

تأثير الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية في تكلفة رأس المال دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية

الباحث: مصطفى محمد حسين
كلية الادارة والاقتصاد
جامعة تكريت

mustafaemail2@gmail.com

أ.د. سطم صالح حسين
كلية الادارة والاقتصاد
جامعة تكريت

satam.hussein@gmail.com

المستخلص:

يهدف البحث الى اختبار تأثير مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في تكلفة رأس المال، في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وتناول البحث التقارير المالية السنوية لعينة مكونة من (15) شركة من الشركات العراقية المدرجة في السوق المذكورة لمدة من (2014) الى (2017)، واعتمد على تحليل المحتوى اليدوي للتقارير المالية في قياس مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، كما استخدم تحليل الانحدار الخطي البسيط ومعامل الارتباط لتحديد التأثير وال العلاقة بين متغيرات البحث، وتوصل البحث الى وجود تأثير سلبي غير معنوي لمستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في تكلفة رأس المال، وكذلك وجود علاقة ارتباط سالبة معنوية بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال، ويوصي البحث بضرورة التوسيع في الإفصاح ليشمل معلومات مالية وغير مالية تبين مدى قدرة الشركة على الاستمرار في المستقبل.

الكلمات المفتاحية: المعلومات المستقبلية، تكلفة رأس المال.

Impact of the Accounting Disclosure of Forward-Looking Information in the Cost of Capital Applied Study in the Iraqi Stock Exchange

Prof. Dr. Satam Salih Hussein
College of Administration and Economics
Tikrit University

Researcher: Mostafa Mohammed Hussein
College of Administration and Economics
Tikrit University

Abstract:

The research aims to test the impact of the level of Forward-Looking Information disclosure on the cost of capital in companies listed on the Iraq Stock Exchange. The research dealt with the annual financial reports of a sample of (15) Iraqi companies listed in the mentioned market for (2014) to (2017), The research depended on content analysis of financial reports in measuring the level of disclosure of Forward-Looking Information. The research used simple linear regression analysis and correlation coefficient to determine the effect and relationship between search variables. The research found that there is a negative non-significant impact of the level of disclosure of Forward-Looking Information on the cost of capital. As well as a significant negative correlation between the level of disclosure of Forward-Looking

Information and the cost of capital. The research recommends the need to expand the disclosure to include financial and non-financial information showing the company's ability to continue in the future.

Keywords: Forward-Looking Information, Cost of Capital.

المحور الأول: منهجية البحث والدراسات السابقة

أولاً. منهجية البحث: المقدمة

يحظى الإفصاح المحاسبي بأهمية كبيرة كونه وسيلة الاتصال بين الشركة وبقية الأطراف المهتمة بالتقارير المالية، وبعد انفصال الملكية عن الإدارة اتجهت قوانين معظم البلدان إلى إلزامية الإفصاح عن الحد الأدنى من المعلومات التي من المفترض أن لا تضل متخذ القرار.

بعد التطور المتتسارع الذي شهدته البيئة المالية العالمية وحدوث الازمات المالية وانهيار بعض الشركات الكبرى زادت الانتقادات الموجهة إلى المحتوى الاعلامي للافصاح الالزامي، وبرزت اهمية الإفصاح الاختياري كوسيلة تساعد المستثمرين في ترشيد قراراتهم من خلال توفيرها معلومات مستقبلية عن النشاط التشغيلي المستقبلي للشركة واهدافها الاستراتيجية وخططها المستقبلية وتوجهاتها بما يوافق توجهات القوانين البيئية والمسؤولية الاجتماعية.

لقد عبر Chetkovich عن الإفصاح بأنه اظهار الشيء بحيث يبدو مفهوماً واضحاً للمستخدمين، بينما عرفه Hendriksen بأنه عرض المعلومات المهمة المتعلقة بالأحداث ذات الأثر الاقتصادي لأغراض تحقيق كفاءة سوق رأس المال، وأن هذا الإفصاح مبني على قاعدة وحقيقة، أما القاعدة فهي الوضوح في اظهار جميع الحقائق المالية وغير المالية المتعلقة بالشركة ذات التأثير على القرار الاستثماري لأصحاب المصلحة، وحكمهم على مدى قدرة الشركة على الاستثمار والحفاظ على مصالحهم، وحقيقة ان الغالبية العظمى من مستخدمي القوائم المالية ليس لهم حق الإطلاع على سجلات ومستندات الشركة، لذا فهم يعتمدون على التقارير المالية المنشورة في التعرف على أحوال الشركة (الوتار، 2007: 105-106).

تتمتع تكلفة رأس المال بأهمية كبيرة إذ تعد مؤشر لنجاح الشركة واستمرارها، وتحاول الشركات بكافة الوسائل تخفيض هذه التكلفة إلى أدنى مستوى ممكن، ونظراً لما تتمتع به بيئة الأسواق المالية الحديثة من تغير ديناميكي سريع، واستخدام تكنولوجيا المعلومات، وسيادة حالة عدم التأكيد، أصبحت التقارير المالية التقليدية لاتبغي احتياجات أصحاب المصلحة، لعدم قدرتها على تقديم معلومات تعطي انطباعاً عن أداء الشركة المستقبلي، مما زاد من ظاهرة عدم تمايز المعلومات بين ادارة الشركة والمستثمرين ودفع المستثمرين إلى المطالبة بعائد مخاطرة أعلى، وهذا انعكس على تكلفة رأس المال بالزيادة ونتيجة لذلك دعى الادب المحاسبي إلى التوسع في الإفصاح واستخدام الإفصاح الاختياري بكافة ابعاده بما فيها الإفصاح عن المعلومات المستقبلية كوسيلة في تقليل عدم تمايز المعلومات، وتوفير بيئة معلوماتية مناسبة تسهل من العمليات التبادلية في السوق المالية، وتزيد من سيولة الأسهم.

مشكلة البحث: تلخص مشكلة البحث في التساؤلات الآتية:

١. هل يؤثر مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في تكلفة رأس المال في الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية؟

٢. هل هناك علاقة ارتباط بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال في الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية؟

فرضيات البحث: يسعى البحث الى اختبار الفرضيات الآتية:

١. عدم وجود أثر سلبي معنوي لمستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في تكلفة رأس المال في الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

٢. عدم وجود علاقة ارتباط سالبة بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال في الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية؟

أهمية البحث: يعد البحث امتداداً لأدبيات الفكر المحاسبي التي تهتم بتطوير محتوى التقارير السنوية، من خلال توفيرها للمعلومات المستقبلية، اذ يركز البحث على تحديد تأثير مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في تكلفة رأس المال، وهو ما يتسم بالندرة النسبية في الدراسات المحاسبية التي تناولت العلاقة بين هذه المتغيرات في البيئة العراقية.

هدف البحث: يهدف البحث إلى كل مما يأتي:

١. توفير مؤشر للإفصاح عن المعلومات المستقبلية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

٢. قياس تأثير مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في تكلفة رأس المال.

٣. بيان مدى العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

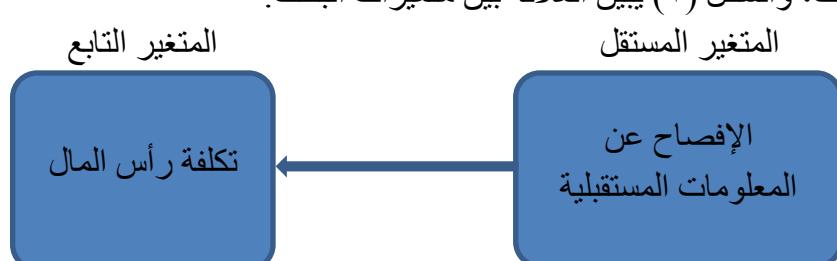
٤. استعراض بعض نماذج قياس تكلفة رأس المال التي وردت في الابدبيات المحاسبية.

حدود البحث

١. الحدود المكانية: يشمل نطاق الدراسة الحدود المكانية المتمثلة بعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لقطاعات مختلفة.

٢. الحدود الزمنية: تتمثل بالقوائم والتقارير المالية السنوية الخاصة بالشركات عينة البحث لمدة من (2014-2017).

منهجية البحث: اعتمد البحث على منهجين أساسيين من مناهج البحث العلمي هما المنهج الاستنبطاطي والمنهج الاستقرائي، وذلك لتأصيل مفاهيمها ومواضيعها، وقد تم استقراء الأدبيات والنشرات العلمية ذات الصلة بها، من دوريات علمية وكتب ورسائل جامعية وأبحاث ومقالات من المواقع الإلكترونية عربية وأجنبية، بهدف تحليلها وبناء جانبها النظري انتهاءً باستنباط العلاقة بين متغيرات البحث، والشكل (١) يبين العلاقة بين متغيرات البحث:



الشكل (١): متغيرات البحث

المصدر: الشكل من اعداد الباحثان.

وبعد تناول منهجية البحث وبعض الدراسات السابقة في المحور الأول من البحث، سيتم في المحور الثاني التأصيل النظري لمتغيرات البحث واستبطاط العلاقة بين المتغيرات وبيان مفهوم المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال وأهميتها وعلاقة المعلومات المستقبلية بتكلفة رأس المال، بينما خصص المحور الثالث لاختبار الفروض وما قبل النتائج، وخصص المحور الرابع لاستعراض النتائج والتوصيات.

ثانياً. الدراسات السابقة

هناك بعض الدراسات التي تناولت قياس مستوى الإفصاح بصورة عامة وأثره في تكلفة رأس المال او العلاقة بينهما مثل دراسة (Botosan & Plumlee, 2001)، (Ng & Rezaee, 2015)، (Petrova et al., 2011)، (Lopes and de Alencar, 2010) دراسة (Botosan & Plumlee, 2001) وهي بحث عنوان:

A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital.

إعادة فحص مستوى الإفصاح والتكلفة المتوقعة لرأس المال.

حاولت الدراسة اختبار العلاقة بين مستوى الإفصاح وتكلفة رأس المال في التقارير السنوية لعينة من الشركات العاملة في الولايات المتحدة، وتتناولت الدراسة التقارير السنوية لعينة من الشركات من سنة 1985 حتى عام 1995 (3623) مشاهدة، وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة سلبية بين مستوى الإفصاح وتكلفة رأس المال، ويمكن الاستفادة من هذه الدراسة في بعض الأدلة النظرية التي تناولت العلاقة بين مستوى الإفصاح وتكلفة رأس المال.

٢. دراسة (Lopes and de Alencar, 2010) وهي بحث عنوان:

Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case.

الإفصاح وتكلفة رأس المال في الأسواق الناشئة: دليل من البرازيل.

اختبرت الدراسة العلاقة بين الإفصاح البيئي وتكلفة رأس المال للشركات البرازيلية المدرجة في بورصة ساو باولو، حيث تناولت الدراسة التقارير المالية لعينة من الشركات البرازيلية لخمس سنوات، واعتمد الباحثان على (50) سهم الأكثر سيولة في البورصة البرازيلية لعام 2005 (11) قطاع عدا القطاع المالي، وتوصلت الى وجود ارتباط عكسي ذو دلالة احصائية بين مستوى الإفصاح البيئي وتكلفة رأس المال خصوصاً للشركات التي يهتم بها المحللون الماليون.

٣. دراسة (Petrova et al., 2012) وهي بحث عنوان:

Relationship between Cost of Equity Capital and Voluntary Corporate Disclosures.

العلاقة بين تكلفة رأس المال والإفصاح الطوعي للشركات.

هدفت الدراسة الى فحص العلاقة بين الإفصاح الطوعي للشركات وتكلفة رأس المال للشركات المسجلة في البورصة السويسرية، وتتناولت القوائم المالية لعينة من الشركات السويسرية مكونة من (121) شركة مسجلة في البورصة، وتوصلت الى وجود علاقة سلبية ذات تأثير معنوي بين زيادة الإفصاح الطوعي وتكلفة رأس المال في الشركات السويسرية.

٤. دراسة (Ng & Rezaee, 2015) وهي بحث عنوان:

Business Sustainability performance and Cost of equity.

أداء استدامة الاعمال وتكلفة رأس المال.

ركزت الدراسة على اختبار تأثير الافصاح عن تقارير الاستدامة على تكلفة رأس المال، واقتصرت الدراسة على اخذ ثلاثة ابعاد للاستدامة (البعد البيئي، البعد الاجتماعي، البعد الاقتصادي) سواء كان التأثير بشكل فردي ام كلي، وتناولت التقارير المالية لعينة تزيد عن 3000 شركة لمدة من 1993 حتى 2013، وتوصلت الى وجود تأثير سلبي للافصاح عن البعد البيئي والحكومة على تكلفة رأس المال، بينما لم يكن للبعد الاجتماعي تأثير معنوي.

تحليل الدراسات السابقة وما يميز الدراسة الحالية عنها

تقدم الدراسة الحالية دليلاً تجريبياً لمدى تأثير الافصاح عن المعلومات المستقبلية في تكلفة رأس المال في سوق العراق للأوراق المالية وهذا مالم يتم تداوله بشكل كافٍ في الدراسات السابقة، وان كانت دراسة (Botosan & Plumlee, 2001) تناولت العلاقة بين الافصاح وتكلفة رأس المال إلا انها اخذت الافصاح بصورة عامة، في حين اقتصرت دراسة (Lopes & de Alencar, 2010) على قياس اثر الافصاح البيئي في تكلفة رأس المال وبهذا تختلف الدراسات السابقة عن الدراسة الحالية، اما دراسة (Ng & Rezaee, 2015) فقد ركزت على اختبار تأثير ثلاثة ابعاد للاستدامة (البعد البيئي، البعد الاجتماعي، البعد الاقتصادي) في تكلفة رأس المال وبهذا لم تتطرق للمعلومات المستقبلية، وان كانت دراسة (Petrova et al., 2012) حاولت فحص العلاقة بين الافصاح الطوعي وتكلفة رأس المال إلا انها اخذت الافصاح الطوعي بكافة ابعاده ولم تقتصر على البعد التنبؤي فضلاً عن الفروق في البيئة القانونية والاقتصادية والثقافية التي تمت فيها هذه الدراسات عن البيئة العراقية.

وعليه تسهم الدراسة الحالية في الادب المحاسبي في بناء مؤشر يمكن من خلاله قياس مستوى الافصاح عن المعلومات المستقبلية، وتحديد تأثير هذا المستوى في تكلفة رأس المال وبيان نوع العلاقة بينهما في سوق العراق للأوراق المالية.

المحور الثاني: الإطار النظري للبحث

اولاً. المعلومات المستقبلية: يمكن بيان ماهية المعلومات المستقبلية من خلال تناول الفقرات التالية:
١. **مفهوم الافصاح عن المعلومات المستقبلية:** لقد عبر Chetkovich عن الإفصاح بأنه إظهار الشيء بحيث يبدو مفهوماً وواضحاً للمستخدمين، بينما عرفه Hendriksen بأنه عرض المعلومات المهمة المتعلقة بالأحداث ذات الأثر الاقتصادي لأغراض تحقيق كفاءة سوق رأس المال (الوتار، 2007: 105-106).

اما الافصاح عن المعلومات المستقبلية فقد عرف بأنه الخطط والتوقعات والتقديرات المستقبلية التي تساعد المستخدمين في تقييم الاداء المالي وغير المالي للشركات والتنبؤ بمدى قدرتها على الاستمرار في المستقبل، ويكون هذا المحتوى من معلومات مالية كالتنبؤ بأرباح السنة القادمة وتدفقاتها النقدية والابادات والمصروفات المتوقعة، ومعلومات غير مالية مثل استراتيجية الشركة والاهداف طويلة الاجل المرتبطة بها والفرص والمخاطر وعدم التأكيد المحيطة بالشركة والتي يمكن ان تؤثر على الاداء المستقبلي للشركة (مليجي، 2017: 6). بينما عرفه Menicucci بأنه نوع المعلومات المتعلقة بالمستقبل والتي تسمح للمستخدمين بتقييم الاداء المستقبلي للشركة (Menicucci, 2013: 1668).

كما عرفت القوائم المالية المستقبلية بأنها القوائم التي تحتوي على معلومات عن المركز المالي للشركة في تاريخ مستقبلي معين وتدفقاتها النقدية ونتائج عملياتها والسياسات المحاسبية التي سيتم استخدامها (الفقى، 2014: 6).

ويعرف Alkhatib المعلومات المستقبلية بانها المعلومات التي تساعد على التنبؤ بحالة الشركة في المستقبل والتي توفر في النهاية للمالكين معلومات ذات قيمة تتعلق بالظروف المستقبلية للشركة (Alkhatib, 2014: 858).

٢. **أهمية المعلومات المستقبلية:** اصدرت مجموعة أسواق المال الدولية تقريراً عام (1998) عن الموقف الحالي للمعلومات المستقبلية من خلال فريق عمل تابع لها حول العالم، اوضح فيه أهمية المعلومات المستقبلية لأصحاب المصلحة، وابدى الفريق دهشته لعدم وجود طريقة فعالة تنظم الإفصاح عن مثل هذه المعلومات، ويعتقد فريق العمل انه من صالح الجمهور أن تقوم الشركات بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية وان اهتمام الجمهور بمثل هذه المعلومات يقلل من المسؤولية القضائية الواقعة على الإدارة نتيجة الفروق بين هذه التوقعات والحقيقة (الوتار، 2007: 149).

عادةً ما تقوم الشركات من خلال الإفصاح عن المعلومات المستقبلية بنشر معلومات مالية وغير مالية في التقارير السنوية لتلبية احتياجات المستخدمين، حيث يعمل على تخفيض ظاهرة عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية وبالتالي الحصول على سوق كفؤ، كما يتربّط عليه فوائد تتعلق بالعلاقة بين الشركة والمجتمع وال محللين الماليين والمستثمرين والمقرضين، فضلاً عن مساحتها في تحقيق السيولة في اسواق رأس المال من خلال زيادة العمليات التبادلية في السوق المالية وتخفيضه لفجوة المعلوماتية بين البائعين والمشترين فيه (اصميدة، 2013: 18-19).

واشار متولي إلى أن زيادة أهمية الإفصاح الاختياري في الآونة الأخيرة جاءت نتيجة لتحول النظر إلى القوائم المالية من هدف بحد ذاتها إلى اعتبارها وسيلة لتحقيق عدة أهداف اهمها المساعدة في تخصيص الموارد وترشيد القرارات (متولي، 2007: 8).

يرى النجار أن أهمية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية تأتي من خلال توفيره معلومات ملائمة لاتخاذ القرارات، وتخفيض الفجوة المعلوماتية بين أصحاب المصلحة، وتقليل عدم تماثل المعلومات وتخفيض تكلفة رأس المال، وتحسين السيولة، ومساعدة المستثمرين في تقييم المخاطر والفرص فيما يخص مستقبل الشركة (النjar، 2011: 41).

٣. **المعلومات المستقبلية بين التأييد والمعارضة:** يرى البعض ان الإفصاح عن المعلومات المستقبلية أصبح امراً ضرورياً للشركات في ظل البيئة المالية الحديثة، وما تتمتع به من تغير ديناميكي سريع وعدم التأكيد، اذ اصبحت التقارير المالية التقليدية بما تحتويه من معلومات تاريخية لاتلبى احتياجات المستخدمين.

بينما يرى البعض ان المعلومات المستقبلية المبنية على اساس افتراضات وتوقعات من الممكن ان لا تحدث في المستقبل، وبالتالي تعرض الإدارة للمقاضاة، وهنا سيتم استعراض بعض **الحجج المؤيدة للمعلومات المستقبلية والمعارضة لها** كما يأتي:

أ. **حجج المؤيدون للمعلومات المستقبلية:** يرى Hassanein أن هناك ثلاثة امور تجعل الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ضرورياً (Hassanein, 2015: 48):

- إن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية أصبح امراً ضرورياً بسبب الطبيعة الديناميكية للبيئة الاقتصادية التي تعمل فيها الشركات حيث تتغير بسرعة كبيرة وبالتالي تتغير معها احتياجات

المستخدمين للمعلومات، وعليه لابد من احتواء التقارير المالية على معلومات مستقبلية إلى جانب المعلومات التاريخية لتساعد اصحاب المصلحة في التنبؤ بالأداء المستقبلي للشركة وتحسن كفاءة قرارهم الاستثماري.

- قد يكون الإفصاح عن المعلومات المستقبلية مفيدةً للمستثمرين في عملية اتخاذ قراراتهم الاستثمارية الخاصة.

- يؤدي عدم الإفصاح عن المعلومات المستقبلية إلى اجبار المستثمرين على بناء توقعاتهم في ضوء معلومات غير دقيقة من مصادر اخرى.

ب. حُجج المعارضون للمعلومات المستقبلية: يرى (Aljifri & Hussainey) أن زيادة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية قد يعرض الشركة لدعوى قضائية في حالة عدم حدوث تلك التنبؤات في المستقبل، وبالتالي قد تقلل تكاليف التقاضي حواجز المديرين للإفصاح عن هذا النوع من المعلومات في التقارير السنوية (7: 2007). ويؤكد Healy & Palepu ان الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يوفر في بعض الاحيان معلومات مفيدة للمنافسين في الشركات الاخرى، وبالتالي التأثير سلباً على مركز الشركة التنافسي في السوق، لذلك يعلل بعض المدراء عدم الإفصاح عن مثل هذا النوع من المعلومات (Healy & Palepu, 2001: 423)، ناهيك عن بعض المشكلات المحاسبية التي ترتبط بالتطبيق العملي لإعداد القوائم المالية المستقبلية كمخاطر التلاعب بالطرق المحاسبية وتغييرها وصعوبة التنبؤ ببعض العناصر فضلاً عن تحيز الإدارة في إعدادها (مليجي، 2017: 9).

وتشوش مستخدمي التقارير نتيجة لكثره ما تم الإفصاح عنه من معلومات، وتوفير معلومات مهمة للمنافسين، فضلاً عن ارتفاع التكاليف المرتبطة بإعداد تلك المعلومات وعدم وجود معيار محدد تعدد على اساسه (حميد وآخرون، 2016: 313).

٤. دوافع الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وأسبابها: يوجد العديد من الدوافع والأسباب لغرض الإفصاح عن المعلومات المستقبلية اهمها الآتي:

أ. زيادة قيمة الشركة: إن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية التي تبشر بوجود ارباح مستقبلية يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة من خلال زيادة الطلب على اسهامها، وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركة (النجار، 2011: 57).

ب. تخفيض عدم تماثل المعلومات: يرى Bravo ان الإفصاح عن المعلومات المستقبلية سيؤدي إلى تقليل حالة عدم تماثل المعلومات وتحسين عملية اتخاذ القرارات وبالتالي تحسين فرص التمويل الخارجي وتخفيض تكلفته (3: 2015).

ج. تكلفة التقاضي: يرى حسين ان جودة الإفصاح ترتبط بعلاقة سلبية مع مخاطر التقاضي المقدمة ضد الشركة (حسين، 2016: 85).

د. استقطاب رؤوس اموال جديدة: يعد الإفصاح عن المعلومات المستقبلية أحد الادوات التي تستخدمها الادارة للحصول على مصادر تمويل جديدة من خلال السمعة الجيدة للشركة عند المستثمرين وزيادة درجة الثقة فيها (اصميدة، 2013: 57).

هـ. تخفيض تكلفة رأس المال: يقترن انخفاض تكلفة رأس المال بالتوسيع في الإفصاح الطوعي وجودة الارباح (حسين، 2016: 84)، ويرى (ابو النور، 2010: 86) إن الإفصاحات المستقبلية تخفض عدم التأكيد المرتبط بالمستقبل وبالتالي تخفيض المخاطرة التي تؤدي إلى تخفيض العائد.

ثانياً. تكلفة رأس المال

١. مفهوم تكلفة رأس المال: هو الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمرون والدائون نتيجة الاستثمار في أموالهم في الشركة و يعد اساس للمفاضلة بين البديل الاستثمارية المتاحة و اختيار البديل الأفضل من بينها (سعد الدين، 2014: 316).

بينما عرفاها Lambert بانها معدل الخصم لسعر بداية الفترة بالنسبة إلى القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية المستقبلية للسهم والذي يقدم للمستثمرين (Lambert, 2012: 14).

يمكن ان تعرف تكلفة رأس المال من منظورين المنظور الاول يمثل وجهة نظر الشركة و يعرفها بانها كافة الاعباء المالية التي تحملها الشركة في سبيل الحصول على الاموال اللازمة لتمويل مشاريعها الاستثمارية، أما الثاني يمثل وجهة نظر المستثمر والذي يمثل الحد الأدنى الذي يتوقع المستثمرون الحصول عليه لقاء قبول استثمارهم في الشركة (جامعة، 2017: 72).

٢. أهمية تكلفة رأس المال: يعتبر القرار التمويلي قراراً استراتيجياً تتخذه الإدارة المالية، وان الخطأ في مثل هذه القرارات يحمل الشركة تكاليف باهضة قد تصل بالشركة للتصفية والزوال من السوق، ومن الجدير بالذكر أن القرار الاستثماري طويل الأجل يتم قبوله عندما يكون العائد المتوقع منه أعلى من تكلفة تمويله، وهنا تأتي أهمية تحديد تكلفة رأس المال كمؤشر للبديل الاستثماري الأفضل (فراح، 2014: 84).

تعد تكلفة رأس المال من اهم العوامل التي تؤثر في قرارات الاستثمار والتمويل بالنسبة للادارة المالية، حيث تأتي اهمية احتساب تكلفة رأس المال من انها تمثل ركن ترتكز عليه القرارات الاستثمارية باعتبار ان هذه التكلفة تمثل الحد الأدنى للعائد على الاستثمار فهي ذات اهمية في المفاضلة بين البديل الاستثمارية، كما وترتبط سلبياً بقيمة الشركة فكلما ارتفعت تكلفة رأس المال انخفضت قيمة الشركة (رشوان، 2015: 86).

٣. العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال:

أ. العوامل العامة General Factors: يتوقع المستثمرون (الدائون والمالك) أن يحصلوا على عائد مقابل أموالهم التي يزودون بها الشركة يعوضهم عن استغلال اموالهم في اشباع حاجاتهم، كما انهم يتوقعون أن يعوضهم هذا العائد عن المخاطر التي قد تنشأ من استثمارهم في الشركة (الاغا، 2005: 61-62).

ب. عوامل متعلقة بكل عنصر Factors of Each Element: تختلف مصادر التمويل من حيث العناصر التي يتعرض لها كل عنصر، فالمفترضون أقل عرضة للمخاطر من حملة الأسهم، إذ يحصلون على فوائد بشكل دوري بغض النظر عما تتحقق الشركة من أرباح او خسائر، فهم غير معنيين بنتيجة نشاط الشركة من ربح أو خسارة، كما لهم الاولوية في الحصول على استحقاقهم عند التصفية، ويأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة حيث يعتبرون أقل عرضة للمخاطر من حملة الأسهم العادية إذ يحصلون على عائد بشكل دوري وثبتت عادة (الاغا، 2005: 62).

كما ان سياسة هيكل رأس المال في الشركة دور في تحديد مصادر التمويل، وكذلك سياسة توزيع الارباح لها تأثير على تكلفة رأس المال حيث كلما زاد توزيع الارباح زادت تكلفة رأس المال والعكس صحيح (عمير، 2011: 65).

٤. فوائد تحديد تكلفة رأس المال: يمكن القول إن تحديد تكلفة رأس المال سواء لكل عنصر من عناصر التمويل او للهيكل المالي ككل، يمكن ان يحقق لإدارة الشركة جملة من الفوائد أهمها (صاهر، ٢٠١٧: ١٠١-١٠٠):

أ. أن تحديد تكلفة التمويل لكل عنصر من عناصر رأس المال يساعد الإدارة المالية للشركة في اتخاذ قرار مناسب بشأن مصدر التمويل الأقل تكلفة.

ب. يساعد قياس وتحديد تكلفة رأس المال في تقييم البذائل الاستثمارية التي تستخدم فيها الأموال، فإذا تبين ان تكلفة رأس مال البديل الاستثماري اقل من العائد المتوقع منه يقبل البديل الاستثماري، أما إذا كان العكس يصبح هذا المشروع عبءً على الشركة، وهذا يساعد ادارة الشركة في تفادي تكلفة القرار الاستثماري العكسي^(١).

ج. إن القرارات المالية كالاستئجار Leasing، واعادة تحويل السندات Bond Refunding تتطلب تحديد تكلفة تمويلها بشكل دقيق لإمكانية الاستفادة منها.

د. تؤثر الموازنات الرأسمالية بشكل كبير على القرارات التمويلية للشركة، وان إعداد هذه الموازنات يتطلب تقديرًا دقيقًا لتكلفة رأس المال.

هـ. إن الهيكل المالي الذي يضم مصادر التمويل المختلفة يؤثر على المخاطرة المرتبطة بالارباح ومن ثم على قيمة الشركة.

و. إن الهدف الاستراتيجي للادارة هو تعظيم قيمة الشركة، وهذا يتطلب اختيار مصادر التمويل الأقل تكلفة بهدف تخفيض تكلفة رأس المال وبالتالي تعظيم قيمة الشركة.

٥. مكونات تكلفة رأس المال: تتكون تكلفة رأس المال من توليفة من مصادر التمويل يمكن أن تنقسم إلى فرعين رئيسيين هما تكلفة الديون وتكلفة الملكية ويمكن بيانها بالأتي:

أ. تكلفة الديون: تعرف تكلفة الديون بأنها المعدل الفعلي للفائدة الذي يطلبه الدائنوون من المقرضين لقاء استخدام اموالهم عند انتهاء مدة الاقراض، سواء كانت بنوك او مؤسسات مالية او حملة سندات، وبناء على هذه المدة قسمت الديون إلى قصيرة الاجل وطويلة الاجل، أما السندات فكلفة تمويلها هي معدل الخصم الذي يكون فيه سعر اصدار السند مساوياً لقيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية من السند في تاريخ استحقاقه (الجمعة، ٢٠١٧: ٧٣).

ب. تكلفة الملكية: عرف مجلس مبادئ المحاسبة الامريكي (APB) حقوق الملكية بأنها الزيادة المتبقية من موجودات الوحدة المحاسبية بعد طرح مطلوباتها (بلقاوي، ٢٠٠٩: ٣٤٥).

تتكون تكلفة الملكية من توليفة من عناصر التمويل المملوكة ويمكن بيانها بالأتي:

- الأسهم العادي: تعد الأسهم اداة التمويل الرئيسية في تكوين رأس المال بالنسبة للشركات، حيث يمثل السهم جزء من رأس مال الشركة التي اصدرته، كما ان الحصة Share تمثل سهم من أسهم الشركة التي يمتلكها شخص معين، وكما هو مشاع فإن الشركة تطرح اسهمها للاكتتاب العام، وتميز هذه الأسهم بقابليتها على التداول المباشر في سوق الأوراق المالية ويحصل حامل السهم على ارباح عند تحققها ويمثل هذا تكلفة السهم العادي (الجنابي، ٢٠٠٨: ٥٨).

- الأسهم الممتازة: تتمتع هذه الأسهم بنسبة ثابتة من التوزيعات تدفع بشكل دوري، ويمثل السهم الممتاز ورقة مالية هجينة كونها تجمع بين صفات السند وبعض صفات السهم العادي حيث يتمتع

(١) تشير تكلفة الاختيار العكسي الى ادراك العاملين في السوق المالية للميزة المعلوماتية التي يمتلكها اصحاب الادارة في الشركة لذا فهي تؤثر في تكلفة قرار اصدار الاوراق المالية (الزبيدي، ٢٠٠٩: ٨٣).

السهم الممتاز بحصوله على عائد بشكل دوري يشبه فوائد السندات، بينما يشبه السهم العادي في كونه ليس له تاريخ استحقاق (ابراهيم، ٢٠٠٧: ٢١).

- الارباح المحتجزة: هي الارباح التي تتحققها الشركة نتيجة مزاولة نشاطها ولا توزع على المساهمين وتمثل تكلفتها تكلفة الفرصة البديلة المتمثلة في عدم توزيع الأرباح السنوية على المساهمين، إذ تقوم الشركة باحتجازها لحين الحاجة إليها، أي أنها تساوى العائد الذي من المفترض أن يتسلمه المساهمون لو لم يتم احتجاز تلك الأرباح (صقر، ٢٠١٣: ١٧).

٦. **نماذج قياس تكلفة رأس المال:** استخدمت الدراسات السابقة مجموعة نماذج لقياس تكلفة رأس المال سيتم استعراض قسم منها كما في الجدول الآتي:

الجدول (١): نماذج قياس تكلفة رأس المال

النوع	النوع	المنهجية
١	تسعير الاصول الرأسمالية CAPM	يعتمد على توازن العلاقة بين المخاطرة والعائد ويعقب الحد الأدنى المتوقع الحصول عليه من الاستثمار
٢	السعر إلى الربحية P/E	يربط بين سعر اغفال السهم وربحية السهم المتوقعة باعتبار ان زيادة المعدل تدل على انخفاض تكلفة رأس المال
٣	Fama-1996	يعتمد هذا النموذج على ثلاثة عناصر هي عائد السوق وحجم الشركة والقيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لنفس الفترة
٤	نماذج المكاسب	يعتمد على سعر اغفال السهم من خلال قسمة صافي ربح السهم للفترة على سعر الاغلاق للسهم
٥	تكلفة الاقتراض	يعتمد على الفائدة الفعلية لقروض من خلال قسمتها على متوسط قروض الفترة
٦	المتوسط المرجح WACC	ويحسب من خلال قياس تكلفة كل عنصر من عناصر رأس المال على حدة ثم ترجيح هذه التكلفة بنسبة العنصر في هيكل التمويل

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان بالاعتماد على (مليجي، ٢٠١٤: ١٢-١٣؛ سعد الدين، ٢٠١٧: ٣١٩؛ عبدالحميد وآخرون، ٢٠١٠: ٨؛ رشوان، ٢٠١٥: ٩١؛ جمعة، ٢٠١٧: ٧٤).

المحور الثالث: قياس متغيرات البحث واختبار الفرضيات

١. **عينة الدراسة:** يتكون مجتمع الدراسة من مجموعة من الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وقد شملت العينة خمسة قطاعات في السوق (قطاع الصناعة، قطاع الزراعة، قطاع التأمين، قطاع الاتصالات، قطاع الفنادق)، واختيرت هذه العينة عشوائياً تحت مجموعة من الشروط:

- لا تكون الشركة تعرضت لخسائر متتالية لعامين على التوالي.
- أن توفر التقارير المالية للشركة بتسليسل زمني يضم مدة الدراسة.
- تم استبعاد قطاع المصارف والخدمات المالية من الدراسة لأنها تتمتع بطبيعتها الخاصة التي حددتها لجنة بازل^(٢)، وقد اسفرت هذه الشروط عن اختيار عينة من خمسة عشر شركة موزعة على خمسة

^(٢) لجنة تم إنشاؤها من قبل مجموعة الدول العشرون نهاية عام ١٩٧٤م، حيث وضعت هذه اللجنة معياراً محدداً لكافية رأس المال المصرفي من خلال تحديد حد أدنى للعلاقة بين رأس المال من ناحية والالتزامات والمطلوبات من ناحية أخرى بواقع ٨%， وعملت هذه اللجنة سنوات قبل نشر تقريرها عام ١٩٨٩م (صالح، ٢٠٠٨: ١٥).

قطاعات، وقد شملت مدة الدراسة خمس سنوات للمرة من (٢٠١٤) إلى (٢٠١٧) بواقع (٦٠) مشاهدة، والجدول التالي يوضح توزيع العينة على القطاعات:

الجدول (٢): عينة الدراسة

اسم القطاع	عدد الشركات	اسم الشركة
الاتصالات	٢	اسيا سيل للاتصالات، الخاتم للاتصالات
الزراعة	٣	الشرق الاوسط للاسماك العراقية لانتاج وتسويق المنتجات الزراعية العراقية لانتاج وتسويق اللحوم
الصناعة	٥	بغداد للمشروبات الغازية المنصور للصناعات الدوائية الكندي للللاصحاب، الخياطة الحديثة السجاد والمفروشات
الفنادق	٣	فندق عشتار، فندق بغداد، فندق بابل
التأمين	٢	دار السلام، الخليج

المصدر: الجدول من إعداد الباحثان.

٢. مصادر جمع المعلومات: اعتمد الباحث على مصادران أساسين في جمع المعلومات الازمة للوصول إلى نتائج الدراسة وتحقيق أهدافها وهم:

أ. المصادر الثانوية: اعتمد الباحث على استقراء الأدبيات والنشرات العلمية ذات الصلة بها، من كتب ودوريات علمية ورسائل جامعية ومقالات وأبحاث من المواقع الإلكترونية عربية وأجنبية، في سبيل توضيح المفاهيم الأساسية التي تناولتها الدراسة، ولكي تحقق الدراسة أهدافها بشكل يمكن أن يستفاد منه الباحثون والجهات الرسمية المهمة بتنظيم عمل سوق العراق للأوراق المالية في وضع معيار محاسبي ينظم عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية.

ب. المصادر الأولية:

- لقياس مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية محل البحث، اعتمد الباحث على مؤشر يتكون من مجموعة عناصر تدل عن المعلومات المستقبلية التي يمكن ان تتصح عنها الشركات، وتم توزيع هذه العناصر على اربعة محاميع وهي (معلومات تتعلق بالأهداف والاستراتيجية، معلومات مالية مستقبلية، معلومات غير مالية مستقبلية، معلومات تتعلق بطريقة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية).

- لقياس تكلفة رأس المال تم الحصول على المعلومات التي تساعد الباحث في قياس تكلفة الديون وتكلفة الملكية من خلال استعراض القوائم المالية للشركات موضوع الدراسة على موقع سوق العراق للأوراق المالية على الشبكة العنبوتية.

٣. طريقة حساب المتغيرات

أ. احتساب مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية: تم احتساب مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية من خلال الاعتماد على المؤشر الذي تم إعداده بالإعتماد على دراسات عربية واجنبية سبق ذكرها وفق المعادلة الآتية:

مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية = النقط التي حصلت عليها الشركة/مجموع نقاط المؤشر

وجرى تحديد هذه النقاط من خلال اعطاء (١) للعنصر الذي افصحت عنه الشركة ضمن المؤشر، و(٠) للعنصر الذي لم تفصح عنه الشركة ضمن المؤشر، وتم استخدام طريقة تحليل المحتوى اليدوي للتقارير المالية السنوية وتقارير الادارة التي افصحت عنها الشركات محل الدراسة.

ب. احتساب تكفة رأس المال: تمثل تكفة رأس المال تكفة حقوق الملكية وتكفة الديون، وتمثل تكفة حقوق الملكية معدل العائد الذي من الممكن ان يحصل عليه حملة الأسهم إذا اقامت الشركة بتوزيع ارباحها لهم (مطاوع، ٢٠١٠: ٤٧٩)، وتم قياس تكفة حقوق الملكية باستخدام نموذج المكاسب (جامعة، ٢٠١٧: ٧٤):

$$\text{تكلفة الأسهم} = \frac{\text{مكاسب السهم}}{\text{السعر السوقى للسهم}}$$

اما الديون التي تعد أحد مصادر التمويل الاساسية طويلة الاجل التي يتشكل منها هيكل رأس المال (الزبيدي، ٢٠٠٩: ٤) فقد تم قياسها وفق المعادلة الآتية (جامعة، ٢٠١٧: ٧٤):

$$\text{تكلفة التمويل بالاقتراض قبل الضريبة} = \frac{\text{الفائدة}}{\text{مبلغ القرض}}$$

تكلفة الاقتراض بعد الضريبة = تكفة الاقتراض قبل الضريبة \times (١ - معدل الضريبة)، حيث يأخذ مبلغ رصيد الفائدة في (١٢/٣١) للسنة المعنية وتقسم على متوسط القروض لتلك السنة.

٤. نتائج الاحصاء الوصفي: يتبع من الجدول (٣) وصف للمتغيرات التي تناولتها الدراسة التطبيقية، وتشمل هذه المتغيرات (مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، تكفة رأس المال، حيث يظهر الجدول الوسط الحسابي والانحراف المعياري وأعلى مشاهدة وأدنى مشاهدة وصلت لها هذه المتغيرات خلال فترة الدراسة الممتدة من (٢٠١٤) حتى (٢٠١٧).

الجدول (٣): نتائج الاحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	السنة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أعلى قيمة	أدنى قيمة
مستوى الإفصاح	2014	0.310	0.120	0.570	0.180
	2015	0.325	0.104	0.560	0.200
	2016	0.331	0.091	0.525	0.200
	2017	0.306	0.110	0.525	0.120
تكلفة رأس المال	2014	0.053	0.040	0.130	-0.001
	2015	0.060	0.037	0.110	0.001
	2016	0.036	0.022	0.069	-0.001
	2017	0.052	0.046	0.176	0.003

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Excel ملحق رقم (٣).
 يلاحظ من الجدول (٣) انخفاض مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية عينة الدراسة بصورة عامة، إذ بلغ أعلى متوسط له عام (٢٠١٦) بمقدار (٣٣.١%) وتعتبر هذه نسبة منخفضة، وقد جاءت هذه النسبة متفقة مع بعض الدراسات العربية والاجنبية كدراسة (عطية، ٢٠١٣) بنسبة (٣١.١%) ودراسة (مليجي، ٢٠١٧) بنسبة (٢٧%) ودراسة (Talpur, 2017) بنسبة (٣٥%) ودراسة (Mensah, 2017) بنسبة (٣٥%)، حيث جرت هذه الدراسات في بيئة مشابهة للبيئة العراقية، إذ جرت غالبيتها في البلدان النامية، بينما كانت هذه النتائج مختلفة مع بعض نتائج الدراسات التي جرت في البلدان المتقدمة كدراسة (Al Najjar & Abed, 2014)، والتي تمت على مجموعة الشركات المدرجة في البورصة اللندنية، حيث بلغ مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (٩٤.٧%).

يرى الباحث ان السبب وراء انخفاض مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية من قبل الشركات المدرجة في البورصة العراقية هو عدم وجود معيار محاسبي ينظم عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وطريقة إعدادها، ويلزم الشركات بمستوى معين من عناصر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية التي يجب ان تفصح عنها كحد أدنى، كون هذا الإفصاح يتم بشكل طوعي من قبل الشركات دون إلزام الشركة القيام به.

كما يلاحظ ان اقل متوسط لتكلفة رأس المال كان عام (2016) إذ بلغت قيمة المتوسط (3%) وهو بنفس الوقت يقابل أعلى متوسط للافصاح عن المعلومات المستقبلية الذي سبق ذكره، بينما بلغ أعلى متوسط لتكلفة رأس المال في عام (2015) إذ بلغت قيمة المتوسط (6%)، ويلاحظ من الجدول السابق أن مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية منخفضة عامة، وتقربت المتوسطات من بعضها لجميع المتغيرات خلال مدة الدراسة، إذ لم يرى تغير ملحوظ بين معدلات السنين التي شملت الدراسة، إذ يرى الباحث ان السبب وراء ذلك ربما يرجع إلى الاحداث التي شهدتها العراق بصورة خاصة خلال مدة الدراسة والتي أثرت على النشاط الاقتصادي والتجاري في عموم احياء البلد، وإلى الركود الذي أصاب اقتصاديات الدول النامية خلال السنين الاربعة الماضية^(٣).

٥. اختبار الفرضيات: سيتم في هذه الفقرة اختبار الفرضيات وكما يأتي:
الفرضية الأولى: عدم جود تأثير سلبي معنوي لمستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في تكلفة رأس المال في الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

هدفت هذه الفرضية إلى اختبار تأثير مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في تكلفة رأس المال في الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وللحصول من هذه الفرضية اعتمد الباحث على نتائج التحليل الاحصائي، حيث استخدم تحليل الانحدار الخطى البسيط لبيان مقدار الأثر للمتغير المستقل في المتغير التابع، واختبار (F) و (T) لتحديد معنوية العلاقة بينهما ويبين الجدول التالي نتائج هذه الاختبارات:

الجدول (٤): ملخص نتائج الفرضية الأولى

البيان	مستوى الإفصاح وتكلفة رأس المال	نتيجة الفرضية
معامل الارتباط	-0.52	قبول فرضية عدم ورفض البديلة
معامل التحديد	0.27	
قيمة F	2.41	
قيمة T	2.05	
معامل الانحدار	-0.36	

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج SPSS.

يبين الجدول (٤) وجود اثر سلبي غير معنوي لمستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في تكلفة رأس المال، إذ بلغت قيمة معامل الانحدار بين المتغيرين (-36%) وهي تدل على وجود تأثير ضعيف نسبياً للمتغير المستقل في المتغير التابع، كما بلغت قيمة معامل التحديد (27%) مما يدل على ان مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يفسر ما نسبته (27%) من التغيرات

^(٣) التقرير السنوي للبنك المركزي العراقي عام 2016.

الحاصلة في تكلفة رأس المال، وكذلك فإن قيمة F المحسوبة والبالغة (2.4) تبين ضعف معنوية التأثير بين المتغيرات، وهذا ما بينته قيمة T المحسوبة اذ بلغت (2.054) وهي أقل من قيمة (T) الجدولية، وجاءت هذه النتيجة متفقة مع دراسة (عمير، 2011: 139)، وعليه تقبل فرضية العدم وترفض الفرضية البديلة معززة بذلك اجابة مفادها "عدم وجود تأثير سلبي ذو دلالة معنوية لمستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في تكلفة رأس المال".

الفرضية الثانية: عدم وجود علاقة ارتباط سالبة بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال؟

هدفت هذه الفرضية الى اختبار وجود علاقة ارتباط سالبة بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال في عينة من الشركات المدرجة في السوق العراقية، واستخدم معامل الارتباط بيرسون للتأكد من نتائج الفرضية ويبين الجدول التالي نتائج التحليل الاحصائي للفرضية:

الجدول (٥): ملخص نتائج الفرضية الثانية

البيان	مستوى الإفصاح وتكلفة رأس المال	نتيجة الفرضية
معامل الارتباط	-52%	قبول الفرضية البديلة

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج SPSS.

يبين الجدول (٥) وجود علاقة ارتباط بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال، اذ بلغت قيمة معامل الارتباط (-52%)، وتشير القيمة السالبة إلى العلاقة السالبة بين المتغيرين، وهذا يتفق مع نتائج دراسة (مليجي، 2017: 33) التي تمت في بيئة مشابهة للبيئة العراقية، وما سبق يمكن رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على "وجود علاقة ارتباط سالبة معنوية بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال في الشركات عينة الدراسة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية".

يرى الباحث أن الأسواق المالية في البلدان النامية لاتزال حديثة التأسيس، كما ان غالبية الشركات فيها لا تعتمد على تكنولوجيا المعلومات وتطبيق معايير التقارير المالية الدولية ولا تطبق مفاهيم الحكومة، فضلا عن قلة وعي المستثمرين فيها، لذلك يكون تأثيرها اقل مقارنة بأسواق الدول المتقدمة.

الاستنتاجات والتوصيات

اولاً. الاستنتاجات:

١. هناك اختلاف في وجهات النظر الacadémie إذ لم تحدد إطار عام شامل متافق عليه لمحتوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية.
٢. أصبح الإفصاح عن المعلومات المستقبلية من العوامل التي تساعده في تحقيق جودة التقارير المالية وزيادة الشفافية، لما تتوفره من معلومات تقلل عدم التماثل بين الإدارة والمستثمرين.
٣. تعد تكلفة رأس المال من اهم العوامل التي تؤثر في قرارات الاستثمار والتمويل بالنسبة للادارة المالية، وتأتي اهمية احتسابها من انها تمثل اداة مهمة في تقييم المشاريع الاستثمارية والمفاضلة بينها وتحديد البديل الافضل.
٤. كانت نتائج الدراسة التطبيقية كما يأتي:

- أ. انخفاض مستوى الافصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير المالية السنوية للشركات عينة الدراسة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
- ب. وجود تأثير سلبي ضعيف لمستوى الافصاح عن المعلومات المستقبلية في تكلفة رأس المال في الشركات عينة الدراسة.
- ج. وجود علاقة ارتباط سالبة بين مستوى الافصاح عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال في الشركات عينة الدراسة.

ثانياً. التوصيات:

١. ضرورة التوسيع في الإفصاح وعدم الاعتماد على النموذج التقليدي في إعداد التقارير المالية السنوية، كما يتوجب شمول التقارير على معلومات مستقبلية تزيد من ثقة المستثمرين وتساعد في تحقيق جودة التقارير المالية وزيادة شفافيتها.
٢. ضرورة اهتمام مجالس الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية بتكلفة رأس المال كونها تمثل اداة مهمة في تقييم البذائل الاستثمارية وتحديد البديل الاستثماري الافضل.
٣. ضرورة اجراء المزيد من البحوث والدراسات للعوامل المؤثرة في تكلفة رأس المال بهدف تمكين الشركات من تخفيضها الى أدنى مستوى ممكن.
٤. ضرورة اجراء المزيد من البحوث والدراسات في مجال الإفصاح عن المعلومات المستقبلية بهدف التوصل إلى مؤشر ملائم يتم الاتفاق عليه واعتماده في قياس مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في السوق العراقية للأوراق المالية.

المصادر

المصادر العربية:

أولا. الرسائل العلمية:

١. ابراهيم، لبني زيد، (2007)، **أساليب التمويل الحديثة المحاسبة والإفصاح في القوائم والتقارير المالية: دراسة نظرية وتطبيقية في عينة من الشركات المساهمة والمتدالوة أسلوبها في سوق العراق للأوراق المالية**، رسالة دكتوراه في المحاسبة غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد، جمهورية العراق.
٢. أبو النور، فوقية محمود محمد، (2010)، **أثر خصائص الوحدة الاقتصادية على مستوى الإفصاح الاختياري عن المعلومات المالية وغير المالية بالتقارير السنوية**، رسالة ماجستير في المحاسبة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، جمهورية مصر العربية.
٣. اصميده، خالد أبو راوي ميلاد، (2013)، **دور الإفصاح الاختياري في ترشيد قرارات المستثمرين في الأسواق المالية: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية الليبي**، رسالة ماجستير في المحاسبة غير منشورة، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر.
٤. جمعة، غادة محمد ابراهيم ابراهيم، (2017)، **دور جودة الارباح المحاسبية في الحد من عدم تماثل المعلومات وأثرها على تكلفة رأس المال دراسة تطبيقية**، رسالة ماجستير في المحاسبة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة المنصورة، مصر.
٥. الجنابي، ريم محسن خضير، (2008)، **أثر حوكمة الشركات في القيمة السوقية لأسهم رأس المال في الشركات العراقية**، دراسة تطبيقية في عينة من المصادر الاهلية المدرجة في سوق

- العراق للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة غير منشورة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق
٦. حسين، سطم صالح، (2016)، تأثير جودة الإبلاغ المالي في سياسات توزيع الارباح وانعكاسه على القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، اطروحة دكتوراه في المحاسبة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق.
٧. رشوان، عبد الرحمن محمد سليمان، (2015)، تحليل العلاقة بين المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية وتخفيض تكلفة رأس المال وأثرها على قرار الاستثمار دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية، اطروحة دكتوراه في المحاسبة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، مصر.
٨. الاغا، بسام محمد، (2005)، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة العاملة في فلسطين، رسالة ماجستير في ادارة الاعمال، كلية التجارة، الجامعة الاسلامية-غزة.
٩. الزبيدي، شذى عبد الحسين علي، (2009)، العلاقة بين هيكل رأس المال ومقسم الارباح وأثرهما في لا تماثل المعلومات، اطروحة دكتوراه في ادارة الاعمال، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق.
١٠. صالح، عماد صالح مهدي، (2008)، الصعوبات التي تواجه المصارف العراقية في تطبيق مقررات لجنة بازل وسبل تذليلها، دراسة ميدانية على عينة من المصارف العراقية، رسالة دبلوم عالي في التقنيات المالية والمحاسبة، كلية التقنية الادارية، هيئة التعليم التقني، العراق.
١١. صقر، سمير احمد سليمان عواد، (2013)، أثر تطبيق قواعد الحوكمة على قيمة الشركة دراسة تطبيقية، ماجستير محاسبة، كلية التجارة، جامعة بنها، جمهورية مصر العربية.
١٢. ضاهر، سامح سعيد محمود، (2017)، قياس أثر الفروق الضريبية على جودة الارباح وانعكاساتها على عمليات التداول الداخلي وتكلفة راس المال المملوک: دراسة تطبيقية، رسالة دكتوراه في المحاسبة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة، جمهورية مصر العربية.
١٣. عطية، ياسر محمد، (2013)، محددات مستوى الإفصاح الاختياري في التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة المصرية: دراسة اختبارية، رسالة ماجستير في المحاسبة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، جمهورية مصر العربية.
١٤. عمير، مهند عثمان، (2011)، العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال: دراسة ميدانية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، رسالة دكتوراه في المحاسبة غير منشورة، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية، المملكة الأردنية الهاشمية.
١٥. فراح، رندة، (2014)، مصادر التمويل الحديثة وأثرها على الاداء المالي للمؤسسات الاقتصادية دراسة حالة بنك الفلاحة والتنمية الريفية وكالة ام البوادي، رسالة ماجستير في العلوم التجارية غير منشورة، كلية العلوم التجارية والعلوم الاقتصادية، جامعة العربي بن مهيدى، الجزائر.
١٦. الفقي، مصطفى ابراهيم عبدالحليم أحمد، (2014)، أثر المحتوى الإعلامي لقوائم المالية المستقبلية على قيمة المنشأة: مع دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير في المحاسبة غير منشورة، كلية التجارة، جامعة المنصورة، جمهورية مصر العربية.

١٧. النجار، سامح محمد أمين، (2011)، *أثر الإفصاح الاختياري عن تنبؤات الإدارة بالأرباح وعلاقته بقدرة الشركة على الاستمرار*، دراسة ميدانية، ماجستير محاسبة، كلية التجارة، جامعة بنها، جمهورية مصر العربية.

١٨. الوتار، صادق عبدالجبار كرم، (2007)، *دور المدقق الخارجي في التحقق من موضوعية قياس التقديرات المحاسبية وكفاية الإفصاح عن المعلومات المالية المستقبلية في ظل المعايير الدولية*، اطروحة دكتوراه في المحاسبة، كلية الادارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية، العراق.
ثانياً. الدوريات

١. حميد، احمد جاسم، فارس، أشرف هاشم، سعيد، حسين غانم، (2016)، *تحديد أثر الإفصاح الاختياري على تكلفة رأس المال دراسة تطبيقية على سوق العراق للأوراق المالية*، مجلة تكريت للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد ١٢، العدد ٣٤، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة تكريت، العراق

٢. سعد الدين، ايمان محمد، (2014)، *تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبى في التقارير المالية وتكلفة رأس المال وأثرها على قيمة المنشأة*، مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية، المجلد ٢، العدد ١، يونيو، كلية التجارة، جامعة بنى سويف، مصر.

٣. عبد الحميد، عبدالعزيز شويف، عبدالحميد، مظفر خالد، الرفاعي، فاتن سعد، (2010)، *دور بيتا الشركات في بناء المحفظة الاستثمارية دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية*، مجلة الانبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد ٢، العدد ٤، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الانبار، العراق.

٤. متولي، طلعت عبد العظيم، (2007)، *نموذج مقترن لقياس حجم ونوعية الإفصاح الاختياري بالتطبيق على بيئة الاعمال في المملكة العربية السعودية*، مجلة التجارة والتمويل، المجلد ١، العدد ١، كلية التجارة، جامعة طنطا، مصر.

٥. مليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم، (2017)، *تحليل العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال وأثرها على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية*، مجلة المحاسبة والمراجعة، المجلد ٥، العدد ٢، كلية التجارة، جامعة بنها، مصر
ثالثاً. الكتب

١. بلفاوي، احمد رياح، (2009)، *نظريات المحاسبة*، تعریب ریاض العبد الله، الطبعة العربية، دار الیازوري للنشر والتوزیع، عمان.

٢. مطاوع، سعد عبد الحميد، (2010)، *الادارة المالية (مدخل حديث)*، المكتبة العصرية.
المصادر الأجنبية:

First: Thesis

1. Hassanein, Ahmed Abdelaziz Abdelallah, (2015), **Informativeness of unaudited Forward-Looking financial disclosure: Evidence from UK narrative Reporting**, Thesis PHD School of Management the Plymouth University.

Second: Periodicals

1. Aljifri, K. & Hussainey, K., (2007), *The determinants of forward-Looking information in annual reports of UAE companies*, **Managerial Auditing Journal**, Vol.22, No.9.

2. Alkhatab, K., (2014), The Determinants of Forward-Looking Information Disclosure, **Procedia-Social and Behavioral Science**, Vol.10, No.9.
3. Al-Najjar, B., and S.Abed, (2014), The association between disclosure of forward-looking information and corporate governance mechanisms Evidence from the UK before the financial crisis period. **Managerial Auditing Journal**, Vol. 29, No.7.
4. Bravo, Francisco,(2016),Forward-Looking disclosure and Corporate reputation as mechanisms to reduce stock return volatility, **Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review**, Vol. 19, No.1.
5. Botosan, Christine A., & Plumlee, Marlene A., (2001), A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital, **Journal of Accounting Research**, Vol. 40, No. 1.
6. Healy, Paul M. & Palepu, Krishna G., (2001), Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature, **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 31, No. 1- 3.
7. Lambert,Rechard D. & Leuz, Christian & Verrecchia, Robbert E., (2012), Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital, **Review Of Finance**, Vol.16.
8. Leuz, Christain & Schrand, Catherine, (2009), Disclosure and the Cost of Capital: Evidence from Firms' Responses to the Enron Shock, **Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1319646>** .
9. Lopez, Alexsanro B. & Alencor, Roberta.c, (2009), Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case, **The International Journal of Accounting**, Vol. 45, p-p443-464.
10. Menicucci, Elisa, (2013), Firms' characteristics and forward-looking information in management commentaries of Italian listed companies, **African Journal of Management**, Vol. 7, No. 17.
11. Mensah, Ben K. Agyei, (2017), Forward-Looking Information Disclosure and Corporate Governance: Empirical Evidence from Year 2013 Listed Firms in Ghana, **African and Asian Studies**, Vol .1, No.29.
12. Ng, C, Anthony. & Rezaee, Z, (2015), Business sustainability performance and cost of equity capital, **Journal of Corporate Finance**.
13. Petrova, E., Georgakopoulos, G., Sotiropoulos, I., & Vasileiou, K. Z, (2012), Relationship between cost of equity capital and voluntary corporate disclosures, **International Journal of Economics and Finance**, Vol. 4, No. 3.
14. Talpur, S. Lizam, M. Keerio, N., (2018), Determining firm characteristics and the level of voluntary corporate governance disclosures among Malaysian listed property companies, **Malaysia Technical Universities Conference on Engineering and Technology (MUCET 2017)**, 150, 05010.