

# الأثر المعدل للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي

معز أبو عليا<sup>(1)</sup>، بهاء المشني<sup>(2)</sup>، يزن مشاقي<sup>(3)</sup>، بهاء المشني<sup>(4)</sup>

<sup>(1,2,3,4)</sup> جامعة النجاح الوطنية - فلسطين

<sup>(1)</sup> muizabualia@najah.edu

## ملخص الدراسة

تهتم هذه الدراسة بفحص الأثر المعدل للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال. وذلك في ظل نقص الدراسات حول الموضوع في الأسواق الناشئة، وخاصة في الدول العربية، وقد اعتمدت الدراسة على بيانات تغطي الفترة من 2015 إلى 2021 لعينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي، وشملت 60 شركة. وبينت نتائج الدراسة وجود أثر إيجابي لعدم تماثل المعلومات على تكلفة رأس المال، يتعاظم كلما تم تبني سياسات محاسبية متحفظة. وأوصت الدراسة الشركات والجهات المنظمة بالعمل على تخفيض عدم تماثل المعلومات وتعزيز تبني المعالجات المحاسبية المتحفظة، وهذا يتطلب رفع مستوى الإفصاح من قبل الشركات والتأكد من أن ممارسات الحوكمة تتم بطريقة فاعلة. كما قدمت الدراسة رؤى بحثية يمكن للأبحاث المستقبلية أن تأخذها بعين الاعتبار.

**الكلمات المفتاحية:** عدم تماثل المعلومات؛ التحفظ المحاسبي؛ تكلفة رأس المال؛ مجلس التعاون الخليجي.

# The moderating effect of accounting conservatism on the relationship between information asymmetry and cost of capital: An empirical study on the industrial companies listed on the GCC markets

Muiz Abu Alia <sup>(1)</sup>, Bahaa Mashni <sup>(2)</sup>, Yazan Mashaqi <sup>(3)</sup>, Dania Mezied <sup>(4)</sup>

<sup>(1,2,3,4)</sup> An-Najah National University - Palestine

<sup>(1)</sup> muizabualia@najah.edu

## Abstract

The aim of this study is to identify the moderating effect of accounting conservatism on the relationship between information asymmetry and cost of capital. Since this issue is almost neglected in the emerging markets, especially in the Arab countries, the study uses data belongs to the industrial companies listed on the exchanges of the Gulf Cooperation Council (GCC) countries covering the 2015-2021 period. The results show that accounting conservatism moderates the positive effect of information asymmetry on the cost of capital. Therefore, companies may reduce cost of capital by decreasing information asymmetry and enhancing the use of conservative accounting practices. In particular, the level of disclosure and the efficiency of governance should be enhanced. Regulators can significantly contribute in this regard by issuing relevant regulations and improving the oversight over companies. Finally the study provides insights to be considered in the future research.

**Keywords:** Information Asymmetry; Accounting conservatism; Cost of capital; GCC.

Received: 27/10/2023

Revised: 23/12/2023

Accepted: 04/01/2024

## المقدمة

أدى تطور بيئة الأعمال وتوسيع الدور التعاقدى الناجم عن فصل الملكية عن الإدارة إلى زيادة تضارب المصالح بين مختلف الأطراف المرتبطة بالشركة. وفقا لنظرية الوكالة (Agency theory)، لا تتفق مصالح الوكلاء مع مصالح الموكلين، ويسعى الوكلاء -الإدارة- إلى تحقيق مصالحهم على حساب مصالح الموكلين -المساهمين- (Alia et al., 2021). أدى ذلك إلى بروز ظاهرة عدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry) بين الإدارة والمستثمرين، بحيث تمتلك الإدارة معلومات أكثر دقة وشمولية، بحكم مسؤولياتها، مقارنة بالمستثمرين في السوق، خاصة في ظل تدني مستوى الإفصاح (Armstrong et al., 2011; Abu Afifa & Saadeh, 2023). إن غياب الشفافية العالية يهدد آلية عمل الأسواق المالية وسلاسة تدفق رأس المال من خلالها. بالتالي، تمثل ظاهرة عدم تماثل المعلومات مشكلة يتوجب مواجهتها نظرا للأثار السلبية التي تترتب عليها سواء على مستوى الشركة أو على مستوى الاقتصاد ككل. حيث إن عدم التماثل في المعلومات يدفع المستثمرين إلى طلب عائد أعلى مما يزيد من تكلفة تمويل الشركات (Alia & Awwad, 2022).

وهناك اهتمام كبير بتكلفة رأس المال (Cost of capital) والعوامل التي تؤثر فيها وسبل تخفيضها. إن عدم تماثل المعلومات تعتبر من العوامل التي تؤثر على تكلفة رأس المال كون الكثير من الدراسات، غالبيتها في الأسواق المتقدمة، أكدت العلاقة الطردية بينهما. حيث إن زيادة الفجوة في المعلومات بين أطراف الشركة تؤثر سلبا على جودة البيانات المحاسبية، خاصة تلك التي ترتبط بحالة عدم اليقين تجاه المستقبل، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة التمويل. ويعتبر LaFonad and Watts (2008) و Am-ugsorn, Dampitakse and Ngudgratoke (2022) أن التحفظ المحاسبي (Accounting conservatism) يمثل إحدى السياسات التي يمكن من خلالها مواجهة هذه المشكلة سواء بشكل مباشر، عن طريق تقليص إجراءات إدارة الأرباح، أو بشكل غير مباشر عن طريق تحسين كفاءة الاستثمار. حيث يحد التحفظ المحاسبي من الإجراءات الانتهازية للإدارة ويعمل على حماية حقوق المساهمين والحفاظ عليها، وبالتالي تقليل تكلفة رأس المال (Doak et al., 2015). من جهة أخرى، فإن التحفظ المحاسبي يحسن من فاعلية الحوكمة لدى الشركات مما يساهم في رفع جودة المعلومات المحاسبية وزيادة مستوى الإفصاح. هذا يؤدي إلى تقليل مخاطر المعلومات ودرجة عدم التماثل فيها وتخفيض تكلفة رأس المال (Biddle, Ma & Wu, 2015; Alia & AbuSarees, 2023).

وفي ضوء ما سبق، قد يؤثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال، حيث إن التحفظ المحاسبي من شأنه أن يخفض عدم تماثل المعلومات، وبالتالي تنخفض تكلفة الوكالة. هذه العلاقة لم يتم فحصها في الأدب المحاسبي الذي اهتم بدراسة أثر كل من عدم تماثل المعلومات (Artiach & Khaleefah & Al-Hussainy, 2023; Muslim & Setiawan, 2023) أو التحفظ المحاسبي (Clarkson, 2014; Biddle, Ma & Wu, 2015; Am-ugsorn, Dampitakse & Ngudgratoke, 2023; Alia & AbuSarees, 2023)، بشكل مستقل، على تكلفة رأس المال. معظم الدراسات طبقت في الأسواق المتقدمة، وقدمت أدلة على أهمية كلا العاملين في تحديد تكلفة رأس المال. إلا أن الدراسات السابقة لم تفحص أثر التحفظ المحاسبي، كمتغير معدل، على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال. بالتالي، يتمثل الهدف الأساسي لهذه الدراسة في التعرف على أثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال بالاعتماد على بيانات أسواق ناشئة، والتي طالما أهملت من قبل الدراسات السابقة على المستوى التطبيقي، وهذا يمثل المساهمة الرئيسية للدراسة. فهذه الدراسة تختبر هذه العلاقات بالاعتماد على بيانات الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في بورصات دول الخليج العربي للفترة الممتدة من 2015 إلى 2021. بحيث يتم بداية تحديد شكل العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال، ومن ثم اختبار فيما إذا كان هناك أثر للتحفظ المحاسبي على هذه العلاقة.

## 2 الإطار النظري، مراجعة الأدبيات وتطوير الفرضيات

### 1.2 الإطار النظري

#### 1.1.2 التحفظ المحاسبي Accounting Conservatism

يعتبر التحفظ المحاسبي أحد أهم السياسات المرتبطة بإعداد القوائم المالية (Anis & Utama, 2016)، والذي يتضمن تخفيضاً لصادفي قيمة الأصول في حالات عدم اليقين (Basu, 1997)، بحيث يتم إثبات أدنى قيمة ممكنة للأصول، وبالمقابل تثبت الالتزامات بأعلى قيمة ممكنة (Ruch and Taylor, 1986, Watts & Zimmerman). ويشير Taylor (2015) إلى أن البيانات المالية المتحفظة تؤثر بشكل كبير على قرارات مستخدمي المعلومات المحاسبية سواء في سوق الأسهم أو في سوق الدين، مما يؤثر على القيمة السوقية لسهم الشركة وعلى تعاقدات الدين. كذلك تؤثر البيانات المتحفظة على فاعلية الرقابة على الإدارة التنفيذية من قبل الأطراف ذات الصلة بحوكمة الشركات

وهناك جدل واسع حول جدوى تبني السياسات المحاسبية المتحفظة. ففي الوقت الذي يرى فيه بعضهم التحفظ المحاسبي على أنه تشويه للقوائم المالية وتحيز يقلل من أهميتها (Gigler et al, 2009)، يعتقد بعضهم الآخر بأنه سياسة مهمة تعكس صدق نوايا الإدارة وموثوقية البيانات المالية التي تعدها. حيث يسهم التحفظ المحاسبي في وصول الشركة إلى تعاقدات، تمويلية واستثمارية فعالة، وذلك لإيمان الأطراف الأخرى لهذه التعاقدات بأن البيانات المالية المتحفظة التي تتعلق بالمركز المالي والأداء المالي تصدر عن شركات ذات مصداقية أعلى (Basu, 1997; Xu, Taylor & Dugan, 2007; Am-ugsorn, Dampitakse & Ngudgratoke, 2022)، الأمر الذي من شأنه أن يخفض من تكلفة رأس المال (Watts, 2003; Li, 2015). فمن مصلحة المقرضين مثلاً أن يستندوا في قراراتهم الائتمانية على معلومات متحفظة، بالتالي تقل المخاطر المرافقة لهذه القرارات (Chen et al, 2014).

ويوجد نوعان من التحفظ المحاسبي، مشروط وغير مشروط. يشير Aminu and Hassan (2017) إلى أن التحفظ المشروط يرتبط بالأخبار أو الأحداث الاقتصادية الإيجابية أو السلبية، سواء كانت تتعلق بالشركة أو الاقتصاد ككل، مثل المعالجة غير المتماثلة لحالات الخسائر والمكاسب الطارئة. هذا النوع يؤثر بشكل مؤقت على بيان الدخل بسبب التقلبات في محتوى وتوقيت الأخبار الاقتصادية عبر الفترات (Chen et al, 2014). بالنسبة للتحفظ غير المشروط، تلجأ له الشركة بشكل مسبق وقبل التعرض لأي أحداث تتضمن أخباراً سلبية، مثل الاعتراف الفوري بنفقات البحث والتطوير كمصاريف (Watts, 2003). أن تطبيق التحفظ غير المشروط يؤثر بشكل ثابت نسبياً على بيان الدخل من فترة إلى أخرى (Penman & Zhang, 2002).

#### 2.1.2 عدم تماثل المعلومات Information Asymmetry

تعد الشفافية حول أوضاع الشركات المساهمة أمراً بالغ الأهمية في عمل الأسواق المالية. فتكثيف الإفصاح من خلال التقارير المنتظمة يؤدي إلى تقليص فجوة المعلومات ما بين الإدارة التنفيذية وأصحاب المصالح، وهو ما يعرف بعدم تماثل المعلومات (Gantayowati et al, 2022). برزت مشكلة عدم تماثل المعلومات، التي يشار إليها أحياناً بفشل المعلومات، نتيجة فصل الإدارة عن الملكية مما يؤدي إلى امتلاك الإدارة قدراً أكبر وأدق من المعلومات حول وضع الشركة والأداء الحقيقي لها مقارنة بمعلومات القوائم المالية المتاحة للمستثمرين (Dewi & Yanti, 2023). عدم تماثل المعلومات يخلق لدى المستثمرين حالة من عدم اليقين حول سلوك الإدارة ويقلل من كفاءة الأسواق كون روادها (المستثمرين) يتخذون قراراتهم بناءً على المعلومات التي تعدها الإدارة (Abu Afifa,

(Saadeh and 2023). وفي ظل تضارب مصالح الطرفين وفقاً لمشكلة الوكالة، فإن عدم تماثل المعلومات يؤدي إلى إلحاق الضرر بالمستثمرين لأن المعلومات المتاحة لهم قاصرة لتكون أساساً صالحاً لتقييم الأداء الحالي للشركة أو لتطويع توقعات دقيقة عن مستقبلها، الأمر الذي من شأنه التأثير سلباً على قراراتهم (Bergh et al., 2019). ويشير Gantowati et al (2022) إلى أن حصول المستثمرين على معلومات مماثلة للمعلومات التي تمتلكها الإدارة، يمكنهم من اتخاذ قرارات أفضل، مما يعني أن مواجهة عدم تماثل المعلومات يكون من خلال تعزيز الإفصاح في الفوائض المالية لحماية أصحاب المصالح عبر تزويدهم بقدر أكبر وأدق من المعلومات (Kong et al., 2022; Purwaka et al., 2022).

## 2.1.3 تكلفة رأس المال Cost of Capital

تعكس تكلفة رأس المال معدل العائد المطلوب الذي يتوجب على الشركة تحقيقه لتتمكن من تغطية تكلفة الحصول على الأموال (Steffen, 2020; Abu Afifa & Saadeh, 2023). يطلب المستثمرون معدل عائد على استثماراتهم يتم تحديده بناءً على تقييمهم لمخاطر هذه الاستثمارات (Gantowati et al., 2022)، إذ لن يقدموا على الاستثمار إلا إذا حصلوا على معدل عائد يعوضهم عن المخاطرة بالاستثمار في الأدوات المالية للشركة المستثمر فيها (Easley & O'hara, 2004). وبالتالي، كلما قلت مخاطر الشركة، زادت قدرتها على جذب المستثمرين بتكلفة تمويل أقل (Dewi & Yanti, 2023). حيث يرى Yeh et al (2020)، أن العائد المتوقع على الاستثمار يجب أن يكون دالة لمخاطر السوق المضمنة في ذلك الاستثمار - مقيضة المخاطر والعائد. وتعتبر ظاهرة عدم تماثل المعلومات أحد أهم المخاطر التي تسبب زيادة في العائد المطلوب من قبل للمستثمر، ما يعني زيادة في تكلفة رأس المال بالنسبة للشركة (Gantowati et al., 2022; Yeh et al., 2020; Armstrong et al., 2011). فالمستثمرون يقدرّون العوائد المستقبلية بناءً على المعلومات المتاحة وبالتالي فإن نقصها يزيد من المخاطر (Abu Afifa & Saadeh, 2023). من جهة أخرى، فإن تكلفة رأس المال قد تمثل تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار في شركة أخرى بمستوى مختلف من المخاطر، والتي تؤخذ بعين الاعتبار من قبل المستثمر الذي يفترض أن يتأكد من قدرة الشركة على تغطيتها (Tagliapietra, Zachmann & Fredriksson, 2019).

## 2.1.4 النظريات ذات العلاقة

تعتبر نظرية الإشارة (Signal theory) إحدى أهم النظريات ذات الصلة بموضوع عدم تماثل المعلومات والتحفظ المحاسبي وعلاقتها بتكلفة رأس المال. حسب Yeh et al (2020)، تقدم هذه النظرية حلاً لمشكلة عدم تماثل المعلومات من خلال تكثيف الإشارات (المعلومات) الموجهة للمستثمرين، أو بمعنى آخر، زيادة المحتوى المعلوماتي المتاح لهم. الأمر الذي يوفر لهم تقييماً أوضح للمخاطر، مما يؤدي إلى تخفيضها وبالتالي تخفيض العائد المطلوب على الاستثمار (Gantowati et al., 2022). ولضمان فاعلية الإشارات التي تصدرها الشركات، يتوجب ضمان العدالة بين كافة الأطراف ذات العلاقة من حيث المعلومة وطريقة توصيلها وتوقيتها، مما يعكس إيجابياً على كفاءة السوق المالي، وهو ما يتطلب تبني التحفظ المحاسبي (Watts, 2003). فالتحفظ المحاسبي يعزز من جودة البيانات المالية وبالتالي يقلل من عدم اليقين حول المستقبل، ويؤدي ذلك إلى تخفيض العائد المطلوب من المستثمرين ومن ثم تقليل تكلفة رأس المال (Alia & AbuSarees, 2023).

ومن جهة أخرى، فإن نظرية الوكالة (Agency theory) تقدم تفسيراً مهماً للعلاقات التي تفحصها هذه الدراسة. فقد أدى فصل الملكية عن الإدارة إلى ما يعرف بمشكلة الوكالة، وترتب عليها بروز ظاهرة عدم تماثل المعلومات. نظرية الوكالة تفترض وجود تعارض في المصالح بين الإدارة (the agent) والملاك (the principal). وتنشأ مشكلة الوكالة عند تقديم الإدارة مصالحها على مصالح المساهمين، أو عند استغلال كبار المساهمين للقوة التصويتية التي يملكونها لتحقيق مزايا على حساب صغار المساهمين أو على حساب المقرضين من خلال تبني سياسات توزيع أرباح عالية، قد تقود إلى خطر التخلف عن السداد للمقرضين (Am-ugsorn, Dampitakse & Ngudgratoke, 2023). ويرى Gantowati et al (2022) أن التحفظ المحاسبي يعتبر أحد الحلول المهمة لمشكلة الوكالة وما يترتب عليها من عدم تماثل للمعلومات. حيث يساهم

التحفظ في إثبات صدق نوايا الإدارة التنفيذية وابتعادها عن إدارة الأرباح (Guay & Verrecchia, 2006). من جهة أخرى، أكد (Abu Afifa and Saadeh, 2023) أن من شأن الإفصاح ان يساهم في حل مشكلة الوكالة كونه يساهم في تمكين المستثمرين من تقييم أداء الإدارة في توجيه المصادر المتاحة بما يخدم الملاك ومدى التزامها بالتعاقدات. فالإفصاح العالي يقلل من عدم تماثل المعلومات، نتيجة لتخفيض مخاطرها، وبالتالي تقل تكلفة التمويل (Bhatia & Kaur, 2023).

## 2.2 الدراسات السابقة وتطوير الفرضيات

يحتوي الأدب المحاسبي العديد من الدراسات التي فحصت أثر كل من عدم تماثل المعلومات والتحفظ المحاسبي، بشكل منفصل، على تكلفة رأس المال. ناقش عدد كبير من الباحثين العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال، وقد أكدت غالبية الدراسات على وجود علاقة ارتباط طردية بينهما. بداية، أكد (Bhatia and Kaur, 2023) و Lambert, Leuz and Verrecchia, (2012) أن عملية تقييم تكلفة رأس المال يجب أن لا تتم بمعزل عن مخاطر عدم تماثل المعلومات وما يترتب عليها من تكلفة إضافية. وتوصل Ullah et al., (2020) إلى أن عدم تماثل المعلومات لدى الشركات يقود إلى زيادة في تكلفة رأس المال. كما أظهرت نتائج Farooque, Buachoom and Sun (2020) ارتفاع تكلفة رأس المال لدى الشركات التي تعاني من عدم تماثل المعلومات الناتج عن مشكلة الوكالة. نفس النتائج تم رصدها من قبل العديد من الدراسات مثل Lambert, Leuz, Kazemi, and Rahmani, (2013)، Dewi and Yanti (2023)، Silalahi et al. (2023)، Muslim and Setiawan (2021)، and Verrecchia, (2012)، Gomes, Semuel and Devie (2019). السياق، أشار (Yeh et al, 2020). إلى أن العلاقة الطردية بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال مشروطة بتوفر أسواق مالية كفؤة وذات معدلات عالية من التنافسية. وحسب (Habib, Bhuiyan and Hasan, 2019)، فإن الأسواق التي تتسم بالمنافسة القوية ترتبط بمعدلات استثمار وتداول أعلى، وهذا يسبب أثرا أكبر على العائد المتوقع الذي يطلبه المستثمرون على استثمارهم في الأسواق المالية المتقدمة.

واهتمت دراسات أخرى بفحص العلاقة بين التحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال، معظمها أظهر أثرا عكسيا للتحفظ المحاسبي على تكلفة رأس المال (Muslim & Setiawan, 2023). يشير (Basu, 1997) أن التحفظ المحاسبي، وبناءً على نظرية الإشارة، يعكس جودة المعلومات المالية. حيث يساهم في إيصال المعلومات السيئة إلى المستثمرين قبل المعلومات الجيدة (Beaver & Ryan, 2005)، الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين بالشركة مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة الوكالة وبالتالي تخفيض تكلفة رأس المال (Purwaka et al., 2022; Am-ugsorn, Dampitakse & Ngudgratoke, 2023). وقد وجد (Alia and AbuSarees, 2023) علاقة عكسية بين التحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال، نظرا لدور التحفظ في تعزيز جودة المعلومات المحاسبية وفاعلية الحوكمة. فالتحفظ المحاسبي يعتبر من آليات الحوكمة التي من شأنها أن تضبط تضارب المصالح وتقلل من عدم تماثل المعلومات (Francis et al., 2013; Am-ugsorn, Dampitakse, 2022; LaFonda & Watts, 2008). حيث يعتقد المستثمرون أن عدم اعتراف الإدارة بالخسائر عند حدوثها يعتبر مؤشرا على توجيهها لإدارة الأرباح (Gantowati et al., 2022). فوفقاً لمدخل تعارض المصالح بين معدي ومستخدمي القوائم المالية، قد تستخدم الإدارة سياسات محاسبية تمكنها من تحقيق فائض وتحسين مركزها المالي، وذلك على حساب مصادر التمويل سواء من المساهمين أو الدائنين، الذين يطمحون إلى الحصول على أكبر عائد على استثماراتهم (Bhuiyan & Nguyen, 2020). هذا التعارض في المصالح يخلق زيادة في تكلفة رأس المال نتيجة لعدم كفاية المعلومات المتاحة لمصادر التمويل، وبالتالي يطالبون بعائد أعلى. وعليه، فإن ممارسة الشركات للتحفظ المحاسبي مع زيادة مستوى الإفصاح في القوائم المالية يقلل من عدم تماثل المعلومات وبالتالي يخفض من تكلفة رأس المال (Sodan, 2012). في نفس الإطار، يفضل المقرضون منح التمويل للشركات التي تُمارس التحفظ المحاسبي، لتفادي المشاكل التي قد تواجههم نتيجة لإعداد الشركات لقوائم المالية متفائلة (Nikolaev, 2010). فالتحفظ المحاسبي يقلل من مخاطر التخلف عن السداد، مما يؤدي إلى تقليل المقرضين لأسعار الفائدة وبالتالي تقليل تكلفة رأس المال (Rayn, 2006). بالإضافة إلى ذلك، فإن التحفظ المحاسبي يقلل من النزاعات بين كبار المساهمين والدائنين كونه يحد من المبالغة في توزيعات الأرباح. وبالتالي، تصبح حقوق الدائنين أكثر أمنا، مما يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة المطلوبة من قبلهم وبالتالي انخفاض تكلفة رأس المال (Ahmed et al., 2002).

وبالمقابل، توصل (Biddle, Ma and Wu (2015) إلى وجود علاقة طردية بين التحفظ المشروط وتكلفة التمويل عن طريق الملكية. فعلى الرغم من قدرة التحفظ المحاسبي على خفض عدم تماثل المعلومات، إلا أنه سيؤثر بشكل طردي على تكلفة رأس المال، نظرا لمساهمته في شعور المستثمرين بالخطر مما يدفعهم إلى زيادة معدل العائد المطلوب على الاستثمار، فالعلاقة بين حوافز المخاطر المتوقعة وغير المتوقعة هي علاقة طردية مما يساهم في زيادة تكاليف رأس المال (Hu & Jiang, 2018). هذا التفسير سبق وأن ناقضه Ruch And Taylor (2015) بالقول: إن تطبيق التحفظ المحاسبي يضعف العلاقة بين تكلفة الديون وحوافز المخاطر غير المتوقعة كون الدائنين يستخدمون التقارير المالية المتحفظة لتجنب إجراءات المخاطر غير المتوقعة في المستقبل والتي تسببها الإدارة مما يساهم في خفض تكلفة رأس المال

ومن جهة أخرى، أكد (Durte et al., (2008 أن الممارسات المحاسبية المتحفظة تعزز من ثقة المستثمرين في الشركة نظرا لمساهمتها في الحد من عدم تماثل المعلومات ومن ثم تتخفف تكلفة رأس المال. كما توصل Artiach and Clarkson (2014) إلى أن تكلفة رأس المال تقل نتيجة الممارسات المحاسبية المتحفظة، هذه العلاقة تكون أقوى في ظل المستويات المتدنية من عدم تماثل المعلومات. على نفس المنوال، فإن Kachouri and Jarboui (2017) توصلوا إلى أن التحفظ المحاسبي يقلل من عدم تماثل المعلومات مفسرين ذلك بالعلاقة الإيجابية التي تربط بين حوكمة الشركات، والتي تهدف للحد من عدم تماثل المعلومات، والتحفظ المحاسبي. كذلك، وجد Kiryanto (2014) أن التحفظ المحاسبي يعمل كمتغير معدل للعلاقة بين حوكمة الشركات وتكلفة رأس المال. بدورهما، Anis and Utama (2016) أثبتا أن التحفظ المحاسبي يؤثر على العلاقة بين الإفصاح وتكلفة رأس المال، مع الإشارة إلى أن كلا من ممارسات الحوكمة والإفصاح الاختياري يعتبران من أهم وسائل الحد من عدم التماثل في المعلومات. وقدم Muslim and Setiawan (2023) أدلة تفيد بوجود علاقة بين عدم تماثل المعلومات، من جهة، والتحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال، من جهة أخرى. وأكدت الدراسة أن أثر كل من مشكلة الوكالة وعدم تماثل المعلومات على تكلفة رأس المال يكون أكبر في الأسواق غير الكفوءة. أخيرا، وجد Li (2015) أن تكلفة التمويل، سواء كانت دين أو ملكية، تكون أقل لدى الشركات التي تتبنى الأنظمة المحاسبية الأكثر تحفظا، كما أكدت الدراسة من جهة أخرى على دور الإفصاح في تعزيز ممارسات الحوكمة وبالتالي تقليل عدم تماثل المعلومات

ونلاحظ أن الدراسات السابقة ركزت على كيفية تأثير تكلفة رأس المال بعدم تماثل المعلومات أو بالتحفظ المحاسبي، وبشكل منفصل. القليل منها جمع بين المتغيرات الثلاثة، ولم تفحص أي منها الأثر المعدل للسياسات المحاسبية المتحفظة على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال. إضافة إلى ذلك، فإن تركيز الدراسات السابقة كان على الأسواق المتقدمة، حيث نلاحظ نقصا في الدراسات التي طبقت في الأسواق الناشئة، خاصة في الدول العربية. هذا يمثل نقص في الدراسات السابقة نحاول من خلال هذه الدراسة أن نقوم بتغطيته.

وبناءً على ما تقدم من عرض ومناقشة، تم تطوير فرضيات هذه الدراسة بالشكل الآتي:

**H1:** هناك علاقة طردية بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال لدى الشركات المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي.

**H2:** يؤثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال لدى الشركات المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي

### 3 المنهجية

#### 3.1 مجتمع وعينة الدراسة

تركز هذه الدراسة على دول مجلس التعاون الخليجي، هذه الدول تتشابه من حيث الظروف الاقتصادية والثقافية والبيئية، وتختلف عن تلك السائدة في دول أخرى، وتواجه تحديات مشتركة (Sajwani, Soudan & Olabi, 2023). اعتمادها على تصدير الطاقة بشكل رئيسي (Krishna, 2017)، يؤدي إلى تجانس أثار الازمات المالية العالمية والإقليمية عليها (Asadi, Sheikh, & Hammoudeh, 2023). إضافة إلى ذلك فإن جميع هذه الدول تطبيق المعايير الدولية للتقارير المالية أو لديها معاييرها الخاصة التي طورت بناء على المعايير الدولية (IFRS Foundation, 2023)

وتختلف القواعد التنظيمية في الدول باختلاف القطاعات، فالبنوك مثلاً تخضع لقواعد تنظيمية ومعايير أشد من تلك التي تخضع لها باقي القطاعات. كذلك، فإن مفهوم هيكل رأس المال في قطاع التأمين، مثلاً، يختلف عنه في قطاعات أخرى. لذلك، تركز الدراسة على الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي والتي يبلغ مجموعها 238 شركة. أجريت الدراسة على عينة مكونة من 60 شركة تمثل 25% من مجموع الشركات.

وقد مثلت جميع البورصات في العينة بحيث تم اختيار ما يقارب 25% من الشركات الصناعية المدرجة في كل بورصة بشكل عشوائي، بشرط توفر بياناتها خلال فترة الدراسة. وكما يظهر في الجدول (1) فإن عينة الدراسة شملت 36 شركة سعودية، 7 شركات إماراتية، 6 شركات كويتية، 3 شركات بحرينية، 5 شركات عمانية، و3 شركات قطرية. تغطي الدراسة الفترة الممتدة من 2015 حتى 2021. بالتالي بلغ إجمالي عدد المشاهدات السنوية لعينة الدراسة 420 مشاهدة

جدول 1: مجتمع وعينة الدراسة

الدولة	عدد الشركات الصناعية	النسبة	العينة
السعودية	146	61%	36
الإمارات العربية المتحدة	27	11%	7
الكويت	23	10%	6
البحرين	11	5%	3
سلطنة عُمان	20	8%	5
قطر	11	5%	3
المجموع	238	100%	60

#### 3.2 البيانات ومتغيرات الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة، تم الحصول على البيانات المطلوبة من التقارير المالية للشركات من خلال الرجوع إلى المواقع الإلكترونية للبورصات والشركات المشمولة في الدراسة. هذه البيانات تم الحصول عليها لقياس متغيرات الدراسة التي تشمل:

### 3.2.1 المتغير المستقل Independent variable

المتغير المُستقل هو عدم تماثل المعلومات، وهو من المصطلحات المألوفة في الأدب المحاسبي والمالي، ويمثل وجود فجوة معلوماتية من حيث الكم والنوع بين أطراف المنشأة، يعكس تحديدا امتلاك الإدارة لمعلومات لا تتوفر لعامة الأطراف الأخرى مثل المساهمين والدائنين (Lambert, Leuz & Verrecchia, 2012).

وفي ظل عدم توفر مقياس مباشر لهذا المتغير، يتم اللجوء إلى مقاييس بديلة (Bhatia & Kaur, 2023). يعتبر هامش العرض الطلب Bid-Ask Spread من أهم المقاييس التي استخدمت من قبل الدراسات السابقة لقياس عدم تماثل المعلومات (Ajina et al., 2015; Alia & Awwad, 2022). هذا الهامش يمثل الفرق بين السعر الذي يستعد مشتري السهم لدفعه مقابل الحصول على السهم، والسعر الذي يطلبه البائع مقابل التخلي عن السهم. يتسع هذا الهامش عند وجود عدم تماثل في المعلومات بحيث يكون الفرق بين أفضل سعر شراء وأفضل سعر بيع بين طرفي عملية التداول كبيرا. بالمقابل، يدل الهامش المتدني على أن الفرق بين السعرين قليل مما يشير إلى تدني عدم تماثل المعلومات بين أطراف السوق وأن المعلومات المتاحة لهم متقاربة من حيث الكمية والنوعية (Alia & Awwad; 2022). يتم احتساب هامش العرض والطلب وفق المعادلة التالية: (Al-Jaifi et al., 2017)

$$SPREAD_{it} = \frac{1}{D_{it}} \sum (ASK_{it} - BRID_{it}) / (ASK_{it} + BID_{it}) / 2$$

حيث إن  $SPREAD_{it}$  تعني هامش العرض والطلب،  $D_{it}$  أيام السنة التي يتوفر فيها أفضل سعر عرض ( $BID_{it}$ ) وأفضل سعر طلب ( $ASK_{it}$ ).

### 3.2.2 المتغير التابع Dependent variable

تكلفة رأس المال هو المتغير التابع في هذه الدراسة ويتكون من عنصرين، تكلفة الملكية وتكلفة الديون. تم قياس التكلفة الإجمالية للتمويل باستخدام المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال ( $WACC$ ) والتي يتم حسابها كالتالي: (Ellili, 2020)

$$WACC = Ke * WEq + Kd * WD$$

حيث إن  $Ke$  تمثل تكلفة حقوق الملكية،  $WEq$  هي نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي الأصول،  $Kd$  هي تكلفة الديون،  $WD$  تعني نسبة الديون إلى إجمالي الأصول، علما أن إجمالي الأصول تساوي إجمالي التمويل

وتكلفة الملكية تعكس معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون للتعويض عن المخاطر (Alia & AbuSarees, 2023)، وعادة ما يتم قياسه من خلال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ( $CAPM$ ). إلا أن هذا النموذج لا يجذب استخدامه في الأسواق الناشئة كونه يقوم على افتراض أن السوق يتمتع بالكفاءة الكاملة. لذلك، سيتم في هذه الدراسة استخدام نموذج Gordon (Milhem, 2015) والذي يتم احتساب تكلفة الملكية بموجبه كالتالي:

$$Ke = \frac{DPS_{it}}{P_{it}} + G_{it}$$

حيث إن  $Ke$  تكلفة الملكية،  $DPS$  التوزيعات المتوقعة للسهم، وتساوي 1- نصيب السهم من الأرباح الموزعة × (1+معدل النمو)،  $P$  سعر السهم الحالي،  $G$  النمو المتوقع في التوزيعات، وتساوي 1- نسبة التوزيعات النقدية

### 3.2.3 المتغير المعدل Moderating variable

يعرف التحفظ المحاسبي (المتغير المعدل) بحسب (Basu (1997) على أنه مجموعة من السياسات أو التوجهات المحاسبية التي تؤدي إلى انخفاض صافي قيمة الأصول المحاسبية مقارنة بصافي قيمة الأصول الاقتصادية. قدمت الدراسات السابقة مجموعة من النماذج التي يمكن استخدامها في قياس التحفظ المحاسبي أهمها وأكثرها استخداماً نموذج (Basu (1997) الذي يركز على التحفظ المحاسبي المشروط. إلا أن هذا النموذج يفترض كفاءة السوق بحيث تعكس أسعار الأسهم الأخبار الجيدة والسيئة معاً. كما أنتقد هذا النموذج من حيث استخدامه لعوائد الأسهم كمؤشر للأخبار، الجيدة والسيئة (Givoly & Hayn, 2000). لذلك، فقد استخدمت هذه الدراسة نموذج المستحقات السالبة الذي طور بواسطة (Givoly and Hayn (2000 لقياس التحفظ والذي يعتمد على العلاقة بين إجمالي المستحقات والمستحقات التشغيلية. يمتاز هذا النموذج بسهولة تطبيقه نظراً لسهولة الوصول للبيانات اللازمة من خلال قائمتي الدخل والتدفقات النقدية، وقد تم استخدامه من قبل العديد من الدراسات التي طبقت في أسواق شبيهة (Al-fadhel, (2020; Alia et al., 2020; Alia & AbuSarees, 2023). يقوم هذا النموذج على افتراض رئيسي بأن التحفظ المحاسبي يقلل الربح مقارنة بالتدفقات النقدية التشغيلية نتيجة لاستخدام المستحقات، كسياسة محاسبية متحفظة، الأمر الذي يؤدي إلى ظهور مستحقات غير تشغيلية سالبة تتحكم بها الإدارة من خلال السياسات المحاسبية (Givoly, (2007; Hayn & Natarajan, 2007).

ووفقاً لنموذج (Givoly and Hayn (2000، يقاس التحفظ كمتغير وهمي Dummy variable. المستحقات غير التشغيلية السالبة تعني أن المنشأة تتبنى سياسات محاسبية متحفظة ويخصص لها القيمة 1، بينما تعطى القيمة صفر عندما تكون المستحقات غير التشغيلية موجبة، الأمر الذي يدل على غياب التحفظ المحاسبي. يتم حساب المستحقات غير التشغيلية السالبة من خلال الفرق بين إجمالي المستحقات قبل الإهلاك والمستحقات التشغيلية. حيث إن إجمالي المستحقات قبل الإهلاك يساوي حاصل جمع صافي الدخل مع الإهلاك مطروحاً منها التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، بينما تمثل المستحقات التشغيلية مجموع التغيرات في كل من الذمم المدينة، المخزون، المصاريف المدفوعة مقدماً، الذمم الدائنة، والمستحقات الضريبية (Abu Alia et al., 2019).

### 3.2.4 المتغيرات الضابطة Control variables

هناك العديد من المتغيرات التي ثبت تأثيرها على تكلفة رأس المال أهمها حجم الشركة والرافعة المالية. وهذان المتغيران تم أخذهما بعين الاعتبار في هذه الدراسة كمتغيرات ضابطة. يعتبر الحجم من العوامل المهمة من حيث التأثير في القرار التمويلي. مقارنة بالشركات الصغيرة، فإن معدل العائد للشركات كبيرة الحجم يكون أقل نظراً لتدني المخاطر، وارتفاع تصنيفاتها، واستقرارها المالي، وقدرتها الكبيرة على تحقيق العوائد وعدم الفشل (Brigham & Houston, 2001; Bhojraj & Sengupta, 2003; Khurana & Raman, 2003). بالتالي نفترض وجود علاقة عكسية بين حجم الشركة وتكلفة رأس المال. تم قياس حجم الشركة باستخدام لوغار يتم إجمالي الأصول في نهاية الفترة المالية (Alia & Mardawi, 2021; Abu Alia & Barham, 2022). من جهة أخرى، يعتقد أن زيادة الرافعة المالية من شأنه زيادة تكلفة رأس المال نظراً لارتفاع المخاطر (Cai & Zhang, 2005)، وهو ما أثبتته العديد من الدراسات مثل Alia et al (2021). بالتالي، فإن هذه الدراسة تفترض وجود علاقة إيجابية بين الرافعة المالية وتكلفة رأس المال. وتم قياس الرافعة المالية عن طريق نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول (Abdeljawad & Alia, 2022). الجدول (2) يلخص معلومات متغيرات الدراسة.

جدول 2 : متغيرات الدراسة وقياسها

المتغير	الرمز	النوع	طريقة القياس
عدم تماثل المعلومات	IASY	مستقل	هامش العرض والطلب
تكلفة رأس المال	CC	تابع	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال $WACC = Ke * W_{Eq} + K_d * W_D$
التحفظ المحاسبي	CNSRV	معدل	متغير وهمي (1 إذا كان هناك تحفظ محاسبي، 0 إذا لم يكن)
حجم الشركة	SIZE	ضابط	لوغار يتم إجمالي الأصول
الرافعة المالية	LEV	ضابط	إجمالي الالتزامات/إجمالي الأصول

### 3.3. نموذج الدراسة Research model

تم تصنيف وتحليل البيانات عن طريق توظيف الاختبارات المناسبة. حيث استخدم الإحصاء الوصفي لتوفير فهم أشمل لمتغيرات الدراسة. كما استخدم الارتباط لتوضيح العلاقات الأحادية التي تربط بين كل متغيرين بمعزل عن المتغيرات الأخرى. ولاختبار العلاقات التي تفترضها هذه الدراسة، تم نمذجتها باستخدام الانحدار المتعدد. حيث طور نموذج لتحديد العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال، من جهة، وكيفية تأثير هذه العلاقة بالتحفظ المحاسبي، من جهة أخرى، كما يلي:

$$CC_{it} = \beta_0 + \beta_1 IASY_{it} + \beta_2 CNSRV_{it} + \beta_3 CNSRV_{it} * IASY_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث إن  $\varepsilon$  تمثل حد الخطأ العشوائي،  $\beta_n$  هي معاملات الانحدار لمتغيرات الدراسة. باقي متغيرات النموذج تم تعريفها في الجدول (2)

## 4 نتائج الدراسة Results

### 4.1 الإحصاء الوصفي Descriptive statistics

لإعطاء صورة أشمل عن متغيرات الدراسة وفهم خصائصها، تم إجراء تحليل الإحصاء الوصفي. حيث يعرض الجدول (3) الوسط الحسابي، وأعلى وأدنى قيمة، والانحراف المعياري لكل متغير، إضافة إلى عدد المشاهدات.

جدول 3: الإحصاء الوصفي

	CC	CNSRV	IASY	Size	Lev
Mean	0.05711	0.39745	0.06760	17.20732	0.395
Maximum	0.07189	1.00000	1.69000	28.62765	0.740
Minimum	0.01351	0.00000	0.00657	14.45697	0.010
Std. Dev.	0.22282	0.49145	0.94440	1.11346	0.216
Observations	420	420	420	420	420

ونلاحظ أن الوسط الحسابي لتكلفة رأس المال (CC) بلغ 5.71%، والتي تتفق مع متوسط التكلفة في أسواق أخرى. حيث بلغت، على سبيل المثال، 6.7% في الأردن (Al-Mashhadani, 2017)، 6.4% في فلسطين (Alia, AbuSarees & 2023)، 5.7% في الإمارات العربية المتحدة (Ellili, 2020). بالنسبة لتماثل المعلومات (IASY)، نجد أن متوسط هامش العرض والطلب يبلغ 6.76%، والذي يعتبر مرتفعاً إلى حد ما إذا ما قورن بالدراسات التي تم القيام بها في أسواق متقدمة مثل الولايات المتحدة حيث بلغ 2.4% (Armstrong et al., 2011)، فرنسا 0.81% (Ajina et al., 2015). وفيما يتعلق بالتحفظ المحاسبي (CNSRV)، الوسط الحسابي يقارب 40% والذي يعتبر قليل نسبياً إذا ما تم مقارنته ب 44% (Alia & AbuSarees, 2023) و 57% (Alia et al., 2020)، في أسواق ناشئة.

### 4.2 الارتباط Correlation

لضمان سلامة إجراء تحليل الانحدار، يجب التأكد من عدم وجود مشكلة التعددية الخطية Multicollinearity بين المتغيرات. والمقصود بالتعددية الخطية هو وجود ارتباط عالي بين المتغيرات يؤدي إلى تضخم في معامل التفسير وإظهار نتائج غير سليمة. تظهر مشكلة التعددية الخطية إذا زاد معامل الارتباط عن 0.9 (Asteriou & Hall, 2007).

جدول 4 نتيجة إجراء مصفوفة الارتباط

	CC	IASY	CNSRV	IASY*CNSRV	SIZE	LEV
CC	1					
IASY	0.271	1				
CNSRV	-0.092	-0.131	1			
IASY*CNSRV	-0.082	0.787	0.713	1		
SIZE	-0.008	0.094	0.049	0.267	1	
LEV	-0.108	-0.136	-0.172	0.339	-0.146	1

وبالرجوع إلى نتائج الارتباط المعروضة في الجدول (4)، نجد أن معاملات الارتباط جميعها متدنية، مما يعني عدم وجود مشكلة التعددية الخطية. نلاحظ وجود علاقة إيجابية بين تكلفة رأس المال وعدم تماثل المعلومات،

الأمر الذي يتفق مع دراسات (Farooque, Buachoom and Sun, Lambert, Leuz and Verrecchia, (2012) و (2020) و (2020) Yeh et al., بالمقابل، فإن تكلفة رأس المال ترتبط بشكل سلبي بالتحفظ المحاسبي مما يدل على أن تكلفة رأس المال تقل كلما زاد التحفظ المحاسبي. هذه النتيجة تؤيد ما توصلت إليه العديد من الدراسات مثل (Warad and Al-Dbi'e (2017).

### 4.3 نموذج الانحدار الخطي المتعدد Regression analysis

يُعد تحليل الانحدار الفرضيات إذا كانت قيمة Sig. أقل أو تساوي 5%. بالرجوع إلى جدول (5) نجد أن قيمة  $F$ -statistic تقارب الصفر (أقل من 5%) الأمر الذي يعني صلاحية النموذج لتقدير العلاقة بين متغيرات الدراسة وتفسير سلوك المتغير التابع (تكلفة رأس المال). إن قيمة R-square تبين أن النموذج قادر على تفسير 38% من التغير في تكلفة رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي (المتغير التابع).

جدول 5 الانحدار الخطي المتعدد

Variable	Coefficient	Std. Error	Prob
IASY	0.085	0.032	0.028
CNSRV	-0.043	0.018	0.016
IASY*CNSRV	-0.027	0.008	0.024
SIZE	-0.0068	0.022	0.001
LEV	-0.308	0.049	0.005
C	0.036	0.064	0.001
Fixed effect (Hausman) with chi-square		33.6	
R-square		0.380	
Adjusted R-square		0.197	
Prob (F-statistic)		0.0001	

وتبين نتائج اختبار الانحدار المتعدد الظاهرة في الجدول (5) أن قيمة  $p$  (0.028) أقل من 5% مما يشير إلى وجود علاقة طردية بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال لدى الشركات الصناعية المدرجة في بورصات دول الخليج، نظراً للقيمة الموجبة لمعامل الانحدار (coefficient) والبالغة 0.085، أي أن تكلفة رأس المال تزداد كلما زادت فجوة المعلومات (عدم تماثل المعلومات). حيث يزداد العائد المطلوب من قبل المستثمرين كلما شعروا بعدم كفاية المعلومات التي تصدرها الشركات، الأمر الذي من شأنه أن يرفع من تكلفة رأس المال على هذه الشركات. وهذه النتيجة تتفق مع نتائج العديد من الدراسات السابقة مثل (Farooque, Ullah et al., (2020) و (2020) Buachoom, & Sun, و (2023) Bhatia and Kaur و (2023) Dewi and Yanti و (2023) Muslim and و (2021) Setiawan و (2023) Silalahi et al.

كما أظهرت نتائج الدراسة أيضاً وجود علاقة عكسية بين التحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال ( $p=0.016$ )، بمعنى أن تكلفة رأس المال تقل كلما زاد التحفظ المحاسبي. وهذه النتيجة تدعم ما سبق التوصل إليه من قبل عدد كبير من الدراسات مثل و (2022) Purwaka et al., و (2022) Am-ugsorn, Dampitakse and و (2023) Ngudgratoke و (2022) Alia and AbuSarees و (2022) Am-ugsorn, Dampitakse and Ngudgratoke

(2023). حيث إن التحفظ المحاسبي يقلل من تلاعب الإدارة بالأرباح من خلال ما يفرضه من مستوى عال من التحقق للاعتراف بالإيرادات مقابل الاعتراف بالخسائر. والأمر الذي من شأنه أن يعزز من جودة المعلومات وبالتالي تقليل تكلفة رأس المال. كذلك تعتبر المعالجات المحاسبية المتحفظة آلية فعالة لتعزيز الحوكمة وبالتالي تقليل عدم تماثل المعلومات وتقليل تكاليف التمويل (Apergis et al., 2012; Francis et al., 2013; LaFond & Watts, 2008; Lara, Osma & Penalva, 2016). إضافة إلى نظرية الوكالة، تتفق النتيجة (العلاقة السلبية بين التحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال) مع ما أفادت به نظرية الإشارة بأن التحفظ المحاسبي يعكس مستوى عال من جودة المعلومات نتيجة لما سيترتب عليه من تخفيض في عدم اليقين المتعلق بالتوقعات المستقبلية (Yuliarti & Yanto, 2017). وبالتالي تقل تكلفة رأس المال كون العائد المطلوب من قبل المستثمر يصبح أقل (Alia & AbuSarees. 2023).

وبالنسبة لأثر التحفظ المحاسبي، كمتغير معدل، على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال، تدل النتائج الظاهرة في الجدول (5) أن للتحفظ المحاسبي أثر واضح على هذه العلاقة. حيث إن (IASY\*CNSRV) كمتغير تفاعلي بين كل من التحفظ وعدم تناظر المعلومات يؤثر بشكل سلبي على تكلفة رأس المال ( $p=0.024$ , Coefficient=-0.027). أي أن ممارسة التحفظ تساهم بانخفاض مستوى عدم تماثل المعلومات وبالتالي انخفاض تكلفة رأس المال. وذلك يعني أن ممارسة التحفظ ستسهم في تعزيز موثوقية وملاءمة المعلومات المحاسبية المتاحة مما يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات. ولذلك، يمكن للشركات الصناعية المدرجة في بورصات الخليج والشركات بشكل عام أن تقلل من تكلفة رأس المال لديها من خلال العمل على تبني سياسات محاسبية متحفظة وتخفيض عدم تماثل المعلومات عن طريق تعزيز مستوى الإفصاح والشفافية والدقة في القوائم المالية، بما يتفق مع نظرية الإشارة، بحيث تضمن أن هذه القوائم تقدم صورة أوضح وأدق عن المركز المالي للشركة وأدائها ومخاطرها. هذه النتيجة تدعم ما بينته الدراسات السابقة ومنها دراسات (Anis و Purwaka et al., (2022) (2016) Kiryanto و Utama and (2014).

إن اللجوء للتحفظ المحاسبي، كأداة من شأنها التقليل من تكاليف تمويل الشركات، يجب أن يكون مدروسا بعناية لما يرافقه من محاذير. فرغم مزاياه التي تطرقت لها الدراسة، إلا أن المبالغة في تبني السياسات المحاسبية المتحفظة يؤثر سلبا على ملاءمة المعلومات المحاسبية وقابليتها للمقارنة، كما أنه يؤدي إلى تدني عوائد الشركات وقيمة أصولها، وبالتالي تخفيض تصنيفها الائتماني ومن ثم زيادة تكلفة رأس المال. لذلك على الشركات أن تتعقل في استخدام التحفظ المحاسبي بحيث تحقق مزاياه دون الوصول إلى المرحلة التي يصبح فيها مصدرا للتكلفة (Biddle, Ma & Wu, 2015; Hu and Jiang, 2018).

وبالنسبة للمتغيرات الضابطة، نلاحظ من الجدول (5) أن تكلفة رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي تقل كلما زاد حجم الشركة ومستوى الرفع المالي لديها. العلاقة العكسية بين حجم الشركة وتكلفة رأس المال أمر متوقع حيث إن زيادة أصول الشركة يعكس قوة مركزها المالي مما يعني ضمان أعلى لمصادر تمويلها وبالتالي تكاليف تمويل أقل. بالمقابل، وخلافا لتوقعاتنا ولنتائج بعض الدراسات السابقة (Alia et al., 2021)، بينت نتائج الاختبار أن العلاقة بين الرافعة المالية وتكلفة رأس المال عكسية. هذه النتيجة تتفق مع ما خلصت إليه مجموعة من الدراسات السابقة مثل (Alia and AbuSarees (2023) و (Cai and Zhang (2005) الذين توصلوا إلى أن الرفع المالي يصاحبه مخاطر أعلى.

## الخلاصة Conclusion

سعت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال، ومدى تأثير التحفظ المحاسبي على هذه العلاقة. معظم الدراسات السابقة التي اهتمت بهذا الموضوع تم تطبيقها على أسواق متقدمة. لذلك اهتمت هذه الدراسة بالشركات الصناعية المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي. حيث شملت الدراسة عينة مكونة من 60 شركة صناعية تمثل 25% من مجموع الشركات الصناعية المدرجة في أسواق هذه الدول. غطت الدراسة الفترة الممتدة من 2015 إلى 2021، بحيث بلغ عدد المشاهدات 420 مشاهدة. وتم قياس عدم تماثل المعلومات باستخدام هامش العرض الطلب، وتم قياس تكلفة رأس المال عن طريق المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC)، بينما استخدم نموذج المستحقات السالبة لتقدير مستوى التحفظ المحاسبي

وبينت نتائج اختبار الانحدار وجود علاقة طردية بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال، فالشركات ذات المستوى المتدني من عدم تماثل المعلومات تقل لديها تكلفة رأس المال. حيث إن انخفاض فجوة المعلومات بين الإدارة والمستثمرين يعزز من ثقة المستثمرين في الإدارة ويقلل من توقعاتهم حول المخاطر المتوقعة، الأمر الذي يدفعهم إلى القبول بمعدلات أقل من العوائد، وبالتالي انخفاض تكلفة رأس المال. كما بينت النتائج أن الشركات المدرجة في بورصات دول مجلس التعاون الخليجي بإمكانها اللجوء إلى التحفظ المحاسبي للاستفادة من ذلك في تخفيض تكلفة رأس المال. فالسياسات المحاسبية المتحفظة تحسن من ممارسات الحوكمة ومن مستوى الإفصاح المحاسبي مما يؤدي إلى تدني عدم تماثل المعلومات وبالتالي تكلفة رأس المال

وبناء على النتائج التي تم الوصول إليها، هناك فرصة أمام الشركات المدرجة في بورصات الخليج لتقليل تكلفة رأس المال لديها وذلك من خلال العمل على التقليل من عدم تماثل المعلومات بين الأطراف المختلفة للشركة واللجوء إلى التحفظ المحاسبي. لتخفيض عدم تماثل المعلومات، تنصح الشركات بالعمل على تعزيز فاعلية آليات الحوكمة لديها وكذلك زيادة المحتوى المعلوماتي المتاح للمستثمرين عن الشركة، من خلال زيادة الإفصاح في القوائم المالية والالتزام بمتطلبات المعايير المحاسبية المطبقة. قد يتطلب ذلك من الشركات ضمان معرفة وإمام الطاقم المسؤول عن إعداد القوائم المالية بمتطلبات المعايير المحاسبية المتعلقة بالإفصاح. كما أن الشركات مدعوة إلى تبني سياسات محاسبية متحفظة لما لذلك من تأثير على تخفيض تكلفة التمويل، مع ضرورة عدم المبالغة لتجنب الآثار السلبية التي تترافق التحفظ المحاسبي. ومن جهة أخرى، على الجهات المنظمة في دول مجلس التعاون الخليجي أن تعمل على التقليل من ظاهرة عدم تماثل المعلومات وأن تعزز من متابعتها لممارسات الحوكمة لدى الشركات. إن ذلك يتطلب العمل على نشر ثقافة الشفافية في الأسواق المالية وزيادة فاعلية الرقابة التي تمارسها هذه الجهات على الشركات، مما يستوجب اللجوء إلى إصدار التشريعات والأنظمة والتعليمات التي تساهم في تحقيق ذلك

وتوصي الدراسة كذلك أن يتم مستقبلاً فحص نفس العلاقات على عدد أكبر من الشركات يشمل قطاعات أخرى إضافة للقطاع الصناعي. كذلك الاهتمام بكيفية تأثير هذه العلاقات بالأوضاع السائدة في الدول المختلفة، مثل الأوضاع الاقتصادية والثقافية والسياسية، لما لهذه العوامل من أثر واضح على الممارسات المحاسبية (Alia, 2010; Alia & Branson, 2011). كما أنه من المفيد أن تؤخذ فاعلية ممارسات الحوكمة لدى الشركات وجودة التدقيق الخارجي بعين الاعتبار في الدراسات المستقبلية حول أثر عدم تماثل المعلومات والتحفظ المحاسبي على تكلفة رأس المال

## References

- Abu Afifa, M. M., & Saadeh, M. (2023). Does information asymmetry mediate the relationship between voluntary disclosure and cost of capital? Evidence from a developing economy. *Journal of Financial Reporting and Accounting*
- Abu Alia, M., Ismail, R., Taha, B., & Takrore, N. (2019). The relationship between accounting conservatism and earnings management in the Palestinian Corporations Listed on PEX. *Al-Aqsa University Journal*, 24(2), 55–79
- Ahmed, A. S., Billings, B. K., Morton, R. M., and Stanford-Harris, M. (2002). The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs. *The Accounting Review*, 77(4), 867-890
- Ajina, A., Sougne, D. & Lakhal, F. (2015). Corporate Disclosures, Information Asymmetry and Stock-Market Liquidity in France. *The Journal of Applied Business Research*, 31(4), 1223-1238
- Al-fadhel, M. M. A. (2020). The correlation between accounting conservatism and the efficiency of investment decisions in view of managerial ownership: A field study of Jordanian environment. *AAU Journal of Business and Law*, 3(1), 30–55
- Alia, M., A., Abdeljawad, I., Haj Ibrahim, A., Attout, A., Damra, T., (2021). The effect of corporate governance on the cost of capital of the companies listed on Palestine Exchange. *Arab Journal for Administrative Sciences*, 28(3), 365-393
- Alia, M. A., Abdeljawad, I., & Yaaqbeh, M. (2020). Depressing earnings management in Palestinian corporations: The role of audit quality, audit committee, and accounting conservatism. *International Journal of Revenue Management*, 11(3), 213–236
- Alia, M. A., & AbuSarees, A. K. (2023). Reducing cost of capital. Do voluntary disclosure and accounting conservatism contribute?. *FIIB Business Review*, 23197145221145753
- Alia, M. A., & Awwad, O. (2022). The effect of corporate governance and disclosure quality on information asymmetry in the PEX. *An-Najah University Journal for Research-B (Humanities)*, 36(3), 519-554
- Alia, M. (2010). The impact of environmental factors on the adoption of international financial reporting standards (IFRSs) in the Arab world (Unpublished PhD Thesis). Vrije University of Brussels
- Alia, M. A., & Barham, O. (2020). The Effect of Earnings Management and Corporate Governance on the Relationship between Corporate Social Responsibility Disclosure of Companies Listed on Palestine Exchange (PEX) and the Value of the Company. *An-Najah University Journal for Research-B (Humanities)*, 36(11), 2313-2358
- Alia, M., & Branson, J. (2011). Environmental obstacles associated with the adoption of IFRSs in the Arab world: Evidence from Jordan. *World of Accounting Science (Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi)*, 13(1), 23–85

- Alia, M. A., & Mardawi, Z. (2021). The impact of ownership structure and board characteristics on corporate social responsibility disclosed by Palestinian companies. *Jordan Journal of Business Administration*, 17(2), 254–277
- Al-Mashhadani, G. M. N. (2017). The effect of the weighted cost of capital on maximizing the wealth of the owner, an empirical study of industrial companies listed on the Amman Stock Exchange (Doctoral dissertation). Middle East University
- Aminu, L., & Hassan, S. U. (2017). Accounting conservatism and financial performance of Nigerian deposit money banks: An analysis of recent economic recession. *Scholedge International Journal of Business Policy & Governance*, 4(12), 124-135
- Am-ugsorn, S., Dampitakse, K., & Ngudgratoke, S. (2022). Mediating Effects of Accounting Conservatism on The Relationship Between Corporate Governance and Cost of Capital. *Central European Management Journal*, 30(3), 271-283
- Am-ugsorn, S., Dampitakse, K., & Ngudgratoke, S. (2023). Effect of Accounting Conservatism on Cost of Capital of Listed Companies in Thailand. *ROMPHRUEK JOURNAL*, 41(1), 9-30
- Anis, I., & Utama, S. (2016). The effect of conditional conservatism on cost of debt and mediation role of CSR disclosure: Empirical evidences from IDX. *OIDA International Journal of Sustainable Development*, 9(9), 19-34
- Apergis, N., Artikis, G., Eleftheriou, S., & Sorros, J. (2012). Accounting information and excess stock returns: The role of the cost of capital—new evidence from US firm-level data. *Applied Financial Economics*, 22(4), 321–329
- Armstrong, C. S., Core, J. E., Taylor, D. J., & Verrecchia, R. E. (2011). When does information asymmetry affect the cost of capital?. *Journal of accounting research*, 49(1), 1-40
- Artiach, T. C., & Clarkson, P. M. (2014). Conservatism, disclosure and the cost of equity capital. *Australian Journal of Management*, 39(2), 293-314
- Asadi, M., Sheikh, U., & Hammoudeh, S. M. (2023). US And China Monetary Policy Uncertainty, Financial Stress and GCC Sectoral Risk: Do These Shocks Intensify GCC Sectoral Risk Contagion?. Available at SSRN 4670634
- Asteriou, D., & Hall, S. G. (2007). *Applied econometrics: A modern approach* (Revised ed.). Palgrave Macmillan
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 3– 37
- Beaver, W., & Ryan, S. (2005). Conditional and unconditional conservatism: concepts and modeling. *Review of Accounting Studies*, 10, 269-309
- Bergh, D. D., Ketchen Jr, D. J., Orlandi, I., Heugens, P. P., & Boyd, B. K. (2019). Information asymmetry in management research: Past accomplishments and future opportunities. *Journal of management*, 45(1), 122-158
- Bhatia, A., & Kaur, A. (2023). The influence of information asymmetry on the interaction between voluntary

corporate disclosure and cost of equity: evidence from publicly traded Indian enterprises. *International Journal of Law and Management*

Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. *The Journal of Business*, 76(3), 455–475

Bhuiyan, M. B. U., & Nguyen, T. H. N. (2020). Impact of CSR on cost of debt and cost of capital: Australian evidence. *Social Responsibility Journal*, 16(3), 419-430

Biddle, G. C., Ma, M. L., & Wu, F. (2015). Conditional conservatism and the cost of equity capital: Information precision and information asymmetry effects. *Applied Finance and Accounting*, 2(1)

.Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2001). *Manajemen Keuangan*. Buku 1 edisi 8. Erlangga

Chen, L. H., Folsom, D. M., Paek, W., & Sami, H. (2014). Accounting conservatism, earnings persistence, and pricing multiples on earnings. *Accounting Horizons*, 28(2), 233-260

.Cai, J., & Zhang, Z. (2005). Capital structure dynamics and stock returns. SSRN 685462

Doak, D. F., Bakker, V. J., Goldstein, B. E., & Hale, B. (2015). What is the future of conservation?. Protecting the wild: Parks and wilderness, the foundation for conservation, 27-35

.Easley, D., & O'hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 59(4), 1553–1583

Ellili, N. O. D., (2020). Environmental, social, and governance disclosure, ownership structure and cost of capital: Evidence from the UAE. *Sustainability*, 12(18), 7706

Farooque, O. A., Buachoom, W., & Sun, L. (2020). Board, audit committee, ownership and financial performance – emerging trends from Thailand. *Pacific Accounting Review*, 32(1), 54-81

Gantowati, E., Rohman, A., Achmad, T., & Setiawan, D. (2022). Reputation-Based Disclosure and Cost of Capital: The Role of Controlling Ownership. *International Journal of Business and Society*, 23(1), 359-370

Gigler, F., Kanodia, C., Sapa, H., & Venugopalan, R. (2009). Accounting conservatism and the efficiency of debt contracts. *Journal of Accounting Research*, 47(3), 767–797

Givoly, D., & Hayn, C. (2000). The Changing Time-Series Properties of Earnings Cash Flows and Accruals: Has Financial Reporting Become More Conservative? *Journal of Accounting and Economics*, 29(3), 287-320

Givoly, D., Hayn, C. K., & Natarajan, A. (2007). Measuring reporting conservatism. *The Accounting Review*, 82(1), 65-106

Gomes, N. G. I., Samuel, H., & Devie, D. (2019). Intellectual capital disclosure, information asymmetry, cost of capital, and firm value: Empirical studies on Indonesian manufacturers. *Petra International Journal of Business Studies*, 2(1), 27-35

- Guay, W., & Verrecchia, R. (2006). Discussion of an economic framework for conservative accounting and Bushman and Piotroski (2006). *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 149–165
- Dewi, N. S., & Yanti, H. B. (2023). Effect of Equity Market Value, Leverage and Information Asymmetry on the Cost of Equity Capital in LQ45 Companies. *EBID: Ekonomi Bisnis Digital*, 1(1), 31-38
- Habib, A., Bhuiyan, M. B. U., & Hasan, M. M. (2019). IFRS adoption, financial reporting quality and cost of capital: A life cycle perspective. *Pacific Accounting Review*
- Hu, C., and Jiang, W. (2018). Managerial risk incentives and accounting conservatism. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1-33
- /IFRS Foundation (2023). Available at: <https://www.ifrs.org/use-around-the-world>
- Kachouri, M., & Jarboui, A. (2017). Exploring the relation between corporate reporting and corporate governance effectiveness. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 15(3), 347-366
- Khaleefah, W. S., & Al-Hussainy, D. N. (2023). Information Asymmetry and Its Impact on The Weighted Average Cost of Capital-Applied to the Iraqi Stock Market for The Period (2010-2020). *TANMIAT AL-RAFIDAIN*, 42(137)
- Kazemi, H & Rahmani, F. (2013). Relationship between information asymmetry and cost of capital. *Management Science Letters*, 3(1), 321-328
- Khurana, I. K., & Raman, K. K. (2003). Are fundamentals priced in the bond market?. *Contemporary Accounting Research*, 20(3), 465–494
- Kiryanto. (2014). Analysis of the characteristics audit committee on earnings quality. *International Journal of Business, Economics and Law*, 4(1), 31-37
- Kong, T., Sun, R., Sun, G., & Song, Y. (2022). Effects of digital finance on green innovation considering information asymmetry: An empirical study based on Chinese listed firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 58(15), 4399-4411
- Krishna, S. (2017), “IFRS 9 Ready for Impact”, Deloitte A Middle East Point of View, Fall, Pp: 46:51
- LaFond, R., & Watts, R. L. (2008). The information role of conservatism. *The accounting review*, 83(2), 447-478
- Lambert, R. A., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2012). Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. *Review of finance*, 16(1), 1-29
- Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 221-238
- Li, X. (2015). Accounting conservatism and the cost of capital: An international analysis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(5-6), 555-582

- Milhem, S. (2015). The discounted cash flow approach to corporate valuation empirical evidence on the companies listed in Al Quds index (Doctoral dissertation). AL-Quds University
- Muslim, A. I., & Setiawan, D. (2023). The effect of accounting conservatism on the cost of equity capital: evidence from Indonesia. *International Journal of Economic Policy in Emerging Economies*, 18(1), 40-56
- Muslim, A. I., & Setiawan, D. (2021). Information asymmetry, ownership structure and cost of equity capital: The formation for open innovation. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 7(1), 48
- Nikolaev, V., V. (2010). Debt Covenants and Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Research*, 48(1), 137-176
- Penman, S. H., & Zhang, X. (2002). Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. *The Accounting Review*, 77(2), 237-264
- Purwaka, A. J., Firmansyah, A., Qadri, R. A., Dinarjito, A., & Arfiansyah, Z. (2022). Cost of capital, corporate tax planning, and corporate social responsibility disclosure. *Jurnal Akuntansi*, 26(1), 1-22
- Ruch, G. W., & Taylor, G. (2015). Accounting conservatism: A review of the literature. *Journal of Accounting Literature*, 45(1), 27-54
- Sajwani, H. A., Soudan, B., & Olabi, A. G. (2023). Comprehensive Review of Socio-Economic Costs and Benefits, Policy Frameworks, Market Dynamics, and Environmental Implications of Microgrid Development in the UAE. *Energies*, 17(1), 70
- Silalahi, D., Manik, A. O., Pandiangan, M. A., Siburian, M., Januardin, J., & Saragih, R. B. (2023). THE EFFECT OF STOCK LIQUIDITY, PROFIT MANAGEMENT, INFORMATION ASYMETRY AND PROFITABILITY ON THE COST OF EQUITY CAPITAL AT CONVENTIONAL COMMERCIAL BANKS LISTED ON THE INDONESIA STOCK EXCHANGE IN 2018-2022. *Jurnal Ekonomi*, 12(3), 923-928
- Sodan, S. (2012). Conditional conservatism and the cost of debt: Evidence from Central and Eastern Europe. *Croatian Operational Research Review (CRORR)*, 3: 245-255
- Steffen, B. (2020). Estimating the cost of capital for renewable energy projects. *Energy Economics*, 88, 104783
- Tagliapietra, S., Zachmann, G., & Fredriksson, G. (2019). Estimating the cost of capital for wind energy investments in Turkey. *Energy Policy*, 131, 295-301
- Ullah, A., Arshad, M., Kächele, H., Khan, A., Mahmood, N., & Müller, K. (2020). Information asymmetry, input markets, adoption of innovations and agricultural land use in Khyber Pakhtunkhwa, Pakistan. *Land use policy*, 90, 104261
- Warad, H. S., & Al-Debi'e, M. M. (2017). The impact of accounting conservatism and voluntary disclosure on the cost of capital of industrial companies in Jordan. *Accounting and Finance Research*, 6(1), 102

Watts, R. L. (2003). Conservatism in accounting – Part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons*, 17(3), 207–221

Watts, R., & Zimmerman, J. (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall

Xu, R., Taylor, G., & Dugan, M. (2007). Review of real earnings management literature. *Journal of Accounting Literature*, 26, 195–228

Yeh, C. C., Lin, F., Wang, T. S., & Wu, C. M. (2020). Does corporate social responsibility affect cost of capital in China?. *Asia Pacific Management Review*, 25(1), 1-12

Yuliarti, D., & Yanto, H. (2017). The effect of leverage, firm size, managerial ownership, size of board commissioners and profitability to accounting conservatism. *Accounting Analysis Journal*, 6(2), 173–184