

تأثير ميول المستثمرين علي جودة التقارير المالية وانعكاسهما على تكلفة رأس المال

د. وليد شحاته محمد قاسم سليمان

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة- جامعة القاهرة

Walid.kasim@foc.cu.edu.eg

المستخلص:

تسعى العديد من المنشآت إلى تعظيم قيمتها السوقية وهو ما يمكن تحقيقه من خلال عدة أدوات لعل منها تخفيض تكلفة رأس المال. تناولت العديد من الدراسات السابقة محددات تخفيض تكلفة رأس المال، مثل ميول المستثمرين وجودة التقارير المالية، حيث تتمثل أهداف الدراسة في (١) قياس أثر ميول المستثمرين علي جودة التقارير المالية، (٢) قياس أثر جودة التقارير المالية على تكلفة رأس المال، (٣) قياس الأثر المباشر لميول المستثمرين على تكلفة رأس المال، (٤) قياس الأثر غير المباشر لميول المستثمرين على تكلفة رأس المال من خلال جودة التقارير المالية كمتغير وسيط. هذا وقد تم الحصول على بيانات عدد من المنشأة المسجلة في سوق الأوراق المالية المصرية، وبخاصة مؤشر EGX100 عن الفترة من ٢٠١٦ إلى ٢٠٢١، حيث أمكن الحصول على عدد ٢٨٨ مشاهدة كاملة عن ٤٨ منشأة، وتم الاعتماد على أسلوب تحليل المسارات **Pass Analysis** باستخدام برمجية **SmartPls**. توصلت الدراسة لعدد من النتائج؛ لعل منها (١) تقوم إدارة المنشآت باستغلال الزيادات الحادثة في ميول المستثمرين بالتلاعب في التقارير المالية المنشورة بغرض إخفاء معلومات سلبية أو زيادة التركيز على معلومات إيجابية بالشكل الذي يدعم صوره الإدارة أمام الأطراف الخارجية ذوي العلاقة بالمنشأة. (٢) تقوم إدارات المنشآت بالعديد من الممارسات التي من شأنها التلاعب في تقاريرها المالية بغرض العمل على كسب المزيد من رضا المساهمين بالشكل الذي يشجعهم من الحصول على مصادر تمويل بتكلفة أقل. (٣) تستغل إدارة المنشآت زيادة ميول المستثمرين في تخفيض تكلفة رأس المال. (٤) تستخدم إدارة المنشآت تحسن ميول المستثمرين وتخفيض جودة التقارير المالية معاً بغرض تخفيض تكلفة رأس المال.

الكلمات المفتاحية: ميول المستثمرين، جودة التقارير المالية، تكلفة رأس المال.

مقدمه:

يتمثل الهدف الرئيس لغالبية المنشآت في تعظيم قيمها السوقية بالشكل الذي يخدم مصالح الأطراف الخارجية ذوي العلاقة بها، وخاصة حملة الأسهم. هذا التعظيم يمكن تحقيقه من خلال عدد من الأدوات لعل منها تخفيض تكلفة رأس المال. انطلاقاً من اهتمام العديد من الدراسات السابقة بتكلفة رأس المال فقد ركزوا على وضع أسس من خلالها يمكن إعداد المزيج التمويلي الأمثل بالشكل الذي يمكن المنشأة من تحقيق التمويل المطلوب بأقل تكلفة ممكنة.

في ضوء أن هيكل التمويل هو عبارة عن تشكيله من مصادر التمويل؛ منها الداخلي مثل الاحتياطيات والأرباح المحتجزة والتي هي ذات تكلفة أقل، وكذلك الخارجي مثل الاعتماد على الاقتراض أو إصدار أسهم عادية أو ممتازة لحملة الأسهم، حيث تمتاز هذه المصادر الخارجية بارتفاع تكلفتها مقارنة بالمصادر الداخلية (مارينا، ٢٠٢٢).

لعل أحد أهم محددات تشكيل مزيج تمويلي أمثل هو تكلفة رأس المال، حيث يُعرف المزيج التمويلي الأمثل بأنه المزيج الذي يحقق أقل تكلفة رأسمال ممكن. انطلاقاً من الاهتمام بتكلفة رأس المال فقد تعددت تعريفات تكلفة رأس المال، فمن وجهة نظر المنشأة تُعرف تكلفة رأس المال بأنها عبء مالي للحصول على الأموال التي تحتاج إليها المنشأة من مصادر التمويل طويله الأجل، فهي متوسط تكلفة جميع مصادر التمويل المستخدمة بعد ترجيحها بنسبة كل مصدر في إجمالي هيكل التمويل متضامناً مزيجاً من تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الأموال المقترضة (أشرف، ٢٠٠٥). تُعرف تكلفة رأس المال من وجهة نظر المستثمرين على أنها الحد الأدنى من العائد الذي يطلبه حملة الأسهم مقابل استثمار أموالهم في المنشأة لتعويضهم عما يمكن أن يتحملوه من مخاطر مرتبطة بالاستثمار (أشرف، ٢٠٢٢).

يتباين مفهوم تكلفة رأس المال بين الفكر الاقتصادي والمحاسبي والتمويلي، فوفقاً للفكر الاقتصادي هي العائد على الأموال المستثمرة دون التفرقة بين الأموال المملوكة والمقترضة، في حين أن الفكر المحاسبي يرى أنه لا يجب الاعتراف بمقابل استخدام هذه التكلفة إلا إذا كان متمثلاً في فائدة فعلية تعاقدية يتم سدادها للمقرضين فقط، حيث يُنظر إلى الأموال المقترضة على أنها النوع الوحيد من الأموال الذي يُحمل المنشأة بتكلفته، أما الفكر التمويلي فقد استند على كل من البعدين الاقتصادي والمحاسبي معاً في تحديد مفهوم تكلفة رأس المال، حيث لا يتم تجاهل طبيعة

هذه التكلفة سواء كانت فعلية تعاقدية أو على شكل عوائد تُدفع لأصحاب الأموال المستثمرة (أشرف، ٢٠٠٥).

تتأثر تكلفة رأس المال بعدد من العوامل؛ لعل منها الظروف السائدة في سوق الأوراق المالية من حيث درجة المخاطرة المرتبطة بالأوراق المالية، ومستوى الفائدة السائد في السوق على أساس أنه كلما ارتفع معدل الفائدة السائد ارتفعت تكلفة رأس المال، ومعدل الضريبة الذي يخضع لها المنشأة على أساس أن ارتفاع معدل الضريبة التي تتعرض لها المنشأة يخفض معدل تكلفة رأس المال المقترض ويزيد معدل تكلفة رأس المال المملوك، هذه فضلاً عن دور حوكمة الشركات على أساس أن وجود حوكمة قوية يقلل تكلفة رأس المال (أشرف، ٢٠٢٢)، هذا بخلاف عدد آخر من العوامل المتحكمة في هذه التكلفة؛ لعل منها جودة التقارير المالية وميول المستثمرين في سوق الأوراق المالية.

إنطلاقاً من اهتمام الباحث بدور جودة التقارير المالية وميول المستثمرين في سوق الأوراق المالية في تقليل تكلفة رأس المال يمكن تقسيم هذه الورقة البحثية إلى ستة أقسام، يتناول القسم الأول طبيعة المشكلة من خلال دراسة وتحليل تأثير كل من ميول المستثمرين وجودة التقارير المالية على تكلفة رأس المال، أما القسم الثاني فيتناول الدراسات السابقة وتطوير الفروض، على أن يهتم القسم الثالث بعرض متغيرات الدراسة والنموذج البحثي، أما القسم الرابع فيتناول أسلوب الدراسة، على أن يتم في القسم الخامس تحليل النتائج الإحصائية ومناقشتها، وأخيراً يتناول القسم السادس نتائج الدراسة.

١) طبيعة المشكلة:

في ضوء الإشارة إلى أن هذه الدراسة سوف تناقش دور كل من جودة التقارير المالية وميول المستثمرين في سوق الأوراق المالية في تخفيض تكلفة رأس المال، حيث يتم عرض مدى تأثير كل من هذه المحددات على تكلفة رأس المال، وذلك كما يلي:

١/١ أثر ميول المستثمرين على تكلفة رأس المال:

في إطار اهتمام العلوم المالية بقرارات المستثمرين في سوق الأوراق المالية فقد ظهر فرع يُسمى "بالتمويل السلوكي" وهو الفرع الذي يهتم بالقرارات غير العقلانية للمستثمرين في هذه

الأسواق. يركز التمويل السلوكي على دور علم النفس والعواطف والتحيزات السلوكية على قرارات المستثمرين في أسواق الأوراق المالية (Jain et al., 2019)، حيث أهتم التمويل السلوكي بوضع تفسير لعدد من الحالات والظواهر الشاذة في هذه الأسواق في ظل عدم قدره النظريات المالية التقليدية على تقديم تفسير منطقي لهذه الحالات والظواهر الشاذة (Boda and Sunitha, 2018)، حيث يضيف التمويل السلوكي بُعد جديد لتفسير بعض تصرفات وقرارات المستثمرين في أسواق الأوراق المالية والمتسبب في بعض من هذه الحالات والظواهر الشاذة ألا وهو البعد النفسي والاجتماعي والسلوكي، والتي قد تكون مؤثرة في بعض القرارات في سوق الأوراق المالية والتي تنعكس بدورها على عوائد الأسهم، سواء كان هذا التأثير سلباً أو إيجاباً (Jain et al., 2019).

في ضوء اهتمام التمويل السلوكي بدراسة عقلانية ومشاعر والتحيزات السلوكية لقرارات المستثمرين في سوق الأوراق المالية، فقد تناول تفسير الأسباب وراء ارتكاب المستثمرين أخطاء منهجية غير عقلانية في السوق والتي تتعارض مع افتراض عقلانية المستثمرين، وبالتالي يتمثل الاختلاف بين التمويل السلوكي والتقليدي في تركيز الأخير على كيفية تصرف المستثمرين في أسواق الأوراق المالية من الناحية العملية وليس من الناحية النظرية فقط (Mouna and Anis, 2014).

يعمل التمويل السلوكي على الدمج بين النظريات النفسية السلوكية والنظريات المالية والاقتصادية التقليدية لتوضيح وتفسير تصرفات الأفراد غير العقلانية، وأيضاً لتحليل وتفسير الحالات الشاذة في أسواق الأوراق المالية في محاولة لإيجاد نموذج أكثر شمولاً للسلوك البشري في عملية اتخاذ القرارات المالية (Boda and Sunitha, 2018). يقوم التمويل السلوكي على ثلاثة عناصر أساسية يجب أخذها في الحسبان من جانب نظرية كفاءة الأسواق المالية، وتتمثل تلك العناصر في ميول المستثمرين والتحيزات السلوكية (عبد الرحمن وآخرون، ٢٠١٧).

انطلاقاً من الاهتمام بميول المستثمرين في سوق الأوراق المالية كأحد محددات التمويل السلوكي، فقرار المستثمرين في هذه الأسواق ينعكس على الأموال المستثمرة في المنشأة، حيث تتأثر قرارات المستثمرين بميولهم ومعتقداتهم. هنا ظهرت الإشارة إلى "ميول المستثمرين" في ضوء أن بعض القرارات التي يتخذها المستثمرون لا تتسم بالعقلانية، حيث تتأثر تلك القرارات بالعوامل النفسية والعاطفية والسلوكية التي يمر بها المستثمرون، وتؤدي هذه العوامل إلى قيام المستثمرين

بالتحليل غير السليم للمعلومات، مما يترتب عليه تقييم الأصول المالية بقيم تختلف عن قيمتها الحقيقية، ومن ثم يؤدي قيام العديد من المستثمرين بهذه التصرفات غير العقلانية إلى ابتعاد أسعار الأسهم في السوق عن قيمتها الحقيقية بشكل كبير (Purnamaningrum, 2020).

تُعبّر ميول المستثمرين عن تحيزات عاطفية وإدراكية لدى المستثمرين، والتي تعني ضمناً وجود قصور في قدرتهم على التفكير وفهم أسواق رأس المال من أجل اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة، ووفقاً لذلك تكون قرارات المستثمرين غير عقلانية، وتتأثر بالعوامل النفسية والعاطفية للمستثمرين، مثل التفاؤل المفرط Excessive Optimism، الثقة المفرطة Overconfidence، وغيرها، مما يؤثر بشكل مباشر على كيفية اتخاذ القرارات في أسواق الأوراق المالية (عبد الرحمن وآخرون، ٢٠١٧).

تعددت تعريفات ميول المستثمرين؛ لعل أولها هو تعريف (Baker & Wurgler 2007) الذي عرفها بأنها تعبير عن معتقدات المستثمرين تجاه التدفقات النقدية المستقبلية ومخاطر الاستثمار والتي لا تبررها الحقائق الموجودة؛ لذلك فإن الرهان ضد المستثمرين غير العقلانيين مكلف ومحفوف بالمخاطر، لذلك فإن فترة معنويات المستثمرين غير العادية تؤدي إلى دفع أسعار الأسهم إلى مستويات لا يمكن فهمها، وهذا ما قد يجبر المستثمرين العقلانيين إلى التوقف عن الاستثمار، كما عرفتتها دراسة (Zhou 2018) بأنها سلوكيات المستثمرين التي تتسبب في انحراف قيمة السهم أو الأصل المالي عن قيمته الأساسية أو الحقيقية، وإخيراً فقد عرفتتها دراسة (نسمة ٢٠١٩) بأنها توقعات واتجاهات ومشاعر المستثمرين حول ظروف السوق، حيث تنعكس هذه التوقعات والمشاعر على قراراتهم للتداول، وبذلك فإنه يمكن استخدامها في التنبؤ بعوائد الأسهم. من ثم فعندما تزيد ميول المستثمرين المتفائلة، فإن الأسهم المضاربة يكون لها عوائد مستقبلية أكبر في المتوسط من عوائد الأسهم الشبيهة بالسندات. على العكس مما سبق، ففي حالة زيادة الميول المتشائمة تكون العوائد المستقبلية للأسهم أقل من عوائد الأسهم الشبيهة بالسندات، وهذه النتيجة هي تأكيد قوي لوجهة نظر التسعير الخاطئة المدفوعة بالميل.

يمكن النظر إلى ميول المستثمرين على أنه يمثل الفرق بين نوعين من التنبؤات أو التوقعات: أحدهما يتمثل في التوقعات الذاتية التي تستخدم المعلومات ذات الصلة بالإضافة إلى معلومات أخرى خارجية، أما النوع الآخر فإنه يتمثل في التوقعات الموضوعية أو الرشيدة، ويكون

المستثمر رشيداً عندما يتساوى لديه التوقعان؛ لذلك عندما يتخذ المستثمر القرار بناءً على توقعاته الفردية فإن ذلك يؤثر على أسعار الأسهم (Brown and Cliff, 2004).

إن ميول المستثمرين هي بمثابة معتقدات وآراء المستثمرين التي لا تعتمد على المعلومات المتاحة عن المنشأة عند قيامه باتخاذ القرار الاستثماري، فقد يتأثر المستثمر بالأحداث السياسية (الثورات)، أو الاقتصادية (التضخم وتعويم العملة)، أو الصحية (الأوبئة والأمراض) عند اتخاذ القرار الاستثماري؛ وهو ما ينعكس على أسعار وعوائد الأسهم بهذه القرارات، فكلما زاد الفارق بين سعر سهم السوق وسعره الحقيقي، سواء بالزيادة في حالة التفاؤل أو النقصان في حالة التشاؤم، تزداد مستويات ميول المستثمرين.

فيما يتعلق بتأثير ميول المستثمرين على تكلفة رأس المال، فهناك اتجاهين من الدراسات، حيث ركز **الاتجاه الأول** على أن زيادة ميول المستثمرين المتفائلة تساهم في تخفيض تكلفة رأس المال، حيث يعود السبب في أن زيادة الميول التفاؤلية تعني تضخم سعر السهم للمنشأة بالشكل الذي يجذب المستثمرين للمساهمة في تمويل هذه المنشأة ويسمح لهم ان بقبول المساهمة في تمويل المنشأة بتكلفة أقل، حيث يكون الجزء الأكبر من عائد المستثمرين يتمثل في العائد السوقى للسهم. هذا فضلاً عن أن هذه الوضعية تدعم الإدارة في زيادة فرص اعتماد المنشأة على التمويل من خلال حقوق الملكية أكثر من الاعتماد على القروض (Antoniou et al., 2014, Cagli et al., 2018, and Zhang, 2023). حتى في حالة عدم وجود فرص لزيادة التمويل عن طريق اصدار أسهم جديدة فإن زيادة ميول المستثمرين المتفائلة تشجع الإدارة على الولوج بصورة أسهل إلى سوق السندات بتكلفة أقل مما إذا كان هناك ميول متشائمة.

في المقابل يؤكد **الاتجاه الثاني** على أن زيادة ميول المستثمرين المتشائمة تكون السبب في زيادة تكلفة رأس المال، حيث ان زيادة الميول المتشائمة تعني انهيار في أسعار أسهم المنشأة بالشكل الذي ينفر المستثمرين من المشاركة في تمويل المنشأة، ولمحاولة جذب المزيد من التمويل للمنشأة أو الحفاظ على التمويل الحالي تقوم إدارة هذه المنشآت بعدد من الإجراءات التي من شأنها زيادة تكلفة التمويل اللازم، وهذا لتعويض المستثمرين في حقوق الملكية عن الخسائر التي من الممكن أن تحدث لهم عن انهيار سعر السهم، وهو ما يستتبعه زيادة نسبة التمويل عن طريق الاقتراض على حساب حقوق الملكية والتي قد تكون أعلى تكلفتاً في هذه الحالة (Li and

(Grundy, 2023 and Li et al., 2023).

أخيراً، يوضح الباحث أن الدراسات السابقة تشير إلى أن طبيعة العلاقة بين ميول المستثمرين وتكلفة رأس المال تعتمد على طبيعة هذه الميول، حيث تأخذ علاقة طردية في حالة زيادة الميول المتفائلة أو تأخذ علاقة عكسية في حالة زيادة الميول المتشائمة، هذا فضلاً عن أن هذه العلاقة قد تتأثر بعدد من المحددات؛ لعل منها نوع الصناعة ومستويات الأرباح الخاصة بها (Zaharieva, 2012) والحالة الاقتصادية للدولة (Cagli et al., 2018) ومستوى القيود المالية التي تتعرض لها المنشأة (Li and Grundy, 2023 and Li et al., 2023) وهو ما يستتبعه أهمية دراسة وتحليل هذا التأثير بالتطبيق على سوق الأوراق المالية المصري.

٢/١ أثر جودة التقارير المالية على تكلفة رأس المال:

في ضوء نظرية الوكالة، هناك تعارض في المصالح بين الطرف الأصل، مثل حملة الأسهم، والذين يسعون إلى تعظيم ثروتهم في المنشآت من جهة، والوكيل، مثل الإدارة، والذين يسعون إلى تعظيم عوائدهم من إدارة المنشأة من جهة أخرى، حيث تلجأ الإدارة في بعض الحالات إلى عدد من التصرفات والتي من خلالها يمكن التأثير على الأرباح المنشورة من خلال تقديم معلومات لحملة الأسهم لا تعبر عن حقيقة نتيجة الأعمال والموقف المالي للمنشأة بغرض تحقيق مصالح خاصة بالإدارة.

مع تراكم الممارسات الإدارية بتقديم معلومات لا تعبر عن حقيقة موقف المنشأة فقد ظهر عدد من الفضائح والانهيارات المالية لعدد من المنشآت الكبرى وبخاصة عام ٢٠٠٨؛ لعل منها فضائح Enron, WorldCom, and Global Crossing، حيث عللت العديد من الدراسات أن أحد أهم أسباب هذه الفضائح هو إصدار تقارير مالية مضللة الأمر الذي ترتب عليه خسائر ضخمة في أسواق الأوراق المالية وهو ما استتبعه انهيار ثقة مستخدمي التقارير المالية، بمجرد الكشف عن هذا التضليل، فيما تقدمه مهنة المحاسبة من معلومات وتقارير.

تواكباً مع زيادة التساؤلات حول موضوعية وعدالة التقارير المالية المقدمة فقد تم استحداث نقاشات عديدة حول "جودة التقارير المالية" وهذا على المستوى الأكاديمي أو على مستوى المنظمات المهنية المهمة بالمحاسبة المالية؛ مثل مجلس معايير المحاسبة الدولية ومجلس معايير

المحاسبة المالية بالولايات المتحدة الأمريكية، مع العمل على إيجاد مؤشرات موضوعية ومحايده وشامله للحكم على جودة التقارير المالية (FASB,2008).

فيما يخص تعريف جودة التقارير المالية فقد عرفها مجلس معايير المحاسبة المالية بالولايات المتحدة الأمريكية (٢٠٠٨) بانها القدرة على توفير تقارير مالية تتسم بعدد من الخصائص النوعية الواجب توافرها في المعلومات المحاسبية حتى تكون مفيدة للمستخدمين سواء كانت أساسية، مثل الملائمة والتمثيل العادل، أو ثانوية، مثل القابلية للفهم او القابلية المقارنة. عرفها مدثر (٢٠٠٧) وممدوح (٢٠١٢) على أنها قدره التقارير المالية على عرض نتيجة الأعمال دون أي تحريف أو تضليل بالشكل الذي يساعد مستخدمى هذه التقارير على اتخاذ قرار سليم. أخيراً يعتقد الباحث أن جودة التقارير المالية هي مدى دقة ومصداقية المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية ويتحقق ذلك من خلال توافر خصائص جودة المعلومات المحاسبية من ناحية ودقة ما تحتويه تلك التقارير من أرقام وخلوها من الأخطاء الجوهرية المتعمدة وغير المتعمدة من ناحية أخرى بما يعكس الأداء الحقيقي للمنشأة ومن ثم تحقيق الغرض المرجو من التقارير المالية، ألا وهو مساعدة مستخدميها لاتخاذ قرارات رشيدة.

فيما يتعلق بتأثير جودة التقارير المالية على تكلفة رأس المال، فهناك اتجاهين من الدراسات، حيث ركز **الاتجاه الأول**، وهو الاتجاه الأكثر شيوعاً، على أن تحسين جودة التقارير المالية تساهم بشكل واضح في تخفيض تكلفة رأس المال، وتعود مرجعية هذا الاتجاه إلى عدد من النقاط؛ لعل منها (١) إن قيام الإدارة ببعض الممارسات التي من شأنها التلاعب في أرباح المنشأة التي تقوم بإدارتها يكون بغرض توصيل صورته إيجابية إلى الأطراف الخارجية ذات الصلة بالمنشأة؛ والتي منها حملة الأسهم والمقرضين، بالشكل الذي يشجعهم على توفير التمويل الذي تحتاجه المنشأة بتكلفة أقل في ضوء تزايد ثقتهم في أداء المنشأة (Indarti and Widiatmoko, 2021). (٢) إن عمل الإدارة علي تحسين جودة تقاريرها المالية اعتماداً على معايير المحاسبة المالية؛ سواء المحلية أو الدولية، تساهم في تقليل درجة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والأطراف الخارجية بالشكل الذي يزيد من ثقة هذه الأطراف في نتيجة أعمال المنشأة بما ينعكس على تخفيض تكلفة أموالهم المستثمرة في توفير التمويل المطلوب (Aboody et al. 2005, Persakis and) (٣) إن قيام الإدارة بتحسين جودة تقاريرها (Latridis, 2016 and Habib et al., 2019).

المالية من خلال تحسين إفصاحاتها الاختيارية يزيد من ثقة الأطراف الخارجية بالشكل الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال (Francis et al., 2008).

في المقابل فان **الاتجاه الثاني** يري أن أي ممارسة تقوم بها الإدارة للتلاعب في الأرباح، بالشكل الذي يعنى تخفيض جودة تقاريرها المالية، قد يساهم في تخفيض تكلفة رأس المال، وتعود مبررات هذا الاتجاه إلى عدد من النقاط؛ لعل منها (١) إن سعى الإدارة إلى الحفاظ على استقرار أرباحها، وهو أحد مظاهر إدارة الأرباح، يؤدي إلى زيادة ثقة الأطراف الخارجية في أداء المنشأة، حيث يفضل المستثمرين المنشآت الأكثر استقراراً من حيث الربح، بالشكل الذي ينعكس على تخفيض تكلفة التمويل المطلوب لقيام المنشأة بأنشطتها (Nikoomaram et al., 2011). (٢) تقوم إدارات المنشآت بالعديد من الممارسات التي من شأنها التلاعب في الأرباح بالشكل الذي يعنى تخفيض جودة تقاريرها المالية، بغرض العمل على كسب المزيد من رضاء المساهمين بالشكل الذي يشجعهم على الحصول على مصادر تمويل بتكلفة أقل.

أخيراً يشير الباحث إلى عدم وجود اتفاق كامل للآراء حول طبيعة تأثير جودة التقارير المالية على تكلفة رأس المال، إلا أن هذه العلاقة قد تتأثر بعدد من العوامل؛ لعل منها مستويات الإفصاح الاختياري (Francis et al., 2008) ومدى التعرض لأزمات اقتصادية (Eliwa et al., 2016) وجودة المراجعة (Nikoomaram et al., 2011) وهو ما يستتبعه أهمية دراسة وتحليل هذا التأثير بالتطبيق على سوق الأوراق المالية المصري.

٣/١ أثر التكامل بين ميول المستثمرين وجودة التقارير المالية على تكلفة رأس المال:

في ضوء تزايد الاهتمام بكل من ميول المستثمرين وجودة التقارير المالية، فقد تزايد اهتمام العديد من الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بينهما، حيث تباينت الآراء حول طبيعة العلاقة فيما بينهما، حيث يمكن حصر هذه الآراء في ثلاث اتجاهات؛ لعل **الاتجاه الأول** والأكثر شيوعاً أكد على وجود تأثير عكسي لميول المستثمرين على جودة التقارير المالية، حيث تستغل الإدارة زيادة ميول المستثمرين، سواء كانت متفائلة أو متشائمة، من خلال القيام ببعض الممارسات التي من شأنها التلاعب في التقارير المالية المنشورة باستخدام الاستحقاقات الاختيارية، والتي تعني تخفيض جودة التقارير المالية، بغرض إخفاء معلومات سلبية أو زيادة التركيز على معلومات إيجابية بالشكل الذي يدعم صوره الإدارة أمام الأطراف ذوي العلاقة بالمنشأة، والتي منهم حملة

الأسهم. ففي حالة زيادة الميول المتفائلة تعمل الإدارة على الاستفادة من هذا المزاج التفاؤلي من خلال عدة أدوات؛ لعل منها استخدام الاستحقاقات الاختيارية في تضخيم أرباحها، أما في حالة زيادة الميول المتشائمة تعمل الإدارة على الحد من هذه الحالة المزاجية السيئة من خلال العمل على تضخيم الأرباح أيضاً. أما في حالة عدم وجود زيادة ملحوظة في ميول المستثمرين لا يكون أمام الإدارة أي دافع للتلاعب في الأرباح وبالتالي لا يتم القيام بأي عمل من شأنه العمل لتقليل جودة التقارير المالية، بل على العكس تكون قوائمها أكثر تحفظاً (Simpson, 2013, Yang et al., 2014, ElDeeb and Sobhy, 2015, Santana et al., 2020, Yin et al., 2021 and Persakis and Kolias, 2022).

أما **الاتجاه الثاني** فهو يخالف الاتجاه السابق، حيث يرى مؤيدي هذا الاتجاه وجود تأثير طردي لميول المستثمرين على جودة التقارير المالية، ففي حالة زيادة ميول المستثمرين لا تحتاج الإدارة إلى التلاعب في التقارير المالية، وبالتالي تخفيض جودة هذه التقارير، وهذا على أساس أن زيادة الميول التفاؤلية لدى المستثمرين بالشكل الذي ينعكس على أسعار وعوائد الأسهم استغلالاً للحالة المزاجية المتفائلة لا يحتاج إلى تدخل من الإدارة لزيادتها من خلال التلاعب في التقارير المالية. في المقابل، فإن زيادة الميول التشاؤمية قد تدفع الإدارة إلى الخوف من العمل على التلاعب في التقارير المالية لتضخيم الربح وذلك خوفاً من حدوث تراكم في الأخبار السيئة بالشكل الي يصعب السيطرة على عملية اخفاءها مما يؤدي إلى حدوث انهيار في أسعار الأسهم بمجرد تسريب بعض من هذه الأخبار السيئة المتراكمة لحملة الأسهم. أخيراً يرى مؤيدو هذا الاتجاه أن نقص ميول المستثمرين قد يشجع الإدارة على التلاعب في التقارير المالية، وبالتالي خفض جودتها، بغرض توجيه هذه الميول نحو التفاؤل بالشكل الذي ينعكس على أسعار وعوائد الأسهم (Park, 2018, Asnaashari et al. 2021 and Esteves and Piccoli, 2024).

أخيراً فإن **الاتجاه الثالث** فهو لا يرى وجود علاقة معنوية بين ميول المستثمرين وجودة التقارير المالية، وهذا على أساس أن ميول المستثمرين ليست من الأدوات التي يمكن الاستدلال بها أو الاعتماد عليها لاتخاذ قرار ببعض التلاعبات في التقارير المالية (Vieira et al. 2024)

أما بخصوص أثر **التكامل بين ميول المستثمرين وجودة التقارير المالية على تكلفة رأس المال** فهناك عدد من الاتجاهات للربط بين الميول وجودة التقارير المالية من جهة وتكلفة رأس

المال من جهة أخرى، حيث يرى أصحاب **الاتجاه الأول** أن الإدارة قد تسعى لتعظيم منفعتها الناتجة من تنامي الميول المتفائلة للمستثمرين من خلال القيام ببعض الممارسات والتي من شأنها التأثير على أرباح المنشأة بغرض تضخيمها بالشكل الذي يشجع المستثمرين على زيادة استثماراتهم في حقوق ملكية المنشأة ذات التكلفة التمويلية الأقل، بالشكل الذي يساهم في تخفيض تكلفة رأس المال بشكل عام. على العكس، يرى أصحاب **الاتجاه الثاني** أن الإدارة قد تسعى الي تقليل مستويات التشاؤم التي قد يمر بها المستثمرين من خلال زيادة مستويات التلاعب في الأرباح للحد من الزيادة التي من الممكن أن تحدث في تكلفة رأس المال، أو العمل على القيام ببعض الممارسات التي من شأنها استغلال عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والأطراف الخارجية يكون من شأنها فتح أسواق جديدة للاقتراض بتكلفة تكون أقل نسبياً بغرض الوصول الي مزيج تمويلي أمثل يحقق اقل تكلفة ممكنة.

٢) الدراسات السابقة وتطوير الفروض:

في ضوء عرض طبيعة المشكلة والعلاقات بين متغيرات الدراسة يمكن تقسيم الدراسات السابقة إلى ثلاث مجموعات، وهم كما يلي:

١/٢ الدراسات السابقة التي تناولت أثر ميول المستثمرين على جودة التقارير المالية:

تعددت الدراسات التي تناولت دور ميول المستثمرين على جودة التقارير المالية، حيث يمكن تقسيم الدراسات حول هذه العلاقة إلى ثلاث اتجاهات، سبق الإشارة إليهم في طبيعة المشكلة، لعل **الاتجاه الأول** ويمثل الدراسات التي ترى أن زيادة ميول المستثمرين، سواء بالزيادة أو بالنقصان، تشجع الإدارة على القيام ببعض الممارسات التي من شأنها التلاعب في التقارير المالية بالشكل الذي يساهم في تخفيض جودة هذه التقارير. بمعنى آخر، توجد هناك علاقة عكسية بين ميول المستثمرين وجودة التقارير المالية. أحد هذه الدراسات هي دراسة [Simpson \(2013\)](#) التي اهتمت بالإجابة على التساؤل الخاص بأثر ميول المستثمرين على ممارسات إدارة الأرباح، وهذا باستخدام عينة من المنشآت المسجلة في عدد من أسواق الأوراق المالية الأمريكية عن الفترة من ١٩٧٦ إلى ٢٠٠٥. توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج؛ لعل منها أن الإدارة تسعى لتضخيم الربح باستخدام الاستحقاقات الاختيارية في فترات زيادة ميول المستثمرين، سواء كانت متفائلة أو متشائمة. هذا فضلاً عن أن الإدارة قد تسعى للقيام ببعض ممارسات إدارة الأرباح بغرض تجنب حدوث مفاجآت

غير سارة في مسار الأرباح تؤثر على ميول المستثمرين. على العكس، فقد أكدت هذه الدراسة على أن الإدارة قد تسعى إلى إعداد تقارير مالية أكثر تحفظاً عند انخفاض ميول المستثمرين.

اهتمت دراسة [Yang et al. \(2014\)](#) بقياس العلاقة بين كلٍّ من حوافز المديرين وممارسات إدارة الأرباح من جهة وميول المستثمرين من جهة أخرى، وهذا باستخدام عينة من ٩٥٨١ منشأة مسجلة في سوق الأوراق المالية الصيني من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١١. توصلت الدراسة إلى أن زيادة معدلات حوافز المديرين تكون حافز للإدارة على زيادة ممارسات إدارة الأرباح باستخدام الاستحقاقات الاختيارية بصورة أكبر من إدارة الأرباح باستخدام الأنشطة الحقيقية، كما توصلت الدراسة إلى أن الإدارة تفضل إدارة أرباح المنشأة باستخدام الأنشطة الحقيقية في حالة وجود ميول تفاؤلية للمستثمرين، كما أنها تفضل إدارة أرباح المنشأة باستخدام الاستحقاقات الاختيارية في حالة زيادة وجود ميول تشاؤمية للمستثمرين.

في نفس الاتجاه قامت دراسة [ElDeeb and Sobhy \(2015\)](#) بتحليل العلاقة بين إدارة الأرباح من جهة وثروة حملة الأسهم وميول المستثمرين من جهة أخرى، وهذا بالتطبيق على عينة من المنشآت الطبية المسجلة في سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٣، حيث أوضحت الدراسة وجود علاقة معنوية طردية قوية بين إدارة الأرباح من جهة وكلٍّ من ثروة حملة الأسهم وميول المستثمرين من جهة أخرى. تناولت دراسة [Hurwitz \(2017\)](#) تحليل تأثير ميول المستثمرين على سلوكيات الإدارة المتحيز تجاه التنبؤ بالأرباح وبخاصة في فترات عدم اليقين الاقتصادي، وهذا بالتطبيق على عينة من تنبؤات المديرين من ١٩٩٨ إلى ٢٠١٠. توصلت الدراسة إلى أن تحيزات الإدارة في التنبؤ بالأرباح تزداد بزيادة ميول المستثمرين، وبخاصة في حالة عدم اليقين الاقتصادي، هذا فضلاً عن أن هذه التنبؤات تكون أكثر تشاؤماً عند انخفاض ميول المستثمرين، حيث يكون لدى المديرين حوافز أقل لتضخيم أسعار الأسهم وهو ما يؤكد أن الميول مرتبطة بالتحيز في إدارة الأرباح المتنبئ بها.

استكمالاً لهذه الاتجاه من الدراسات فقد قامت دراسة [Santana et al. \(2020\)](#) بتحليل العلاقة بين ميول المستثمرين وإدارة الأرباح بالتطبيق على عينة من المنشآت المسجلة في سوق الأوراق المالية البرازيلي من عام ٢٠١٠ إلى ٢٠١٦، حيث أوضحت الدراسة أن جودة الاستحقاقات تتأثر بميول المستثمرين، كما أكدت الدراسة على أن المديرين يزدادون الاعتماد

على الاستحقاقات لإدارة أرباح المنشأة في حالة زيادة ميول مستثمرين، في حين يقل الاعتماد على هذه الاستحقاقات ونقل الحوافز لإدارة الربح في حالة وجود ميول مستثمرين منخفضة. استخدمت دراسة [Yin and Tian \(2021\)](#) عينة من المنشآت المسجلة في سوق الأوراق المالية الصينية من عام ٢٠٠٣ إلى ٢٠١٣ لاختبار العلاقة بين الميول ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث تم دراسة الأثر المحفز لجودة التقارير المالية على هذه العلاقة. توصلت الدراسة إلى أن ميول المستثمرين مرتبطة ايجابياً مع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، هذا فضلاً عن أن زيادة جودة التقارير المالية يُضعف العلاقة بين ميول المستثمرين ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. اختبرت دراسة [Persakis and Kolias \(2022\)](#) علاقة جودة التقارير المالية بحالة اليقين الاقتصادي مع اختبار الدور المحفز لميول المستثمرين وجودة المراجعة خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي، بالتطبيق على عينة من المنشآت المسجلة في سوق الأوراق المالية الكورية الجنوبية عن الفترة من ١٩٩٥ إلى ٢٠٢١، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين سياسية عدم اليقين الاقتصادي وجودة التقارير المالية، هذا فضلاً عن أن هذه الجودة تزداد خلال فترة انخفاض ميول المستثمرين، فالمديرون لديهم حوافز لتوفير مستويات مرتفعة من جودة التقارير المالية عند انخفاض ميول المستثمرين.

في المقابل فقد ظهر **الاتجاه الثاني** والذي يدعى أن زيادة ميول المستثمرين، سواء في حالة التفاوض أو التشاؤم، تساهم في تقليل ممارسات التلاعب في التقارير المالية بالشكل الذي يساهم في زيادة جودة هذه التقارير. بمعنى آخر أن هناك علاقة طردية بين ميول المستثمرين وجودة التقارير المالية. أحد هذه الدراسات هي دراسة [Park \(2018\)](#) والتي اهتمت بالعلاقة بين ممارسات إدارة الأرباح والظروف الاقتصادية المحيطة، وهذا بالتطبيق على عينة من المنشآت المسجلة في سوق الأوراق المالية في كوريا الجنوبية من عام ٢٠٠٣ إلى ٢٠١١. توصلت الدراسة إلى أن ضخامة حجم الاستحقاقات الاختيارية يكون مرتبط سلباً بميول المستثمرين موضعاً تزايد استخدام الاستحقاقات الاختيارية الإيجابية من قبل المنشآت للتلاعب في الربح عندما تقل ميول المستثمرين. ناقشت دراسة [Asnaashari et al. \(2021\)](#) دور الإدارة في جذب المستثمرين من خلال التحكم في ميولهم، وهذا بالتطبيق على عينة من المنشآت المسجلة في سوق الأوراق المالية الإيرانية عن الفترة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٧. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين إدارة الأرباح باستخدام الاستحقاقات الاختيارية وميول المستثمرين. بعبارة أخرى، يكون المديرين أكثر تحفظاً تجاه استخدام

الاستحقاقات الاختيارية عندما تكون ميول المستثمرين منخفضة. أخيراً، اختبرت دراسة [Esteves and Piccoli \(2024\)](#) تأثير ميول المستثمرين لعينة تتكون من ١٧٥ منشأة خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٨. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين ميول المستثمرين وإدارة الأرباح المبنية على الاستحقاقات الاختيارية.

أخيراً فقد ظهر **الاتجاه الثالث** والذي لم يتمكن من الوصول إلى دليل على وجود علاقة بين ميول المستثمرين وجودة التقارير المالية، حيث هدفت دراسة [Vieira et al. \(2024\)](#) قياس أثر ميول المستثمرين على جودة التقارير المالية باستخدام عينه من المنشآت المسجلة في سوق الأوراق المالية البرازيلي من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٧. توصلت الدراسة إلى أنه من غير الممكن استنتاج أن الميول تؤثر على جودة التقارير المالية، إلا أنه هناك احتمالية استخدام بعض أدوات للتلاعب في الأرباح بشكل يخفض جودة التقارير المالية، وخاصة في حالة أن تكون الميول أكثر تشاؤماً.

من خلال عرض الدراسات السابقة يتضح للباحث عدم وجود اتفاق حول طبيعة دور ميول المستثمرين على جودة التقارير المالية، بالتالي يمكن صياغة الفرض البحثي لوصف تأثير ميول المستثمرين على جودة التقارير المالية، بالتطبيق على المنشآت المسجلة في سوق الأوراق المالية في مصر، كما يلي:

الفرض الأول: هناك تأثير احصائي ذو دلالة معنوية لميول المستثمرين على جودة التقارير المالية.

٢/٢ الدراسات السابقة التي تناولت أثر جودة التقارير المالية على تكلفة رأس المال:

تعددت الدراسات التي تناولت دور جودة التقارير المالية على تكلفة رأس المال، حيث يمكن تقسيم الدراسات حول هذه العلاقة إلى اتجاهين، سبق الإشارة إليهم في طبيعة المشكلة، لعل **الاتجاه الأول** ويتمثل في الدراسات التي ترى أن تحسين جودة التقارير المالية يساهم في تخفيض تكلفة رأس المال. في ضوء هذا الاتجاه فقد تناولت دراسة [Aboody et al. \(2005\)](#) تأثير جودة التقارير المالية على تكلفة رأس المال، بالتطبيق على عينة من المنشآت المسجلة في أسواق الأوراق المالية الأمريكية عن الفترة من ١٩٨٥ إلى ٢٠٠٣، وقد توصلت الدراسة إلى أن زيادة جودة التقارير المالية يؤثر بشكل مباشر على تقليل درجة عدم تماثل المعلومات مما يدفع لتخفيض تكلفة رأس المال. اهتمت دراسة [Francis et al. \(2008\)](#) بتحليل العلاقة بين كلٍّ من الإفصاح

الاختياري وجودة الأرباح من جهة وتكلفة رأس المال من جهة اخرى، بالتطبيق على عينة ٦٦٧ منشأة عن عام ٢٠٠١، حيث توصلت الدراسة إلى أن المنشآت التي تتمتع بجودة أرباح مرتفعة لديها افصاحات اختيارية أكبر بالشكل الذي يساهم في تخفيض تكلفة رأس المال، وهو ما يثبت وجود علاقة تكاملية بين الإفصاح وجودة الأرباح ذات تأثير على تكلفة رأس المال. على نفس السياق فقد تناولت دراسة [Chang et al. \(2009\)](#) تأثير تطبيق قانون ساربنيس- أوكسلي Sarbanes- Oxley (SOX) على كل من جودة الأرباح وتكلفة رأس المال، باستخدام عينة من المنشآت المسجلة في أسواق الأوراق المالية الأمريكية عن الفترة من ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٣. هذا وقد توصلت الدراسة إلى أن تطبيق هذا القانون ساهم بشكل كبير في تحسين جودة الأرباح وكذلك تخفيض تكلفة رأس المال.

في نفس السياق فقد اختبرت دراسة [Eliwa et al. \(2016\)](#) هذه العلاقة بالتطبيق على عينة من المنشآت المسجلة في سوق الأوراق المالية الانجليزية خلال الفترة من ٢٠٠٥ إلى ٢٠١١. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين جودة الأرباح المحاسبية وتكلفة رأس المال، كما أكدت الدراسة أن هذه العلاقة تزداد قوه قبل حدوث الأزمات الاقتصادية، وأخيراً أكدت الدراسة أن المستثمرين يعطوا اهتمام أكثر لجودة الاستحقاقات مقارنة بالاستحقاقات الاختيارية. كما اختبرت دراسة [Persakis and Iatridis \(2016\)](#) تأثير كل من جودة الأرباح وحماية المستثمرين واعتماد المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على تكلفة رأس المال، وهذا بالتطبيق على عينة من المنشآت المسجلة في منطقة الاتحاد الأوروبي (١١ دولة) وبعض البورصات الآسيوية (٨ دول) خلال الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٤. توصلت الدراسة إلى أن تكلفة رأس المال تقل في السنوات التي تلت أزمة اعتماد المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية مقارنة بالفترة التي سبقت اعتمادها في كل من أوروبا وأسيا، كما أقرت الدراسة وجود علاقة عكسية قوية بين تكلفة رأس المال وجودة الأرباح. بالإضافة إلى ما سبق، فتكلفة رأس المال تقل مع المنشآت التي تتمتع بحماية أكبر للمستثمرين وجودة أرباح أعلى.

تأكيداً لهذا الاتجاه فقد اهتمت دراسة [Dakhloui et al. \(2017\)](#) بالعلاقة بين جودة المعلومات المحاسبية وتكلفة حقوق الملكية، وهذا بالتطبيق على عينة مكونة من ٢٦ منشأة مسجلة في سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة من ٢٠٠٤ إلى ٢٠١٠، حيث توصلت الدراسة إلى

وجود علاقة عكسية بين جودة المعلومات المحاسبية وتكلفة رأس المال. كما اهتمت دراسة **Habib et al. (2019)** بالعلاقة بين تأثير تطبيق معايير المحاسبة الدولية لإعداد التقارير المالية مع جودة التقارير المالية وتكلفة حقوق الملكية، بالتطبيق على عدد من المنشآت الأسترالية عن الفترة من ٢٠٠١ إلى ٢٠١٢. توصلت الدراسة إلى أن تطبيق هذه المعايير يؤدي إلى انخفاض جودة التقارير المالية وزيادة تكلفة حقوق الملكية. هذا فضلاً عن أن هذه الدراسة قدمت دليل أن المنشآت الناضجة تستطيع تحسين جودة قوائمها المالية بالشكل الذي يساهم في تخفيض تكلفة رأس المال.

استكمالاً لهذا الاتجاه فقد ركزت دراسة **Vitolla et al. (2019)** على دور التقارير المالية المتكاملة باعتبارها أداة مستحدثه لتطوير التقارير المالية وغير المالية، اعتماداً على عينة من المنشآت الدولية فقد توصلت الدراسة إلى تزايد الاهتمام بالتقارير المالية المتكاملة، وبخاصة في السنوات الأخيرة، كما توصلت الدراسة إلى أن الاتجاه نحو اعداد تقارير متكاملة بالشكل الذي يحسن جودة التقارير المالية ذو تأثير عكسي على تكلفة حقوق الملكية مما يشير إلى أن جودة التقارير المتكاملة تمثل أداة مبتكرة لتقليل تكلفة حقوق الملكية. في نفس السياق فقد ركزت دراسة **Indarti and Widiatmoko (2021)** على تحليل تأثير إدارة الأرباح وجودة المراجعة على تكلفة رأس المال، وهذا بالتطبيق على عينة من المنشآت المسجلة في سوق الأوراق المالية الأندونيسية خلال الفترة من ٢٠١٦ إلى ٢٠١٨. أوضحت الدراسة أن إدارة الأرباح لها تأثير إيجابي على تكلفة رأس المال. على العكس من ذلك، توصلت الدراسة إلى أن المنشآت التي تتمتع بجودة مراجعة أعلى يكون رأس مالها أقل. أخيراً فقد ناقشت دراسة **مارينا وآخرون (٢٠٢١)** هذه العلاقة بالتطبيق على ٩١ منشأة مسجلة في سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من ٢٠١٥ إلى ٢٠١٩، حيث توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج، لعل منها وجود علاقة إيجابية بين ممارسات إدارة الأرباح وتكلفة رأس المال، بشقوية سواء كان رأس المال المملوك أو المقترض.

على النقيض، فقد ظهر **الاتجاه الثاني** والذي يدعم فكره أن تحسين جودة التقارير المالية لا يساهم في تخفيض تكلفة رأس المال، بل على العكس قد تكون سبب في زيادتها، وهذا عندما قامت دراسة **Nikoomaram et al. (2011)** بتحليل العلاقة بين تكلفة رأس المال وجودة الأرباح بالتطبيق على عينة من المنشآت المسجلة في سوق الأوراق المالية الإيرانية عن الفترة من ٢٠٠٢ إلى ٢٠٠٩، حيث قامت الدراسة بقياس جودة الأرباح باستخدام ستة ابعاد منهم جودة الاستحقاقات

وتقلب الأرباح والاستحقاقات الاختيارية. توصلت الدراسة إلى أن الاستحقاقات الاختيارية وتقلب الأرباح كان لهما أكبر الأثر على تكلفة رأس المال. في نفس السياق فقد انتقدت دراسة [Shevlin \(2013\)](#) النتائج التي توصلت إليها دراسات الاتجاه الأول، حيث انتقدت الدراسات السابقة على أن غالبيتها اعتمدت على نموذج واحد لقياس تكلفة رأس المال وهو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية [Capital Assets Pricing Model \(CAPM\)](#).

من خلال عرض الدراسات السابقة يتضح للباحث عدم وجود اتفاق حول طبيعة دور جودة التقارير المالية على تكلفة رأس المال، بالتالي يمكن صياغة الفرض البحثي لوصف تأثير جودة التقارير المالية على تكلفة رأس المال، بالتطبيق على المنشآت المسجلة في سوق الأوراق المالية المصري، كما يلي:

الفرض الثاني: هناك تأثير احصائي ذو دلالة معنوية لجودة التقارير المالية على تكلفة رأس المال.

٣/٢ الدراسات السابقة التي تناولت أثر ميول المستثمرين على تكلفة رأس المال:

تعددت الدراسات التي تناولت دور ميول المستثمرين على تخفيض تكلفة رأس المال؛ لعل أول هذه الدراسات هي دراسة [Zaharieva \(2012\)](#) التي ركزت على دور ميول المستثمرين في تخفيض تكلفة حقوق الملكية فقط، باعتبارها أحد مكونات تكلفة رأس المال، وهذا بالتطبيق على عينة من المنشآت المسجلة في أسواق الأوراق المالية الأمريكية عن الفترة من ١٩٩٠ إلى ٢٠٠٦، توصلت الدراسة لوجود علاقة عكسية قوية بين ميول المستثمرين وتكلفة حقوق الملكية، هذا فضلاً عن التأكيد على عدم وجود تأثير لنوع الصناعة على مستويات ميول المستثمرين، وأخيراً فقد أكدت هذه الدراسة على أن تكلفة حقوق الملكية للصناعات التي يقل فيها تزامن السوق تكون أكثر حساسية لميول المستثمرين. تبعثها دراسة [Antonioni et al. \(2014\)](#) والتي تناولت أثر ميول المستثمرين على تكلفة رأس المال وهذا بالتطبيق على عدد من المنشآت المسجلة في أسواق الأوراق المالية الأمريكية من عام ١٩٦٦ إلى ٢٠١٠، حيث توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج؛ لعل منها أن تكلفة رأس المال تأخذ اتجاه تصاعدي خلال فترات تنامي الميول المتشائمة، أما في رواج المزاج المتفائل يكون من المفضل استخدام التمويل بواسطة حقوق الملكية. أخيراً يزداد السلوك العقلاني للمستثمرين وبخاصة في حالات رواج الميول المتشائمة.

اختبرت دراسة [Cagli et al. \(2018\)](#) ما إذا كان ميول المستثمرين والإداريين تؤثر على قرارات هيكل رأس المال وهذا بالتطبيق على عينة من المنشآت المسجلة في بورصة إسطنبول من عام ٢٠١٠ إلى ٢٠١٧، حيث اهتمت الدراسة بالميول، سواء المستثمرين أو الإداري، كأحد محددات هيكل رأس المال. توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين الميول والرافعة التمويلية، حيث تزداد الميول، وبخاصة في حالة زيادة الشعور المتفائل، كما يقل ديون المنشأة. حيث فسرت الدراسة هذه النتيجة بأن استخدام حقوق الملكية في التمويل يكون أكثر تفضيلاً للمديرين عند تضخم أسعار الأسهم، فعندما يكون هناك نظرة تفاؤليه يكون لدى المنشأة مستويات أعلى من تمويل حقوق الملكية بينما القروض تكون لاتزال تحتاج إلى مزيد من النقاشات. اهتمت دراسة [Sorkhi and Rad \(2018\)](#) بتأثير كل من القيود المالية وميول المستثمرين على تكلفة رأس المال بالتطبيق على عينة مكونه من ١٠٧ منشأة مسجلة في سوق الأوراق المالية الإيرانية عن الفترة من ٢٠٠٩ إلى ٢٠١٥، حيث توصلت إلى وجود علاقة عكسية بين تكلفة رأس المال وميول المستثمرين.

اختبرت دراسة [li and Grundy \(2023\)](#) العلاقة بين ميول المستثمرين وهيكل الملكية بالتطبيق على عينة من المنشآت المسجلة في أسواق الأوراق المالية الأمريكية خلال الفترة من ١٩٨٠ إلى ٢٠١٨. توصلت الدراسة إلى أن زيادة نسب الاستثمار تكون في فترات الميول المنخفضة، فالمنشآت ذات القيود المالية المرتفعة تكون استثماراتها أقل، وهذا ما يؤكد التأثير الايجابي لزيادة نسب الملكية مع المنشآت التي تواجه مخاطر غير منتظمة بنسب أكبر. اهتمت دراسة [Li et al. \(2023\)](#) بالبحث عن دليل على دور ميول المستثمرين في تكوين هيكل تمويلي أمثل وهذا بالتطبيق على عينة من المنشآت المسجلة في أسواق الأوراق المالية الأمريكية خلال الفترة من ١٩٦٦ إلى ٢٠١٧، حيث توصلت الدراسة إلى أنه عند زيادة ميول المستثمرين تزداد رافعة التمويل، هذا فضلاً عن أن استحقاق الديون يكون أقصر في حالة زيادة ميول المستثمرين، حيث تثق المنشأة في تحقيق أرباح وبالتالي تعتمد على الديون قصيرة الأجل لحل أزماتها المالية. أخيراً فقد فحصت دراسة [Zhang \(2023\)](#) العلاقة بين ميول المستثمرين وتكلفة رأس المال بالتطبيق على عينة من المنشآت الصينية المسجلة في بورصتي شنغهاي وشينزين من عام ٢٠١٢ إلى ٢٠٢٢، حيث توصلت الدراسة إلى أن ميول المستثمرين ذات تأثير سلبي على تكلفة حقوق الملكية، فالمستثمرين عندما يتوقعوا اتجاهات تصاعدية للسوق وزيادة حجم التداول تنخفض تكلفة

التمويل. هذا فضلاً عن أنه عندما يسود المزاج المتشائم وتقل سيولة الأسهم تزداد تكلفة التمويل. أخيراً فالدراسة تقترح على المستثمرين تحسين المناخ الاستثماري وتقوية فرص الاشراف والكفاءة وتشجيع الاستثمار لتقليل عدم تماثل المعلومات.

من خلال عرض الدراسات السابقة يتضح للباحث عدم وجود اتفاق حول طبيعة دور ميول المستثمرين على تكلفة رأس المال، بالتالي يمكن صياغة الفرض البحثي لوصف تأثير ميول المستثمرين على تكلفة رأس المال، بالتطبيق على المنشآت المسجلة في سوق الأوراق المالية المصري، كما يلي:

الفرض الثالث: هناك تأثير احصائي مباشر ذو دلالة معنوية لميول المستثمرين على تكلفة رأس المال.

في ضوء الدراسات السابقة الخاصة بدراسة أثر ميول المستثمرين على تكلفة رأس المال يتضح عدم وجود أي دراسة قامت باختبار التأثير غير المباشر لجودة التقارير المالية على هذه العلاقة، ومن هذا المنطلق يمكن صياغة الفرض التالي:

الفرض الرابع: هناك تأثير احصائي غير مباشر ذو دلالة معنوية لميول المستثمرين على تكلفة رأس المال من خلال جودة التقارير المالية.

٣) متغيرات الدراسة والنموذج البحثي:

١/٣ متغيرات الدراسة:

يمكن تقسيم متغيرات الدراسة إلى ثلاث مجموعات رئيسية، وهي:

١/١/٣ المتغير التابع (تكلفة رأس المال (COC) (Cost of Capital):

يتم قياس تكلفة رأس المال باستخدام المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال Weighted Average Cost of Capital (WACC) وتعتبر عن تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل مرجحة بأوزان نسبية لكل مصدر (Eliwa et al. 2016)، حيث يتم حساب هذا المتوسط المرجح وفقاً لنموذج Modigliani and Miller (1958) وذلك كما يلي (مارينا، ٢٠٢٢):

$$WACC = \frac{D}{D+E} \times r_D + \frac{E}{D+E} \times r_E$$

V

V

حيث أن:

- WACC i, t : المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للمنشأة (i) خلال الفترة (t).
 D : إجمالي ديون المنشأة (i) خلال الفترة (t).
 V : إجمالي مكون رأس المال سواء كان من رأسمال مملوك أو ديون المنشأة (i) خلال الفترة (t).
 R_D : تكلفة رأس المال المقترض للمنشأة (i) خلال الفترة (t).
 E : إجمالي حقوق الملكية للمنشأة (i) خلال الفترة (t).
 R_E : تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة (i) خلال الفترة (t).

إن حساب تكلفة رأس المال يحتاج إلى حساب معدل تكلفة رأس المال المقترض وتكلفة رأس المال المملوك، وهذا كما يلي:

١/١/١/٣ قياس معدل تكلفة رأس المال المقترض:

في ضوء اعتماد حساب تكلفة رأس المال على عنصرين أساسيين، لعل أحدهما هو تكلفة رأس المال المقترض، وتُحسب هذه التكلفة من خلال قسمة الفوائد السنوية على قيم القروض أو الديون أو السندات (مارينا، ٢٠٢٢).

٢/١/١/٣ قياس معدل تكلفة رأس المال المملوك:

لعل العنصر الثاني في حساب تكلفة رأس المال هو تكلفة رأس المال المملوك، وفي هذا الصدد فقد تعددت نماذج قياس تكلفة رأس المال المملوك، إلا أن الباحث فقد اعتمد على نموذج [Omran and Pointon \(2004\)](#) حيث يمكن حساب معدل تكلفة رأس المال المملوك من المعادلة التالية:

$$COE = \frac{1}{PE \text{ Ratio} - (e_0 - d_0) / e_0}$$

حيث أن:

- CEO : معدل تكلفة رأس المال المملوك للمنشأة (i) خلال الفترة (t).
 PE Ratio : نسبة سعر (سعر السهم في نهاية العام) إلى ربحية السهم المنشأة (i) خلال الفترة (t).
 e_0 : نصيب السهم من الأرباح المحققة في العام الحالي (صافي أرباح العام/ المتوسط المرجح لعدد الأسهم المصدرة والمتداولة) للمنشأة (i) خلال الفترة (t).

d_0 : نصيب السهم من الأرباح الموزعة في العام الحالي للمنشأة (i) خلال الفترة (t).

اعتمد الباحث على هذا النموذج بسبب صعوبة الحصول على البيانات طبقاً للنماذج الأخرى، مثل توقعات المحللين الماليين، هذا فضلاً عن سهولة تطبيق هذا النموذج اعتماداً على التقارير المالية المتاحة.

٢/١/٣ المتغير المستقل (ميول المستثمرين (Investor Sentiment (IS):

لا يُمكن ملاحظة ميول المستثمرين بطريقة مباشرة في سوق الأوراق المالية حيث أن مقاييس تلك الميول ليست واضحة، إلا أنه قد ظهر عدد من المؤشرات القائمة على سوق الأوراق المالية لقياس ميول المستثمرين، وتنقسم تلك المقاييس إلى مؤشرات يمكن استخدامها لقياس ميول المستثمرين تجاه كل شركة على حدا. ومن هذه المؤشرات:

١/٢/١/٣ حجم التداول (TRV) Trading Volume:

يمكن اعتبار حجم التداول (سيولة الأسهم) أحد مؤشرات قياس ميول المستثمرين على مستوى كل منشأة على حدا، ويتم قياس حجم التداول بقسمة العدد الكلي للأسهم التي يتم تداولها على عدد الأسهم المصدرة، ولاختلاف حجم التداول للأسهم بين المنشآت، تم الاعتماد على اللوغاريتم الطبيعي لحجم التداول (Baker & Wurgler, 2007; Joseph et al., 2011).

في هذا الصدد، تشير دراسة Baker & Wurgler (2007) إلى أن ارتفاع حجم تداول الأسهم يعني أن السوق يسيطر عليه المستثمرون غير العقلانيين، أيضاً أشارت دراسة Baker & Stein (2004) إلى أن حجم التداول يعكس الاختلافات الكامنة في ميول المستثمرين، وبالتالي كلما زاد حجم التداول (سيولة الأسهم) كلما دل ذلك على ارتفاع ميول المستثمرين تجاه تلك الأسهم، والعكس صحيح. من جانبه أشارت دراسة محمود (٢٠١٦) إلى أن المستثمرين غير العقلانيين، في حالة التفاوض، يقومون بعمليات الشراء للأسهم دون توافر معلومات كافية، ويراهنون على ارتفاع أسعار الأسهم، ويقومون ببيع الأسهم في حالة التشاؤم ويراهنون على انخفاض أسعار الأسهم.

٢/٢/١/٣ العوائد الليلية لأسهم الشركات (ONR) Overnight Returns:

تُعد العوائد الليلية لأسهم الشركات من المقاييس التي يمكن استخدامها لقياس ميول المستثمرين على مستوى المنشأة (Aboody et al., 2018; Weißfner & Wessels, 2020)، فقد أشارت دراستا كل من (Aboody et al (2018); Berkman et al., (2012) إلى أن العوائد التي يتم تحقيقها بعد ساعات العمل الرسمية لسوق الأوراق المالية يمكن أن يتم استخدامها كمقياس لميول المستثمرين. وبرر الباحثون ذلك بعدم توافر الوقت الكافي للمستثمرين الذين يعملون في ساعات العمل العادية للقيام بعمليات التداول خلال ساعات عمل سوق الأوراق المالية الرسمية على العكس من المستثمرين المحترفين، لذلك يقوم هؤلاء المستثمرون بعمليات التداول على الأسهم بعد ساعات العمل الرسمية للبورصة عندما يكون لديهم وقت فراغ لقراءة الأخبار والمعلومات، وبالتالي تكون أسعار الأسهم خلال تلك الفترة مؤشراً على ميول المستثمرين.

في هذا السياق، أشارت دراسة (Aboody et al. (2018 إلى أن هذه الأسعار توفر فرصة قصيرة الأجل للغاية للمراجعة، وذلك بسبب قيام المستثمرين المحترفين بتصحيح أسعار الأسهم في اليوم التالي. هذا، ويشير الباحث إلى أنه بعد القيام بحساب العوائد الليلية اليومية لكل شركة، تم أخذ المتوسط السنوي لذلك العائد، لاستخدامه لقياس ميول المستثمرين تجاه كل شركة، ويتم قياس العوائد الليلية للأسهم من خلال المعادلات التالية:

$$R_{intraday\ i,t} = \frac{(P_{i,t})}{(PO_{i,t})} - 1 \quad \text{المعادلة رقم (1)}$$

حيث:

- $R_{intraday\ i,t}$: معدل العائد المحقق للشركة (i) خلال اليوم (t).
- $P_{i,t}$: سعر الإغلاق لسهم الشركة (i) خلال اليوم (t).
- $PO_{i,t}$: سعر الفتح لسهم الشركة (i) خلال اليوم (t).

$$R_{close-to-close\ i,t} = \frac{(RI_{i,t})}{(RI_{i,t-1})} - 1 \quad \text{المعادلة رقم (2)}$$

حيث:

- $R_{close-to-close\ i,t}$: معدل العائد من سعر إغلاق لسهم الشركة (i) خلال اليوم (t).
- $RI_{i,t}$: إجمالي العائد المحقق عند سعر الإغلاق لسهم الشركة (i) خلال اليوم (t).
- $RI_{i,t-1}$: إجمالي العائد المحقق عند سعر الإغلاق لسهم الشركة (i) خلال اليوم (t-1).

$$ONR_{i,t} = \frac{1 + R_{intraday\ i,t}}{1 + R_{close-to-close\ i,t}} - 1 \quad \text{المعادلة رقم (3)}$$

حيث ان ONR : العائد الليلي لسهم الشركة (i) خلال اليوم (t).

٣/٢/١/٣. معدل الدوران المعدل للأسهم (ATR): The Adjusted Turnover Rate

يُعد مقياس معدل الدوران المعدل للأسهم مقياساً لميول المستثمرين على مستوى كل منشأة على حد (Baker & Wurgler, 2007; Seok et al., 2019)، ويتم حساب معدل الدوران المعدل للأسهم من خلال معادلة مكونة من جزئين، الجزء الأول من المعادلة يتكون بقسمة عدد الأسهم المتداولة على عدد الأسهم القائمة، ويتكون الجزء الثاني من المعادلة من معدل العائد والذي يتم حسابه بقسمة معدل عائد السهم على القيمة المطلقة لذلك المعدل، بضرب الجزء الأول بالجزء الثاني يكون الناتج.

$$ATR = \frac{V_{i,t}}{\text{number of shares outstanding}_{i,t}} * \frac{R_{i,t}}{|R_{i,t}|}$$

حيث:

- $V_{i,t}$: حجم التداول لسهم الشركة (i) خلال السنة (t).
- $R_{i,t}$: معدل العائد على سهم الشركة (i) خلال السنة (t).
- $|R_{i,t}|$: القيمة المطلقة لمعدل العائد على سهم الشركة (i) خلال السنة (t).

هذا ويؤكد الباحث إلى أن هذه المقاييس السابقة تمكن أن تحدد تأثير ميول المستثمرين على مستوى كل منشأة من منشآت الدراسة على حد وليس على مستوى السوق ككل، حيث يقوم الباحث بإجراء تحليل المكونات الرئيسية Principle Component Analyses لتلك المقاييس ليتم جمعها في مؤشر واحد فقط لقياس ميول المستثمرين، كما سوف يرد لاحقاً في هذه الورقة البحثية.

٣/١/٣ المتغير الوسيط (جودة التقارير المالية (FRQ) Financial Reporting Quality):

تتعدد مقاييس جودة التقارير المالية، وفي هذا الصدد يتناول الباحث المقاييس التالية للتعبير عن جودة التقارير المالية داخل المنشأة؛ والذي يُعبر عنها بأنها المفهوم العكسي لممارسات إدارة الأرباح، التي يتم حسابها وفقاً لأحد النماذج التالية:

١/٣/١/٣ نموذج Modeified Jones:

بدأ Jones (1991) بإعداد نموذج لتقدير ممارسات إدارة الأرباح حيث أفترض أن الاستحقاقات غير الاختيارية غير ثابتة على مدار الزمن، لذلك يبدأ هذا النموذج بتقدير الاستحقاق

غير الاختياري، ثم بعد ذلك يتم تقدير الاستحقاق الاختياري والذي يمثل الفرق بين الاستحقاق الكلي والاستحقاق غير الاختياري.

في هذا الصدد فقد رأت دراسة (Dechow et al. (1995 أن نموذج (Jones (1991 يؤدي إلى قياس غير دقيق لإدارة الأرباح، حيث اقترح (Dechow et al. (1995 تعديل نموذج (Jones (1991 ، وذلك كما يلي :

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}$$

حيث:

- TA_{i,t} : إجمالي الاستحقاقات للمنشأة (i) خلال الفترة (t).
- ΔREV_{i,t} : التغير في إيرادات المنشأة (i) خلال الفترة (t).
- ΔREC_{i,t} : التغير في المدينين للمنشأة (i) خلال الفترة (t).
- PPE_{i,t} : إجمالي الآلات والمعدات والتجهيزات للمنشأة (i) خلال الفترة (t).
- A_{i,t-1} : إجمالي أصول المنشأة (i) خلال الفترة (t-1).
- α₁, α₂, α₃ : معاملات النموذج والتي يتم تقديرها بطريقة المربعات الصغرى.
- ε_{i,t} : حجم الاستحقاقات الاختيارية (المتبقى احصائياً من تقدير النموذج) للمنشأة (i) خلال الفترة (t).

٢/٣/١/٣ نموذج Miller:

ظهرت نماذج أخرى للتنبؤ بإدارة الأرباح ركزت على الاستحقاق قصير الأجل (استحقاق رأس المال العامل)؛ لعل منها نموذج (Miller (2007 ويمكن معرفة مدى استخدام الإدارة للتلاعب في الأرباح في الأجل القصير من خلال التغيير في عناصر الأصول والخصوم المتداولة، من ناحية أخرى فإن التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية يُعد أقل قابلية للتلاعب من صافي الدخل المعد وفقاً لأساس الاستحقاق.

إن عناصر الأصول والخصوم المتداولة هي العناصر المكونة لرأس المال العامل، فقد استحدث (Miller (2007 نسبة للعلاقة بين التغير في رأس المال العامل كعنصر معرض للتلاعب والتدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية كعنصر غير معرض للتلاعب، حيث أطلق على هذه النسبة نسبة ميلر وتستخدم هذه النسبة لاكتشاف التلاعب في الأرباح حيث تكون قيمتها صفر في حالة عدم وجود تلاعب أما إذا اختلفت قيمتها عن الصفر فإن ذلك يكون مؤشراً على وجود تلاعب في الأرباح.

يأخذ النموذج الشكل التالي:

✓ في حالة عدم وجود إدارة الأرباح ويمكن أن يعبر عنها كالتالي:

$$\left(\frac{\Delta WC}{CFO}\right)_{t-0} - \left(\frac{\Delta WC}{CFO}\right)_{t-1} = 0$$

✓ في حالة وجود إدارة الأرباح ويمكن أن يعبر عنها كالتالي:

$$\left(\frac{\Delta WC}{CFO}\right)_{t-0} - \left(\frac{\Delta WC}{CFO}\right)_{t-1} \neq 0$$

حيث أن:

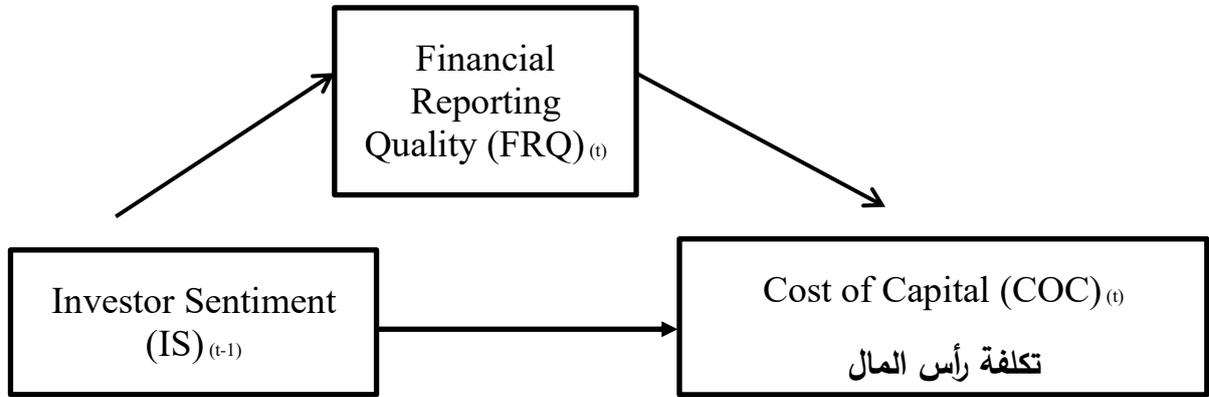
ΔWC : التغير في صافي رأس المال العامل.

CFO : التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية.

هذا ويشير الباحث أنه تم استخدام القيم المطلقة لكلا المقياسين السابقين للتعبير عن جودة التقارير المالية وهذا على أساس أن زيادة القيمة المطلقة لأي من نتائج النموذجين السابقين يعني انخفاض جودة التقارير المالية، والعكس صحيح.

٢/٣ النموذج البحثي:

يمكن عرض نموذج الدراسة في الشكل التالي:



الشكل رقم (١): نموذج الدراسة

في ضوء أن الغرض من هذه الدراسة هو معرفة أثر ميول المستثمرين على كل من جودة التقارير المالية وتكلفة رأس المال، لهذا يتم الأخذ بميول المستثمرين عن سنة سابقة (t-1)، حيث يتم عرض جودة التقارير المالية وتكلفة رأس المال عن السنة الحالية (t).

٤) أسلوب وعينة الدراسة:

أعتمد الباحث على القوائم المالية السنوية المنشورة في سوق الأوراق المالية المصري وموقع مباشر مصر لعدد من القطاعات مع التركيز على أن تكون هذه المنشآت مسجلة في مؤشر EGX 100، حيث اشتملت العينة على فترة زمنية ٦ سنوات بداية من ٢٠١٦ إلى ٢٠٢١، ويعود السبب في استبعاد الفترة ما قبل ٢٠١٦ هو استبعاد السنوات التي قد يكون بها أحداث سياسية ذات تأثير جوهري على استقرار سوق الأوراق المالية المصري؛ لعل أبرز هذه الأحداث هي ثورة يناير ٢٠١١ وما أشتتبعها من أحداث أدت لعدم استقرار الوضع الاقتصادي، مروراً بثوره ٢٠١٣ وما أعقبها من تعديلات وعدم استقرار انعكس على الفترات التالية لها، حتى ٢٠١٥ من وجهة نظر الباحث، كما تم استبعاد المنشآت المالية والبنوك من العينة؛ لما لها من قواعد خاصة تحكم عملها، ونظراً لاختلاف طبيعة نشاطها، واختلاف مؤشرات تقييم أدائها، وبالتالي فقد اقتصر عينة الدراسة على ٤٨ منشأة تم تجميع كل بياناتها، حيث وصلت عدد المشاهدات إلى ٢٨٨ مشاهدة سنوية كاملة.

٥) النتائج الإحصائية:

١/٥ التحليل الوصفي للمتغيرات:

الجدول رقم (١) يوضح التحليل الوصفي لكل متغيرات الدراسة، فضلاً عن توضيح مدى اتباع البيانات للتوزيع الطبيعي وذلك باستخدام مقياس الالتواء والتفرطح Skewness and Kurtosis :

جدول رقم (١): الاحصاء الوصفي للمتغيرات

Descriptive Statistics of the variables

	N	Mean	Median	Min.	Max.	STDEV	Kurtosis	Skewness
TRV	٢٨٨	5.696	5.491	1.071	7.27	3.318	-0.451	-0.733
ONR	٢٨٨	1.001	1.011	0.046	1.187	0.972	3.264	9.416
ATR	٢٨٨	1.618	3.210	3.290	9.535	0.109	0.943	-0.646
Jones model	٢٨٨	0.042	0.104	0.173	0.772	0.000	2.795	7.124
Miller model	٢٨٨	0.676	0.780	0.577	2.215	0.001	0.545	-0.743
COC	٢٨٨	0.077	0.094	0.068	0.283	0.001	1.156	0.860

يتضح من قيم الجدول رقم (١) أن الانحرافات عن التوزيع الطبيعي لا يؤثر بشكل معنوي على نتائج التحليل إذا كانت معاملات الالتواء Skewness في حدود (-٣ إلى +٣)، ومعاملات التفرطح Kurtosis في حدود (-١٠ إلى +١٠)، وتطبيقاً لهذه القواعد يتضح أن هذه القيم في الحدود المقبولة، وهذا يعني عدم تأثير ذلك الانحراف عن التوزيع الطبيعي على نتائج التحليل الإحصائي.

٢/٥ اختبار صلاحية النموذج والبيانات:

تشير اختبارات الصلاحية الي مدي قدرة كل مقياس علي التعبير عما يُفترض قياسه، ويُعد مفهوم المصدقية أعم وأشمل من مفهوم الثبات والثقة، حيث ان المقياس المستخدم من قبل الباحث الذي يكون علي درجة عالية من المصدقية لابد وان يكون ذا درجة عالية من الثبات والثقة، حيث قد تم تشغيل البيانات باستخدام نمذجة المعادلة الهيكلية Structural Equation Modeling (SEM) بالاعتماد على الانحدار الجزئي للمربعات الصغرى Partial Least Square (PLS)، حيث تم استخدام برنامج SmartPls Software، وفي هذا الصدد فقد تم إجراء الاختبارات التالية:

١/٢/٥ اختبار صلاحية النموذج القياسي Measurement Model:

يتم اجراء الاختبارات التالية:

١/١/٢/٥ جودة توافق النموذج Model goodness of fit :

يُعتبر الغرض من اختبار جودة التوافق هو التحقق من إمكانية الوثوق في نتائج النموذج وتعميمها، حيث يعرض الباحث نتائج اختبار جودة توافق النموذج من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (٢): اختبار جودة التوافق

Testing Model goodness of fit

Test of model fit	Accepted level	Default model	Decision التفسير
SRMR*	SRMR < 0.08	0.079	نتائج النموذج سهله التفسير
NFI**	NFI ≥ 0.95	0.950	النموذج مناسب

* Standardized Root Mean Square Residual (SRMR) متوسط الجذر التربيعي للمتبقّي

يتضح من الجدول رقم (٢) أن النموذج المستخدم مناسب وسهل التفسير ومن الممكن الاعتماد على نتائجه وتعميمها.

٢/١/٢/٥ تقييم درجة ملائمة النموذج القياسي Q^2 Value :

من خلال عرض نموذج الدراسة يتضح تأثير بعض المتغيرات بمتغيرات أخرى، حيث جودة التقارير المالية بميول المستثمرين، وبالمثل تتأثر تكلفة رأس المال بكل من جودة التقارير المالية وميول المستثمرين، بالتالي يمكن عرض معامل التحديد R-Square لكل من عدم جودة التقارير المالية وتكلفة رأس المال من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (٣): تقييم درجة ملائمة النموذج القياسي

Inner Model Assessment (Measurement Model)

	R-Square
FRQ	0.184
COC	0.277

باستخدام بيانات الجدول رقم (٣) يمكن حساب درجة ملائمة النموذج Q^2 Value للتعبير عن مستوى تفسير النموذج البحثي، فكلما ازدادت هذه القيمة كلما ازدادت درجة ملائمة النموذج، وحُسبت هذه القيمة كما يلي:

$$Q^2 \text{ Value} = 1 - [(1 - R^2) \times (1 - R^2)] = 1 - [(1 - 0.277) \times (1 - 0.184)] = 0.4099$$

توضح قيمة درجة ملائمة النموذج Q^2 Value حيث أن النموذج يُفسر ٤٠.٩٩٪ من مفردات الدراسة، وبالتالي يمكن القول أن هذا النموذج مناسب بشكل مقبول وجيد.

٢/٢/٥ اختبار صلاحية النموذج الهيكلي Structure Model:

حيث يتم اجراء الاختبارات التالية:

١/٢/٢/٥ صلاحية التمييز Discriminant Validity:

في ضوء وجود أكثر من مقياس للتعبير عن كل متغير، يكون التساؤل حول قدره المقاييس المحددة للتعبير عن كل متغير خاصة به على حدا دون المتغيرات الأخرى. بمعنى آخر، إلى أي مدى ترتبط المقاييس المرتبطة على كل متغير خاصة به ولا ترتبط بغيره، ويمكن قياسها من خلال عدم وجود معامل تحميل متعدد لأي بند على أكثر من عامل، وتحسب من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (٤): قيم الصلاحية التمييز

Values of discriminant validity (Cross Loading)

	IS	FRQ	COC
TRV	0.766	0.346	-0.286
ONR	0.761	0.435	-0.273
ATR	0.826	0.449	-0.347
Jones model	0.472	0.832	-0.281
Miller model	0.337	0.721	-0.284
COC	-0.387	-0.361	1.000

يتضح من الجدول رقم (٤) وجود قيم أمام كل مقياس والمعبر عنه بصف أسفل كل متغير، حيث تمثل القيمة الأعلى في كل صف عن المتغير الأنسب لكل مقياس، ومن خلال القيم ذات الخط الأسود العريض Bold يتضح أن كل من حجم التداول TRV والعوائد الليلية لأسهم الشركات ONR ومعدل الدوران المعدل للأسهم ATR هم المعبرين عن ميول المستثمرين، أما كل من Jones Model و Miller Model هم المعبرين عن جودة التقارير المالية، في حين أن مؤشر متوسط تكلفة رأس المال WACC هو بالفعل الممثل الصحيح لتكلفة رأس المال.

٢/٢/٢/٥ الصلاحية التقاربية: Convergent Validity

تشير الصلاحية التقاربية إلى درجة ارتباط المقاييس الخاصة بكل متغير مع المتغير محل القياس، ويتم قياس الصلاحية التقاربية كأحد معايير اختبار صلاحية النموذج الهيكلي وهذا لكل متغير على حدا، حيث يجب ألا تقل قيمة درجة المعنوية عن ٠.٠٥، وهذا يظهر بالجدول التالي:

جدول رقم (٥): اختبار الصلاحية التقاربية للنموذج الهيكلي

Outer Weights (Structural Model)

	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	T Statistics (O/STDEV)	P Values	Decision القرار
TRV <- IS	0.373	0.371	0.037	10.114	0.000	مقبول
ONR <- IS	0.426	0.425	0.040	10.579	0.000	مقبول
ATR <- IS	0.472	0.473	0.037	12.900	0.000	مقبول
Jones <- FRQ	0.709	0.710	0.064	11.069	0.000	مقبول
Miller <- FRQ	0.568	0.565	0.064	8.884	0.000	مقبول
COC <- COC	1.000	1.000	0.000			

إن قيم معامل التحميل لكل مقياس والمعبر عنها بـ T Statistics يجب أن تكون قيمتها الإحصائية لكل المقاييس أكبر من ١.٩٦٠ حتى يكون المقياس صالح. يتضح من الجدول رقم (٥) أن معاملات التحميل لكل المقاييس أكبر من القيمة ١.٩٦٠ وهو ما يعني أن كل المقاييس صالحة للتعبير عن كل متغير، وهذا يتطابق مع ما سبق وأن أكدته نتائج الجدول رقم (٤).

٣/٥ الارتباط بين متغيرات الدراسة:

يمكن عرض الارتباط بين متغيرات الدراسة من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (٦): الارتباط بين متغيرات الدراسة

Pairwise correlations of the variables

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
(1) TRV	1					
(2) ONR	0.384*	1				
(3) ATR	0.486**	0.406*	1			
(4) Jones model	0.299*	0.386*	0.414**	1		
(5) Miller model	0.235**	0.284**	0.273*	0.216*	1	
(6) COC	-0.286*	-0.273*	-0.347*	-0.281*	-0.284*	1

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

يتضح من جدول الارتباط وجود ارتباط معنوي بين كافة متغيرات الدراسة، حيث تتراوح قيم الارتباط ما بين ٠.٤٨٦ و-٠.٣٤٧ وهو ما يوضح أن كل المتغيرات لا تواجه مشكلة التعدد الخطي.

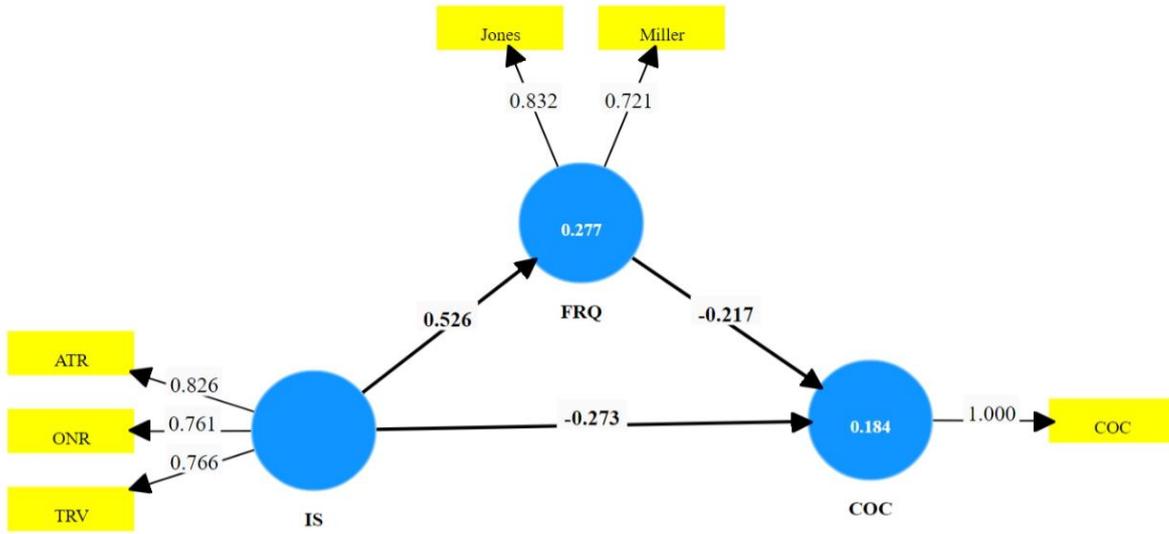
٤/٥ اختبار الفروض:

بغرض اختبار الفروض، قام الباحث بإجراء تحليل مسارات Path Analysis للنموذج القياسي Measurement Model باستخدام تحليلات PLS وتظهر نتائجها من خلال الجدول رقم (٧):

جدول رقم (٧): تحليل المسارات

Path Analysis

		Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation (STDEV)	T Statistics ((O/STDEV))	P Values	Decision القرار
1	IS -> FRQ	0.526	0.529	0.056	9.334	0.000	مقبول
2	FRQ -> COC	-0.217	-0.215	0.052	4.182	0.000	مقبول
3	IS -> COC	-0.273	-0.274	0.052	5.278	0.000	مقبول
4	IS -> FRQ -> COC	-0.114	-0.114	0.030	3.831	0.000	مقبول



الشكل رقم (٢): النموذج الهيكلي (Structural Model (Outer Model))

من خلال الجدول رقم (٧) وكذلك الشكل رقم (٢) يمكن تحديد مدى قبول أو رفض فروض الدراسة، وهذا من خلال عدة نقاط؛ وهي (١) قيمة بيتا β والتي تحدد اتجاه العلاقة (إيجابي/سلبي) والجودة في عمود Original Sample، (٢) مقدار وقوة التأثير بين المتغيرات عند مستوى معنوية P-value والتي يجب أن تكون عند مستوي أقل من ٠.٠٥ والذي يقابل مستوى ٩٥٪، وهذا عندما تكون قيمة ت الاحصائية T Statistics أكبر من أو تساوى ± 1.96 ، حيث تتمثل نتائج اختبار الفروض في النقاط التالية:

نتيجة اختبار الفرض الأول: من خلال السطر الأول في الجدول رقم (٧) السطر رقم (١) يكون معامل التأثير 0.526 بقيمة 9.334 t-value بمستوى معنوية ١٪، وهو ما يؤكد وجود تأثير عكسي ذو دلالة معنوية بين ميول المستثمرين وجودة التقارير المالية (حيث تكون قيمة ذات دلالة عكسية لجودة التقارير المالية نظراً لطبيعة المقاييس المستخدمة للتعبير عن الجودة)، وهو ما يدعم الباحث في قبول الفرض الأول والذي ينص على " وجود تأثير احصائي عكسي ذو دلالة معنوية لميول المستثمرين على جودة التقارير المالية"، حيث تتفق نتيجة هذا الفرض مع دراسات كل من Simpson (2013) و Yang et al. (2014) و ElDeeb and Sobhy (2015) و Hurwitz (2017) و Santana et al. (2020) و Yin and Tian (2021) و Persakis and Kolias (2022). في حين أن

نتيجة هذه الورقة البحثية لا يتفق مع نتائج كل من (Park (2018) و Asnaashari et al. (2021) و (Esteves and Piccoli (2024) و (Vieira et al. (2024).

نتيجة اختبار الفرض الثاني: من خلال السطر الثاني في الجدول رقم (٧) السطر رقم (٣) يكون معامل التأثير -0.217 بقيمة $t\text{-value}$ 4.182 بمستوى معنوية ١٪، وهو ما يؤكد وجود تأثير طردي ذو دلالة معنوية بين جودة التقارير المالية وتكلفة رأس المال وهو ما يدعم الباحث في قبول الفرض الثاني والذي ينص على " وجود تأثير احصائي طردي ذو دلالة معنوية لجودة التقارير المالية على تكلفة رأس المال"، حيث تتفق نتيجة هذا الفرض مع دراسات كل من (Aboody et al. (2005 و (Francis et al. (2008 و (Chang et al. (2009) و (Eliwa et al. (2016) و (Persakis and Iatridis (2016) و (Dakhloui et al. (2017) و (Habib et al. (2019) و (Indarti and Widiatmoko (2021) و مارينا وآخرون (٢٠٢١). في حين أن نتيجة هذه الورقة البحثية لا يتفق مع نتائج دراسة (Shevlin (2013).

نتيجة اختبار الفرض الثالث: من خلال السطر الثالث في الجدول رقم (٧) السطر رقم (٢) يكون معامل التأثير -0.273 بقيمة $t\text{-value}$ 5.278 بمستوى معنوية ١٪، وهو ما يؤكد وجود تأثير عكسي مباشر ذو دلالة معنوية بين ميول المستثمرين وتكلفة رأس المال وهو ما يدعم الباحث في قبول الفرض الثالث والذي ينص على " وجود تأثير احصائي عكسي مباشر ذو دلالة معنوية لميول المستثمرين على تكلفة رأس المال"، حيث تتفق نتيجة هذا الفرض مع دراسات كل من (Zaharieva (2012) و (Antoniou et al. (2014) و (Cagli et al. (2018) و (Sorkhi and Rad (2018) و (Li and Grundy (2023) و (Li et al. (2018) و (Zhang (2023).

نتيجة اختبار الفرض الرابع: من خلال السطر الرابع في الجدول رقم (٧) السطر رقم (٤) يكون معامل التأثير -0.114 بقيمة $t\text{-value}$ 3.831 بمستوى معنوية ١٪، وهو ما يؤكد وجود تأثير عكسي غير مباشر ذو دلالة معنوية بين ميول المستثمرين وتكلفة رأس المال من خلال جودة التقارير المالية كمتغير وسيط والذي ينص على " وجود تأثير احصائي عكسي غير مباشر ذو دلالة معنوية لميول المستثمرين على تكلفة رأس المال من خلال جودة

التقارير المالية كمتغير وسيط". أخيراً، في ضوء وجود علاقة مباشرة معنوية بين ميول المستثمرين وتكلفة رأس المال يكون لجودة التقارير المالية دور وساطة جزئي في العلاقة بين الميول وتكلفة رأس المال.

٥/٥ مناقشه نتائج اختبار الفروض:

ينصب اهتمام الدراسة في البحث عن دور عدد من المحددات التي من شأنها تخفيض تكلفة رأس المال، مع التركيز على دور كل من ميول المستثمرين وجودة التقارير المالية للتحكم في تكلفة رأس المال، حيث اهتمت الدراسة بالإجابة على التساؤلات التالية (١) ما هو دور ميول المستثمرين في تحسين جودة التقارير المالية؟ (٢) ما هو دور تحسين جودة التقارير المالية في تخفيض تكلفة رأس المال؟ (٣) ما هو الأثر المباشر لميول المستثمرين في تخفيض تكلفة رأس المال؟ (٤) ما هو الأثر غير المباشر لميول المستثمرين في تخفيض تكلفة رأس المال من خلال جودة التقارير المالية كمتغير وسيط؟ .

من خلال الجدول رقم (٧) والخاص بتحليل المسارات، يتضح عدد من النتائج؛ وهي تتمثل في (١) تقوم إدارة المنشآت باستغلال الزيادات الحادثة في ميول المستثمرين، سواء كانت متفائلة أو متشائمة، حيث تقوم ببعض الممارسات التي من شأنها التلاعب في التقارير المالية المنشورة باستخدام الاستحقاقات الاختيارية، والتي تعني تخفيض جودة التقارير المالية، بغرض إخفاء بعض المعلومات غير الجيدة عن المنشأة أو زيادة التركيز على بعض المعلومات الإيجابية عن المنشأة بالشكل الذي يدعم صوره الإدارة أمام الأطراف ذوي العلاقة بالمنشأة، والتي منهم حملة الأسهم. ففي حالة زيادة الميول المتفائلة تعمل الإدارة على الاستفادة من هذا المزاج التفاؤلي من خلال عدة أدوات؛ لعل منها استخدام الاستحقاقات الاختيارية في تضخيم أرباحها، أما في حالة زيادة الميول المتشائمة تعمل الإدارة على الحد من هذه الحالة المزاجية السيئة من خلال العمل على تضخيم الأرباح أيضاً. أما في حالة عدم وجود زيادة ملحوظة في ميول المستثمرين لا يكون أمام الإدارة أي دافع للتلاعب في الأرباح وبالتالي لا يوجد أمام الإدارة أي دافع للعمل على أي تصرف يقلل جودة التقارير المالية. (٢) تقوم إدارات المنشآت بالعديد من الممارسات التي من شأنها التلاعب في الأرباح بالشكل الذي يعنى تخفيض جودة تقاريرها المالية، بغرض العمل على كسب المزيد من رضاء المساهمين بالشكل الذي يشجعهم من الحصول على مصادر تمويل بتكلفة أقل. (٣) تستغل

إدارات المنشآت زيادة ميول المستثمرين في تخفيض تكلفة رأس المال، ففي حالة زيادة الميول المتناقضة تستغل الإدارة الحالة التضخمية لأسعار لأسهم المنشأة في جذب المزيد من المستثمرين بتكلفة تمويلية أقل، وهذا في ضوء أن غالبية عائد المستثمرين يتمثل في العائد السوقي للسهم. (٤) تعمل إدارات المنشآت على استغلال زيادة ميول مستثمريها بالعمل على إخفاء الموقف المالي الحقيقي للمنشأة عن الأطراف ذوي العلاقة بالمنشأة من خلال التلاعب في قوائمها المالية لتخفيض تكلفة رأس مالها. إلا أنه بالنظر إلى قيم ت الإحصائية للسطين الثالث والرابع من الجدول رقم (٧) يتضح ان التأثير غير المباشر بين ميول المستثمرين وتكلفة رأس المال من خلال جودة التقارير المالية كمتغير وسيط يكون أضعف من التأثير المباشر بين الميول وتكلفة رأس المال.

٦. نتائج الدراسة:

في ظل محدودية مصادر التمويل وتنامي السعي إلى الحصول على مصادر تمويل بتكلفة أقل، فقد تناولت العديد من الدراسات السابقة تكلفة رأس المال من حيث المفهوم والدور والمحددات. انطلاقاً من الاهتمام بمحددات هذه التكلفة بغرض تخفيضها؛ فقد اهتمت هذه الدراسة بدور كل من ميول المستثمرين وجودة التقارير المالية في تخفيض تكلفة رأس المال.

تهتم هذه الدراسة باختبار أثر كل من ميول المستثمرين وجودة التقارير المالية على تكلفة رأس المال، حيث تمثلت أهداف الدراسة في (١) قياس أثر ميول المستثمرين على تحسين جودة التقارير المالية. (٢) قياس أثر تحسين جودة التقارير المالية على تخفيض تكلفة رأس المال. (٣) قياس الأثر المباشر لميول المستثمرين على تخفيض تكلفة رأس المال. (٤) قياس الأثر غير المباشر لميول المستثمرين في تخفيض تكلفة رأس المال من خلال جودة التقارير المالية كمتغير وسيط.

قامت الدراسة بالتطبيق على عينة من ٤٨ منشأة غير مالية مسجلة في سوق الأوراق المالية المصرية، وبخاصه مؤشر EGX100، بما يعادل ٢٨٨ مشاهدة سنوية كاملة في عدد من القطاعات باستثناء المنشآت المالية والبنوك، خلال فترة خمس سنوات من ٢٠١٦ إلى ٢٠٢١، حيث تم الاعتماد على التقارير المالية المنشورة لهذه المنشآت في سوق الأوراق المالية المصري ومنصة مباشر مصر، حيث توصلت الدراسة إلى عدة نتائج؛ (١) تقوم إدارة المنشآت باستغلال الزيادات الحادثة في ميول المستثمرين بالتلاعب في التقارير المالية المنشورة وبالتالي تخفيض

جودتها، بغرض إخفاء معلومات سلبية أو زيادة التركيز على معلومات إيجابية بالشكل الذي يدعم صوره الإدارة أمام الأطراف الخارجية ذوي العلاقة بالمنشأة. (٢) تقوم إدارات المنشآت بالعديد من الممارسات التي من شأنها التلاعب في الأرباح بالشكل الذي يعنى تخفيض جودة تقاريرها المالية، بغرض العمل على كسب المزيد من رضا المساهمين بالشكل الذي يشجعهم من الحصول على مصادر تمويل بتكلفة أقل. (٣) تستغل إدارة المنشآت زيادة ميول المستثمرين في تخفيض تكلفة رأس المال. (٤) تستخدم إدارة المنشآت تحسن ميول المستثمرين وتخفيض جودة التقارير المالية معاً بغرض تخفيض تكلفة رأس المال.

يوصي الباحث بالاستمرار في البحث عن دور عدد من المحددات الأخرى في تخفيض تكلفة رأس المال، كأن يتم اختبار أثر كفاءة الاستثمار ومخاطر انهيار أسعار الأسهم على تكلفة رأس المال، مع الأخذ في الاعتبار الأثر المحفز أو الوسيط لحكومة الشركات على العلاقات السابقة، مع اقتراح بالتطبيق في أسواق أوراق مالية ناشئة؛ مثل سوق الأوراق المالية المصري.

قائمة المراجع

المراجع العربية:

أشرف الشرفاوي، (٢٠٠٥)، دراسة تحليلية للعلاقة بين أسعار الأسهم والقيمة المحسوبة وفقاً لنموذج خصم الدخل المتبقي بعد تغطية تكلفة رأس المال، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ١، ٢، ٨٥ -

أشرف رمضان عبد الجواد فرج، (٢٠٢٢)، دراسة أثر التقارب مع المعايير الدولية للتقارير المالية على تكلفة رأس المال وانعكاسه على كل من التعثر المالي وتقلبات أسعار الأسهم، رسالة دكتوراه غير منشوره، كلية التجارة، جامعة القاهرة.

عبد الرحمن بن سانية وصلاح الدين نعاس، وعلي بن الضب، (٢٠١٧)، أثر التحيزات العاطفية للمستثمر على عوائد الأسهم وتقلباتها الشرطية - حالة مؤشر داو جونز، مجلة الباحث، جامعة قصادي مرياح ورقلة، ١٧، ٩١-١٠٣.

مارينا عادل إبراهيم بشاي، محمد محمود يوسف، ووليد شحاتة محمد قاسم، (٢٠٢١)، دراسة أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وإدارة الأرباح وانعكاس ذلك على تكلفة رأس المال: دراسة تطبيقية، مجلة الدراسات المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة بني سويف، ٣١(٣)، ١٠٠-١٣١.

مارينا عادل إبراهيم بشاي، (٢٠٢٢)، دراسة أثر التكاليف السياسية على العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وإدارة الأرباح، وانعكاس ذلك على تكلفة رأس المال، رسالة دكتوراه غير منشوره، كلية التجارة، جامعة القاهرة.

مدثر طه أبو الخير، (٢٠٠٧)، أثر معايير المحاسبة الدولية والعوامل النظامية على جودة التقارير المالية- دراسة ميدانية عن تطبيق معيار الانخفاض في قيمة الأصول، المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، ٢، ١-٦٠.

محمود فتحي شلقامي شعرواي، (٢٠١٦)، أثر الميل العاطفي للمستثمر على عوائد وتقلبات عوائد الأسهم في السوق المصري للأوراق المالية. المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، (٣)٤٦، ١١٦-٨١.

ممدوح صادق محمد الرشيد، (٢٠١٢)، دراسة تحليلية لأساليب جودة التقارير المالية، مجلة البحوث التجارية المعاصرة، كلية التجارة، جامعة سوهاج، (٢)٢٦، ٦٠-١.

نسمة أحمد حشمت، (٢٠١٩)، دور معنويات المستثمرين في تسعير الأصول الرأسمالية في الأسواق الناشئة في فترات الأزمات المالية: دراسة تطبيقية على السوق المصرية باستخدام أسلوب الانحدار الفازي، المجلة العربية للإدارة، المنظمة العربية للتنمية الإدارية جامعة الكويت - مجلس النشر العلمي، (٤)٣٩، ١٨٩-٢٠٨.

المراجع الأجنبية:

Aboody, D., Hughes, J. and Liu, J., (2005), Earnings Quality, Insider Trading, and Cost of Capital, Journal of Accounting Research, 45(5), 651-673.

Aboody, D., Even-Tov, O., Lehavy, R., & Trueman, B., (2018), Overnight Returns and Firm-Specific Investor Sentiment, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 53(2), 485-505.

Antoniou, C., Doukas, J.A. and Subrahmanyam, A., (2014), Investor Sentiment, Beta, and the Cost of Equity Capital, Management Science, 62(2), 347-367.

Asnaashari, H., Asadi, G. and Ghahaie, E., (2021), The Relationship between Earnings Management Patterns with Investors' Sentiment, Journal of Financial Accounting Research, 12(3), 45-63.

Baker, M., & Stein, J. C., (2004). Market Liquidity as a Sentiment Indicator, Journal of Financial Markets, 7(3), 271-299.

Baker, M., & Wurgler, J., (2007), Investor Sentiment in the Stock Market. Journal of Economic Perspectives, 21(2), 129-152.

Berkman, H., Koch, P. D., Tuttle, L., & Zhang, Y. J., (2012), Paying Attention: Overnight Returns and The Hidden Cost of Buying at the Open, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 47(4), 715-741.

Brown, G. W., & Cliff, M. T., (2004), Investor Sentiment and the Near-Term Stock Market, Journal of Empirical Finance, 11(1), 1-27.

Boda, J. R., & Sunitha, G., (2018), Investor's Psychology in Investment Decision Making: A Behavioral Finance Approach, International Journal of Pure and Applied Mathematics, 119(7), 1253-1261.

Cagli, E.C., Korknaz, E. and Durukan, M.B., (2018), Does Sentiment Affect Capital Structure Decisions? , Journal of Business, Economics and Finance (JBEP), 7(4), 340-345.

Chang, H., Fernando, G. and Liao, W., (2009), Sarbanes-Oxley Act, Perceived Earnings Quality and Cost of Capital, Review of Accounting and Finance, 8(3), 216-231.

- Dakhlaoui, M., Lajmi, A. and Gana, M.R., (2017), Financial Information Quality and Cost of Equity Capital: Evidence form Tunisia, *Journal of Applied Economics and Business Research*, 7(1), 38-58.
- Dechow, P., and Skinner, D. J., (2000), Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators Practitioners and Regulators, *Accounting Horizons*, 14(2),235-250.
- ElDeeb, M.S. and Sobhy, N., (2015), Impact of Earnings Management on Investor's Sensitivity using Shareholder Value Creation as a Mediator, *Accounting Thinking*, Faculty of Commerce, Ain Shams University, 19(4),1-35.
- Eliwa, Y., Haslam, J. and Abraham, S., (2016), The Association between Earnings Quality and the Cost of Equity Capital: Evidence from the UK, *International Review of Financial Analysis*, 48, 125-139.
- Esteves, A. and Piccoli, P., (2024), Firm- Specific Investor Sentiment and Earnings Management: Evidence from Barazil, *Academia Revista Latino Americana de Administracion*, 37(2), 186-203.
- Finacial Accounting Standard Board (FASB), (2008), *Conceptual Framework for Financial Reporting: Objective of Financial Reporting and Qualitative Characteristics of Decision-Useful Financial Reporting Information*, <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2021/issued/part-a/conceptual-framework-for-financial-reporting.pdf>.
- Francis, J., Nanda, D. and Losson, P., (2008), Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital, *Journal of Accounting Research*, 46(1), 53-100.
- Habib, A., Bhuiyan, M. B.U. and Hasan, M.M., (2019), IFRS Adoption, Financial Reporting Quality and Cost of Capital: A Life Cycle Perspective, *Pacific Accounting Review*, 31(3), 497-522.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M., (1999), A Review of The Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*,13(4), 365-384.
- Hurwitz, H., (2018), Investor Sentiment and Management Earnings Forecast Bias, *Journal of business, Finance and Accounting*,45, 166-183
- Indarti, M.G.K. and Widiatmoko, J., (2021), The Effect of Earnings Management and Audit Quality on Cost of Equity Capital: Empirical Evidence form Indonesia, *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(4), 769-776.
- Jiang J., Liu, Q. and Sun, B., (2020), *Investor Sentiment and the (Discretionary) Accrual Relation*, Internation a Finance Discussion Papers, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://doi.org/10.17016/IFDP.2020.1300>.

- Jain, J., Walia, N., & Gupta, S., (2019), Evaluation of Behavioral Biases Affecting Investment Decision Making of Individual Equity Investors by Fuzzy Analytic Hierarchy Process, *Review of Behavioral Finance*, 12 (3), 297-314.
- Jones, J. J., (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- Joseph, K., Wintoki, M. B., & Zhang, Z. (2011). Forecasting Abnormal Stock Returns and Trading Volume Using Investor Sentiment: Evidence from Online Search. *International Journal of Forecasting*, 27(4), 1116-1127.
- Li, H. and Grundy, B., (2023), The Effect of Investor Sentiment and the Structure of Shareholder Ownership on Corporate Investment, *International Journal of Managerial Finance*, 19(1),155-172.
- Li, S., Hoque, H. and Liu, J., (2023), Investor Sentiment and Firm Capital Structure, *Journal of Corporate Finance*, 80, 1-21.
- Miller, J. E., (2007), *Detecting Earnings Management: A Tool for Practitioners and Regulators*. PHD. Dissertation, Anderson University.
- Miranda, K.F., Machado, M.A.V. and Macedo, L.A., (2018), Investor Sentiment and Earnings Management: Does Analysts Monitoring Matter?, *Strategic Finance*, 19(4), 1-29.
- Modigliani, F. and Miller, M.H., (1958), The Cost of Capital, Corporation and The Theory of Investment, *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Mouna, A., & Anis, J., (2014), Stock Return and Investor Sentiment: Evidence for Emerging Market. *i-Manager's Journal on Management*, 9(2), 23-30.
- Nikoomaram, H., Fard, H. V., Roodposhi, F.R., Talebnia, G. and Amini, P., (2011), Conceptual Model for Relationship between Earning Quality and Cost of Capital, *African Journal of Business Management*, 5(22), 9724-9733.
- Omran, M. and Pointon, J., (2004), The Determinants of Cost of Capital by Industry Within an Emerging Economy: Evidence from Egypt, *International Journal of Business*, 9(3), 237-258.
- Park, S., (2018), The Effect of Investor Sentiment on the means of Earnings Management, *Investment Management and Financial Innovation*, 15(1), 10-17.
- Persakis, A. and Iatridis, G. E., (2016), The Joint Effect of Investor Protection, IFRS and Earnings Quality on Cost of Capital: An International Study, *Journal of International Financial Markets*, doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.intfin.2016.10.001>.
- Persakis, A. and Kolias, G.D., (2022), *Financial Reporting Quality in South Korea: The Role of Investor Sentiment and Audit Quality Under Uncertainty*, 1-52. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4222192.

- Purnamaningrum, T. K., (2020), **Investor Sentiment and Stock Price Movement Property Sector in Indonesia Stock Exchange**. International Conference on Management, Accounting, and Economy (ICMAE), 151, 366-368.
- Santana, C. V.S., Santos, L.P.G., Junior, C.V.O. and Martinez, A., (2020), Investor Sentiment and Earnings Management in Brazil, **Revista Contabilidade and Finanças**, 1-20.
- Seok, S. I., Cho, H., & Ryu, D. (2019), Firm-Specific Investor Sentiment and Daily Stock Returns, **The North American Journal of Economics and Finance**, 50, 1-26.
- Shevlin, T., (2013), Some Personal Observations on the Debate on the Link between Financial Reporting Quality and the Cost of Equity Capital, **Australian Journal of Management**, 38(3), 447-473.
- Simpson, A., (2013), Does Investor Sentiment Affect Earnings Management?, **Journal of Business Finance and Accounting**, 40(7), 869-900.
- Sorkhi, P.M. and Rad, F.R., (2018), The Influence of financial Constraints and Capital Cost in Investors Sentiments in Tehran, **Journal of Organizational Behavior Research**, 3(S2), 1-10.
- Vieira, C.A.M., Xavier, G.C. and Lucena, W.G.L., (2024), Investor Sentiment and Earnings Management: Evidence on the use of Discretionary Accruals to Meet Earnings Benchmarks, **Brazilian Business Review**, 21(2), 1-18.
- Weißofner, F., and Wessels, U., (2020), Overnight Returns: An International Sentiment Measure, **Journal of Behavioral Finance**, 21(2), 205-217.
- Vitolla, F., Salvi, A., Raimo, N., Peteuzzella, F. and Rubino, M., (2019), The Impact of Cost of Equity Capital in the Effects of Integrated Reporting Quality, **Business Strategy and the Environment**, 29, 519-529.
- Yang, Z., Su, R., Zhang, Q. and Sun, Y., (2014), Managers' Incentives, Earnings Management Strategies, and Investor Sentiment, **International Journal of Business and Economics**, 13(2), 157-180.
- Yin, Y. and Tian, R., (2021), **Investor sentiment, Financial Reporting Quality and Stock Price Crash Risk: Role of Short-Sales Constraints**. 1-33. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2734174.
- Zaharieva, I. L., (2012), **Investor Sentiment and Industry Cost of Equity: The of Information and Product Market Uniqueness**, Master thesis, Edwards School of Business, University of Saskatchewan.
- Zhang, Y., (2023), **Research on the Impact of Investor Sentiment on the cost of Equity Financing**, The 2nd International Conference of Business and Policy Studies, 777-791.
- Zhou, G., (2018), Measuring investor sentiment. **Annual Review of Financial Economics**, 10, 239-259.