



**Tikrit Journal of Administrative  
And Economics Sciences**  
مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية

ISSN: 1813-1719 (Print)



**Information Asymmetry and its Impact on the Cost of Capital:  
A study in a Sample of the Jordan Stock Market**

Researcher: Widad Sulaiman Khaleefah  
College of Administration and Economics  
University of Mosul

[widad.20bap323@student.uomosul.edu.iq](mailto:widad.20bap323@student.uomosul.edu.iq)

Assist. Prof. Dr. Doaa Noman Al-Hussainy  
College of Administration and Economics  
University of Mosul

[Duaa\\_numaan@uomosul.edu.iq](mailto:Duaa_numaan@uomosul.edu.iq)

**Abstract**

The study aimed to test and analyze the impact of information asymmetry on the cost of capital for the research sample, stemming from a research problem, which is "Does the Jordan Stock Market disclose its information accurately and in a timely manner?" And what is the effect of information asymmetry on the cost of capital for the companies listed in market? On this basis, the study assumed "the presence of a statistically significant effect of asymmetric information on the cost of capital." The study was represented by the Jordan Stock Market, where the quarterly data published in the stock market for (11) years for the period (2010-2020), was adopted. Thus, the number of observations becomes (44), and the data was analyzed and an autoregressive model was used to measure the effect of the explanatory variables on the responsive variable. The study concluded by proving the negative impact of both trading volume and profit margin in (WACC) in the long term. And the effect of the stock turnover rate in the Jordan Stock Market was not proven. The study recommended the need to highlight the problem of information asymmetry as one of the reasons for the emergence of financial crises and a source ethical risks, and the use of fair disclosure accounting standards is a solution to reduce this problem and reduce ethical risks and reverse selection.

**Keywords:** Information Asymmetry, Cost of Capital, Ethical Risks.

عدم تماثل المعلومات وأثره في تكلفة رأس المال  
دراسة في عينة من سوق الأردن للأوراق المالية

أ.م.د. دعاء نعمان الحسيني  
كلية الإدارة والاقتصاد  
جامعة الموصل

الباحثة: وداد سليمان خليفة  
كلية الإدارة والاقتصاد  
جامعة الموصل

**المستخلص**

هدفت الدراسة إلى اختبار وتحليل أثر عدم تماثل المعلومات في تكلفة رأس المال لدى عينة البحث منطلقة من مشكلة بحثية وهي "هل أن سوق الأردن للأوراق المالية يفصح عن معلوماته بشكل دقيق وبالوقت المناسب؟" وما هو تأثير عدم تماثل المعلومات في تكلفة رأس المال للشركات

المدرجة في السوق؟ وعلى هذا الأساس افترضت الدراسة "وجود أثر ذو دلالة إحصائية معنوية للمعلومات غير المتماثلة في تكلفة رأس المال" تمثلت الدراسة وعتبت بسوق الأردن للأوراق المالية، حيث اعتمدت البيانات الربع سنوية المنشورة في سوق الأوراق المالية لـ (11) سنة للمدة (2010-2020)، وبهذا أصبح عدد المشاهدات (44) مشاهدة، وتم تحليل البيانات واستخدم نموذج الانحدار الذاتي لقياس تأثير المتغيرات المفسرة في المتغير المستجيب، توصلت الدراسة بإثبات التأثير العكسي لكل من حجم التداول وهامش الربح في (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) في الأجل القصير، لم يثبت تأثير معدل دوران السهم في ذات السوق، وأظهرت النتائج التأثير العكسي والسالب لكل من حجم التداول وهامش الربح في (المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (WACC) في الأجل الطويل، ولم يثبت تأثير معدل دوران السهم في سوق الأردن للأوراق المالية، وأوصت الدراسة بضرورة تسليط الضوء مشكلة عدم تماثل المعلومات بوصفها أحد أسباب ظهور الأزمات المالية ومنبع المخاطر الأخلاقية، ويُعد استخدام المعايير المحاسبية للإفصاح العادل حل لهذه المشكلة والتقليل من المخاطر الأخلاقية والاختيار العكسي.

**الكلمات المفتاحية:** عدم تماثل المعلومات- تكلفة رأس المال- الخطر الأخلاقي.

#### المقدمة

يشير مفهوم عدم تماثل المعلومات توافر معلومات لإدارة الشركات تفوق المعلومات المتوافرة للأطراف الخارجية من أصحاب المصالح وينصرف مفهوم تكلفة رأس المال إلى التكلفة التي تتحملها الشركة مقابل الأموال التي تجمعها لتمويل مشروعاتها طويلة الأجل، وتختلف تكلفة رأس المال حسب هيكل ومصادر التمويل، وفي العادة يتم التمويل عن طريق مزيج من مصادر التمويل المختلفة، كما أنه يمثل الحد الأدنى للعائد المتوقع تحقيقه من قبل موردي عناصر رأس المال وهم المستثمرين والدائنين، وكما يرتبط عدم تماثل المعلومات بالمخاطر التي تمر بها الشركة المتمثلة بالمخاطر (الأخلاقية-الاختيار العكسي).

#### المبحث الأول منهجية الدراسة

**أولاً. مشكلة الدراسة:** تفتقر الأسواق الناشئة إلى اعتماد سياسة الإفصاح العادل (IFRS) (معايير الإفصاح المالية الدولية) المتبعة في الدول المتقدمة إذ تهدف هذه السياسة إلى زيادة الإفصاح، وتروم بعض الوحدات الاقتصادية إلى عدم الالتزام بتطبيق المعايير والقواعد المحاسبية الدولية للإفصاح المحاسبي، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة فجوة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين بدلاً من خفضها، وهي سياسة تتبعها الإدارات لإظهار الشركة بطريقة مخالفة للواقع، والهدف من ذلك سعيها لتعظيم المنافع بتبني سلوكيات انتهازية وتحقيق مكاسب على حساب المساهمين بغية الوصول إلى أرباح غير اعتيادية، حيث يؤثر ذلك على القوائم المالية وقد يكون هذا التأثير جوهرياً، وبالتالي انسحاب هذا الأثر على التحليل المالي الذي سيتم لاحقاً على القوائم المالية مما يخلق ذلك فجوة معلوماتية، من هنا تحاول الدراسة الإجابة على الأسئلة الآتية:

١. ماهي طبيعة وحجم واتجاه تأثير عدم تماثل المعلومات في تكلفة رأس المال؟
  ٢. ما هي العوامل الأكثر تأثيراً في تكلفة رأس المال؟
- ثانياً. أهمية الدراسة: تتمثل أهمية الدراسة بالآتي:

١. تهتم الدراسة بتحليل العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال، حيث إن كفاءة رأس المال ونموه تعتمد على قرارات مالية مرتبطة بالمعلومات المفصح عنها وغير المفصح عنها، تلك التي تُعد من الأمور المهمة عند كل من الإدارة وأصحاب المصالح.
٢. توفر الدراسة خارطة طريق للدراسات المستقبلية لتتبع مشكلة عدم تماثل المعلومات وأثرها في تكلفة رأس المال.

**ثالثاً. أهداف الدراسة:** تسعى الدراسة إلى تحقيق جملة من الأهداف أبرزها ما يأتي:

١. تسليط الضوء على الإطار النظري لمشكلة عدم تماثل المعلومات، الوقوف على بعض الآليات الاحترازية ضد هذه المشكلة.
  ٢. بيان التفاوت في مستويات الإفصاح في سوق الأردن للأوراق المالية.
  ٣. اختبار وتحليل علاقة وأثر عدم تماثل المعلومات في تكلفة رأس المال.
- رابعاً. فرضية الدراسة:** "هنالك جملة من الآثار التي تتركها المتغيرات المفسرة في تكلفة رأس المال لسوق الأردن للأوراق المالية"

١. يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية بين حجم التداول والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.
  ٢. يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية بين هامش الربح والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.
  ٣. يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية بين معدل دوران السهم والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.
- خامساً. مجتمع وعينة الدراسة:** يتمثل مجتمع وعينة الدراسة بسوق الأردن للأوراق المالية، حيث اعتمدت البيانات الربع سنوية المنشورة في سوق الأوراق المالية لمدة (11) سنة للفترة (2010-2020)، وبهذا تصبح عدد المشاهدات (44) مشاهدة.
- سادساً. منهج الدراسة:** تم اعتماد المنهج الوصفي والتحليلي إذ أستعمل التحليل المالي لقياس تكلفة رأس المال وفق برنامج (Excel) والتحليل القياسي ببرنامج (Eviews) لمعرفة طبيعة وحجم واتجاه تأثير عدم تماثل المعلومات في تكلفة رأس المال لسوق الأردن للأوراق المالية.

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

#### **بينهما**

أولاً. عدم تماثل المعلومات والنظريات المفسرة لحالة عدم تماثل المعلومات: لقد تطرق الباحثون لأكثر من مفهوم لعدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry)، وعرف بأنه عدم المساواة في المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية، حيازة مستثمر أو أكثر لمعلومات خاصة حول قيمة الشركة، تفوق المعلومات التي تحصل عليها أطراف أخرى عن جميع الظروف والأحداث التي تمر بها المؤسسة، مما يؤدي إلى خلق تباين في المعلومات لدى المستثمرين، وهذا التباين في مستوى المعلومات يؤثر على قدراتهم بشأن تحصيل الأرباح وتكلفة رأس المال (حسين وعجيب، ٢٠١٨: ١٢)، وعرف أيضاً بأنه تباين في جودة المعلومات ونوعيتها المعلنة من قبل الشركات والتي يتم الاستفادة منها من قبل جميع الأطراف المهتمة وهي تتمثل بوجود معلومات خاصة بالشركة يمتلكها مستثمرون لا يمتلكها غيرهم؛ لتحقق أرباح غير اعتيادية وهذه سياسات تتبعها الإدارة بحجب المعلومات وبعد ذلك يكون الإفصاح غير نافع بعد القرار للأطراف المتعاملة (احمد، ٢٠٢١: ٦٨٣)، ويمكن توضيح أهم النظريات المفسرة لحالة تماثل المعلومات كما يأتي:

١. **نظرية الشرعية Legality Theory:** إن درجة شرعية الشركة تتمثل بدرجة تماثل المعلومات من عدمه، ودرجة الإفصاح لمعلومات تلك الشركة لذا يستوجب على الشركات أن تثبت شرعيتها

وموجوداتها التقليدية؛ لأنها تخضع للمراقبة من قبل الجهات المتخصصة، التي تعمل على زيادة الإفصاح عن مساهماتها الاجتماعية والبيئية، وهي تتأثر بالمجتمع المحيط بها وتؤثر فيه، وتعمل ضمن أخلاقيات معينة ملزمة بتطبيقها ضمن مجتمعها، وأن لحجم الشركة علاقة بدرجة الإفصاح عن معلوماتها وقوائمها، لذا يؤثر عدم تماثل المعلومات على كمية المعلومات المفصح عنها ضمن نطاق العمل، وتخلق حالة عدم تأكد لدى حملة الأسهم، وبالتالي يجذب المستثمر للشركة المفصح عن قوائمها؛ لأنه يستطيع قراءة ماضي الشركة من المشاريع المنجزة ونسبة عوائدها المتحققة، وحاضر الشركة من المشاريع قيد الانجاز ودرجة ربحيتها وخططها المتحققة، والتنبؤ المستقبلي بما هو معروض من قوائم وتقارير لنشاطات الشركة، وما هو موضوع من خطط استراتيجية تتمثل بخطط الشركة طويله الأمد (الديراوي، وتلالوة، ٢٠١٨: ١٢٤)، (محمد، ٢٠١٧: ٥٧٣).

### ب. نظرية كفاءة سوق الأوراق المالية **Stock Market Efficiency Theory**: تعد هذه

النظرية حجر الزاوية لبناء بقية نظريات الفكر المالي حيث تفترض هذه النظرية أن جميع المتعاملين في السوق يمكنهم الوصول إلى المعلومات دون تكلفة أو بتكلفة قليلة، وإن فرضية كفاءة السوق تنص على أن أسواق الأوراق المالية لكي تتسم بالكفاءة يجب أن تعكس أسعار الأوراق المالية المتداولة بكافه معلوماتها، فالسعر يعكس كل المعلومات المتاحة للمتعاملين، والمعلومات تلعب دوراً في التأثير على قرارات المتعاملين في السوق بيعاً وشراءً، وإن الإفصاح عالي الجودة يعمل على تقليل أسعار البيع، ويزيد من أسعار الشراء، حيث كلما زادت جودة المعلومات كلما كان عدم تماثل المعلومات منخفض، وعند حصول المتداولون على إشارات عامة ومشاركة تكون قيمة السهم السوقية تساوي قيمته العادلة (الحقيقية) وبدون فواصل زمنية للتقييم والتحليل والانعكاس على القيمة السوقية، وهذا ما يعدّ تقييم لكفاءة الأسواق المالية (وديع، ٢٠١٢: ٣١٨).

### ج. نظرية الليمون **Lemon Theory**: ويعد (Akerlof) في عام 1970 أول من وضع وصفاً

لنظرية عدم تماثل المعلومات في السوق من خلال نظرية الليمون بالإشارة إلى سوق السيارات المستعملة في الولايات المتحدة، ففي هذا السوق تسمى السيارات القديمة والمتضررة بالليمون، ويتم الشراء في هذه السوق من قبل أطراف دون معرفة ما إذا كانت السيارة جيدة أم سيئة، فهو بذلك يعد المشتري غير مطلع، وتكون الأسعار في هذه السوق تمثل متوسطات حالة جميع السيارات في الأسواق بعضها سيء والبعض الآخر جيد، ومع ذلك فإن البائع يعد مطلع لديه المعلومات حول الحالة الفعلية للسيارة أكثر من المشتري الذي هو غير مطلع (Lewis, 2011: 1544).

**ثانياً. محددات ظاهرة عدم تماثل المعلومات:** هنالك فرضيات مفسرة ترافق عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية، ومسبب أساسي لتحديد المشكلة وسيتم التطرق لأبرزها:

١. **الاختيار العكسي:** وسُمي الاختيار السيء وتنشأ هذه المشكلة قبل عقد الصفقة، أي سوء الاختيار يقع به المتعامل المباشر في الصفقة وهو المستثمر، ويكون هذا الاختيار ناتج عن عدم فهم وترجمة المجريات المالية بشكل دقيق ينتج عنه قرار سلبي، ولا يحقق أي عوائد للأسهم؛ لعدم درايبته بمرودية المشاريع الممولة، ويمتد أثرها حتى الانتهاء من الصفقة، وتحمل النتائج العكسية لما هو متوقع فيما يخص العوائد والكلف (عبد الحفيظ، ٢٠١٦: ٣٩).

٢. **الخطر الاخلاقي:** تنشأ هذه المشكلة أثناء عقد الصفقة وهي مرتبطة بالنية، والصفات الشخصية السلبية، وتنصف بالانتهازية، فهي استغلال الموكل جهل الوكيل فيعمل على تحقيق مكاسب شخصية، أو نتيجة عدم خبرة الوكيل ومعرفته وإمامه بالحدث، فيقوم الموكل بتحقيق مكاسب

لصالحه واستخدام أموال حملة الأسهم بأنشطة غير مربحة مثل قيام مديري هذه الشركات بشراء شركات أخرى فقط؛ لمجرد زيادة حجم الشركة وما يترتب عليه من زيادة نفوذ هؤلاء المديرين، أو القيام بأنشطة استثمارية غير منتجة كبناء وتجهيز مكاتب فاخرة أو شراء سيارات فاخرة للاستخدام الشخصي، أو استخدام الأموال في تنفيذ استراتيجيات ليس من شأنها زيادة ربحية الشركة، ولكن لتدعيم مكانة المديرين، وانخفاض احتمالية تعرض الشركة للبيع (فرهود، ٢٠١٦: ١٦)، لذا وجب أخذ الاحتياطات من قبل الإدارات بوضع لوائح الإفصاح التي تهدف إلى تخفيف السلوك الانتهازي للمديرين، وإصدار تقارير الاستدامة من قبل الشركات، وإن هدف الإدارة إما أن يكون مبرراً أخلاقياً بهدف تحسين الاستراتيجيات المستقبلية أو تضليل متعمد للأطراف ذات العلاقة، وفي كل الأحوال فن الخداع ليس دائماً لا أخلاقياً لكنه بحاجة لتبرير من قبل الإدارات، ولكن في حالة وجود بديل تتعمد الإدارات التضليل في سلوكها وهو يعدّ خطراً أخلاقياً بحثاً (Grewal & et al., 2020: 8)

٣. **مساهم ومسبب للأزمات:** في حالة نشوء الأزمات وعدم القدرة على اعتماد نظام محدد أو مقياس ثابت، وبسبب التغيرات العشوائية والبيئة غير المستقرة، وارتفاع حالة عدم التأكد وعدم الوضوح وغياب الإفصاح والشفافية تتولد الأزمات نتيجة لسلوك المتعاملين المتخبط والعشوائي أو ما يسمى بسلوك القطيع، فضلاً عن عدم تشابه الأزمات لاعتماد السيناريوهات في اتخاذ القرارات فضلاً عن أن متخذ القرار يواجه صعوبة اتخاذ القرار أثناء الأزمات، وينتج عنه فرص استثمارية غير كفوءة والمسبب الأول والأخير هو لا تماثل المعلومات، وعدم التأكد، الذي يتمثل بعدم كفاءة النظام المالي، ووجود خلل في تطبيق السياسات المالية والنقدية (عبداللطيف، ٢٠١١: ٢٤).

٤. **عدم كفاءة الاتصال بين الأصيل والوكيل:** وهو ضعف التواصل بين الأصيل والوكيل إذ أنّ كلاً منهما يسعى لتحقيق منافع خاصة ويمتلك جزءاً من المعلومات، وتعد من المشاكل الأساسية التي أفرزتها ظاهرة عدم تماثل المعلومات (Omer & et al., 2017: 2)، حيث جعلت هذه المشكلة أطراف العلاقة غير قادرين على الوصول إلى المعلومات التي يكونوا تواقين للحصول عليها لغرض اتخاذ قرارات مالية واستثمارية مثل سياسات توزيع الأرباح، أو احتفاظ الإدارات بالأسهم الجديدة المصدرة، أو بيعها، وغيرها من القرارات (سليمان، ٢٠١٩: ٦).

**ثالثاً. مفهوم تكلفة رأس المال ونظريات تكلفة رأس المال (Cost of Capital):** تعرف تكلفة رأس المال على أنها الحد الأدنى لمستوى الدخل المطلوب من قبل مالك رأس المال وهي معدل العائد المطلوب للشركات التي تغطي تكلفة الاقتراض وتحقق عوائد لرأس المال بالكامل، فهي معدل العائد الذي يجب أن تحققه الشركة للحصول على العائد المتوقع للمساهمين، أن التكلفة المنخفضة لرأس المال يعني أنّ المخاطر ذات مستوى منخفض، فإن عائد المخاطرة الذي يتوقعه المستثمرون سيكون منخفضاً، أما التكلفة العالية دلالة على المخاطر والعائد المرتفع. (Yuniarti & Arsyiy, 2021: 1433)

أ. **نظرية التوقيت Timing Theory:** تفترض هذه النظرية أنّ التوقيت هو العمود الفقري المؤثر في تكلفة رأس المال، والهيكل المالي والرفع المالي ككل، وأن المديرين يؤكدون بأن توقيت السوق لإصدار أو إعادة شراء أسهم الشركة هو اعتبار مهم في قرارات هيكل رأس المال، ومن المفروض أن يكون المستثمرون لديهم قدرات وخبرات وتنبؤات جيدة لغرض تنفيذ الصفقات، أن قرارات إصدار الأسهم تعتمد على أداء السوق في الوقت المناسب، على المستثمر أن يمتلك دراية ومعرفة

شبه تامة عن أخبار السوق اليومية لتحقيق توقيت السوق الذي يعد من أهم العوامل المؤثرة على قرارات إصدار الأسهم في الأسواق المالية المتقدمة، وحيث تكون هذه المعلومات غير متوافرة للمستثمر العادي وأن مديري الشركات يصدرون الأوراق المالية والأسهم حسب التوقيت الزمني والتكاليف النسبية للأسهم والقروض، وهذه القرارات تكون تأثيراتها طويلة الأجل على هيكل رأس المال فتكون مرتبطة بالقرارات المتخذة من قبل الإدارات لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل. (El-manakhly & et al., 2018: 5)

**ب. نظرية الإفلاس Bankruptcy Theory:** عند تعرض الشركة لمرحلة الإفلاس بزيادة الأموال المقترضة في هيكلها المالي ونتيجة ارتفاع تكلفة رأس المال بشكل كبير والالتزامات المتمثلة بالفوائد يقابلها عوائد لا تغطي تكاليف الأموال المقترضة، وعندما تفقد ثقة الموردين والعملاء تتعرض لمجموعة من العقوبات، كل ذلك يجعل الشركة تدخل في مرحلة الإفلاس وتكاليفه، والسبب يعود بالدرجة الأولى إلى تدني كفاءة المؤسسة حيث تلجأ بذلك إلى رغبتها في الحصول على تدفقات نقدية من خلال بيع الموجودات الثابتة بقيمة أقل من قيمتها؛ لغرض تمويل النفقات التشغيلية، ونتيجة لعدم قدرة رأس المال على سداد الالتزامات المالية وتكاليف التصفية يقابلها خوف المقرضين من احتمالية عدم السداد للديون، مما يجعلهم يقبلون على مضاعفة الفوائد بسبب مخاطر عدم السداد، وكل ذلك يخفض من قيمة المؤسسة في حالة رغبتها بأن تتجنب إعلان الإفلاس بزيادة قروضها وينخفض رأس مالها إلى الحد الأدنى، وهنا تتساوى الوفورات الضريبية مع تكاليف الإفلاس وتكون العلاقة عكسية بين تكاليف القروض وقيمة الشركة السوقية (أمير، ٢٠١٦: ١١٢).

**ج. نظرية التدرج في مصادر التمويل:**

### The Theory of Gradualness in Sources of Financing

يعد (Majluf & Myers) أول من قدم سياسة التمويل داخل المؤسسة عن طريق التدرج في مصادر التمويل المتاحة في سنة 1961، حيث تمثلت النظرية بأن الشركة إذا قامت بإصدار أسهم جديدة لتمويل مشروع معين في ظل عدم تماثل المعلومات، يؤدي ذلك إلى انخفاض في قيمة الأسهم؛ لأن المساهمين الجدد عاجزون عن تقدير المردودية الفعلية للمشروع في ظل عدم التماثل المعلوماتي، مما يؤدي إلى تقدير الأسهم بأقل من قيمتها، أي أنهم لا يقدمون على شراء الأسهم الجديدة إلا في حالة حصولهم على تخفيضات في سعرها (قريفة، ٢٠١٥: ٥٥).

**خامساً. العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال:** إن عدم تماثل المعلومات يتمثل بتحليل المعلومات من طرف المتعاملين الاقتصاديين، ويختلف حسب خبرة وحنكة كل متعامل، وليس بالضرورة وصول الأطراف جميعها إلى النتائج نفسها، وصنع القرارات المتشابهة من خلال التحليل للمعلومات الواردة إلى السوق، وإنما يعتمد على كيفية تعامل كل متلقي أو متعامل مع المعلومات وطريقة تحليلها، ومدى خبرته للتعامل مع هذه المعلومات (مبارك وعبد الوهاب، ٢٠١٧: ٨٩)، ولقد اهتم المحللون الماليون والمحاسبون بدراسة العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال، وأنه كلما انخفضت نوعية العوائد، يزداد عدم تماثل المعلومات وبالتالي يؤدي إلى زيادة علاوة المخاطر فتعمل على زيادة كلفة رأس المال (Hughes & et al., 2006: 1)، وإن عدم تماثل المعلومات ينشأ عندما يتأخر المديرون في الإفصاح عن الأخبار السيئة لحين التوقيتات المناسبة، حيث يعدّ التحفظ المحاسبي من أهم الأدوات المستخدمة في حالات عدم التأكد وذلك بتأجيل الإفصاح عن الأرباح لحين تحققها وتأجيل

الاعتراف من قبل الإدارات بالخسائر، وكل هذه الأساليب هي سلوك جيد للإدارة الرشيدة (فودة، ٢٠١٦: ٦٠٦) (سليمان، ٢٠١٩: ١٢).

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

١. الإحصاء الوصفي لدولة الأردن: اشتملت الدراسة على أربع متغيرات، ثلاث متغيرات مستقلة (حجم التداول  $X_1$ ، هامش الربح  $X_2$ ، معدل دوران السهم  $X_3$ ) والتي تمثل عدم تماثل المعلومات، والمتغير التابع (Y) (المتوسط المرجح الموزون لتكلفة رأس المال (WACC)) والذي يمثل تكلفة رأس المال، من ملاحظة الجدول رقم (١) الإحصائيات الوصفية للمتغيرات المستخدمة في هذه الدراسة المأخوذة لدولة الأردن خلال الفترة (2010-2020) وبذلك يكون عدد المشاهدات (44) لكل متغير من المتغيرات المذكورة.

الجدول (١): خصائص الإحصاء الوصفي لبيانات الدراسة للمدة 2010-2020 في سوق الأردن للأوراق المالية

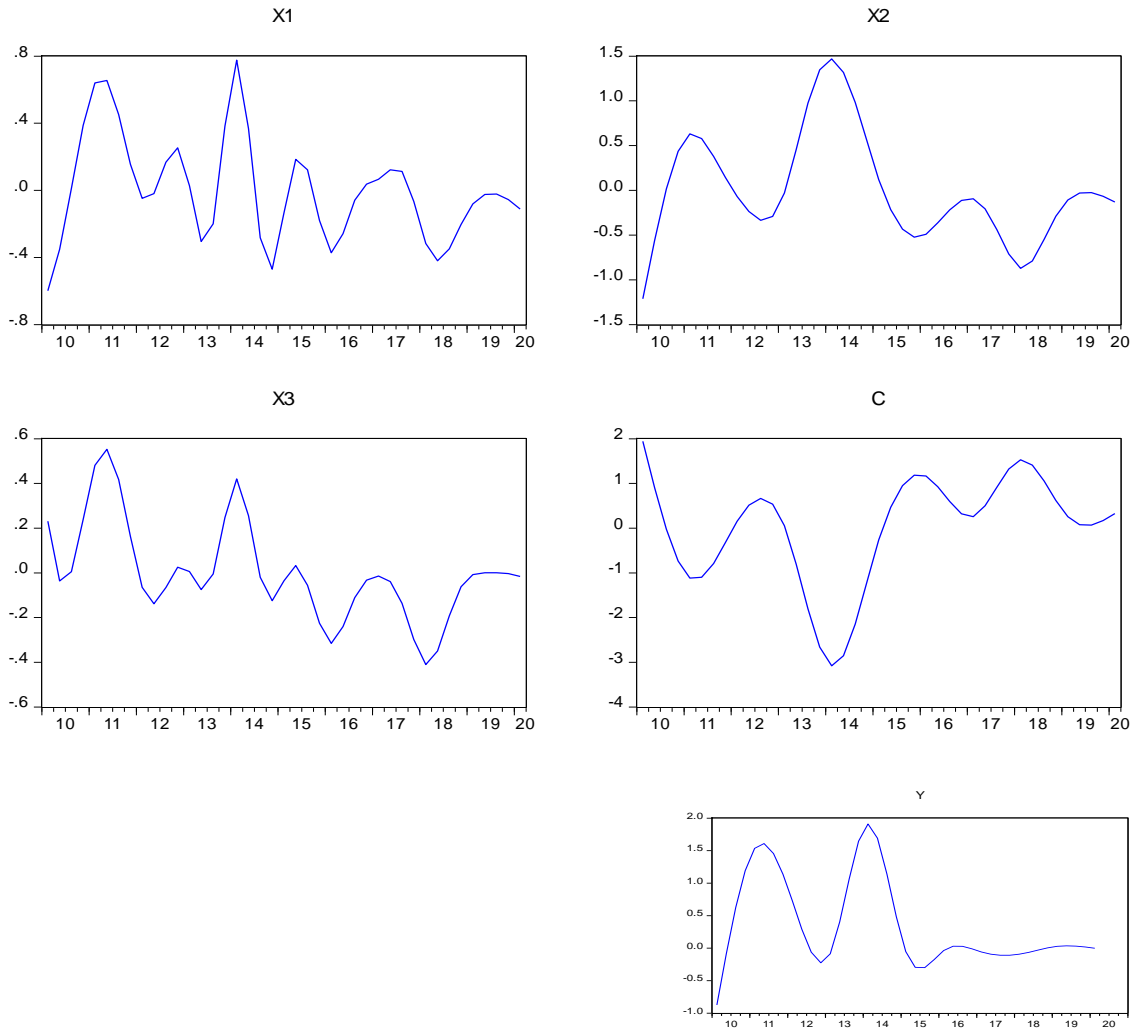
	Y	X1	X2	X3
المتوسط	0.07258	-0.207402	-0.461993	-0.098780
أعلى قيمة	1.911047	0.529833	-0.351761	0.136649
أدنى قيمة	-0.873413	-0.595248	-0.623866	-0.529632
الانحراف المعياري	0.688025	0.326345	0.074656	0.177525
معيار الالتواء	0.894496	0.457270	-0.212936	-0.597259
معيار التفلطح	2.615550	2.062401	2.102902	2.692354
عدد المشاهدات	44	44	44	44

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

يظهر من الجدول رقم (١) القيم التي وصلت إليها مؤشرات (حجم التداول- هامش الربح- معدل دوران السهم) كمتغيرات مستقلة و(المتوسط المرجح الموزون لتكلفة رأس المال) كمتغير تابع المستخدمة في الدراسة لدولة الأردن، إذ سجل مؤشر المتوسط المرجح الموزون (Y) للمدة (2010-2020) أعلى قيمة بلغت (1.911047) وأدنى قيمة (-0.873413)، وبمتوسط بلغ (0.07258) وانحراف معياري بلغ (0.688025) ومعيار الالتواء بلغ (0.894496) ومعيار تفلطح البيانات ربع السنوية (2.615550). أما مؤشر حجم التداول ( $X_1$ ) أعلى قيمة بلغت (0.529833) وأدنى قيمة (-0.595248) وبمتوسط بلغ (-0.207402) وانحراف معياري بلغ (0.326345)، ومعيار الالتواء (0.457270) ومعيار تفلطح البيانات ربع السنوية (2.062401)، في حين سجل هامش الربح ( $X_2$ ) أعلى قيمة بلغت (-0.351761) وأدنى قيمة (-0.623866)، وبمتوسط بلغ (-0.461993) وانحراف معياري بلغ (0.074656) ومعيار الالتواء بلغ (-0.212936) ومعيار تفلطح البيانات ربع السنوية (2.102902). وكذلك معدل دوران السهم ( $X_3$ ) أعلى قيمة إذ بلغت قيمته (0.136649) وأدنى قيمة (-0.529632)، وبمتوسط بلغ (-0.098780) وانحراف معياري بلغ (0.177525) ومعيار الالتواء بلغ (-0.597259) ومعيار تفلطح البيانات ربع السنوية (2.692354).

تقدير أثر عدم تماثل المعلومات في تكلفة رأس المال في سوق الأردن:  
 أولاً. اختبار استقرارية السلسلة الزمنية للمتغيرات المدروسة: يتم فحص استقرارية السلسلة وكل  
 متغير من المتغيرات الأربعة المدروسة لدولة الأردن، وذلك عن طريق رسم السلسلة واختبار جذر  
 الوحدة (Unit root test) وكالاتي:  
 ١. رسم السلسلة لكل متغير واختبار جذر الوحدة:

Gradients of the Objective Function



الشكل (١): استقرارية السلاسل الزمنية في سوق الأردن للأوراق المالية

المصدر: من إعداد الباحثان باستخدام برنامج (Eviews10).  
 يوضح الشكل رقم (١) أن سلسلة المتغيرات المستقلة وسلسلة المتغير المعتمد قد تبيّنت أنها كانت  
 غير مستقرة في سوق الأردن للأوراق المالية.

٢. اختبار فيليبس- بيرون Philips-Perron (P-P): يُعد اختبار (P-P) أكثر دقة في العينات  
 صغيرة الحجم من اختبار (ADF)، ويستعمل اختبار فيليبس- بيرون (p-p) لأن قدرته أفضل وأدق  
 في تحديد مدى استقرارية السلاسل الزمنية، ونتيجة لذلك سوف نقوم بعرض نتائج (P-P)، وكانت  
 نتائج الاختبار أنّ المتغيرات استقرت عن المستوى بعد أخذ الفرق الأول (١) لكل المتغيرات، كما  
 في الجدول رقم (٢).

الجدول (٢): نتائج اختبار فليبس بيرون (P-P) في سوق الأردن للأوراق المالية

اختبار الإستقرارية						
Variables المتغيرات	Level (المستوى)			1 <sup>st</sup> Difference الفرق الأول		
	ADF	Sig.	Result	ADF	Sig.	Result
Y	-2.785225	0.0694	No stationary	-2.921840	0.0519	Stationary
X1	-1.987653	0.2909	No stationary	-2.916594	0.0525	Stationary
X2	-2.269106	0.1866	No stationary	-2.709522	0.0415	Stationary
X3	-2.619344	0.0976	No stationary	-2.840854	0.0319	Stationary

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

ثانياً. قياس علاقة الارتباط بين عدم تماثل المعلومات ومتغير تكلفة رأس المال (WACC):  
الجدول (٣): نتائج علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة في سوق الأردن للأوراق المالية

Covariance Analysis: Ordinary				
Sample: 2010 Q1 2020 Q1				
Included observations: 41				
Balanced sample (listwise missing value deletion)				
المتغير المعتمد	عدم تماثل المعلومات	حجم التداول X1	هامش الربح X2	معدل دوران السهم X3
المتوسط المرجح	Correlation	-0.357982	-0.124516	-0.467065
لتكلفة رأس المال Y	Probability	0.0216	0.4379	0.0021

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

يظهر الجدول رقم (٣) أعلاه أن هناك علاقة عكسية ما بين المتغير المفسر حجم التداول (X1) والمتغير المعتمد المتوسط المرجح الموزون لتكلفة رأس المال (Y) وذلك بدلالة قيمة معامل الارتباط التي ظهرت مساوية (-0.357982) وبمستوى معنوية (0.0216) وهي أقل من (0.05)، وهناك علاقة عكسية ما بين المتغير المفسر معدل دوران السهم (X3)، والمتغير المعتمد المتوسط المرجح الموزون لتكلفة رأس المال (Y)، وذلك بدلالة قيمة معامل الارتباط التي ظهرت مساوية (-0.467065) وبمستوى معنوية (0.0021) وهي أقل من (0.05)، في حين لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين كل من هامش الربح (X2) والمتغير المعتمد المتوسط المرجح الموزون لتكلفة رأس المال (Y) وذلك بدلالة القيمة الاحتمالية التي ظهرت مساوية إلى (-0.124516) وبمستوى معنوي (0.4379) وهي أكبر من (0.05).

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

أ. اختبار مشكلة الارتباط الذاتي **Serial Correlation LM Test**: إن هذا الاختبار يستخدم للتأكد من مدى خلو الأنموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي وكما يأتي:

الجدول (٤): نتائج اختبار مشكلة الارتباط الذاتي LM في سوق الأردن للأوراق المالية

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	48.9876	Prob. F (2, 35)	0.6650
Obs*R-squared	45.9876	Prob. Chi-Square (2)	0.8764

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

يوضح الجدول رقم (٤) نتائج اختبار مشكلة الارتباط الذاتي، إذ نلاحظ بأن قيمة (F-statistic) عند مستوى احتمالية بلغت (Prob = 0.6650) وهي أكبر من (5%) وهذا يعني عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي، وهنا تُقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود مشكلة ارتباط بين المتبقيات العشوائية، وتُرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود مشكلة ارتباط بين المتبقيات العشوائية، وإنّ هذا الاختبار يعزز دقة نتائج نموذج ARDL.

ب. اختبار مشكلة عدم تجانس التباين **Heteroskedasticity Test (ARCH)**: يستخدم هذا الاختبار للتأكد من مدى خلو الأنموذج المقدر من مشكلة اختلاف التباين للبواقي وكما موضح فيما يأتي:

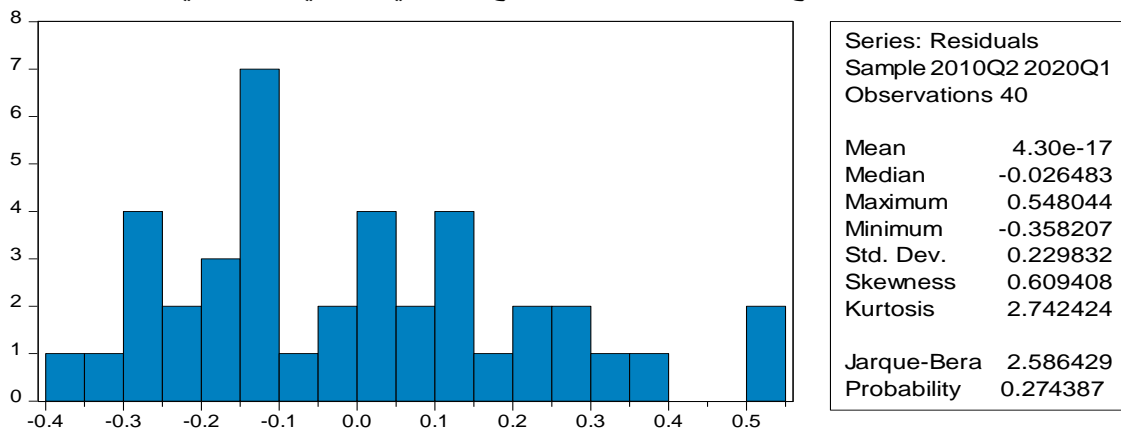
الجدول (٥): نتائج اختبار مشكلة اختلاف التباين ARCH في سوق الأردن للأوراق المالية

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	78.8766	Prob. F (1,38)	0.3456
Obs*R-squared	67.7655	Prob. Chi-Square (1)	0.3546

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

يوضح الجدول رقم (٥) نتائج اختبار مشكلة اختلاف التباين لـ ARCH، إذ لوحظ بأن قيمة (F-statistic) عند مستوى احتمالية بلغت (Prob=0.3456) وهي أكبر (5%) وهذا يعني أنّ الأنموذج يخلو من مشكلة اختلاف التباين، وهنا تُقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود مشكلة اختلاف تباين بين المتبقيات العشوائية، وتُرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود مشكلة اختلاف التباين بين المتبقيات العشوائية، وإنّ هذا الاختبار يعزز دقة نتائج نموذج ARDL.

ج. اختبار مشكلة التوزيع الطبيعي **Histogram-Normality Test**: إن هذا الاختبار يستخدم للتأكد من مدى خلو الأنموذج المقدر من مشكلة التوزيع الطبيعي للبواقي وكما يأتي:

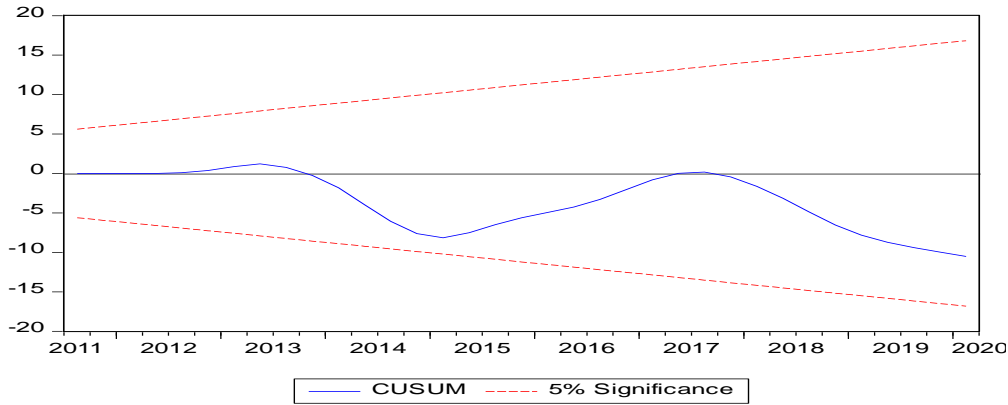


الشكل (٢): نتائج اختبار مشكلة التوزيع الطبيعي في سوق الأردن للأوراق المالية

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

يوضح الشكل رقم (٢) نتائج اختبار مشكلة التوزيع الطبيعي إذ إن الاحتمالية بلغت (Prob= 0.274387) وهي أكبر من (5%) وهذا يعني عدم وجود مشكلة التوزيع الطبيعي، وهنا تُقبل فرضية العدم التي تنص على عدم وجود مشكلة التوزيع الطبيعي للبواقي، وتُرفض الفرضية البديلة التي تنص على وجود مشكلة التوزيع الطبيعي، وإن هذا الاختبار يعزز دقة نتائج أنموذج ARDL.

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



الشكل (٣): نتائج اختبار استقرارية الأنموذج في سوق الأردن للأوراق المالية

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

يوضح الشكل رقم (٣) ومن الجزء (CUSUM) أن المجموع التراكمي للبواقي داخل حدود القيم الحرجة عند مستوى معنوية (5%) وهذا يدل على استقراريه الأنموذج المقدر في الأجلين القصير والطويل.

رابعاً. قياس وتحليل أثر عدم تماثل المعلومات في تكلفة رأس المال:

١. اختبار أنموذج الانحدار الذاتي ذي الفجوات الزمنية المبطنة ARDL: بعد أن تم اختبار سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات المستقلة (حجم التداول، هامش الربح، معدل دوران السهم)، و(المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال) كمتغير تابع، وتبين أن جميعها كانت مستقرة عند الفرق الأول (1) في اختبار (P-P)، وتوفر هذا الشرط تمكنا من تطبيق اختبار أنموذج ARDL والجدول التالي يوضح نتائج الاختبار لهذا الأنموذج:

الجدول (٦): نتائج اختبار أنموذج ARDL في سوق الأردن للأوراق المالية

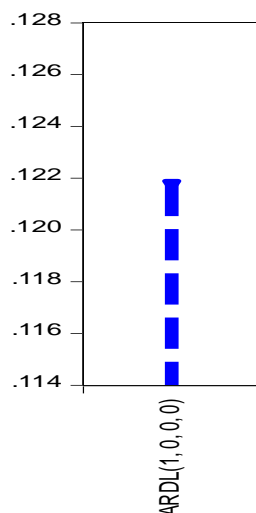
<b>Dependent Variable: Y</b>
<b>Method: ARDL</b>
<b>Sample (adjusted): 2010Q2 2020Q1</b>
<b>Included observations: 40 after adjustments</b>
<b>Maximum dependent lags: 1 (Automatic selection)</b>
<b>Model selection method: Akaike info criterion (AIC)</b>
<b>Dynamic regressors (0 lag ,automatic): X1 X2 X3</b>
<b>Fixed regressors: C</b>

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Y(-1)	0.844696	0.061228	13.79589	0.0000
X1	-0.641646	0.173280	-3.702942	0.0007
X2	-2.267657	0.545146	-4.159724	0.0002
X3	0.647966	0.346682	1.869050	0.0700
C	-0.980078	0.261762	-3.744155	0.0006
R-squared	0.881	Mean dependent var		0.379
Adjusted R-squared	0.868	S.D. dependent var		0.668
S.E. of regression	0.242	Akaike info criterion		0.122
Sum squared resid	2.060	Schwarz criterion		0.332
Log likelihood	2.565	Hannan-Quinn criter.		0.198
F-statistic	65.16	Durbin-Watson stat		0.309
Prob(F-statistic)	0.000			
*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.				

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

يوضح الجدول رقم (٦) بأن أنموذج ARDL يقوم بتحديد درجات الإبطاء الزمني بصورة تلقائية للمتغيرات إذ كانت درجة الإبطاء الزمني للمتغير التابع (Y) درجة واحدة، أيضا أما المتغيرات المستقلة (X1, X2, X3)، فلا توجد لها درجات إبطاء زمني وقد أظهرت نتائج اختبار (Adjusted R-squared) بأن (X1, X2, X3) كمتغيرات مستقلة قد فسر (86%) من التغير الحاصل في المتغير التابع (Y)، وأن (14%) تعود إلى عوامل أخرى غير داخلة في الأنموذج، وبعبارة أخرى أن (86%) هي قدرة المتغيرات المستقلة على التنبؤ بالمتغير التابع أما اختبار (F-statistic) عند مستوى احتمالي (Prob=0.000) أقل من (5%) فهي تدل على المعنوية الكلية للأنموذج من الناحية الإحصائية وتشير إحصائيات (D-W) التي بلغت قيمتها (0.308917) وهذا يفسر أن الأنموذج لا يخلو من مشكلة الارتباط الذاتي.

Akaike Information Criteria



الشكل (٤) معيار معلومات اكاكي في سوق الأردن للأوراق المالية

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

الجدول (٧): درجات الإبطاء الزمني في سوق الأردن للأوراق المالية

Model Selection Criteria Table						
Model	LogL	AIC*	BIC	HQ	Adj. R-sq	Specification
1	2.56516	0.121742	0.332852	0.19807	0.868093	ARDL (1, 0, 0, 0)

تشير نتائج الجدول رقم (٧) والشكل (٤) إلى كل مما يأتي:  
أ. أن النموذج الأمثل لدراسة علاقة الأجل الطويل بين المتغير المستقل (عدم تماثل المعلومات) والمتغير المعتمد (المتوسط المرجح الموزون لتكلفة رأس المال) هو النموذج:

Selected Model: ARDL (1, 0, 0, 0)

وذلك اعتماداً على نتائج معيار اكاكي للمعلومات (Akaike Information Criteria) إذ أن النموذج الأمثل امتلاك أقل قيمة لهذا المعيار وقد بلغت (0.121742) وهو النموذج الذي يأخذ إبطاءات بعدد (1) للمتغير المعتمد وإبطاء بعدد (0) للمتغيرات المفسرة (X1, X2, X3) على التوالي.

ب. من خلال قيمة معامل التحديد المصحح يتبين لدينا أن (0.868093) من التغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد سببها عدم تماثل المعلومات مع إبطاءاتها.

٢. نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك Bound Test: يستخدم اختبار الحدود Bound Test لمعرفة مدى وجود علاقة توازنه طويلة الأجل (وجود تكامل مشترك) بين (حجم التداول، هامش الربح، معدل دوران السهم) كمتغيرات مستقلة و(المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال) كمتغير تابع، عن طريق المقارنة بين إحصائية F وحدود القيم الحرجة العليا والدنيا كما في الجدول رقم (٨):

الاختبار الإحصائي المستخدم	القيمة المحسوبة	(عدد المتغيرات المستقلة)
Test Statistic	Value	K
F-statistic	8.2577688	3
القيمة الجدولية (Critical Value Bound)		
مستوى المعنوية	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.37	3.2
5%	2.79	3.67
2.5%	3.15	4.08

المصدر: الجدول من إعداد الباحثة باستخدام برنامج (Eviews10).  
يوضح الجدول رقم (٨) أن قيمة (F-statistic) المحسوبة بلغت (8.257768) وهي أكبر من القيمة الجدولية العظمى والصغرى إذ بلغا (3.67)، (2.79) عند مستوى معنوية (5%)، مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، وهذا يعني وجود علاقة تكامل مشترك أي وجود علاقة توازنه طويلة الأجل.

٣. اختبار المعلمات المقدرة (قصيرة الأجل) ومعامل تصحيح الخطأ غير المقيد: يوضح هذا الاختبار تقدير معلمات الأجل القصير من أجل الكشف عن مقدار تأثير المتغير المستقل في المتغير التابع، فضلاً عن تحديد طبيعة التأثيرات قصيرة الأجل، كما يوضح معامل تصحيح الخطأ سرعة العودة في الأجل الطويل إلى التوازن والجدول رقم (٩) يوضح ذلك.

الجدول (٩): نتائج تقدير معلمات قصيرة الأجل في سوق الأردن للأوراق المالية

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob
C	-0.980078	0.261762	-3.744155	0.0006
X1	-0.641646	0.173280	-3.702942	0.0007
X2	-2.267657	0.545146	-4.159724	0.0002
X3	0.647966	0.346682	1.869050	0.0700
CointEq(-1)	-0.155304	0.061228	-2.536483	0.0158

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

من خلال الجدول رقم (٩) يتبين نتائج تقدير معلمات المتغير المستقل في الأجل القصير، إذ يوضح الجدول تأثير عكسي بين (X1,X2) و (Y) وذلك بدلالة القيمة الاحتمالية (Prob) والتي ظهرت مساوية إلى (0.0007)، (0.0002) على التوالي وهما أقل من (0.05) مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة. أما بالنسبة للمتغير (X3) يوجد تأثير طردي وذلك بدلالة القيم الاحتمالية والتي ظهرت أصغر من (0.10)، وتظهر نتائج الجدول إلى أن قيمة معامل تصحيح الخطأ هي ذات إشارة سالبة فقد بلغت (-0.1553) وهذه القيمة معنوية استناداً إلى القيمة الاحتمالية والتي بلغت (0.0158) وهي أقل من (0.05)، أي أن الفرضية الأولى قد تحققت والمنبثقة عن الفرضية الرئيسية، علماً أن هذه القيمة تشير إلى أنه 15% من أخطاء الأجل القصير يمكن تصحيحها في وحدة الزمن المتمثلة هنا بالسنة وذلك من أجل العودة إلى الوضع التوازني في طويل الأجل، وتوضح نتائج الدراسة إلى أن هناك أثر سلبي ذو دلالة إحصائية معنوية لحجم التداول وهامش الربح في تكلفة رأس المال (WACC)، وهذا يدل على أنه عند انخفاض حجم التداول للمتعاملين في السوق سوف يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال للشركات المدرجة في سوق الأردن؛ بسبب انخفاض درجة الإفصاح في بورصة عمان وكذلك لصغر حجم السوق (محمد، ٢٠١٤).

٤. اختبار المعلمات المقدرة (طويلة الأجل): يوضح الاختبار تقدير المعلمات في الأجل الطويل من أجل الكشف عن حجم تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع، فضلاً عن تحديد نوع التأثيرات طويلة الأجل كما في الجدول رقم (١٠):

الجدول (١٠): نتائج تقدير معلمات الأجل الطويل في سوق الأردن للأوراق المالية

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob*.
X1	-4.131547	2.066086	-1.999698	0.0533
X2	-14.60141	6.951349	-2.100514	0.0430
X3	4.172245	3.201173	1.303349	0.2010
C	-6.310707	3.138171	-2.010951	0.0521

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

يظهر الجدول رقم (١٠) نتائج تقدير معاملات المتغير المستقل في الأجل الطويل، إذ يوضح الجدول التأثير العكسي بين (X1, X2) و(Y)، والعلاقة ذات دلالة إحصائية معنوية (0.0533) (0.0430) على التوالي مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، أما بالنسبة للمتغير (X3) فقد ثبت عدم وجود تأثير له في المتغير المعتمد (Y) وذلك بدلالة القيمة الاحتمالية التي ظهرت مساوية إلى (4.172245) وبمستوى معنوي (0.2010) أكبر من (0.05)، وأن أي انخفاض حجم التداول (X1) بمقدار وحدة واحدة سيؤدي إلى زيادة في المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (Y) بمقدار (4.13) وحدة، وقد تبينت نتائج الدراسة أنه لا يوجد تأثير لحجم التداول في تكلفة رأس المال (WACC) في سوق الأردن للأوراق المالية، وإن انخفاض هامش الربح (X2) بمقدار وحدة واحدة سوف يؤدي إلى زيادة في المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (Y) بمقدار (14.6) وحدة، ويشير ذلك إلى أنه انخفاض هامش الربح من خلال العرض والطلب يؤثر على العوائد المتوقعة من قبل المستثمرين فإن ذلك يعمل على زيادة تكلفة رأس المال أي معدل العائد المطلوب من الشركات المدرجة في السوق، وإن انخفاض معدل دوران السهم (X3) بمقدار وحدة واحدة سوف يؤدي إلى زيادة في المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال (Y) إلى بمقدار (4.17) وحدة، وبما أن معدل الدوران منخفض للسوق وهو يعتبر من المؤشرات المهمة لقياس سيولة السوق فإذا كانت كلف المعاملات المالية عالية يؤدي إلى ارتفاع التكلفة لأسهم الشركات فإنه بدروه سوف يؤثر على عدد الأسهم المتداولة في السوق تأثيراً سلبياً مما يؤثر على قيمة السهم للشركة، وهذا يؤثر على معدل دوران السهم للسوق ككل، وبهذا فقد تم إثبات الفرضية الثانية للدراسة التي تنص على تباين مقدار وطبيعة وحجم التأثير طويل الأجل لعدم تماثل المعلومات في تكلفة رأس المال بين الأسواق العربية المدروسة، والجدول التالي يوضح طبيعة واتجاه التأثير بين المتغيرات التابعة والمستقلة وتفسيراتها:

الجدول (١١): التأثير طويل الأجل بين متغيرات الدراسة في سوق الأردن للأوراق المالية

المتغير المعتمد	المتغير المستقل	نوع التأثير	تفسير التأثير
WACC (Y)	حجم التداول (X1)	لا يوجد تأثير	وهو ما جاء مخالفاً للأطر والدراسات التجريبية التي أكدت وجود أثر سلبي ومنها (محمد، ٢٠١٤).
WACC (Y)	هامش ربح (X2)	سلبية عكسية	وهو ما جاء موافقاً للأطر والدراسات التجريبية التي أكدت وجود أثر سلبي ومنها (Istrate, 2018).
WACC (Y)	معدل دوران السهم (X3)	لا يوجد أثر	وهو ما جاء مخالفاً للأطر والدراسات التجريبية التي أكدت وجود أثر ايجابي، ويعود السبب وراء ذلك إلى أن سوق الأردن يتسم بالإفصاح العادل وبدوره يؤثر على المستثمرين في السوق من خلال ارتفاع تكاليف التعاملات في السوق (Bharath & et al., 2007).

المصدر: الجدول من اعداد الباحثان بالاعتماد على المصادر الموجودة في الجدول.

## الاستنتاجات والمقترحات

**أولاً. الاستنتاجات:** تأسيساً على التحليل السابق للمتغيرات المفسرة والمتغير المستجيب يمكن عرض الاستنتاجات الآتية:

١. إنَّ نظرية السلوك الانتهازي التي تعتمد الإدارة في سياستها تعود بالأثر السلبي على المساهمين في اتخاذ قراراتهم، تؤدي إلى تعظيم الامتيازات الخاصة فضلاً عن إمكانية تعيين أعضاء مجلس إدارة دون كفاءة وتعظيم الأجور الممنوحة لهم.
٢. إنَّ انخفاض جودة المعلومات سيلقي بضراره على تفاقم مشكلة عدم تماثل المعلومات الأمر الذي سيؤول إلى الزيادة في تكلفة رأس المال، وانخفاض في جودة الأرباح.
٣. استقراره الأنموذج المقدر في الأجلين القصير والطويل في سوق الأردن للأوراق وهذا ما أثبتته اختبار الاستقرار الهيكلي للأنموذج.
٤. لم يثبت تأثير متغير معدل دوران السهم في (WACC) في سوق الأردن للأوراق المالية في الأجل الطويل.
٥. أشارت نتائج الدراسة إلى التأثير العكسي والسالب لمتغيري حجم التداول وهامش الربح في (WACC) لسوق الأردن للأوراق المالية في الأجل الطويل.
٦. أظهرت الدراسة معنوية معامل تصحيح الخطأ في الأجل القصير مما يعني إمكانية تصحيحه والعودة إلى التوازن، أي أن العلاقة كانت توازنه طويلة الأجل لسوق الأردن للأوراق المالية.
٧. أفرزت النتائج أنه لا يوجد أي تأثير لمعدل دوران السهم كمتغير معبر عن عدم تماثل المعلومات في (WACC) في سوق الأردن للأوراق المالية في الأجل القصير.
٨. أثبتت الدراسة أن حجم التداول بوصفه متغير يعبر عن عدم تماثل المعلومات لا يوجد له أي تأثير في المتوسط المرجح الموزون لتكلفة رأس المال (WACC) كمتغير معبر عن تكلفة رأس المال في سوق الأردن للأوراق المالية في الأجل القصير.
٩. اتضح التأثير السلبي والعكسي في الأجل القصير لهامش الربح في (WACC) في سوق الأردن للأوراق المالية.
١٠. أثبت اختبار (p-p) استقرار سلسلة البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة (حجم التداول، هامش الربح، معدل دوران السهم، المتوسط المرجح الموزون لتكلفة رأس المال) بعد أخذ الفرق الأول لها.

**ثانياً. المقترحات:** بناءً على الاستنتاجات السابقة يمكن إدراج المقترحات الآتية:

١. ضرورة العمل على تنظيم دورات تدريبية تحفز الشركات على زيادة الإفصاح عن تقاريرها المالية وغير المالية بشكلها الكمي والوصفي، وهذا بدوره يعمل على زيادة وعيها لتحقيق مزايا تنافسية في ظل اقتصاديات المعرفة وعدم الإخلال بالمبادئ المحاسبية المتعارف عليها.
٢. إنَّ تطبيق مبادئ الحوكمة للشركات المدرجة في السوق ضرورة ملحة تعمل على تفعيل المعايير المحاسبية، وتحسين مستوى الإفصاح والشفافية، والارتقاء بنزاهة الأسواق المالية، وكل مما سبق يعمل على نجاح البورصات، وجذب المزيد من الاستثمارات.
٣. تعد القرارات التمويلية من أخطر القرارات التي تواجهها الشركات وأصعبها، وذلك لارتباطها بأهداف المؤسسة مما يؤثر على تكلفة رأس المال.

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

#### المصادر

#### أولاً. المصادر العربية

١. البنك المركزي الأردني، النشرة الإحصائية السنوية للفترة المحددة (٢٠٠٩-٢٠٢٠)، الأردن.
٢. بورصة عمان- نشرة التداول السنوية حسب القطاع للشركات المدرجة في البورصة للفترة المحددة (٢٠٠٩-٢٠٢٠)، الأردن.
٣. هيئة الأوراق المالية الأردنية- الشركات المساهمة العامة وشركات الخدمات المالية للفترة المحددة (٢٠٠٩-٢٠٢٠)، الأردن.
٤. سليمان، احمد حمدي ابراهيم، ٢٠١٩، إطار مقترح لتحسين محددات جودة الارباح وأثره على تكلفة رأس المال باستخدام منهجية النمذجة بالمعادلة البنائية دراسة تطبيقية - اطروحة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة المنصورة.
٥. احمد، محمد عزام عبد المجيد، ٢٠٢١، جودة المراجعة الداخلية ودورها في الحد من عدم تماثل المعلومات، مجلة البحوث المالية والتجارية، مجلد ٢٢، العدد ٣، مصر.
٦. امير، معيزة مسعود، ٢٠١٦، نظرية الاشارة كمدخل لتفسير محددات التمويل بالقروض الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل ظروف عدم تماثل المعلومات دراسة حالة عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، مجلد، ٢٠١٦، العدد ١٦، الجزائر.
٧. حسين وعجيب، اسعد مبارك، بشري بكري، أثر خصائص لجنة المراجعة على عدم تماثل المعلومات المحاسبية، مجلة الفكر المحاسبي، مجلد ٢٢، العدد ٣، مصر.
٨. الديراوي وتلالوة، سلمان محمد، محمد، ٢٠٢٠، درجة إفصاح الشركات المدرجة في بورصة فلسطين عن عناصر رأس المال الفكري، مجلة جامعة الاستقلال للأبحاث، مجلد ٥، العدد ٢، فلسطين.

٩. عبد اللطيف، إيمان محمود، ٢٠١١، الإزمات المالية العالمية الأسباب والآثار والمعالجات - اطروحة دكتوراه، قسم الاقتصاد العام، جامعة سانت كلمنتس العالمية.
١٠. فرهود، صبيحة برزان، ٢٠١٦، عدم تماثل المعلومات المحاسبية الاسباب والمعالجات المقترحة، مجلة العلوم الادارية والاقتصادية، مجلد ٢٢، العدد ٨٧، العراق.
١١. فودة، السيد أحمد محمود، ٢٠١٦، أثر الأزمات المالية والسياسية على علاقة التحفظ المحاسبي بالملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية عند تفسير أسعار الأسهم - دراسة اختبارية، مجلة الفكر المحاسبي، مجلد ٢٠، العدد ٤، مصر.
١٢. قريفة، مسعود علي، ٢٠١٥، تقييم أثر مستوى الإفصاح الاختياري في تخفيض عدم تماثل المعلومات مع دراسة ميدانية على شركات قطاع المعادن والمواد الكيماوية في ليبيا، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، مجلد ١، العدد ١، ليبيا.
١٣. مبارك وعبد الوهاب، بن زاير، بن زاير، ٢٠١٧، نظرية المالية السلوكية مقابل نظرية كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، مجلد ٣، العدد ١، الجزائر.
١٤. محمد، تامر سعيد عبد المنعم، ٢٠١٧، قياس أثر مستوى الإفصاح الاختياري على العلاقة بين جودة الاستحقاقات وعدم تماثل المعلومات في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، معهد المدينة العالي للإدارة والتكنولوجيا، مجلة الفكر المحاسبي، المجلد ٢١، العدد ٥، مصر.

#### ثانياً. المصادر الأجنبية:

1. Bharath & Pasquariello & Wu, Sreedhar, Paolo, Guojun, 2007, Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions? Journal ARTICLE, Vol. 22, No., 8.
2. El-manakhly & Fattah&, El-Hennawi Fatma, Mohamed, El-Sayed Abdel, Mohamed, 2018, Testing Pecking Order Theory and Market Timing Theory in the Egyptian Stock Exchange, Journal of the Faculty of Commerce, Vol. 55, No., 2. Egypt.
3. Hughes & Liu& Liu John, Jing, Jun, 2006, Information Asymmetry, Diversification, and Cost of Capital, Journal of Accounting Review, Vol 82., No.,3, American.
4. Lewis, Gregory, 2011, Asymmetric Information, Adverse Selection and Online Disclosure: The Case of eBay Motors, Journal of American Economic Review, Vol. 101 No.,4, American.
5. Mornil& Iskandar1 & Banchit1, Fareiny, Azreil Mirzza bin, Azilawati, 2019, The Relevance of Bird-in-Hand Theory to ShariahInclined Investors: A Case Study of Malaysia, Journal of International Business, Economics and Entrepreneurship e, Vol., 4, Malaysia.
6. Omar& Sell& Rover Omar ,Denilson, Aires José, the information asymmetry aspect of agency theory in business compliance contexts: a systematic review, Federal University of Santa Catarina.Conference: International Congress of Knowledge and InnovationAt: Florianópolis, Santa Catarina, Brasil, 2017.
7. Yuniarti & Arsyiy, Rita, Luthfan, 2021, The Effect Of Information Asymmetry To Cost of Equity Capital,Study on Manufacturing Companies Listed In Indonesia Stock Exchange For The Year 2017-2019 "Turkish Journal of Computer and Mathematics Education, Vol.,12, No,11, Indonesia.