), 2007: <https://www.researchgate.net>;
- ³⁶ Pingyang Gao, Disclosure Quality, Cost of Capital, and Investor Welfare, THE ACCOUNTING REVIEW, American Accounting Association, Vol. 85, No. 1, 2010: <http://faculty.chicagobooth.edu>;
- ³⁷ Jeremy Bertomeu, Anne Beyer, Ronald A. Dye, Capital Structure, Cost of Capital, and Voluntary Disclosures, *The Accounting Review*: May 2011, Vol. 86, No. 3, 2011: <https://doi.org/10.2308/accr.00000037>.