

## أثر حوكمة مجلس الإدارة على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية

هالة عبد الله الخولي  
أستاذة المحاسبة  
كلية التجارة  
جامعة القاهرة

فاتن أحمد عبد المعز محمد  
مدرس مساعد بقسم المحاسبة  
كلية التجارة  
جامعة القاهرة  
faten.ahmed@foc.cu.edu.eg

محمد رزق عمارة  
مدرس المحاسبة  
كلية التجارة  
جامعة القاهرة

### مستخلص البحث

يهدف هذا البحث إلى اختبار تأثير ميول المستثمرين على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، واختبار الدور المعدل لحوكمة مجلس الإدارة على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، وذلك بإجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من ٧٠ شركة مدرجة بمؤشر EGX100، بإجمالي مشاهدات ٨٤٠ مشاهدة، خلال الفترة بين عامي ٢٠١١م - ٢٠٢٢م، واعتمدت الباحثة على أسلوب تحليل الانحدار المتعدد لاختبار صحة الفروض، وتوصلت نتائج البحث إلى وجود تأثير سالب معنوي لميول المستثمرين على الملاءمة القيمية لربحية السهم، ووجود تأثير موجب معنوي للعلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، كما وجد تأثير غير معنوي لحجم مجلس الإدارة وازدواجية الدور التنفيذي على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، بالإضافة إلى وجود تأثير سالب معنوي لحجم مجلس الإدارة على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية لربحية السهم، كما أوضحت النتائج عدم وجود تأثير مُعدل لاستقلالية مجلس الإدارة، وازدواجية دور مجلس الإدارة على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.

### الكلمات المفتاحية:

حوكمة مجلس الإدارة، ميول المستثمرين، الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.

تم استلام البحث في ٣ يوليو ٢٠٢٤، وقبوله للنشر في ٢٢ يوليو ٢٠٢٤.

## ١. طبيعة المشكلة

شهدت الأسواق الناشئة في الأعوام الأخيرة العديد من الجهود لتحسين مناخها الاستثماري، ومن أهم هذه الأدوات تهيئة أوضاعها، وتوفير نظام معلومات جيد يسهم في جذب الاستثمار، حيث تعتبر المعلومات المحاسبية المصدر الذي يعتمد عليه العديد من الأطراف ذوى العلاقة: خاصة المساهمين والمحللين الماليين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في سوق الأوراق المالية؛ لذا من الضروري أن تتسم تلك المعلومات خاصة المحاسبية بالملاءمة القيمية والتي تعنى إمكانية أن تنعكس المعلومات المحاسبية على أسعار الأسهم بشكل فوري، وفي الوقت المناسب وتساعد على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية، إلا أن حدوث العديد من الأزمات والانهيئات في الشركات جعلت مستخدمي التقارير المالية يشككون في مصداقية وملاءمة ما تحتويه من معلومات، ومن ثم تزايدت حاجة المستثمرين وغيرهم من صناعات القرارات الاستثمارية إلى تقييم الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية عند تفسير قيمة الشركة بدلالة أسعار أو عوائد الأسهم (سمعان، وحامد، ٢٠٢٢؛ Kareem & Ikbal, 2021).

تعتبر الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية من الموضوعات المهمة التي قامت على اعتبار أن أسواق المال تتسم بالكفاءة، فالأفراد يتصرفون بعقلانية، ولديهم القدرة على الربط بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأسهم وتقييم أرباحهم المالية قبل اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، إلا أن الظواهر غير العادية مثل انهيار أسعار الأسهم في البورصات حول العالم وحدثت الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨م، والفقاعات السعوية، أثبتت فشل النظريات المالية المبنية على افتراضات كفاءة السوق المالي في تفسير السلوكيات غير العادية بالأسواق المالية، وأصبح هناك توجه نحو نظرية التمويل السلوكي التي تفترض أن المستثمرين غير عقلانيين وغير أكفاء في اتخاذ القرارات الاستثمارية؛ ويرجع ذلك إلى أنه عندما يكون المستثمرون متفائلين، فقد يتغاضون عن المعلومات السلبية والمبالغة في رد الفعل نحو المعلومات الإيجابية، مما يؤدي إلى المبالغة في تقدير أسعار الأسهم بأعلى من قيمتها الحقيقية، وعلى النقيض من ذلك، عندما يكون المستثمرون متشائمين فقد يتجاهلون المعلومات الإيجابية والمبالغة في رد الفعل تجاه المعلومات السلبية، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة أسعار الأسهم، وبالتالي فميول المستثمرين تؤثر على القرارات الاستثمارية، وهذا ينعكس على أسعار الأسهم (Cui & Zhang, 2020; Zhou, 2018; Del río, 2024).

من هذا المنطلق، كان لا بد للدراسات التي تتعلق بالملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية الأخذ في الحسبان متغير ميول المستثمرين الذي قد يؤثر في نتائج هذه الدراسات سواء بزيادة الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية أو انخفاضها، وقد تباينت نتائج هذه الدراسات حول العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، فقد أشارت الدراسات إلى وجهات نظر مختلفة كما يلي:

وجهة النظر الأولى: تشير إلى أن الإفراط في التفاؤل حول وضع الشركة في المستقبل، يؤدي إلى عدم اهتمام المستثمرين بالأرقام المحاسبية أو الأداء المحاسبي الحالي، وبالتالي فإن المتغيرات المحاسبية تكون أقل ارتباطاً بأسعار الأسهم في ظل ميول المستثمرين المتفائلة (Sankaraguruswamy, 2012; Povel et al., 2007; Gurun & Ali, 2009; Seybert & Yang, 2012; Mian & Chaudhry & Sam, 2018; Santana et al., 2020).

أما وجهة النظر الثانية: أكدت على أن العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمتغيرات المحاسبية علاقة موجبة خلال الفترات التي يتراد فيها اهتمام المستثمرين بأخبار الشركات، حيث تزيد فيها قوة تفسير المعلومات المحاسبية لأسعار الأسهم (Coulton et al., 2020; Yang et al., 2018; Wang, 2018; Mbanga, 2019; Wen et al., 2019; He et al., 2020).

بينما وجهة النظر الثالثة: والتي ترى أن العلاقة بين ميول المستثمرين والمعلومات لها تأثير نسبي مختلف على سعر السهم (Zhu & Niu, 2016; Nikbakht et al., 2017).

يتضح مما سبق، إن هناك تغييراً مستمراً لمعتقدات وانطباعات ميول المستثمرين، ومعها يتباين مستوى ملاءمة المعلومات المحاسبية عند تفسير أسعار الأسهم، وحتى يكون رد فعل السوق تجاه انحرافات أسعار الأسهم رد فعل معتدلاً، ولا يكون الأثر النهائي لأي أزمة هو انهيار السوق المالي، فلا بد من وجود قوة رقابية وإشرافية رادعة مثل حوكمة الشركات؛ حيث تعتبر آليات الحوكمة أحد العوامل المهمة التي قد تسهم في حماية وضمن حقوق المساهمين والأطراف ذات المصالح بالشركة، وتحسين جودة التقارير المالية، مما قد يؤثر على مستوى تباين الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، وذلك من خلال دورها المهم في تحقيق فعالية عملية الرقابة على مختلف جوانب أداء الشركة، مما يتحقق معها المصداقية والعدالة والشفافية (سمعان، ٢٠١٩؛ Balagobei, 2018).

من ناحية أخرى، قد تسهم حوكمة الشركات في التأثير على اضطرابات القرارات الاستثمارية الناتجة عن ميول المستثمرين، حيث تعتبر قرارات الاستثمار من أهم القرارات التي تتخذها إدارة الشركة، لأنها تنطوي على استثمار مبالغ كبيرة من المال، وبالتالي يعتبر قرار الاستثمار الخاطئ تهديداً خطيراً لبقاء الشركة، ومن ثم فإن التقييم الدقيق لقرارات الاستثمار له أهمية كبيرة لمدير الشركة، إلا أن الانحرافات غير العادية لأسعار الأسهم الناتجة عن ميول المستثمر قد تؤثر على اتخاذ قرارات الاستثمار بالشركة؛ ولهذا كان من الضروري وجود آليات الحوكمة التي يمكن أن تراقب وتسيطر نوعاً ما على ميول المستثمرين وتكفل تجنب تضارب المصالح في كل شركة (Shahid & Abbs, 2019; Modani et al., 2023)، حيث قد تميل إدارة الشركة إلى إرضاء ميول المستثمرين، وبناءً عليها

يتم اتخاذ القرارات الاستثمارية والتي قد تكون بإفراط الاستثمار (Overinvestment)، وذلك باختيار المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية السالبة في محاولة منها لتلبية ميول المستثمرين المتفائلة، أو قد يتم اتخاذ قرارات بنقص الاستثمار (Underinvestment)، أي عدم قيام الإدارة باستغلال المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة؛ نظراً لانخفاض ميول ورغبة المستثمرين عن الاستثمار في هذه المشروعات، وبالتالي قد تؤثر ميول المستثمرين على نوعية المعلومات التي يتم الإفصاح عنها وعلى السياسات المحاسبية المستخدمة أيضاً (Quah et al., 2021)، ومن ثم تتوقع الباحثة أن تبني آلية حوكمة مجلس الإدارة تضبط ميول المستثمرين وتزيد من الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية فآلية حوكمة مجلس الإدارة تسهم أولاً: في مراقبة وتحفيز المديرين، مما يدفعهم نحو تقديم معلومات محاسبية ذات مصداقية وموثوقية وشفافية عالية، مما يزيد من ثقة المستثمر، ويزيد من اهتمامه بالمعلومات المحاسبية عند تفسير أسعار الأسهم، ثانياً: تقليل التقلبات في ميول المستثمرين، مما يحد من قرارات الإدارة المرتبطة بالإفراط في الاستثمار أو نقص الاستثمار، وهذا ينعكس على استقرار استثمار الشركات واستقرار أسعار الأسهم وسوق المال.

### وبناء على ما سبق، يمكن بلورة المشكلة البحثية من وجهة نظر الباحث في عدة تساؤلات:

التساؤل الأول: هل يوجد تأثير لميول المستثمرين على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية؟  
التساؤل الثاني: هل تؤثر حوكمة مجلس الإدارة على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية؟  
التساؤل الثالث: هل يوجد تأثير مُعدل / محفز لحوكمة مجلس الإدارة على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟

## ٢. أهمية البحث.

### ١/٢. الأهمية العلمية

رغم اهتمام العديد من الدراسات بالملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، إلا أن هذه الدراسة تسهم في إلقاء الضوء على أحد المتغيرات التي لم تلق اهتماماً في العلاقة بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأسهم، وهي ميول المستثمرين وذلك في البيئة المصرية، مما يعد إضافة في بحوث الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، ويزيد من وعي وإدراك مستخدمي ومعدّي المعلومات لأهمية تأثير ميول المستثمرين في الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، والذي ينعكس بدوره على قرارات المتعاملين في سوق المال، كما تعتبر الدراسة الحالية تأسيلاً نظرياً في مجال العلاقة بين حوكمة مجلس الإدارة وميول المستثمرين، وتستمد أهميتها الأكاديمية من تناول الباحثة للتأثير المُعدل الذي يمكن أن تحدثه حوكمة مجلس الإدارة على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، وهذا يساهم في زيادة وعي الشركات باليات الحوكمة التي من شأنها تقلل من ميول المستثمر وتحسن من مستوي الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، مما يحسن من استقرار السوق المصري، وفي حدود علم الباحثة هذا يمثل إضافة جديدة لم تتعرض لها الدراسات السابقة، علاوة على ذلك، تسهم الدراسة في مساعدة هيئات الإشراف على الأسواق المالية وصانعي السياسات في الأسواق المالية على فهم سلوكيات المستثمرين وميولهم المختلفة، والأخذ في الحسبان أن الأسواق ما هي إلا نتاج وعي المتعاملين فيها، وبالتالي التعرف على السياسات التي تحد من هذه الميول وتحسن من بيئة اتخاذ القرار الاستثماري.

### ٢/٢. الأهمية العملية

تختبر الدراسة الحالية العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية وذلك بالتطبيق على الشركات المقيدة في البورصة المصرية؛ وذلك لإيجاد دليل عملي على مدي صحة وجود علاقة من عدمه؛ ولتوضيح ما إذا كانت ميول المستثمرين في البيئة المصرية لها تأثير على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، وهل سلوكه يتصف بالعقلانية أم لا؟، كما تختبر الدراسة العلاقة بين حوكمة مجلس الإدارة والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية بالتطبيق على الشركات المقيدة في البورصة المصرية، خاصة أن هناك تبايناً في نتائج الدراسات السابقة حول هذه العلاقة، مما يجعلها ليست قاطعة وتحتاج مزيد من التحقق والتفسير، أخيراً، تختبر الدراسة الأثر المُعدل لحوكمة مجلس الإدارة على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، وهل لها دور في تقليل إضرابات السوق الناتجة عن ميول المستثمرين، وهل ستؤدي إلي انخفاض أم تحسين الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية وذلك بالتطبيق على الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

## ٣. أهداف البحث.

انساقاً مع المشكلة البحثية السابقة، تسعى الباحثة إلى تحقيق الأهداف التالية:

الهدف الأول: اختبار العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.  
الهدف الثاني: قياس أثر حوكمة مجلس الإدارة على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.

الهدف الثالث: فحص التأثير المُعدل لحوكمة مجلس الإدارة على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

#### ٤. فروض البحث.

- سعيًا نحو تحقيق أهداف البحث، والإجابة على تساؤلاتها البحثية؛ فقد قام الباحث باشتقاق الفروض البحثية على النحو التالي:
- H1: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لميول المستثمرين على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.
  - H2: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.
  - H3: يوجد تأثير مُعدل لخصائص مجلس الإدارة على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.

#### ٥. نطاق البحث.

تقتصر الدراسة الحالية على دراسة تأثير ميول المستثمرين على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، وكذلك الأثر المُعدل لحوكمة مجلس الإدارة على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١١م إلى ٢٠٢٢م.

#### ٦. خطة البحث

سعيًا نحو تحقيق أهداف البحث، واختبار مدى صحة فروضها والإجابة على تساؤلاتها البحثية، فقد تم تبويب الجزء القادم من البحث كما يلي:

- ١/٦. الإطار النظري لميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.
- ٢/٦. الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث.
- ٣/٦. الدراسة التطبيقية.
- ٤/٦. النتائج والتوصيات والدراسات المستقبلية.

#### ١/٦. الإطار النظري لميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.

#### ١/١/٦. الإطار النظري لميول المستثمرين.

#### ١/١/٦. مفهوم ميول المستثمرين.

إن الاهتمام بسلوكيات المستثمرين وميولهم ظهر عندما أثبتت النظريات المالية التقليدية فشلها في تفسير الحالات والظواهر الشاذة في أسواق المال، مما جعل هناك أسباب ومبررات لظهور علم التمويل السلوكي الذي حاول تفسير الظواهر غير العادية من خلال تفسير التحيزات الإدراكية والعاطفية للمستثمرين، وبالتالي فهو علم يحلل سلوك المستثمرين وكيف يؤثر على أسواق الأسهم من وجهة نظر نفسية؛ نظرًا لأن الأخلاق والعواطف تؤثر على الأداء المالي (Cuomo et al., 2018)، وبالتالي فميول المستثمرين تعد أحد الموضوعات المهمة التي تم التركيز عليها في الدراسات المتعلقة بالتمويل السلوكي.

هذا، وتعددت التعريفات بشأن ميول المستثمرين، حيث عرفت دراسة حشمت (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"، كما عرفت دراسة Zhou (2018) بأنها سلوكيات المستثمرين التي تتسبب في انحراف قيمة السهم أو الأصل المالي عن قيمته الأساسية أو الحقيقية، وأشارت دراسة Baker & Wurgler (2007) إلى أنها "التفاؤل أو التشاؤم المفرط حول أصل معين وتوقعات الأفراد للمخاطر والتدفقات النقدية المستقبلية والتي لا تكون مدعومة بالمبادئ المالية الأساسية، إذ يتأثر المستثمرون بالعوامل الخارجية، مما يجعله غير عقلاني في قراراته".

#### ٢/١/٦. العلاقة بين ميول المستثمرين وحوكمة مجلس الإدارة.

يتطلع المستثمرين باستمرار نحو زيادة أرباحهم والاطمئنان على استثماراتهم في أسواق المال، ومن أهم المؤشرات التي يراقبها المستثمرون سعر السهم في السوق، إلى جانب الممارسات المعلنة من الشركات، ويتأثر كلٌ منهما بعوامل عدة من بينها الحوكمة، والتي ظهرت نتيجة الصراع الناشئ بين أطراف الوكالة، وسلسلة أحداث الانهيارات التي لحقت بالشركات المقيدة في البورصات العالمية، ونتج عن هذه الأزمات مجموعة من المبادئ التي تضمن جودة الافصاحات المنشورة عن الشركات والمتمثلة في الحوكمة، ويظهر الدور المهم

للحوكمة في زيادة تنافسية الشركات من خلال تعزيز الشفافية وتحسين إدارة الشركات وتحقيق توازن المصالح بين إدارة الشركة والمساهمين والدائنين والمقرضين والأطراف الأخرى من أصحاب المصالح. وتعتبر حوكمة مجلس الإدارة أحد الأليات المهمة التي تؤثر على ميول المستثمرين وقراراته الاستثمارية.

يعتبر مجلس الإدارة أفضل آليات حوكمة الشركات في مراقبة سلوك الإدارة، إذ إنه يحمي رأس المال المستثمر في الشركة من سوء الاستغلال من قبل الإدارة، من خلال صلاحياته القانونية في تعيين وإعفاء ومكافأة الإدارة العليا، كما أن مجلس الإدارة القوي يشارك بفاعلية في وضع إستراتيجية الشركة، ويقدم الحوافز المناسبة للإدارة، ويراقب سلوكها ويقوم أداءها، وبالتالي تعظيم قيمة الشركة (Saona et al., 2020)، وفي هذا الصدد، تناولت العديد من الدراسات دور مجلس الإدارة في اتخاذ القرارات التي تنعكس على مصلحة الملاك بالإيجاب وتسهم في تحسين الأداء المالي للشركات عامةً وجودة الأرباح خاصةً، حيث أكدت دراسة كل من Herdjiono & Aidoo et al. (2024); Al-Absy & Hasan (2023); Saona et al. (2020); Sari (2017) على وجود أثر موجب لزيادة عدد الأعضاء غير التنفيذيين وعدد مرات الاجتماع على ربحية السهم وعلى زيادة معدل توزيع الأرباح السنوي، كما أثبتت دراسات أخرى الأثر السالب لخصائص مجلس الإدارة على تحقيق الجودة في بعض الدول النامية (Mohamed & Aydin, 2016; Balagobei, 2018)، حيث فسرت ذلك بسوء كفاءة تطبيق القانون وحماية المستثمرين، وتراجع فاعلية قواعد الحوكمة.

فيما يتعلق بحجم مجلس الإدارة فقد أظهرت الدراسات أن مجلس الإدارة صغير الحجم يعتبر أكثر فاعلية من المجالس كبيرة الحجم، ويُفسر ذلك بأنه في حالة المجالس المكونة من عدد قليل من الأعضاء يميل كل عضو إلى بذل جهد أكبر من الجهد المبذول في حالة وجود أعضاء أكثر، وذلك لأن العضو في الحالة الأولى يدرك أن هناك عددًا قليلاً لديهم مسؤولية الرقابة على أداء وإدارة الشركة، أما عندما يكون عدد الأعضاء كبيراً فقد يتقاعس البعض عن أداء واجبه الرقابي (Helland & Sykuta, 2005)، بالإضافة إلى ذلك قد يؤدي حجم مجلس الإدارة الكبير إلى عدم القدرة على اتخاذ قرارات فعالة حيث تزداد صعوبة الوصول إلى اتفاق عام على القرارات المالية والإدارية على عكس مجلس الإدارة صغير الحجم، حيث تكتسب حوكمة الشركات هيكلًا أفضل؛ نظرًا لأنه أكثر فاعلية في الرقابة على تصرفات المدير التنفيذي.

على النقيض مما سبق، أشارت دراسة كل من Tahat et al. (2021); Almujaed & Alfraih (2020) إلى أن صغر حجم المجلس قد يواجه صعوبة في حماية حقوق المساهمين الأقلية ويحمي حقوق المساهمين الأغلبية فقط، كما تعتبر المجالس كبيرة الحجم ذات فعالية أكثر حينما تتوفر الخبرات التي تقدم النصائح والإرشادات التي تتعلق بالقرارات الإستراتيجية للشركة، وكذلك تأسيس نظم للرقابة الداخلية والإشراف عليها للتأكد من أن أعمال الشركة تتم وفق القانون، كما تتفق مع ذلك دراسة Perez-de Toledo et al. (2016) والتي أوضحت أن تحول حجم مجلس الإدارة الأمثل من ١١ إلى ١٣ عضو قد أسهم بشكل كبير أثناء التقلبات - وذلك أثناء الأزمة المالية (٢٠٠٨م-٢٠١٠م) - في توفير الموارد، والخبرات، والتنسيق، والقيادة للشركات. ويرى الباحث أن حجم مجلس الإدارة قد يتوقف على طبيعة الأعمال التي تقوم بها الشركة وأن استقلالية أعضائه وخبرتهم تمنحهم القدرة على القيام بدورهم الرقابي كما ينبغي، وتوجيه موارد الشركة نحو تحقيق أهدافها.

من منظور نظرية الوكالة تتوقف قدرة المجلس كآلية على الإشراف بفاعلية على درجة استقلاليته عن الإدارة وذلك من خلال الأعضاء غير التنفيذيين الذين لديهم علاقات مع الشركة فضلاً عن دورهم كأعضاء مجلس الإدارة؛ لذلك وجب أن يكون من بين أعضاء مجلس الإدارة أعضاء غير تنفيذيين في لجانه، للحد من السلوكيات غير الأخلاقية، وقد توصلت دراسة (Vahdani & Mohamadimehr, 2020) إلى أن استقلالية مجلس الإدارة وحجمه ومدته وخبرته في مجال الأعمال لها تأثير كبير على ميول المستثمرين، فهذه الخصائص ستقوي العلاقة السالبة بين المعلومات عن الربحية وميول المستثمرين. بمعنى آخر تسهم هذه السمات في زيادة المعلومات وبالتالي تقليل ميول المستثمرين. فقد تكون ميول المستثمرين أكثر تفاؤلاً بالشركات التي ينفصل فيها منصب الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، والشركات التي لديها ارتفاع في عدد الأعضاء الخارجيين، وانخفاض في ملكية المدير التنفيذي، وصغر حجم مجلس الإدارة (Huang & Tompkins, 2010). أما فيما يتعلق بالخبرة والمستوى التعليمي لأعضاء مجلس الإدارة فقد يخلق تحيزًا من جانب المستثمر، حيث أثبتت دراسة (He et al. (2020) أن المستوى التعليمي العالي وخبرة أعضاء مجلس الإدارة يرتبطا بشكل موجب بميول المستثمر الأجنبي.

بناء على ما سبق، يتبين أن خصائص مجلس الإدارة قد تختلف من شركة لأخرى حسب طبيعتها وإمكانيتها دون الإخلال بقواعد الحوكمة، إلا أن الباحث يرى أن خصائص مجلس الإدارة تلعب دورًا حيويًا كآلية لتطبيق حوكمة الشركات الجيدة والتي تعتبر أحد العوامل الأساسية في الحفاظ على ثقة المستثمرين والحصول على التمويل الخارجي خاصةً أثناء الأزمات، وذلك من خلال إحكام الرقابة على الإدارة التنفيذية والحد من انخراط الإدارة التنفيذية في الأنشطة مرتفعة المخاطر، بالإضافة إلى توفير الحماية لحقوق الأقلية وهذا بدوره قد ينعكس على ميول المستثمر بالإيجاب، وقد يحسن من الميول التساؤمية السلبية ومن ثم قراراته الاستثمارية، وهذا يشير إلى أن خصائص مجلس الإدارة قد تساعد بشكل كبير في ضبط ميول المستثمر واستقرار أسعار الأسهم. وقد أثبتت الأزمة المالية العالمية عام

٢٠٠٨م أن ميول المستثمرين الإيجابية قد تجعلهم على استعداد لدفع أسعار مميزة لأسهم الشركات ذات الحوكمة الجيدة، حيث ارتبطت تقلب أسعار الأسهم أثناء الأزمة - إلى حد كبير - بدرجة ثقة المستثمرين في الشركة (Cheng et al., 2013; Almaskati et al., 2023).

### ٢/١/٦. الإطار النظري للملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.

تلعب المعلومات المحاسبية دورًا مهمًا في دقة تقييمات المشاركين في أسواق المال عند اتخاذهم لقراراتهم الاستثمارية، وتعتبر ملاءمتها أحد السمات التي يجب توافرها لتحقيق جودة التقارير المالية والتي من خلالها يتم الحكم على نفعية المعلومات من عدمه، والتي عرفتها الأدبيات المحاسبية بالملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية. وقد عرفها (Kareem & Iqbal, 2021) بأنها مقدرة الأرقام المحاسبية على تلخيص المعلومات التي تركز على أسعار وعوائد الأسهم، ويرى الباحث أن الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية عبارة عن المعلومات المحاسبية المنشورة في القوائم المالية والتي لها قدرة تنبؤية وتأكيديّة وتفسيرية للتغيرات في أسعار وعوائد الأسهم مما يساعد المستثمرين سواء الحاليين أو المرتقبين على تقييم الشركة والتنبؤ بأدائها المستقبلي واتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.

تعتبر بحوث الملاءمة القيمية مهمة في إعداد المعايير المحاسبية من خلال تقديم أفكار مفيدة لوضع المعايير مما يخدم القضايا المحاسبية، وتساعد في تقييم ما إذا كانت الأرقام المحاسبية تعكس المعلومات التي تستخدم من قبل المستثمرين في تقييم أسهم الشركة، كما تساهم في توفير معلومات مفيدة عن أنشطة الشركة للمستثمرين الحاليين والمحتملين وذلك لمساعدتهم في التنبؤ بأداء الشركة المستقبلي والتأثير على قراراتهم الاستثمارية، (Dunham & Grandstaff, 2022؛ علي، ٢٠٢١).

### ١/٢/١/٦. دور حوكمة الشركات في دعم الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.

تعتبر المعلومات المحاسبية مصدرًا مهمًا يتم الاعتماد عليها لقياس أداء الشركات في الأسواق المالية ومن خلالها تستطيع الفئات المختلفة معرفة حجم الأخطار بالسوق والعوائد التي تعود عليهم جراء اتخاذ قرار الاستثمار، وأي ضعف في قدرة المعلومات المحاسبية عن توقع التدفقات النقدية المستقبلية يعني ضعفًا في الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، ونظرًا لأهميتها لجميع الأطراف وبما أن إصدارها يقع على عاتق مجلس الإدارة، فجاءت آليات الحوكمة لمراقبة سلوك الإداريين وتقليل عدم تماثل المعلومات بين أطراف الوكالة والتي تنتج عن حجب الإدارة لبعض المعلومات عن أصحاب المصلحة أو سوء تقدير طبيعة المعلومات التي تحتويها التقارير المالية.

قد ينتج عن عدم تماثل المعلومات مشاكل قد تؤدي في النهاية إلى ضعف الملاءمة القيمية للمعلومات وتتمثل في:

مشكلة الخطر الأخلاقي (Moral Hazard): تنشأ هذه المشكلة من الفصل بين الملكية والإدارة وعدم امتلاك ممولي رأس المال القدر نفسه من المعلومات الذي يتوافر لدى الإدارة، مما يؤدي إلى استغلال المديرين نفوذهم وتعظم من مصلحتهم الشخصية وتضعف من الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية (خليل ومحمد، ٢٠٢١).

مشكلة الاختيار المعاكس (Adverse Selection): تحدث مشكلة الاختيار المعاكس قبل إتمام صفقات البيع والشراء، وفي ظل عدم تماثل المعلومات المتاحة عادةً ما يملك المديرون مزيدًا من المعلومات حول الربحية المتوقعة لاستثمارات الشركات الحالية والمستقبلية، والتحكم في توقيت إصدار أسهم رأس المال بغرض أن تتم عملية طرح الأسهم للمستثمرين بقيمة سوقية أعلى من قيمتها الحقيقية، وإذا نجح المديرون في ذلك، فقد يستخدمون عوائد طرح الأسهم في الإفراط بالاستثمار في مشروعات استثمارية محفوفة بالمخاطر، وعند استشعار المستثمرين بالخطر على استثماراتهم فهذا يدفعهم إلى تخفيض حجم تمويلهم، ومن ثم تقييد حرية الإدارة في الاستثمار، وحدثت ظاهرة النقص في الاستثمار (Quah et al., 2021). وبالتالي ينتج عن هذه المشكلة ضعف الملاءمة القيمية للمعلومات واتخاذ قرارات استثمارية غير كفء، وعدم تعظيم ثروات حملة الأسهم وعدم رضا المستثمرين.

للتغلب على هذه المشاكل فإن الالتزام بالقوانين والتشريعات التي نصت عليها حوكمة الشركات يعتبر إحدى الطرق لبناء الثقة بين المستثمرين وإدارة الشركات؛ نظرًا لما قدمته هذه التشريعات من حماية لحقوقهم وتوفير قوائم مالية عالية الجودة تتحقق فيها صفة الملاءمة والموثوقية (Almerai, 2017; Tahat et al., 2021). وتعتبر آلية مجلس الإدارة أحد أهم آليات حوكمة الشركات التي تؤثر على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.

### ٢/٢/١/٦. أثر خصائص مجلس الإدارة على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.

نظرًا للمزايا التي تحققها حوكمة الشركات يلاحق المستثمرون الشركات التي تطبقها؛ لأنهم مهتمون كثيرًا بتأثيرها على تعظيم القيمة (Chen, 2013)، فالمستثمرون مستعدون لدفع المزيد مقابل المنافع التي تقدمها هذه الشركات والتي يشعرون بأنها محكومة جيدًا، ومن أهم آليات الحوكمة والتي تدار من خلالها الشركات مجلس الإدارة، فتسهم آلية مجلس الإدارة بدور مهم في فعالية تطبيق الحوكمة؛ نظرًا للدور الإشرافي والرقابي على الإدارة، ففي ظل غياب الرقابة على سلوكيات الإدارة يمكن أن تتلاعب الإدارة بالقوائم المالية من خلال توفير معلومات لا تمثل الوضع الحقيقي للشركة، مما يضلل المستثمرين وعدم القدرة على استخدام المعلومات في تقييم الشركة

وفقدان الترابط بين المعلومات المحاسبية والقيمة السوقية للشركة (Habib & Azim, 2008)، ومن ثم فالشركات التي لديها مجلس إدارة قوى وفعال يمكن أن تساعد في إحكام الرقابة الداخلية وتحسين الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.

تماشياً مع ما سبق، فقد أشارت دراسة قنديل (٢٠٢٢) إلى وجود دوافع قوية لدى الفئات المتعددة لأصحاب المصلحة بطلب المزيد من الشفافية ومنح مجالس الإدارات مزيداً من الاستقلالية لزيادة جودة المراجعة وتحسين مستوى الشفافية، ولضمان طريقة نشطة وشفافة في إدارة مصالح حملة الأسهم وبقية أصحاب المصلحة، وقد خلصت الدراسة إلى أن استقلالية مجلس الإدارة تزيد من جودة المراجعة، وأن الإجراءات التي يتخذها المنظّمون وحملة الأسهم في زيادة استقلالية مجلس الإدارة تسهم في زيادة مستوى الإفصاح الطوعي عن المعلومات غير المالية، بالإضافة إلى تخفيض مشكلة عدم تماثل المعلومات المحاسبية إلى الحد الأدنى والحفاظ على استقرار أسعار الأسهم ومساهمة هذا الاستقرار في ترشيد قرارات المستثمرين، كما ذكرت دراسة (Holtz & Neto (2014 أن استقلالية مجلس الإدارة ذات تأثير موجباً على الملاءمة القيمية لربحية السهم، وعلى النقيض وجدت دراسة (Linda (2018; Krismiaji & Surifah (2020 أن استقلال مجلس الإدارة له تأثير موجباً على الملاءمة القيمية للقيمة الدفترية للسهم، ولكنه يؤثر سلباً على الملاءمة القيمية لربحية السهم. إلى جانب استقلالية مجلس الإدارة فعدد المديرين غير التنفيذيين في المجلس يساهم في تحسين جودة المعلومات المحاسبية، حيث إن غالبية المجالس غير التنفيذية مرتبطة بشكل عكسي بإدارة الأرباح وهو ما يعكس تماثل المعلومات بين الأعضاء، وبالتالي التأثير الموجب على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية (Karamanou & Vafeas, 2005; Davidson et al., 2005)، ويرى الباحث أن المستثمرين يقدرّون استقلالية مجلس الإدارة ووجود المزيد من الأعضاء غير التنفيذيين في المجلس لما لذلك من انعكاس على تحسين جودة وقيمة الأرقام المحاسبية.

علاوة على ذلك، قد يؤثر حجم المجلس على فعالية مجلس الإدارة حيث أشارت دراسة (Almujamed & Alfraih (2020 أن حجم المجلس الكبير يكون أفضل لما يتمتع به من قدرة أكبر على حماية مصالح المساهمين، وعلى العكس أوضحت دراسة (Badu & assabil (2022 أن مجالس الإدارة الكبيرة لديها المزيد من المعرفة والمهارات غير المستخدمة؛ ونظراً لأن كل منهم له وجهة نظر مختلفة فهذا يعزز من الصراع المعرفي ويكون من الصعب تنسيق مساهمات كل عضو، كما يزيد من تعقيد العلاقات الشخصية وعلاقات الثقة، مما يجعل حجم مجلس الإدارة الكبير أقل فاعلية من حجم مجلس الإدارة الصغير، وقد وجدت بعض الدراسات السابقة أن حجم مجلس الإدارة له تأثير سلبي على أهمية قيمة المعلومات المحاسبية، فتوصلت دراسة (Siekkinen (2016 إلى أنه بعد اعتماد المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، فإن الشركات التي لديها حجم مجلس إدارة أكبر لديها جودة معلومات أقل وتظهر بعض الدراسات أيضاً نتائج مختلطة، فوجدت دراسة (Linda (2018 أن حجم مجلس الإدارة له تأثير موجب على الملاءمة القيمية للأرباح ولكنه يؤثر سلباً على الملاءمة القيمية لمعلومات القيمة الدفترية، إلا أن دراسة (Bahri et al. (2013 وجدت أن حجم مجلس الإدارة لا يؤثر على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.

### ٣.٢/١/٦. دور حوكمة مجلس الإدارة في تخفيف ميول المستثمرين وتحقيق الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.

إن ميول المستثمرين تؤثر على أسعار الأسهم، وهذا قد يتسبب في انحراف أسعار الأسهم عن قيمتها الحقيقية (Haritha & Uchil 2016; Zhou, 2018)، فقد أشارت دراستا (Grundy & Li (2010; Chen (2013 إلى أن سوء تسعير الأسهم الناجم عن اعتماد المستثمرين على عواطفهم ومعتقداتهم ومعالجتهم للمعلومات بشكل يتوافق مع ميولهم يؤثر على قرارات الاستثمار؛ نظراً لأن المديرين يعملون على تلبية ميول المستثمرين، بحيث إذا كان المستثمرون متفائلين فيسعى المديرين إلى تعظيم القيمة للمساهمين على المدى القصير، مما يزيد من استثمارات الشركات التي تلي ميول المستثمرين. كما تدفع المستثمرين نحو زيادة حصتهم من الأسهم وهذا يعطي المديرين حافزاً للإفراط في الاستثمار وهي مشكلة تحدث عندما يسعى المديرين إلى تعظيم مصالحهم الشخصية، مثل (السمعة الاجتماعية أو المكافأة الأعلى أو المزيد من الحوافز) من خلال التوسع المستمر للشركات أي أن يستثمر المديرين في مشاريع ذات صافي تدفق نقدي سالب، مما يقلل من قيمة الشركة ويضر بمصالح المساهمين على المدى الطويل (Lai & Liu, 2018; Quah et al., 2021).

من ناحية أخرى، عندما يكون المستثمرون متفائلين لكن المديرين يقومون باتخاذ قرار نقص الاستثمار أي يرفضون الاستثمار في مشروعات ذات صافي تدفق نقدي موجب والتي يفضلها المستثمرون، فهذا يدفع نحو بيع المستثمرين أسهمهم، مما يتسبب في تراجع أداء الشركة ومن ثم سعر السهم؛ لذلك سيختار المديرين زيادة (خفض) الاستثمار لتلبية احتياجات الشعور المتفائل (المتشائم) لدى المستثمرين لتعظيم سعر سهم الشركة في وقت قصير وكسب راتب أعلى أو تعويض لأنفسهم (Chen, 2013)، وقد أوضحت دراسة (Simpson (2023; Modani et al. (2013 أن العلاقة بين إدارة الأرباح وميول المستثمرين تزيد بزيادة ميول المستثمرين فالمديرين يخرطون في ممارسات إدارة الأرباح استجابة لميول المستثمرين وبصورة أكثر وضوحاً في الأسهم التي تتحرك عائداتها أكثر مع التغيرات في ميول المستثمرين.

تماشياً مع ما تم ذكره، قد يساعد إفصاح الشركات عن المعلومات المستقبلية على توجيه ميول المستثمرين بشكل كبير، لذا تتمثل أهمية الإشارة إلى المعلومات المستقبلية فيما يلي (الشعراوي، ٢٠٢٣؛ Benameurt et al., 2022):

تعتبر المعلومات المستقبلية ذات قيمة في تحسين قدرة الأسواق المالية على توقع التغييرات المستقبلية للأرباح، والتدفقات النقدية، ومؤشرات الأداء التشغيلي للشركات، والنفقات الرأسمالية، مما يوفر معلومات موثوقاً بها يعتمد عليها المحللون الماليون في تحسين توقعاتهم عن الأداء المالي المستقبلي للشركة.

يؤثر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على أسعار الأسهم وعلى قرارات المستثمرين، حيث يتجاوب سعر السهم في أسواق رأس المال بنسبة تفوق الاستجابة لنتائج العمليات من إيرادات وأرباح تاريخية، ويمكن توقع أسعار الأسهم بصورة أكثر دقة، وهو أحدي الإستراتيجيات التي تتبعها الإدارة لتخفيف التعارضات مع حملة الأسهم، وذلك بإفصاح حملة الأسهم بالتركيز على النمو المستقبلي للشركة وهذا يزيد من قيمتها.

زيادة مصداقية تنبؤات الأرباح عندما تُدعم بالقوائم المستقبلية.

بناء على ما سبق، ترى الباحثة أن ميول المستثمرين تؤثر على المديرين في تسويق توقعات غير واقعية عن الاستثمارات المستقبلية، والإفصاح عن معلومات محاسبية لا تعبر عن الواقع الحقيقي للشركة، مما يزيد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين وحدوث انحرافات في أسعار الأسهم، وبالتالي انخفاض ملائمة المعلومات المحاسبية عند تفسير أسعار الأسهم، إلا أن توافر الآليات الرقابية والإشرافية لحكومة الشركات قد تضمن التوجه الإستراتيجي للشركة والمراقبة الفعالة للإدارة من خلال مجلس الإدارة ومساءلة مجلس الإدارة تجاه الشركة والمساهمين، مما يبث الثقة لدى المستثمرين ويعطى انطباعاً جيداً للمستثمرين الحاليين والمرقبين حول أداء المديرين بصفة عامة وقرارات الاستثمار بصفة خاصة، فقد تحفز المديرين بل قد تجبرهم على اتخاذ قرارات الاستثمار المناسبة وتجنب الإفراط في الاستثمار في مشاريع ذات صافي تدفق نقدي سلبي أو نقص الاستثمار، ويمكن أيضاً أن تحفز المديرين وتجبرهم على ألا يقوموا بالممارسات الانتهازية وألا يبالغوا في الاستثمار من أجل تلبية ميول المستثمرين، وهذا يعكس على انضباط المديرين في الإفصاح عن تقارير تعبر عن حقيقة ما تمر به الشركة، وبالتالي فمجلس الإدارة يعتبر عامل منظم للعلاقة بين ميول المستثمرين والمعلومات المحاسبية المفسرة لأسعار الأسهم؛ نظراً لقدرة على ضبط ميول المستثمر وتقليل عدم رشده ومن ثم تحسين الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.

## ٢/٦. الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث.

### ١/٢/٦. المجموعة الرئيسية الأولى: الدراسات التي تناولت العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.

تنوعت وجهات نظر الدراسات التي تناولت العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية على النحو التالي:

### ١/١/٢/٦. تمثلت وجهة النظر الأولى للدراسات في أن هناك علاقة عكسية بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية:

اختبرت دراسة (Gurun & Ali (2009 تأثير ميول المستثمرين على قيام الإدارة بممارسات إدارة الأرباح على أساس الاستحقاقات، وذلك خلال الفترة من ١٩٦٣م إلى ٢٠٠٤م، لعينة من الشركات الأمريكية مع استبعاد المؤسسات المالية والشركات ذات القيمة السوقية السالبة، وقامت الدراسة بتقسيم الشركات محل الدراسة إلى شركات كبيرة الحجم وشركات صغيرة الحجم بناءً على القيمة السوقية لها، واستخدمت تحليل الانحدار لاختبار العلاقة، وتوصلت إلى النتائج التالية: في الشركات كبيرة الحجم خلال فترات تقاؤل المستثمرين يزداد التركيز بشكل كبير من قبل المستثمرين على الأرباح فقط، أي أن المستثمرين المتفانين لا يهتمون بشكل كبير بعناصر الأرباح كالاستحقاقات والتدفقات النقدية للأرباح، أما بالنسبة للشركات صغيرة الحجم أشارت الدراسة إلى ارتفاع ممارسات إدارة الأرباح على أساس الاستحقاقات خلال فترات ارتفاع ميول المستثمرين المتفائلة مقارنة بالميول المتشائمة، مما يعني انخفاض الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية نتيجة انخفاض الاهتمام والمراقبة من قبل المستثمرين.

هذا، وقد اهتمت الدراسات بتحديد تأثير العلاقة على مستوى كل شركة ولكن اختلفت دراسة Mian & Sankaraguruswamy (2012) في تحديد ما إذا كانت ميول المستثمرين على مستوى السوق ككل تؤثر على حساسية سعر السهم للإفصاح عن الأرباح الخاصة بالشركة، واعتمدت في قياس ميول المستثمرين على ست مؤشرات والتي تم تطويرها بواسطة Baker & Wurgler (2007) وتمثلت في خصومات الصناديق المغلقة، عدد الاكتتابات الأولية، عوائد الاكتتاب في اليوم الأول، معدل الدوران، نسبة الديون إلى رأس المال، أفساط التوزيعات، كما استخدمت منهجية دراسة الحدث وذلك على عينة من الشركات بالولايات المتحدة الأمريكية تتضمن ٣٩٢٢١٢ إعلاناً عن الأرباح خلال الفترة من ١٩٧٢م إلى ٢٠٠٧م، أوضحت النتائج أن حساسية سعر السهم للإفصاح عن الأرباح الجيدة تكون أعلى عند تقاؤل المستثمر مقارنة بفترات تشاؤم المستثمر، في حين أن حساسية سعر السهم للإفصاح عن الخسائر تكون أعلى خلال فترات تشاؤم المستثمر مقارنة بفترات تقاؤل المستثمر، وتري الباحثة السبب في ذلك إلى أن المستثمرين يقيمون التدفقات النقدية بشكل غير دقيق بناءً على ما تتضمنه الإفصاحات عن الأرباح من أخبار جيدة أو سيئة وذلك خلال فترات ارتفاع ميول المستثمرين، علاوة على ذلك

توصلت الدراسة إلى أن ميول المستثمرين (المتفائلة أو المتشائمة) تؤدي إلى قيام الإدارة بحجب وتخزين الأخبار سواء الجيدة أو السيئة بناء على تلك الميول ومن ثم يؤدي الإفصاح عن تلك الأخبار إلى التأثير على أسعار الأسهم، وأخيرًا أشارت تلك الدراسة إلى حدوث انخفاض في صدق وحقيقة المحتوى المعلوماتي عند تفاؤل المستثمرين بشكل عام، واتفقت دراسة (Seybert & Yang (2012 مع هذه النتائج.

من جانب آخر، تناولت دراسة (Chaudhry & Sam (2018 تأثير سلوك القطيع للمستثمرين على الملاءمة القيميّة للمعلومات المحاسبية والآليات الكامنة وراء التغيرات في أهمية قيمة المعلومات المحاسبية في بورصة الكويت للأوراق المالية، اعتمادًا على أسلوب الانحدار لاختبار العلاقة خلال الفترة ١٩٩٩م حتى ٢٠١٠م، توصلت الدراسة إلى أن التغيرات في جودة الأرباح أو الافتقار إلى التوقيت المناسب في الإفصاح عن الأرباح لا تفسر الانخفاض في أهمية الملاءمة القيميّة للمعلومات المحاسبية، ويرجع سبب الانخفاض في قدرة المعلومات المحاسبية على تفسير عوائد الأسهم إلى ميول المستثمرين نحو اتباع سلوك القطيع، كما أوضحت الدراسة إلى أن سلوك القطيع يزداد بزيادة السياسة النقدية التوسعية والزيادات في استثمارات المحفظة الأجنبية.

كما قامت دراسة (Santana et al. (2020 باختبار ما إذا كانت ميول المستثمرين قد تؤثر على دقة وملاءمة معلومات الأرباح التي تفصح عنها الشركات البرازيلية غير المالية عن الفترة من ٢٠١٠م حتى ٢٠١٦م، بالتطبيق على عينة مكونة من ١١٤ شركة، وخلصت الدراسة إلى أن يقوم المديرين بتضخيم أرقام الأرباح واستخدام الاستحقاقات الاختيارية بشكل متزايد والتأثير على قدرة السوق على التسعير مع زيادة تفاؤل المستثمرين، وعلى العكس انخفاض استخدام الاستحقاقات الاختيارية في حالة تشاؤم المستثمرين، وبالتالي تنخفض درجة الملاءمة القيميّة لمعلومات الأرباح مع تفاؤل المستثمرين نتيجة تلاعب المديرين بأرقام المعلومات وتضخمها وإصدار معلومات لا تمت للوضع الحقيقي للشركة بصلة.

٢/١/٢/٦ . وجهة النظر الثانية التي تمثلت في وجود علاقة طردية بين ميول المستثمرين والملاءمة القيميّة للمعلومات المحاسبية: اختبرت دراسة (Coulton et al. (2016 تأثير ميول المستثمرين على السرعة التي تعكس بها أسعار الأسهم المعلومات التي يتم الإفصاح عنها، وكيف يمكن للأنواع المختلفة من الميول أن تؤثر على عملية تسعير الأسهم، باستخدام أسلوب تحليل الانحدار، وذلك على عينة من الشركات الأمريكية عن الفترة من ١٩٨٠م إلى ٢٠١٠م، وتوصلت إلى النتائج التالية: يزداد اهتمام المستثمرين بالأسهم في الأسواق الصاعدة مقارنةً بالأسواق الهابطة، بما يجعل هناك اهتمام أكبر من جانب المستثمرين بالمعلومات المحاسبية التي يتم الإفصاح عنها، مما يمثل ضغط شديد على إدارة الشركات في تلك الأسواق للإفصاح الكامل وبشفافية عن نتائج الأعمال، ويزيد من الملاءمة القيميّة للمعلومات المحاسبية، كما أوضحت الدراسة أن عملية تسعير الأسهم تختلف اعتمادًا على كل من ميول المستثمرين، ومستوى الاقتصاد، ومدى حساسية الشركة لهذه الميول، فردود الفعل السعريّة للأسهم تختلف خلال فترات الميول المتفائلة عن الميول المتشائمة، كما أن حساسية الشركات لميول المستثمرين تؤثر على توقيت وسرعة تحديد القيمة النهائية لأسعار الأسهم بواسطة المستثمرين.

كما قامت دراسة (Yang et al. (2018 بالاعتماد على مؤشر بحث Qihoo 360 للتحقق ما إذا كان ميول المستثمر ووسائل الإعلام له علاقة بعدم تماثل معلومات سوق الأوراق المالية وأثرها على تقلبات أسعار الأسهم، بالتطبيق على عينة مكونة من ٣٩١ شركة مدرجة في بورصتي (Shanghai) و (Shenzhen) للأوراق المالية للفترة من ٢٠١٣م حتى ٢٠١٦م، وخلصت الدراسة إلى أن ميول المستثمرين نحو الاهتمام بالمعلومات وأخبار الشركات يساعد في تقليل عدم تماثل المعلومات ويرفع من الملاءمة القيميّة للمعلومات المحاسبية ويزيد من كفاءة السوق، في حين أن اهتمام وسائل الإعلام لا يؤدي إلى تقليل عدم تماثل المعلومات، كما أن اهتمام المستثمر بالمعلومات عبر الانترنت يسهل من التنبؤ بأداء الأسهم في سوق الأسهم الصينية.

أيضًا في الصين، اختبرت دراسة (Wen et al. (2019 تأثير ميول واهتمامات المستثمرين على الملاءمة القيميّة للمعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتمثلت العينة في ٢٣٦٨ شركة فردية في الفترة من ٢٠٠٧م إلى ٢٠١٧م، توصلت الدراسة إلى أن ارتفاع ميول المستثمرين تجاه الشركات التي تحظى باهتمام أكبر من المستثمرين يؤدي إلى حرص هذه الشركات على تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل وزيادة ملاءمة المعلومات التي يحصل عليها المستثمرين وهذا يزيد من صعوبة قيام مديرين الشركات بإخفاء الأخبار السيئة، وذلك على عكس الشركات التي تحظى باهتمام أقل من قبل المستثمرين؛ نظرًا لانخفاض الملاءمة القيميّة للمعلومات التي يحصلون عليها من الشركة حيث يكون مديري تلك الشركات تحت ضغط أقل ومن ثم يقوموا بحجب الأخبار السيئة عن المستثمرين، مما يترتب عليه تراكم الأخبار السيئة، ويؤدي إلى زيادة مخاطر الانهيار لتلك الشركات في المستقبل، كما أوضحت الدراسة أن ارتفاع جودة المراجعة لتلك الشركات تزيد من الملاءمة القيميّة للمعلومات المحاسبية.

كما اهتمت دراسة (Mbanda et al. (2019 بالقدرة التنبؤية للعوائد الإجمالية المستقبلية أحد سمات الملاءمة القيميّة للمعلومات المحاسبية، وكيف يمكن لميول المستثمرين أن تؤثر على القدرة التنبؤية للعوائد المستقبلية، واستخدمت الدراسة نموذج VAR واختبارات السببية Granger لتحليل العلاقة، اعتمادًا على البيانات الأسبوعية لـ ٨٠٩ شركة في الولايات المتحدة الأمريكية عن الفترة من ٢٠٠٤م إلى ٢٠١٥م، خلصت الدراسة إلى أن ميول المستثمرين تؤثر على القدرة التنبؤية بعوائد الأسهم الإجمالية المستقبلية وذلك من خلال رؤيته المختلفة لمحتوى المعلومات والتي تكون مختلطة بميوله، بالإضافة إلى أنه في فترات ميول المستثمرين المتفائلة يزداد التداول ويزداد

اهتمام المستثمر، مما ينعكس على زيادة القدرة التنبؤية بالعوائد المستقبلية، أي قدرة المستثمر على استخدام المعلومات في التنبؤ بعوائد وأسعار الأسهم المستقبلية.

بالإضافة لما سبق، فبعض المستثمرين يستخدمون استراتيجيات مختلفة (الإستراتيجية الإرشادية، التحليل التفصيلي) على حسب ميولهم، مما يؤثر على اختلاف أهمية الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية (الأرباح/ القيمة الدفترية) التي تفصح عنها الشركات، فهناك علاقة طردية بين ميول المستثمرين المتفائلة التي تحبذ استخدام الأرباح (الإستراتيجية الإرشادية) والملاءمة القيمية لمعلومات الأرباح، كما أن هناك علاقة طردية بين ميول المستثمرين المتشائمة التي تحبذ استخدام المتغيرات المحاسبية بخلاف الأرباح (التحليل التفصيلي) والملاءمة القيمية للمعلومات القيمة الدفترية لحقوق الملكية

في الولايات المتحدة الأمريكية، تناولت دراسة (Wang (2018) تقييم التأثير المختلف لميول المستثمرين على الملاءمة القيمية لكل من القيمة الدفترية والأرباح، اعتماداً على عينة مكونة من ١٢١٤٤٧ مشاهدة خلال الفترة من ١٩٦٥م إلى ٢٠١٠م، توصلت الدراسة إلى أن الملاءمة القيمية للقيمة الدفترية تكون أعلى خلال الميول التشاؤمية مقارنة بفترة الميول التفاؤلية للمستثمر، وعلى العكس من ذلك تكون الملاءمة القيمية للأرباح أعلى خلال الميول التفاؤلية مقارنة بفترة الميول التشاؤمية، وهذا يعني أن المستثمرين عندما يكونون متفائلين يعطوا اهتمام أكبر للأرباح والتي تمثل مؤشر محاسبيًا أكثر دلالة على الأداء المستقبلي، في حين أن المستثمرين عندما يكونون متشائمين يفضلوا التركيز على القيمة الدفترية والتي تمثل مؤشر محاسبيًا الأكثر دلالة على القيمة الحالية للشركة.

كما أكدت دراسة (He et al. (2020) على أن أهمية المتغيرات المحاسبية تكون أقل بالنسبة للمستثمر في فترات ارتفاع ميول المستثمرين (التفاؤل) مقارنة بفترة انخفاض ميول المستثمرين (التشاؤم)، وقامت بالتحقق فيما إذا كانت ميول المستثمرين تؤثر على العلاقات بين المتغيرات المحاسبية التي حددها (Chen & Zhang (2007) مثل (الاستثمارات الرأسمالية ومعدل النمو ومعدل الخصم) وعوائد وأسعار الأسهم، وذلك على عينة مكونة من ٤٧٨٢٤ مشاهدة للشركات الأمريكية خلال الفترة من ١٩٨٣م إلى ٢٠١٠م، خلصت تلك الدراسة إلى أن ميول المستثمرين تؤدي إلى اختيار استراتيجيات معرفية مختلفة واستخدام طرق مختلفة لمعالجة المعلومات، حيث يعتمد المستثمرين على الإستراتيجية الإرشادية أي الاعتماد على الأرباح فقط في حالة الميول المتفائلة (ارتفاع الميول)، وفي المقابل، قد يعتمد المستثمرين على التحليل التفصيلي باستخدام متغيرات محاسبية أخرى بخلاف الأرباح كالاستثمارات الرأسمالية والتغيرات في معدلات النمو ومعدلات الخصم في حالة الميول التشاؤمية (انخفاض الميول)، ومن ثم تكون الأرباح أكثر ارتباطاً بعوائد الأسهم خلال فترات ارتفاع ميول المستثمرين مقارنة بفترة انخفاض ميول المستثمرين، وتكون العلاقة بين عوائد الأسهم والمتغيرات المحاسبية الأخرى أقوى خلال فترات انخفاض ميول المستثمرين مقارنة بفترة ارتفاع ميول المستثمرين، وبالتالي فإن أهمية الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية تختلف باختلاف ميول المستثمرين.

### ٣/١/٢/٦. دراسات لها وجهة نظر ثالثة بأن ميول المستثمرين والمعلومات المحاسبية لها تأثير مشترك على أسعار الأسهم:

سعت دراسة (Zhu & Niu (2016) إلى تحليل الأسباب الكامنة وراء تأثير كل من ميول المستثمرين والمعلومات المحاسبية على أسعار الأسهم بالتطبيق على سوق الأسهم الصينية، وتمثلت عينة الدراسة في ١٨٦٠ شركة عن الفترة من ٢٠٠٢م إلى ٢٠١١م، وأشارت نتائج تحليل الانحدار الخطي إلى أن ميول المستثمرين تؤثر على توقعات المحللين بشأن معدل نمو الأرباح المتوقعة في المستقبل، مما يؤثر على أسعار الأسهم. وفي نفس السياق، اتفقت دراسة (Nikbakht et al. (2017 مع دراسة (Zhu & Niu (2016) على وجود تأثير لميول المستثمرين على معدل نمو الأرباح المتوقعة، مما يؤثر على أسعار الأسهم، ومع ذلك فإن ميول المستثمرين ليس لها تأثير كبير على معدل العائد المطلوب، وتم إجراء الدراسة على الشركات المدرجة في بورصة طهران على مدى ٦ سنوات من ٢٠٠٩م حتى ٢٠١٤م، اعتماداً على أسلوب تحليل الانحدار، خلصت الدراسة إلى إنه في ظل التقلب الشديد في الأرباح يمكن للتفاعل بين المعلومات المحاسبية وميول المستثمرين أن يفسر أسعار الأسهم، إلا أن المعلومات المحاسبية لها تأثير أكبر على سعر السهم عندما تكون الأرباح أكثر استقراراً، في حين أن الميول يكون لها تأثيراً أكبر على أسعار الأسهم عندما يكون هناك حالة من عدم التأكد في المعلومات.

في ضوء تحليل المجموعة الرئيسية الأولى من الدراسات تبين للباحث أن هناك ثلاث جهات نظر مختلفة فيما يتعلق بالعلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية:

- وجهة النظر الأولى أكدت فيها دراسات كل من (Gurun & Ali (2009); Mian & Sankaraguruswamy (2012); Seybert & Yang (2012); Chaudhry & Sam (2018); Santana et al. (2020) على أن ميول المستثمرين تؤثر عكسًا على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، حيث إن ميول المستثمرين قد ينجم عنها انخفاض في الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، كما أوضحت هذه الدراسات أن تلبية رغبات المستثمرين وميولهم له دور كبير في أن تكون المعلومات المحاسبية المفصح عنها من قبل المنشأة أو المتنبأ بها من قبل المحللين والمستثمرين أكثر أو أقل ارتباطاً بأسعار وعوائد الأسهم.

- وجهة النظر الثانية أكدت فيها دراسات كل من (Coulton et al. (2016); Yang et al. (2018); Mbanga (2019); Wen et al. (2019) على أن ميول المستثمرين تؤثر طردياً على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، حيث إن ميول المستثمرين قد

ينجم عنها زيادة في الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، فتفاؤل المستثمرين وزيادة اهتمامهم بالمعلومات المحاسبية وأخبار الشركات يحث الشركات على الإفصاح عن معلومات محاسبية لها قدرة تنبؤية عالية، ويستطيع المستثمرون استخدامها في تقييم أسعار الأسهم واتخاذ قرارات استثمارية رشيدة. كما أكدت دراستي كل من Wang (2018); He et al. (2020) أن هناك ارتباطاً قوياً بين ميول المستثمرين (تفاؤل ونشائم) والإستراتيجيات المعرفية (الإستراتيجية الإرشادية والتحليل التفصيلي) وهذا يؤثر على درجة أهمية الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية التي يتم الإفصاح عنها من قبل الشركات، فمع تفاؤل المستثمر يزداد استخدام الإستراتيجية الإرشادية التي تعتمد على الأرباح، مما يزيد من الملاءمة القيمية لها، أما في حالة تشاؤم المستثمر يزداد استخدام التحليل التفصيلي والتركيز على المتغيرات المحاسبية الأخرى بخلاف الأرباح التي تكون أكثر تعبيراً عن وضع المنشأة الحالي والمستقبلي، ويزيد من الملاءمة القيمية لهذه المتغيرات.

- أما وجهة النظر الثالثة والأخيرة، فقد أوضحت دراسة كل من (Zhu & Niu (2016); Nikbakht et al. (2017) أن العلاقة بين ميول المستثمرين والمعلومات لها تأثير نسبي مختلف على سعر السهم، ويتحدد هذا التأثير بناء على درجة عدم التأكد من المعلومات ودرجة استقرار الأرباح والظروف الاقتصادية.

بناء على ما سبق، فقد تعددت وجهات النظر حول العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية ولا زال هناك جدل قائم بين الدراسات حول طبيعة هذه العلاقة، مما يجعلها مجالاً خصباً للدراسة، كما أن هناك ندرة في الدراسات التي تم إجراؤها في الدول العربية بصفة عامة وفي مصر بصفة خاصة؛ ونظراً لأن المستثمر في البيئة المصرية غالباً ما يتصف بأنه مستثمر غير عقلائي ويمكن أن تؤثر الميول على قراراته الاستثمارية (شعراوي، ٢٠١٦؛ عوض، ٢٠٢٣)، تتوقع الباحثة وجود علاقة بين ميول المستثمرين وقدرة المعلومات المحاسبية على تفسير التغييرات في أسعار الأسهم. وبناء عليه تشق الباحثة الفرض الأول كما يلي:

**H1: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لميول المستثمرين على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.**

٢/٢/٦ . المجموعة الرئيسية الثانية: دراسات تناولت العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.

في هذه المجموعة يتم عرض الدراسات التي تناولت خصائص مجلس الإدارة الرئيسية (حجم المجلس واستقلالية وازدواجية الدور للرئيس التنفيذي) والتي قد تؤثر على دوره الإشرافي وعلاقتها بالملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، وكانت النتائج التجريبية ليست قاطعة حول هذه العلاقة.

في سوريا، قامت دراسة يوسف (٢٠١٢) باختبار أثر خصائص مجلس الإدارة على ملاءمة معلومات الأرباح المحاسبية لقرارات المستثمرين، وأجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من ٧٨ شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية عن المدة من عام ٢٠٠٥م حتى ٢٠٠٨م، توصلت إلى أن حجم مجلس الإدارة لا يؤثر على ملاءمة معلومات الأرباح المحاسبية؛ ومع ذلك فإن حجم المجلس المتوسط (٧ أعضاء) هو الأقل في التأثير العكسي، كما أن وجود أغلبية لأعضاء المجلس من غير التنفيذيين له تأثير موجباً على ملاءمة معلومات الأرباح المحاسبية، كما يؤثر قيام رئيس المجلس بدور مزدوج (كرئيس للمجلس ورئيس الإدارة التنفيذية) سلباً على ملاءمة معلومات الأرباح المحاسبية، واتفقت مع ذلك دراسة (Ayadi & Boujelbene (2015) في فرنسا، ووجدت أن ازدواجية الرئيس التنفيذي لها تأثير عكسي على الملاءمة القيمية للأرباح المحاسبية، كما اتفقت دراسة (Balagobei, 2018) في سيرلانكا على عدم وجود تأثير معنوي لحجم مجلس الإدارة على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية إلا أن استقلالية المجلس لها تأثير سلبي معنوي على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.

في الكويت، اعتمدت دراسة (Alfraih et al. (2015) على تحليل الانحدار لاختبار تأثير خصائص مجلس الإدارة على الملاءمة القيمية لكل من الأرباح والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، خلصت الدراسة إلى أن الشركات ذات مجلس الإدارة الأصغر والتي يتم فيها تقسيم أدوار الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة وتجنب ازدواجية الدور تعمل على تحسين الملاءمة القيمية لكل من الأرباح والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، على النقيض من ذلك، وجدت دراسة (Almujamed & Alfraih (2020) بالاعتماد على عينة من ١٧٨ شركة في سوق الكويت للأوراق المالية في عام ٢٠١٣م أن حجم مجلس الإدارة مرتبط بشكل كبير بقيمة الشركة وأن الشركات الكويتية ذات المجالس الكبيرة زادت من أهمية الأرباح والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، كما كان لازدواجية الدور تأثير موجب وإن لم يكن معنوياً، بالإضافة إلى أن وجود غير التنفيذيين في مجلس الإدارة له تأثير عكسي على القيمة السوقية.

في إندونيسيا، توصلت دراسة (Linda (2018) إلى أن مجلس الإدارة الكبير ونسبة أقل من غير التنفيذيين المستقلين له تأثير موجب على الملاءمة القيمية للأرباح، بينما حجم المجلس الصغير ونسبة أكبر من الأعضاء غير التنفيذيين المستقلين يرتبطاً موجباً بالملاءمة القيمية للقيمة الدفترية، وذلك بعد فحص عينة من ١٦٤ شركة خلال الفترة من ٢٠١٢م حتى ٢٠١٦م. واتفقت مع ذلك دراسة (Krismiaji & Surifah (2020) التي اعتمدت على عينة من ٤٩٠ شركة أندونيسية وذلك عن الفترة من ٢٠١٢م حتى ٢٠١٧م، وخلصت نتائج تحليل الانحدار إلى أن استقلالية مجلس الإدارة لها تأثير عكسي على الملاءمة القيمية للأرباح، ولكن لها تأثير موجب على الملاءمة

القيمة للقيمة الدفترية لحقوق المساهمين، كما أن الامتثال لمعايير المحاسبة الدولية وحجم مجلس الإدارة لهما تأثير موجب على الملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية.

في جنوب أفريقيا، قامت دراسة (Tshipa et al. (2018) على تحليل الانحدار لاختبار العلاقة بين مجلس الإدارة واستقلاليتها والدور المزدوج والملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية، وذلك بالاعتماد على نموذج Ohlson (1995) عن الفترة من ٢٠٠٢م حتى ٢٠١٤م لعينة مكونة من ٢٩٥ شركة وتتضمن جميع الشركات (الصغيرة والمتوسطة والكبيرة) وتم استبعاد الشركات التي لديها أكثر من تقرير سنوي واحد مفقود، بهدف فحص مستويات الامتثال المتسقة للشركات بمرور الوقت، وخلصت الدراسة إلى عدم وجود تأثير معنوي لازدواجية الدور التنفيذي لمجلس الإدارة على الملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية، كما أن هناك علاقة موجبة بين مجلس الإدارة المستقل والملاءمة القيمة للأرباح، حيث تزيد الملاءمة القيمة للأرباح بزيادة الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة، وبشكل عام تمكن حوكمة الشركات من تحسُّن الملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية. وفي نفس السياق توصلت دراسة (Saona et al. (2020) بالتطبيق على عينة من الشركات الإسبانية المقيدة بالبورصة خلال الفترة ٢٠٠٦م حتى ٢٠١٤م إلى أن حجم واستقلال مجلس الإدارة يؤثر طرديًا على الملاءمة القيمة للأرباح.

في الأردن، فحصت دراسة (Tahat et al. (2021) العلاقة المباشرة بين المعلومات المحاسبية للشركة وسعر السهم مع اختبار الدور المحفز لمجلس الإدارة واعتمدت الدراسة على التقارير السنوية للشركات المدرجة في بورصة عمان في قطاعي الخدمات والتصنيع عن الفترة ٢٠١٢م حتى ٢٠١٦م، واتبعت المنهجية الكمية على أساس نموذج التقييم (Ohlson (1995)، وخلصت الدراسة إلى أن حجم مجلس الإدارة يعزز من أهمية الملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية. واتفقت مع ذلك دراسة (Badu & assabil (2022) والتي تم إجراؤها في غانا على عينة مكونة من ١٤٤ شركة وذلك عن الفترة من ٢٠١٠م إلى ٢٠١٧م، واستخدمت تحليل الانحدار المتعدد، وتوصلت إلى أن حجم المجلس له تأثير موجب وبصورة معنوية على الملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية.

في مصر، اختبرت دراسة علي وفتحي (٢٠٢٣) تأثير حوكمة مجلس الإدارة كمتغير معدل على الملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية، وذلك بالتطبيق على الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية خلال الفترة من ٢٠١٥م حتى ٢٠١٨م، وتوصلت إلى وجود تأثير موجب لمحددات حوكمة مجلس الإدارة (حجم المجلس، واستقلال المجلس، وعدد اجتماعات المجلس) على العلاقة بين معلومات ربحية السهم وأسعار الأسهم كمؤشر لقيمة الشركة وهذا بسبب تفعيل الشركات لحوكمة مجلس الإدارة، مما انعكس على جودة وملاءمة الأرباح في تفسير أسعار الأسهم وهذا يتناسب وبلبي و رغبات وطبيعة المستثمر المصري الذي يميل إلى تحقيق الأرباح قصيرة الأجل وهي نظرة قصيرة الأجل في تقييم الأسهم، ووجود تأثير عكسي ومعنوي لمحددات حوكمة مجلس الإدارة (حجم المجلس، استقلال المجلس، عدد اجتماعات المجلس) على العلاقة بين القيمة الدفترية لحقوق الملكية وأسعار الأسهم كمؤشر لقيمة الشركة وعدم معنوية ازدواجية منصب المدير التنفيذي على العلاقة بين القيمة الدفترية لحقوق الملكية وأسعار الأسهم.

وفقًا لما تم عرضه من الدراسات السابقة المرتبطة بالعلاقة بين خصائص مجلس الإدارة والملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية تلاحظ الباحثة أن تلك الدراسات متشابهة في اختبار أثر حجم مجلس الإدارة واستقلاليتها وازدواجية الدور على الملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية، كما اعتمدت تلك الدراسات في جمع البيانات على التقارير المالية المنشورة وعلى الرغم من اختلاف بيئة التطبيق فبعضها في دول متقدمة وبعضها الآخر في دول نامية، إلا أن بعض النتائج كانت متشابهة وبعضها مختلفة وإن كانت في بيئة تطبيق واحدة (الكويت) ولكن فترة الدراسة مختلفة مثل (Alfraih et al., 2015; Almujaed & Alfraih, 2020)؛ ونظرًا لوجود تباين في نتائج تلك الدراسات، وأن أغلب هذه الدراسات توصلت إلى وجود تأثير لهذه الخصائص على الملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية سواء كان تأثير موجب أو سالب؛ لذا تتوقع الباحثة أن يكون لخصائص مجلس الإدارة تأثير على الملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية في البيئة المصرية. وبناء عليه تشق الباحثة الفرض الثاني كما يلي:

## H2: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على الملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية.

### ٣/٢/٦. المجموعة الرئيسية الثالثة: دراسات تناولت تأثير العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية بحوكمة مجلس الإدارة الشركات.

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على ميول وسلوك المستثمر وهذا ينعكس على قراراته الاستثمارية، ويؤدي إلى حدوث تغيير في أسعار وعوائد الأسهم إما بشكل موجب أو بشكل سالب على حسب تأثير ميوله في قراره الاستثماري، كما أن اتباع الشركة لنظم وآليات رقابية وإشرافية مثل حوكمة الشركات والتي تقدم حوافز يمكن أن تقود المديرين وتجبرهم على اتخاذ قرارات سعيًا وراء زيادة قيمة الشركة قد يؤثر في ميول المستثمر، حيث اختبرت دراسة (Shahid & Abbs (2019) أثر آليات الحوكمة ودورها في زيادة ثقة المستثمر وترشيد القرارات الاستثمارية وذلك على عينة مكونة من ٢٣٠ شركة مدرجة في بورصة باكستان وبورصة بومباي خلال الفترة ٢٠٠٨م حتى ٢٠١٧م، وتوصلت إلى أن حوكمة الشركات تخفف بشكل فعال من تأثير ميول المستثمرين الذي يتسبب في تخصيص الموارد بشكل غير فعال ويضر بمصالح المساهمين. كما قامت دراسة (Liao et al. (2021) باختبار تأثير آليات الحوكمة على ميول

المستثمرين في تايوان، واعتمدت على عينة من ١٦٩٣٧ شركة وذلك عن الفترة ٢٠٠٨م حتى ٢٠١٧م، وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن مجلس الإدارة يرتبط موجبًا بميول ومشاعر المستثمر، وأن المستوى التعليمي وخبرة المديرين ترتبط موجبًا بميول المستثمر الأجنبي، فكلما زادت خبرة المديرين وخاصة الخبرة المالية كلما تحسن مستوى الإفصاح عن المعلومات وارتفعت دقة تنبؤات المحللين الماليين وزاد تفاؤل المستثمر وثقته في المعلومات المحاسبية وهذا يقلل من المخاطر التي يتحملها المستثمرون، مما يزيد من اتخاذ قرار الاستثمار في الشركة.

في السعودية، تناولت دراسة (Aljughaiman & Chebbi (2022) تأثير ثقة المستثمرين المفرطة (التفاؤل) وتجنب الخسارة (التشاؤم) على القيمة السوقية للشركة، والتأثير المعدل لحوكمة الشركات (حجم المجلس واستقلاليته) على العلاقة بين تحيزات سلوك المستثمر والقيمة السوقية للشركة، وذلك على عينة من ١٤٣ شركة مدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة من ٢٠١٢م إلى ٢٠٢١م، وتشير النتائج إلى أن النفور من الخسارة يرتبط سالبًا بالقيمة السوقية للشركة، فالمستثمرون الذين يكرهون الخسارة يبيعون أسهمهم؛ لأنهم يخافون من خسارة أرباحهم، ومن ثم يكون هناك بيع مكثف للسهم من قبل المستثمرين عندما يقترن بانخفاض الرغبة في الشراء، وهذا يؤثر بالسلب على القيمة السوقية للشركة وعلى سوق الأسهم، وأوضحت الدراسة أن حوكمة الشركات تخفف بشكل هامشي التأثير السالب لتجنب الخسارة، ومن ناحية أخرى، أشارت النتائج إلى أن الثقة المفرطة للمستثمرين لها تأثير موجب على قيمة الشركة، وأن كلاً من حجم المجلس واستقلالية مجلس الإدارة يعززان الارتباط الموجب بين الثقة المفرطة والقيمة السوقية للشركة، وذلك يرجع إلى أن الحوكمة الرشيدة للشركات يمنحها سمعة جيدة وتضيف قيمة لتقييم المستثمر من خلال دورها في الحد من عدم تناسق المعلومات، فهي تعتبر قيمة إعلامية تزيد من ثقة المستثمر عند اتخاذ قراره الاستثماري، كما تؤثر على أداء الشركة في السوق ومن ثم قيمتها السوقية.

في ظل العولمة والمنافسة الشديدة فإن المستثمرين يضعون في اعتبارهم الاستثمار في الشركات والمؤسسات المختلفة التي تطبق قواعد الحوكمة ومبادئها؛ نظرًا لتمتعها بالشفافية في معاملاتها وفي إجراءات المحاسبة والمراجعة المالية في جميع العمليات التي تقوم بها، وهو ما أيدته دراسة كل من (Ayadi & Boujelbene, 2015; Tshipa et al., 2018; Krismiaji & Surifah, 2020; Tahat et al., 2021)، بأن حوكمة الشركات تزيد من الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، لهذا من المرجح أن حوكمة مجلس الإدارة تؤثر على المعلومات المحاسبية وتجعلها أكثر ملاءمة وموثوقة عند تفسير أسعار الأسهم، كما تحد من عدم تماثل المعلومات بين المديرين ومقدمي رؤوس الأموال، مما يحد من سوء تسعير الأسهم، وبالتالي يزيد من ثقة المستثمرين في سوق الأسهم، وتقليل التقلبات في ميولهم، وزيادة اعتمادهم على المعلومات المحاسبية في تفسير أسعار الأسهم. وبناء على ما سبق تشق الباحثة الفرض التالي:

**H3: يوجد تأثير مُعدل لحوكمة مجلس الإدارة على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية**

### ٣/٦. الدراسة التطبيقية:

تأسيسًا على ما سبق، سوف يتم تناول الدراسة التطبيقية في هذا الجزء كخطوة منطقية بعد تحليل الدراسات السابقة وبناء الفروض في مجال البحث، من أجل اختبار العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية والأثر المُعدل لحوكمة مجلس الإدارة على هذه العلاقة.

### ١/٣/٦. مجتمع وعينة الدراسة ومصادر الحصول على المعلومات.

تمثلت عينة الدراسة في الشركات المدرجة بمؤشر البورصة المصرية EGX100 عام ٢٠٢٢م، وذلك على مدار فترة زمنية تتراوح ما بين عامي ٢٠١١م - ٢٠٢٢م. هذا، وقد قُدرت العينة المبدئية للدراسة بـ ١٢٠٠ مشاهدة سنوية (١٠٠ شركة لمدة ١٢ عام)، وعقب استبعاد المشاهدات السنوية الخاصة بالشركات المنتمية إلى القطاع المصرفي والمقدرة بـ ٢٠٤ مشاهدة (١٧ شركة تابعة لقطاع البنوك وقطاع الخدمات المالية غير المصرفية)، والمشاهدات السنوية للشركات التي لا يتوافر عنها البيانات اللازمة كالبيانات المالية أو أسعار الأسهم أو بيانات حوكمة الشركات والمقدرة بـ ١٥٦ مشاهدة (١٣ شركة)، من ثم يصل عدد المشاهدات إلى ٨٤٠ مشاهدة سنوية، كما هو موضح بالجدول رقم (١).

جدول رقم (١): إجراءات تحديد عينة الدراسة.

| عدد المشاهدات | إجراءات اختيار العينة   |
|---------------|---|
| ١٢٠٠          | مشاهدات متعلقة بـ ١٠٠ شركة مدرجة بمؤشر EGX100 لعام ٢٠٢٢ لمدة ١٢ عام                   |
|               | يستبعد منها   |
| (٢٠٤)         | ١- مشاهدات متعلقة بـ (١٧) شركة تنتمي لقطاع البنوك، وقطاع الخدمات المالية غير المصرفية |
| (١٥٦)         | ٢- مشاهدات متعلقة بـ (١٣) شركة لا يتوافر عنها البيانات اللازمة                        |
| ٨٤٠           | مشاهدات اختبار فروض الدراسة   |

اعتمدت الباحثة في تجميع البيانات اللازمة للدراسة على البيانات الثانوية المتاحة في التقارير المالية ونماذج الإفصاح وتقارير مجلس الإدارة وهيكل المساهمين لكل شركة، وأسعار الأسهم، وأحجام التداول، وذلك عن الفترة من ٢٠١١م حتى ٢٠٢٢م، والتي تم الوصول إليها من خلال مصادر متعددة، وهي: موقع (Investing.com)، وقاعدة بيانات (Refinitiv DataStream)، وموقع مباشر مصر (www.mubasher.info)، والموقع الإلكتروني للبورصة المصرية (www.egx.com.eg)، والمواقع الممثلة لعينة الدراسة على شبكة الإنترنت.

### ٢/٣/٦. متغيرات الدراسة وكيفية قياسها.

تعتمد الدراسة الحالية على أربعة أنواع من المتغيرات، وهي: المتغيرات المستقلة، والمتغيرات التابعة، والمتغيرات المحفزة أو المعدلة، والمتغيرات الرقابية. وفيما يلي عرضٌ لهذه المتغيرات وكيفية قياس كل منها:

١/٢/٣/٦. المتغير التابع: الملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية.

حاز نموذج (Ohlson, 1995) على اهتمام معظم الدراسات المرتبطة بقياس الملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية عند تفسير أسعار الأسهم، سواء كان ذلك في السوق الكفاء أو غير الكفاء، حيث يعتمد هذا النموذج على ما يعرف بديناميكية المعلومات الخطية التي يمكن من خلالها اختبار الملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية مثل (القيمة الدفترية، وربحية السهم)، وليست مستقبلية (مقدرة)، مما يجنب النموذج الوقوع في المشاكل التطبيقية التي تؤثر على دقة القيم المقدرة والمرتبطة بالنماذج الأخرى كنموذج القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المتوقعة، ونموذج القيمة الحالية للتدفقات النقدية، ونموذج الدخل المتبقي ولأسباب السابقة، وبناء على دراسة كل من (Badu & Assabil, 2022؛ علي، ٢٠٢١؛ علي وفتحى، ٢٠٢٣) اعتمدت الباحثة في قياس الملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية على نموذج (Ohlson, 1995) حيث يأخذ النموذج الشكل التالي:

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BV_{i,t} + \beta_2 EPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث إن:

- $P_{i,t}$ : سعر إقفال سهم الشركة (i) في نهاية السنة المالية (t).
- $\beta_0$ : ثابت معادلة الانحدار.
- $\beta_1, \beta_2$ : معاملات الانحدار الخاصة بالقيمة الدفترية للسهم وربحية السهم على التوالي.
- $BV_{i,t}$ : القيمة الدفترية للسهم (i) في نهاية السنة المالية (t) ويتم حسابه من خلال قسمة القيمة الدفترية لحقوق الملكية على عدد الأسهم القائمة في تاريخ قائمة المركز المالي وذلك للشركة (i) في الفترة (t).
- $EPS_{i,t}$ : ربحية السهم للشركة (i) في نهاية السنة المالية (t) ويتم حسابه من خلال قسمة صافي الربح على عدد الأسهم القائمة في تاريخ قائمة المركز المالي وذلك للشركة (i) في نهاية السنة المالية (t).
- $\varepsilon_{i,t}$ : الخطأ العشوائي.

٢/٢/٣/٦. المتغير المستقل: ميول المستثمرين.

اعتمدت دراسات التمويل السلوكي في قياس ميول المستثمرين على مقاييس مباشرة ومقاييس غير مباشرة (Brown & Cliff, 2005; Baker & Wurgler, 2007; Brown et al., 2012; Shahid & Abbs, 2019; He et al., 2020; Alnafea & Chebbi, 2022; Modani et al., 2023)، فبعض الدراسات استخدمت المقاييس المباشرة: كالاستقصاءات للتعرف على تأثير اتجاهات المستثمرين على أسواق رأس المال (Brown & Cliff, 2005; Shahid & Abbs, 2019)، إلا أن استخدام قوائم الاستقصاء قد يترتب عليها بعض المشاكل بسبب الاستجابات غير الدقيقة، وعدم أو سوء فهم الأسئلة التي تشملها القائمة، كما أنها لا تعبر عن ميول المستثمرين إلا في لحظة سؤال المستقصي منهم (Beer & Zouaoui, 2013)، وهناك دراسات أخرى استخدمت مقاييس غير مباشرة: تعتمد على استخدام التقدير الكمي لميول المستثمرين والذي يعتبر تطور جديد في القياس المالي في الأسواق المالية (Baker & Wurgler, 2007; Brown et al., 2012; He et al., 2020; Alnafea & Chebbi, 2022; Modani et al., 2023)، وتنقسم تلك المقاييس إلى مؤشرات يمكن استخدامها لقياس ميول المستثمرين على مستوى السوق ككل، ومؤشرات لقياس ميول المستثمرين تجاه كل شركة على حدة، وفيما يلي عرض للمؤشرات التي تم استخدامها لقياس ميول المستثمرين:

١/٢/٢/٣/٦. العوائد الليلية لأسهم الشركات (Overnight Returns) (ONR):

تعتبر العوائد الليلية لأسهم الشركات من المقاييس التي يمكن استخدامها لقياس ميول المستثمرين على مستوى الشركة (Aboody et al., 2018; WeiBofner & Wessels, 2020)، فقد أشارت دراستنا كل من (Aboody et al., 2018) إلى أن العوائد التي يتم تحقيقها بعد ساعات العمل الرسمية للبورصة 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 بخلاف 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 هذه الفترة مؤشراً على ميول المستثمرين، ويتم قياس العوائد الليلية للأسهم من خلال المعادلة التالية:

$$\text{ONR}_{i,t} = \frac{1 + R_{\text{intraday } i,t}}{1 + R_{\text{close-to-close } i,t}} - 1$$

حيث:

- ONR: العائد الليلي لسهم الشركة (i) خلال اليوم (t).
- $R_{\text{intraday } i,t}$ : معدل العائد المحقق للشركة (i) خلال اليوم (t).
- $R_{\text{close-to-close } i,t}$ : معدل العائد من سعر إغلاق لسعر الإغلاق التالي لسهم للشركة (i) خلال اليوم (t).

٢/٢/٢/٣/٦. معدل الدوران المعدل للأسهم (ATR) (The Adjusted Turnover Rate):

يعد مقياس معدل الدوران المعدل للأسهم مقياساً لميول المستثمرين على مستوى كل من الشركة والسوق (Baker & Wurgler, 2007; Seok et al., 2019). ويمكن 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 إما قيمة موجبة أو قيمة سالبة تتراوح ما بين (١-، ١) على التوالي، وما يميز هذا المقياس أنه من خلاله يمكن التمييز بين الميول المتفائلة والمتشائمة للمستثمرين (الميول المتفائلة عندما تكون النتيجة إيجابية، والميول المتشائمة عندما تكون النتيجة سلبية).

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

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).

٣/٢/٢/٣/٦. حجم التداول (TRV) (Trading Volume):

يمكن اعتبار حجم التداول (سيولة الأسهم) أحد مؤشرات قياس ميول المستثمرين سواء على مستوى السوق ككل، أو على مستوى كل شركة على حدة، وتم استخدام هذا المقياس في العديد من الدراسات (Baker & Wurgler, 2007; Seok et al., 2019; Li & Li, 2021)، ويتم قياس حجم التداول بقسمة العدد الكلي للأسهم التي يتم تداولها على عدد الأسهم المصدرة، ولاختلاف حجم التداول للأسهم بين الشركات، تم الاعتماد على اللوغاريتم الطبيعي لحجم التداول، وقد أشارت دراسة شعراوي (٢٠١٦) إلى أن ارتفاع حجم تداول الأسهم يشير إلى أن السوق يسيطر عليه المستثمرين غير الراشدين والذين يتجهون دون معلومات إلى عمليات الشراء عندما تكون لديهم حالة تفاؤل مرتفعة، ويتوقعون ارتفاع أسعار الأسهم، ويميلون إلى البيع في حالة التشاؤم ويتوقعون انخفاض أسعار الأسهم، وبالتالي كلما زاد حجم التداول كلما دل ذلك على ارتفاع ميول المستثمرين.

٤/٢/٢/٣/٦. نسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح (PER) (Price to Earnings Ratio):

تعتبر نسبة السعر إلى الربح أحد المؤشرات الأساسية التي يستخدمها المستثمرون عند تقييم الشركات المدرجة في البورصة، كأداة لتفسير أسعار الأسهم واتجاه السوق، ومعرفة ما إذا كان السهم مرتفعاً بإفراط أم منخفضاً بلا سبب لذلك. فعندما تكون نسبة السعر إلى الربح مرتفعاً، وهذا يعني أن السهم مقيم أعلى من قيمته نتيجة زيادة عمليات التداول عندما يكون المستثمرون متفائلين، بينما يشير انخفاضها إلى أن السهم مقيم بأقل من قيمته نتيجة توقعاتهم المتشائمة، أي أن نشاط المستثمرين غير العقلانيين يزداد في الأسواق الصاعدة وعلى الأسهم التي لديها ارتفاع في نسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح، وينخفض في الأسواق الهابطة وعلى الأسهم التي لديها انخفاض في نسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح (Gao et al., 2024; Alnafea Chebbi, 2022; Fu et al., 2021). ويتم التعبير عنها بالمعادلة الآتية:

$$PE_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{EPS_{i,t}}$$

حيث إن:

- $PE_{i,t}$ : نسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح للشركة (i) خلال السنة (t).
  - $P_{i,t}$ : سعر السهم في السوق للشركة (i) خلال السنة (t).
  - $EPS_{i,t}$ : نصيب السهم من الأرباح للشركة (i) خلال السنة (t). ويتم حسابه بخارج قسمة صافي الربح على عدد الأسهم.
- تُشير الباحثة إلى أنه سيتم قياس ميول المستثمرين على مستوى الشركات وليس على مستوى السوق ككل، وبالتالي اعتمدت على المقاييس المالية التي تُمكن من تحديد تأثير ميول المستثمرين على مستوى كل شركة من شركات الدراسة على حدة والتي أمكن الحصول على بياناتها في بيئة الأعمال المصرية وتتمثل في المقاييس الأربعة التالية: مقياس العائد الليلي لسهم الشركة (ONR) (Over Night Return)، ومعدل الدوران المعدل (Adjusted Turn Over Rate) (ATR)، حجم التداول (TRV) (Trading Volume)، نسبة سعر السهم إلى الأرباح (PER) (Price to Earnings Ratio). هذا، وستقوم الباحثة بإجراء تحليل المكونات الرئيسية (Principal Component Analyses) لتلك المقاييس ليتم جمعها في مؤشر واحد فقط لقياس ميول المستثمرين.

$$SENT_{i,t} = 0.632 * TRV_{it} + 0.421 * ATR_{it} + 0.646 * ONR_{it} + 0.070 * PER$$

حيث:

$SENT_{i,t}$ : ميول المستثمرين تجاه الشركة (i) خلال العام (t).

٣/٢/٣/٦. المتغير المُعدل: حوكمة مجلس الإدارة.

يتمتع مجلس الإدارة بمجموعة من الخصائص التي تسهم بشكل كبير في تفعيل حوكمة الشركات من عدمه، حيث تتمثل تلك الخصائص في:

- **حجم مجلس الإدارة (BSIZE)**: يقصد به العدد الإجمالي لأعضاء مجلس الإدارة (التنفيذيين وغير التنفيذيين) في تاريخ انعقاد الاجتماع السنوي لمجلس الإدارة، وتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لعدد أعضاء مجلس الإدارة (Badu & Assabil, 2022; Modani et al., 2023).
- **استقلالية المجلس (BIND)**: يعني أن يتضمن تشكيل مجلس الإدارة أعضاء مستقلين، وتم قياسه بنسبة الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة إلى إجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة (Krisimijaji & Ashari, 2019; Badu & Assabil, 2022; Modani et al., 2023).
- **ازدواجية دور رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي (BDUAL)**: يعني أن يتولى نفس الشخص منصب رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب، ويتم قياسه من خلال متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كان رئيس مجلس الإدارة يشغل أيضاً منصب المدير التنفيذي، ويأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك (Krisimijaji & Surifah, 2020; Badu & Assabil, 2022).

٤/٢/٣/٦. المتغيرات الرقابية:

اعتمدت الباحثة على المتغيرات الرقابية المتمثلة في: حجم الشركة (Firm Size): تم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة (i) في نهاية العام (t)، الرافعة المالية (Financial Leverage): تم قياسه بنسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية العام (t)، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية Market To Book Value: ويُقاس من خلال قسمة القيمة السوقية على القيمة الدفترية لسهم الشركة (i) خلال العام (t)، قياساً على الدراسات السابقة (He et al., 2020; Cui & Zhang, 2020; Fu et al., 2021; Alnafea & Chebbi, 2022; Modani et al., 2023) لأنها من أهم العوامل التي تؤثر على أسعار الأسهم.

٣/٣/٦. تحليل البيانات واختبار الفروض.

تم الاعتماد على حزمة البرامج الإحصائية STATA 15 لإجراء التحليلات الإحصائية اللازمة الخاصة بنماذج البحث الحالي ولتحقيق ذلك سيتم إجراء الاختبارات التالية:

١/٣/٣/٦. اختبار صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي.

استخدمت الباحثة مجموعة من الاختبارات الإحصائية للتحقق من مدى صحة وصلاحية البيانات للتحليل الإحصائي وذلك على النحو التالي:

١/١/٣/٣/٦. معالجة القيم الشاذة أو المتطرفة (*Extreme Value or Outliers*):

قد تحتوي عينة البحث على قيم متطرفة أو قيم شاذة *Outliers*، والتي قد تؤثر على نتيجة التحليل الإحصائي لبيانات العينة وبالتالي تم استخدام طريقة Winsorization للحد من تأثير القيم المتطرفة وذلك لكافة المتغيرات الدراسة، وفي هذه الطريقة يتم تعديل القيم المتطرفة للملاحظات التي تتجاوز قيمة الحد الأقصى لمقاييس متغيرات الدراسة *Upper Limit*، من خلال إعطائها قيمًا أقرب مشاهدة منها، وكذلك القيم المتطرفة التي تقل عن قيمة الحد الأدنى لمقاييس متغيرات الدراسة *Lower Limit*، وهذا يجعل القيم الشاذة عند أقل مستوى ممكن في العينة، ويحسن من كفاءة الاختبارات الإحصائية.

٢/١/٣/٣/٦. اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات (*Normal distribution*):

اعتمدت الباحثة على المقاييس الوصفية المتمثلة في معاملات الالتواء (*Skewness*) والتفرطح (*Kurtosis*) لبيان طبيعة توزيع بيانات العينة، ويوضح الجدول رقم (٢) أن قيم معاملات الالتواء والتفرطح لكل متغير من متغيرات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي، والتي تقع في نطاق الحدود المقبولة التي تتراوح بين (+٣ إلى -٣) بالنسبة لمعامل الالتواء، ومن (+١٠ إلى -١٠) بالنسبة لمعامل التفرطح.

Kline (2015)

جدول رقم (٢): اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات، معاملي الالتواء والتفرطح لمتغيرات الدراسة

| متغيرات الدراسة                         | Variable abbreviation | عدد المشاهدات | الالتواء | التفرطح  |
|---|-----------------------|---------------|----------|----------|
|   |                       |               | Skewness | Kurtosis |
| سعر السهم                               | P <sub>i,t</sub>      | ٨٤٠           | ٠,٩٥٥    | ٢,٦٤     |
| ربحية السهم                             | EPS                   | ٨٤٠           | ٠,٤٨٧    | ٢,٩٠     |
| القيمة الدفترية للسهم                   | BV                    | ٨٤٠           | ١,٢٣     | ٣,٢٣     |
| ميول المستثمرين                         | SENT                  | ٨٤٠           | -٠,٢٦٤   | ٢,٧٧     |
| حجم مجلس الإدارة                        | B size                | ٨٤٠           | ٠,٨٢٤    | ٣,٦٨     |
| حجم الشركة                              | SIZE                  | ٨٤٠           | -٠,٣٠٧   | ٣,٥١     |
| درجة الرفع المالي                       | LEV                   | ٨٤٠           | ٠,١٢٧    | ٢,٤٩     |
| نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية | MTB                   | ٨٤٠           | ١,٦٥     | ٥,١٠     |

٣/١/٣/٣/٦. اختبار الارتباط الخطي المتعدد (*Multicollinearity*):

اعتمدت الباحثة على معامل قيمة التحمل (*Tolerance*) ومعامل تضخم التباين (*Variance Inflation Factor*) (*VIF*) لاختبار الارتباط الخطي المتعدد وتحديد درجة الارتباط بين المتغيرات المستقلة بنماذج الدراسة المختلفة، وأوضح Pallant (2020) أن مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة تظهر عندما تكون قيمة *VIF* أكبر من (١٠)، ويتضح من الجدول رقم (٣) أن قيم معامل (*VIF*) لجميع المتغيرات المستقلة والرقابية أقل من القيم السابق الإشارة إليها (١٠)، ومن ثم فإنها في الحدود المقبولة. كما أن قيمة معامل (*Tolerance*) أكبر من القيمة (٠,١)، وبالتالي تحقق شرط استقلال المتغيرات المستقلة، وعدم وجود مشكلة ارتباط خطي بينها، وهذا يعني قوة المتغيرات المستقلة في تفسير الأثر على المتغير التابع.

جدول رقم (٣): نتائج اختبار الارتباط الخطي المتعدد (VIF)

| Collinearity Statistics |       | المتغيرات | الفروض |
|-------------------------|-------|-----------|--------|
| Tolerance               | VIF   |           |        |
| ٠,٧٢٩                   | ١,٣٧  | EPS       | الأول  |
| ٠,٨٣٢                   | ١,٢٠  | BV        |        |
| ٠,٥٤٩                   | ١,٨٢  | SENT      |        |
| ٠,٨٠٤                   | ١,٢٤  | SIZE      |        |
| ٠,٨٩٥                   | ١,١٢  | LEV       |        |
| ٠,٩٢١                   | ١,٠٩  | MTB       |        |
| ٠,٣٩٢                   | ٢,٥٥  | EPS       | الثاني |
| ٠,٢٤١                   | ٤,١٣  | BV        |        |
| ٠,٤١٠                   | ٢,٤٤  | BSIZE     |        |
| ٠,٤٠٨                   | ٢,٤٥  | BIND      |        |
| ٠,٢٨٣                   | ٣,٥٣  | BDUAL     |        |
| ٠,٧٢٩                   | ١,٣٧  | SIZE      |        |
| ٠,٨٤٣                   | ١,١٨  | LEV       | الثالث |
| ٠,٨٩٧                   | ١,١١  | MTB       |        |
| ٠,٦٧٤                   | ١,٤٨٣ | EPS       |        |
| ٠,٧٦٥                   | ١,٣٠٦ | BV        |        |
| ٠,٣٥٩                   | ٢,٧٨٩ | SENT      |        |
| ٠,٦٦٤                   | ١,٥٠٦ | BSIZE     |        |
| ٠,٧٣٤                   | ١,٣٦٢ | BIND      |        |
| ٠,٨٩٧                   | ١,١١٥ | BDUAL     |        |
| ٠,٦٤١                   | ١,٥٦  | SIZE      |        |
| ٠,٧٠٩                   | ١,٤١  | LEV       |        |

٤/١/٣/٣/٦. اختبار مشكلة عدم ثبات التباين (Heteroscedasticity):

تسعى الباحثة إلى التحقق من مدى امتثال نماذج الانحدار الخاصة باختبار فروض الدراسة شرط ثبات التباين (Homoscedasticity) من خلال استخدام اختباري Breusch-Pagan / Cook-Weisberg، حيث يقبل فرض عدم ثبات التباين إذا كان الاحتمال المحسوب وفقاً لاختبار Breusch-Pagan/Cook-Weisberg أكبر من ٥٪، بينما يقبل الفرض البديل (عدم ثبات التباين) إذا كان الاحتمال المحسوب وفقاً لاختبار Breusch-Pagan/Cook-Weisberg أقل من ٥٪ (Gujarati, 2012)، ويوضح الجدول رقم (٤) معاناة نماذج الانحدار من مشكلة عدم ثبات التباين Heteroscedasticity، حيث كانت معنوية نتائج كلا الاختبارين السابقين أقل من (٠,٠٥)، ولهذا اعتمدت الباحثة في اختبار نماذج الانحدار على تقنية Robust Estimate Ordinary Least Squares، والتي تعمل على تقدير معاملات نماذج الانحدار التي تعاني من مشكلة عدم ثبات التباين.

جدول رقم (٤): نتائج اختبار Breusch-Pagan/Cook-Weisberg لنماذج الدراسة

| Test for Heteroscedasticity | Model  |
|-----------------------------|--------|
| Breusch-Pagan/Cook-Weisberg |        |
| Prob > chi2 = 0.0000        | (1) H1 |
| Prob > chi2 = 0.0000        | (2) H2 |
| Prob > chi2 = 0.0000        | (3) H3 |

٢/٣/٣/٦. التحليل الوصفي لبيانات عينة الدراسة:

اعتمدت الباحثة في الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة المتصلة على العديد من الأساليب الإحصائية مثل الوسط الحسابي، والحد الأدنى، والحد الأعلى كمقاييس للنزعة المركزية، والانحراف المعياري كأحد مقاييس التشتت لبيانات الدراسة، ويوضح الجدول رقم (٥) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المتصلة.

جدول رقم (٥): الإحصاء الوصفي للمتغيرات المتصلة

| أدنى قيمة<br>Min | أعلى قيمة<br>Max | الانحراف<br>المعياري<br>Std. Dev. | الوسط الحسابي<br>Mean | عدد<br>المشاهدات<br>N | المتغيرات<br>Variables |
|------------------|------------------|-----------------------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|
| ٠,١٧             | ١٩,٥٥٥           | ٦,٢٣٧                             | ٦,٦٥٥                 | ٨٤٠                   | $P_{i,t}$              |
| ١,٠٨٤-           | ١,٨٩٤            | ٠,٧٦٣                             | ٠,٣٩٤                 | ٨٤٠                   | EPS                    |
| ٠,١٦٥            | ٢٠,٥٤٧           | ٦,١٥٣                             | ٥,٤٣٧                 | ٨٤٠                   | BVS                    |
| ٣,٠٣٦-           | ٢,٧٩٨            | ١,٢٨٩                             | ٠,٠٠٠                 | ٨٤٠                   | SENT                   |
| ١,٠٩٩            | ٢,٩٤٤            | ٠,٣٣٩                             | ٢,٠٧٧                 | ٨٤٠                   | B Size                 |
| ٠                | ١,٢٨٦            | ٠,١٦١                             | ٠,٧٥٦                 | ٨٤٠                   | B IND                  |
| ٠,٠٣٣            | ١,٠٧٩            | ٠,٢٤٥                             | ٠,٥٣٦                 | ٨٤٠                   | LEV                    |
| ١٥,٧٣٢           | ٢٥,٦٥٥           | ١,٧٣١                             | ٢١,٤٣٨                | ٨٤٠                   | Size                   |
| ١,٢٤٦-           | ٧,٠٧٢            | ١,٩٠٥                             | ١,٦٩٣                 | ٨٤٠                   | MTB                    |

يتضح من الجدول رقم (٥) السابق ما يلي:

- أن الوسط الحسابي لمتغير سعر السهم ( $P_{i,t}$ ) بلغ (٦,٦٥٥)، حيث بلغ أعلى سعر للسهم (١٩,٥٥٥)، في حين بلغ أدنى سعر للسهم (٠,١٧)، ويعتبر سعر السهم من أكثر المتغيرات تشتتاً عن الوسط الحسابي حيث بلغ الانحراف المعياري لسعر السهم (٦,٢٣٧)، وهذا يدل على التفاوت الكبير في أسعار أسهم الشركات المصرية، وهذا يرجع إلى انتماء شركات عينة الدراسة إلى قطاعات صناعية مختلفة.
  - بلغت قيمة الوسط الحسابي لربحية السهم (EPS) (٠,٣٩٤)، وهذا يدل على أن متوسط ربح المستثمرين من أسهمهم المملوكة في الشركات المصرية بلغ (٠,٣٩٤)، وبلغ أعلى ربح للسهم (١,٨٩٤)، بينما الحد الأدنى لربحية السهم (-٠,٠٨٤)، هذا وقد بلغ الانحراف المعياري (٠,٧٦٣).
  - بلغت قيمة الوسط الحسابي للقيمة الدفترية للسهم (BV) (٥,٤٣٧)، والذي يشير إلى صافي أصول الشركة بعد طرح الالتزامات كما يدل على المبلغ الذي سيحصل عليه المستثمر في حال تصفية الشركة، وكانت أعلى قيمة للقيمة الدفترية للسهم (٢٠,٥٤٧) أما أدنى قيمة بلغت (٠,١٦٥)، كما بلغ الانحراف المعياري (٦,١٥٣).
  - بلغت قيمة الوسط الحسابي لميول المستثمرين للشركات (SENT) الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة (٠,٠٠)، بانحراف معياري قدره (١,٢٨٩)، وبلغ أدنى وأعلى قيمة (-٣,٠٣٦، ٢,٧٩٨) على التوالي، وارتفاع المدى بين أعلى وأدنى قيمة يدل على اختلاف ميول المستثمرين اتجاه شركات عينة الدراسة.
  - بلغ الوسط الحسابي لحجم مجلس الإدارة (BSIZE) (٢,٠٧٧)، في حين بلغ الانحراف المعياري (٠,٣٩٩)، وبلغ الحد الأعلى لحجم للمجلس (٢,٩٤٤)، بينما بلغ الحد الأدنى لحجم المجلس (١,٠٩٩).
  - بلغ الوسط الحسابي لاستقلالية مجلس الإدارة (BIND) (٠,٧٥٦)، في حين بلغ الانحراف المعياري (٠,١٦١)، وهذا يدل على أن أكثر شركات عينة الدراسة تتسم مجالس إدارتها بصفة الاستقلالية.
  - بلغ الوسط الحسابي لمتغير حجم الشركة (SIZE) (٢١,٤٣٨)، وبلغ الانحراف المعياري (١,٧٣١)، مما يدل على وجود تباين كبير بين أحجام الشركات.
  - بلغ الوسط الحسابي للرافعة المالية (LEV) (٠,٥٣٦)، وهذا يدل على اعتماد شركات العينة على الديون في هيكل رأس المال لتمويل أصولها، وبلغ الانحراف المعياري (٠,٢٤٥)، وهذا يدل على تقارب درجة اعتماد الشركات على الديون في التمويل.
  - بلغ الوسط الحسابي لنسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية (MTB) (١,٦٩٣)، بانحراف معياري قدره (١,٩٠٥)، وبلغت أعلى وأدنى قيمة (٧,٠٧٢، -١,٢٤٦) على التوالي، وهذا يدل على أن المتوسط في شركات عينة الدراسة لديها قيمة سوقية أعلى من قيمتها الدفترية.
- كما اعتمدت الباحثة في توصيف المتغير المنفصل على استخدام التكرارات، فهو متغير ثنائي التفرع يأخذ قيمة محددة وهي (١، صفر)، ويوضح الجدول رقم (٦) الإحصاء الوصفي لهذا المتغير.

جدول رقم (٦): الإحصاء الوصفي للمتغير المنفصل

| المتغيرات                  | التكرارات | النسبة المئوية للتكرارات |
|----------------------------|-----------|--------------------------|
| الدور المزدوج لرئيس المجلس | ٤٠١       | ٪٤٧,٧٤                   |
| لا يوجد دور مزدوج (صفر)    | ٤٣٩       | ٪٥٢,٢٥                   |

• يتضح من الجدول رقم (٦) أن نسبة الشركات التي يجمع فيها رئيس مجلس الإدارة بين منسبة ومنصب العضو المنتدب بلغت ٥٢,٢٥٪ من شركات العينة، مما يشير إلى أن عدد كبير من شركات العينة لا تراعى الفصل بين منسبي رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب.

٣/٣/٣/٦. اختبار الفروض.

اعتمدت الباحثة في اختبار فروض الدراسة على أساليب الإحصاء والمتمثلة في تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression Analysis)، حيث استعانة الباحثة بتقنية (Robust Estimate Ordinary Least Squares)، والتي تعمل على تقدير معلمات نماذج الانحدار التي تعاني من مشكلة عدم ثبات التباين.

١/٣/٣/٣/٦. اختبار الفرض الأول:

تقوم الباحثة باختبار الفرض الأول (H1) الذي يتمثل فيما يلي: "يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لميول المستثمرين على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية"، ويوضح الجدول رقم (٧) التالي نتائج تحليل الانحدار لاختبار صحة الفرض الأول:

جدول رقم (٧): نتائج تحليل الانحدار المتعدد للفرض الأول

| Dependent Variable:<br>P <sub>i,t</sub><br>سعر السهم |         |                        | Variables                    | المتغيرات                               |
|--|---------|------------------------|------------------------------|---|
| B<br>معامل الانحدار                                  | T. test |                        |                              |   |
|  | قيمة T  | Sig.<br>مستوى المعنوية |                              |   |
| ١,٥٤٨-   | ٠,٥٩-   | ٠,٥٥٤                  | Constant                     | ثابت الانحدار                           |
| ٢,١٩٥  | ٦,٥٢    | ٠                      | EPS                          | ربحية السهم                             |
| ٠,٣٧٨  | ١١,٧٢   | ٠                      | BVS                          | القيمة الدفترية                         |
| ٠,٩٩٧-   | ٥,٦٨-   | ٠                      | SENT                         | ميول المستثمرين                         |
| ٠,٨٢١-   | ٣,٤٣-   | ٠,٠٠١                  | EPS*SENT                     | ميول المستثمرين * ربحية السهم           |
| ٠,٠٢٨  | ١,١٨    | ٠,٢٣٧                  | BVS*SENT                     | ميول المستثمرين * القيمة الدفترية للسهم |
| ٠,١٤٣  | ١,١٢    | ٠,٢٦٣                  | SIZE                         | حجم الشركة                              |
| ٠,٣٩   | ٣,٥٠    | ٠                      | MTB                          | نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية        |
| ٢,٧٩٥  | ٣,٣٧    | ٠,٠٠١                  | LEV                          | الرافعة المالية                         |
| ٨٤٠  |         |                        | عدد المشاهدات                |   |
| ٠,٤٠   |         |                        | معامل التحديد R <sup>2</sup> |   |
| ٩٢,٦٢٢   |         |                        | F-test                       |   |
| ٠,٠٠٠  |         |                        | مستوى معنوية النموذج Sig     |   |

يتضح من الجدول السابق:

١- معنوية نموذج الانحدار:

يتم تحديد معنوية نموذج الانحدار من خلال نتيجة اختبار (F-Test)؛ ونظرًا لأن القيمة الاحتمالية للنموذج (Sig) بلغت (٠,٠٠٠) وهي أقل من مستوى المعنوية المقبول وهو ٠,٠٥، فهذا يعني أن نموذج الانحدار معنويًا وصالح لاختبار العلاقة محل الدراسة.

## ٢- القدرة التفسيرية للنموذج:

بلغت قيمة معامل التحديد ( $R^2$ ) والتي توضح المقدرة التفسيرية للنموذج (٠,٤٠)، وهو ما يشير إلى أن المتغيرات المستقلة المتضمنة بالنموذج (القيمة الدفترية لحقوق الملكية، وربحية السهم، وميول المستثمرين، والتأثير التفاعلي لميول المستثمرين وربحية السهم، والتأثير التفاعلي لميول المستثمرين والقيمة الدفترية للسهم، وحجم الشركة، والرافعة المالية، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) تُفسر (٤٠٪) من إجمالي التغييرات في أسعار أسهم (المتغير التابع) الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

## ٣- تحليل معاملات الانحدار واختبار المعنوية للمتغيرات T-TEST:

- يتضح أنه يوجد تأثير موجب معنوي لربحية السهم على أسعار الأسهم، حيث بلغ معامل الانحدار (٢,١٩٥) بمستوى معنوية (٠,٠٠) وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥)، كما يوجد تأثير موجب معنوي للقيمة الدفترية للسهم على أسعار الأسهم حيث بلغ معامل الانحدار (٠,٣٧٨) بمستوى معنوية (٠,٠٠) وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥)، وهذا يشير إلى وجود ملاءمة قيمية لمعلومات ربحية السهم ومعلومات القيمة الدفترية للسهم، نتيجة انعكاسها بشكل إيجابي على أسعار الأسهم الشركات المصرية.
- كما يوجد تأثير سالب معنوي لميول المستثمرين على أسعار الأسهم حيث بلغ معامل الانحدار (٠,٩٩٧-) بمستوى معنوية (٠,٠٠) وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥).
- كما يوجد تأثير سالب معنوي للتفاعل بين ميول المستثمرين وربحية السهم على أسعار الأسهم حيث بلغ معامل الانحدار (٠,٨٢١-) بمستوى معنوية (٠,٠٠١) وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥)، مما يشير إلى أن ميول المستثمرين تخفض من التأثير الموجب المعنوي لربحية السهم على سعر السهم، ويدل على تأثر الملاءمة القيمية لمعلومات ربحية السهم بميول المستثمرين.
- كما يوجد تأثير موجب غير معنوي للتفاعل بين ميول المستثمرين والقيمة الدفترية للسهم على أسعار الأسهم حيث بلغ معامل الانحدار (٠,٠٢٨) بمستوى معنوية (٠,٢٣٧) وهو أكبر من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥)، مما يشير إلى أن ميول المستثمرين تزيد من التأثير الموجب للقيمة الدفترية للسهم على سعر السهم، ولكن بصورة غير معنوية، ويدل على عدم تأثر الملاءمة القيمية لمعلومات القيمة الدفترية للسهم بميول المستثمرين.

بناء على ما سبق، يوجد تأثير غير معنوي للتفاعل بين ميول المستثمرين والقيمة الدفترية للسهم على أسعار الأسهم، بينما يوجد تأثير ذو دلالة معنوية للتفاعل بين ميول المستثمرين وربحية السهم على أسعار الأسهم، وبالتالي يمكن قبول الفرض الأول قبولاً جزئياً والذي ينص على "يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لميول المستثمرين على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية".

## ٢/٣/٣/٣/٦. اختبار الفرض الثاني:

تقوم الباحثة باختبار الفرض الثاني ( $H_2$ ) الذي يتمثل فيما يلي: "يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية"، ويوضح الجدول رقم (٨) التالي نتائج تحليل الانحدار لاختبار صحة الفرض الثاني:

جدول رقم (٨): نتائج تحليل الانحدار المتعدد للفرض الثاني

| Dependent Variable: $P_{i,t}$<br>سعر السهم |         |                        | Variables | المتغيرات                                      |
|--|---------|------------------------|-----------|--|
| B<br>معامل الانحدار                        | T. test |                        |           |  |
|  | قيمة T  | Sig.<br>مستوى المعنوية |           |  |
| ٣,٥٢١                                      | ١,١٨    | ٠,٢٣٩                  | Constant  | ثابت الانحدار                                  |
| ٣,٠٣١                                      | ٦,٢٢    | ٠                      | EPS       | ربحية السهم                                    |
| ٠,٣٥٤                                      | ٥,٧٩    | ٠                      | BVS       | القيمة الدفترية                                |
| ٣,٨٧-                                      | ٥,٠٥-   | ٠                      | BSIZE     | حجم مجلس الإدارة                               |
| ٠,٠٦٦-                                     | ١,٥٦-   | ٠,١١٩                  | BSIZE*EPS | حجم مجلس الإدارة * ربحية السهم                 |
| ٠,٠٠٥                                      | ٠,٨٢    | ٠,٤١٥                  | BSIZE*BVS | حجم مجلس الإدارة * القيمة الدفترية للسهم       |
| ٧,٩٤                                       | ٤,٩١    | ٠                      | BIND      | استقلالية مجلس الإدارة                         |
| ١,١٧٢                                      | ٠,٩١    | ٠,٣٦٤                  | BIND*EPS  | استقلالية مجلس الإدارة * ربحية السهم           |
| ٠,٤٢٣                                      | ٥,٧٤-   | ٠                      | BIND*BVS  | استقلالية مجلس الإدارة * القيمة الدفترية للسهم |
| ٠,٣٠٥-                                     | ٠,٤٨-   | ٠,٦٣                   | BDUAL     | الدور المزدوج لرئيس مجلس الإدارة               |
| ٠,٤٥٢-                                     | ٠,٦٩-   | ٠,٤٩١                  | BDUAL*EPS | الدور المزدوج لرئيس مجلس الإدارة * ربحية السهم |

|       |        |       |           |   |
|-------|--------|-------|-----------|---|
| ٠,٠٢٧ | ٠,٤٢   | ٠,٦٧٢ | BDUAL*BVS | الدور المزدوج لرئيس مجلس الإدارة* القيمة الدفترية للسهم |
| ٠,٠١٢ | ٠,٠٩   | ٠,٩٢٩ | SIZE      | حجم الشركة  |
| ٠,٢٣٥ | ٢,٢١   | ٠,٠٢٧ | MTB       | نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية                        |
| ٣,٦٧٦ | ٤,٥٤   | ٠     | LEV       | الرافعة المالية   |
|       | ٨٤٠    |       |           | عدد المشاهدات   |
|       | ٠,٤١   |       |           | معامل التحديد R <sup>2</sup>                            |
|       | ٥٧,٣٣٥ |       |           | F-test  |
|       | ٠,٠٠٠  |       |           | مستوى معنوية النموذج Sig                                |

يتضح من الجدول السابق:

### ١- معنوية نموذج الانحدار:

يتبين أن مستوى المعنوية للنموذج (F.Sig) بلغ (٠,٠٠) وهي أقل من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥)، وهذا يعني أن نموذج الانحدار معنويًا وصالح لاختبار العلاقة محل الدراسة.

### ٢- القدرة التفسيرية للنموذج:

بلغت قيمة معامل التحديد (R<sup>2</sup>) والتي توضح المقدرة التفسيرية للنموذج (٠,٤١) وهو ما يشير إلى أن المتغيرات المستقلة المتضمنة بالنموذج (القيمة الدفترية لحقوق الملكية، وربحية السهم، وحجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، والدور المزدوج لرئيس مجلس الإدارة، والتأثير التفاعلي لحجم مجلس الإدارة وربحية السهم، والتأثير التفاعلي للاستقلالية لمجلس الإدارة والقيمة الدفترية للسهم، والتأثير التفاعلي للدور المزدوج لرئيس مجلس الإدارة وربحية السهم، والتأثير التفاعلي للدور المزدوج لرئيس مجلس الإدارة والقيمة الدفترية للسهم، وحجم الشركة، والرافعة المالية، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) تُفسر (٤١٪) من إجمالي التغيرات في أسعار أسهم الشركات المفيدة بالبورصة المصرية.

### ٣- تحليل معاملات الانحدار واختبار المعنوية للمتغيرات T-TEST:

• يتضح أنه يوجد تأثير موجب معنوي لربحية السهم على أسعار الأسهم، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (٣,٠٣١) بمستوى معنوية (٠,٠٠) وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥). كما يوجد تأثير موجب معنوي للقيمة الدفترية للسهم على أسعار الأسهم حيث بلغ معامل الانحدار (٠,٣٥٤) بمستوى معنوية (٠,٠٠) وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥).

• كما يوجد تأثير سالب معنوي لحجم مجلس الإدارة على أسعار الأسهم حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (-٣,٨٧) بمستوى معنوية (٠,٠٠) وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥)، كما يوجد تأثير سالب غير معنوي للتفاعل بين حجم مجلس الإدارة وربحية السهم على أسعار الأسهم حيث بلغ معامل الانحدار (-٠,٠٦٦) بمستوى معنوية (٠,١١٩) وهو أكبر من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥)، أي أن حجم مجلس الإدارة يخفف من التأثير الموجب لربحية السهم على سعر السهم، ولكن بصورة غير معنوية، مما يشير إلى عدم تأثر الملاءمة القيمية لمعلومات ربحية السهم بحجم مجلس الإدارة، كما يوجد تأثير موجب غير معنوي للتفاعل بين حجم مجلس الإدارة والقيمة الدفترية للسهم على أسعار الأسهم حيث بلغ معامل الانحدار (٠,٠٠٥) بمستوى معنوية (٠,٤١٥) وهو أكبر من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥)، أي أن حجم مجلس الإدارة يزيد من التأثير الموجب للقيمة الدفترية للسهم على سعر السهم، ولكن بصورة غير معنوية.

• يوجد تأثير موجب معنوي لاستقلال مجلس الإدارة على أسعار الأسهم حيث بلغ معامل الانحدار (٧,٩٤) بمستوى معنوية (٠,٠٠) وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥)، كما يوجد تأثير موجب غير معنوي للتفاعل بين استقلال مجلس الإدارة وربحية السهم على أسعار الأسهم حيث بلغ معامل الانحدار (١,١٧٢) بمستوى معنوية (٠,٣٦٤) وهو أكبر من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥)، أي أن استقلال مجلس الإدارة يزيد من التأثير الموجب لربحية السهم على سعر السهم، ولكن بصورة غير معنوية، مما يشير إلى عدم تأثر الملاءمة القيمية لمعلومات ربحية السهم باستقلال مجلس الإدارة، كما يوجد تأثير موجب معنوي للتفاعل بين استقلال مجلس الإدارة والقيمة الدفترية للسهم على أسعار الأسهم حيث بلغ معامل الانحدار (٠,٤٢٣) بمستوى معنوية (٠,٠٠) وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥)، أي أن استقلال مجلس الإدارة يزيد من التأثير الموجب للقيمة الدفترية للسهم على سعر السهم، وهذا يدل على تأثر الملاءمة القيمية لمعلومات القيمة الدفترية للسهم باستقلال مجلس الإدارة.

• يوجد تأثير سالب غير معنوي للدور المزدوج لرئيس مجلس الإدارة على أسعار الأسهم حيث بلغ معامل الانحدار (-٠,٣٠٥) بمستوى معنوية (٠,٦٣) وهو أكبر من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥). كما يوجد تأثير سالب غير معنوي للتفاعل بين الدور المزدوج لرئيس مجلس الإدارة وربحية السهم على أسعار الأسهم حيث بلغ معامل الانحدار (-٠,٤٥٢) بمستوى معنوية (٠,٤٩١) وهو أكبر من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥)، أي أن الدور المزدوج لمجلس الإدارة يخفف من التأثير الموجب لربحية السهم على سعر السهم، ولكن بصورة غير معنوية، مما يشير إلى عدم تأثر الملاءمة القيمية لمعلومات ربحية السهم بالدور المزدوج لمجلس الإدارة، كما يوجد تأثير موجب

غير معنوي للتفاعل بين الدور المزدوج لرئيس مجلس الإدارة والقيمة الدفترية للسهم على أسعار الأسهم حيث بلغ معامل الانحدار (٠,٠٢٧) بمستوى معنوية (٠,٦٧٢) وهو أكبر من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥)، أي أن الدور المزدوج لمجلس الإدارة يزيد من التأثير الموجب للقيمة الدفترية للسهم على سعر السهم، ولكن بصورة غير معنوية، وهذا يدل على عدم تأثير الملاءمة القيمية لمعلومات القيمة الدفترية للسهم بالدور المزدوج لرئيس مجلس الإدارة.

بناء على ما سبق، يوجد تأثير غير معنوي لكل من حجم مجلس الإدارة والدور المزدوج على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، بينما يوجد تأثير ذو دلالة معنوية لاستقلال مجلس الإدارة على الملاءمة القيمية لمعلومات القيمة الدفترية للسهم ومن ثم يمكن قبول الفرض الثاني قبولاً جزئياً والذي ينص على "يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية".

### ٣/٣/٣/٦. اختبار الفرض الثالث:

تقوم الباحثة باختبار الفرض الثالث (H3) الذي يتمثل فيما يلي: "يوجد تأثير مُعدّل ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية"، ويوضح الجدول رقم (٩) التالي نتائج تحليل الانحدار لاختبار صحة الفرض الثالث.

جدول رقم (٩): نتائج تحليل الانحدار المتعدد للفرض الثالث

| Dependent Variable: $P_{i,t}$<br>سعر السهم |         | Variables                 | المتغيرات  |
|--|---------|---------------------------|--|
| B<br>معامل الانحدار                        | T. test |                           |  |
|  | قيمة T  | Sig.<br>مستوى<br>المعنوية |  |
| ٣,٦٧٨-                                     | ١,٣٨-   | ٠,١٦٩                     | ثابت الانحدار  |
| ٢,٣٤١                                      | ٨,٩٨    | ٠                         | ربحية السهم  |
| ٠,٣٧٩                                      | ١٢,٤٨   | ٠                         | القيمة الدفترية  |
| ٠,٩٤٢-                                     | ٤,٠٤-   | ٠                         | ميول المستثمرين  |
| ٣,٠٤٦-                                     | ٥,١٥-   | ٠                         | حجم مجلس الإدارة   |
| ٠,٥٠٩-                                     | ٣,٠٠-   | ٠,٠٠٣                     | التأثير التفاعلي لحجم مجلس الإدارة * ميول المستثمرين * ربحية السهم                     |
| ٠,٠٢٤                                      | ١,٠٨    | ٠,٢٨                      | التأثير التفاعلي لحجم مجلس الإدارة * ميول المستثمرين * القيمة الدفترية للسهم           |
| ٧,٩٤٣                                      | ٦,٦٦    | ٠                         | استقلالية مجلس الإدارة   |
| ٠,١٠٤-                                     | ١,٥٤-   | ٠,١٢٤                     | التأثير التفاعلي لاستقلالية مجلس الإدارة * ميول المستثمرين * ربحية السهم               |
| ٠,٠٠٨                                      | ١,٥٣    | ٠,١٢٧                     | التأثير التفاعلي لاستقلالية مجلس الإدارة * ميول المستثمرين * القيمة الدفترية للسهم     |
| ٠,١٧٥-                                     | ٠,٥٠-   | ٠,٦١٦                     | الدور المزدوج لرئيس المجلس   |
| ٠,٦٩٣                                      | ١,٩٧    | ٠,١٢٨                     | التأثير التفاعلي للدور المزدوج لمجلس الإدارة * ميول المستثمرين * ربحية السهم           |
| ٠,٠٧٣-                                     | ١,٣٠-   | ٠,١٩٣                     | التأثير التفاعلي للدور المزدوج لمجلس الإدارة * ميول المستثمرين * القيمة الدفترية للسهم |
| ٠,٢٧٩                                      | ٢,٠٠    | ٠,٠٤٦                     | حجم الشركة   |
| ٠,٣٥٢                                      | ٣,٢٥    | ٠,٠٠١                     | نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية   |
| ٠,١٧٩                                      | ٣,٠٤    | ٠,٠٠٢                     | الرافعة المالية  |
| ٨٤٠  |         |                           | عدد المشاهدات  |
| ٠,٤٣                                       |         |                           | معامل التحديد $R^2$  |
| ٦٠,٣٠٣                                     |         |                           | F-test   |
| ٠,٠٠٠                                      |         |                           | مستوى معنوية النموذج Sig   |

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

### ١ - معنوية نموذج الانحدار:

يتبين أن مستوى المعنوية للنموذج (F-Sig) بلغ (٠,٠٠) وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول وهو (٠,٠٥)، وهذا يعني أن نموذج الانحدار معنويًا وصالح لاختبار العلاقة محل الدراسة.

### ٢ - القدرة التفسيرية للنموذج:

بلغت قيمة معامل التحديد (R2) والتي توضح المقدرة التفسيرية للنموذج بلغت (٠,٤٣)، وهو ما يشير إلى أن المتغيرات المستقلة المتضمنة بالنموذج ( القيمة الدفترية للسهم، وربحية السهم، وحجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، والدور المزدوج لمجلس الإدارة، والتأثير التفاعلي لحجم مجلس الإدارة وميول المستثمرين وربحية السهم، والتأثير التفاعلي لحجم مجلس الإدارة وميول المستثمرين وربحية السهم، والتأثير التفاعلي لاستقلال مجلس الإدارة وميول المستثمرين والقيمة الدفترية للسهم، والتأثير التفاعلي للدور المزدوج لمجلس الإدارة وميول المستثمرين وربحية السهم، والتأثير التفاعلي للدور المزدوج لمجلس الإدارة وميول المستثمرين والقيمة الدفترية للسهم، وحجم الشركة، والرافعة المالية، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) تُفسر حوالي (٤٣٪) من إجمالي التغيرات في أسعار أسهم (المتغير التابع) الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

### ٣ - تحليل معاملات الانحدار واختبار المعنوية للمتغيرات T-TEST:

- يتضح أنه معامل الانحدار للتأثير التفاعلي لحجم مجلس الإدارة وميول المستثمرين وربحية الأسهم بلغ (-٠,٥٠٩) بمستوى معنوية (٠,٠٠٣) وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥)، وهذا يدل على معنوية العلاقة التفاعلية السالبة بين حجم مجلس الإدارة وميول المستثمرين وربحية السهم (BSIZE\*SENT\*EPS) وأسعار الأسهم (P<sub>i,t</sub>)، كما يوجد تأثير تفاعلي موجب غير معنوي بين حجم مجلس الإدارة وميول المستثمرين والقيمة الدفترية للسهم (BSIZE \*SENT \*BV) وأسعار الأسهم (P<sub>i,t</sub>)، حيث بلغ معامل الانحدار (٠,٠٢٤) بمستوى معنوية (٠,٢٨) وهو أكبر من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥).
- بلغ معامل الانحدار للتأثير التفاعلي لاستقلال مجلس الإدارة وميول المستثمرين وربحية السهم بلغ (-١,٠٤) بمستوى معنوية (٠,١٢٤) وهو أكبر من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥)، مما يدل على وجود علاقة تفاعلية سالبة غير معنوية بين استقلال مجلس الإدارة وميول المستثمرين وربحية السهم (BIND\*SENT\*EPS) وأسعار الأسهم (P<sub>i,t</sub>)، أما معامل الانحدار للتأثير التفاعلي لاستقلال مجلس الإدارة وميول المستثمرين والقيمة الدفترية للسهم بلغ (٠,٠٠٨) بمستوى معنوية (٠,١٢٧) وهو أكبر من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥)، وهذا يشير إلى أن العلاقة التفاعلية الموجبة غير معنوية.
- كما يتضح أن معامل الانحدار للتأثير التفاعلي للدور المزدوج لمجلس الإدارة وميول المستثمرين وربحية الأسهم بلغ (٠,٦٩٣) بمستوى معنوية (٠,١٢٨) وهو أكبر من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥)، وهذا يدل على أن العلاقة التفاعلية الموجبة بين الدور المزدوج لمجلس الإدارة وميول المستثمرين وربحية السهم (BDUAL \*SENT \*EPS) وأسعار الأسهم (P<sub>i,t</sub>) غير معنوية، كما يوجد تأثير تفاعلي سالب بين الدور المزدوج لمجلس الإدارة وميول المستثمرين والقيمة الدفترية للسهم (BDUAL \*SENT \*BV) وأسعار الأسهم (P<sub>i,t</sub>)، حيث بلغ معامل الانحدار (-٠,٠٧٣) بمستوى معنوية (٠,١٩٣) وهو أكبر من مستوى المعنوية المقبول (٠,٠٥)، وهذا يدل على أن العلاقة غير معنوية.

بناء على ما سبق، لا يوجد تأثير معدل لكل من استقلال مجلس الإدارة والدور المزدوج لمجلس الإدارة على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، بينما يوجد تأثير ذو دلالة معنوية للتأثير التفاعلي لحجم مجلس الإدارة وميول المستثمرين وربحية الأسهم، وبالتالي يمكن قبول الفرض الثالث قبولاً جزئياً والذي ينص على "يوجد تأثير معدل لخصائص مجلس الإدارة على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية".

٤/٣/٣/٦ . مناقشة نتائج التحليل الإحصائي.

**أولاً: الفرض الأول: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لميول المستثمرين على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية:** توصلت نتائج التحليل الإحصائي إلى قبول هذا الفرض قبولاً جزئياً حيث يوجد تأثير موجب غير معنوي للعلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية لمعلومات القيمة الدفترية للسهم، بينما يوجد تأثير سالب معنوي للعلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية لمعلومات ربحية السهم؛ حيث تشير النتائج إلى أن ارتفاع ميول المستثمرين يؤدي إلى انخفاض الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، يرجع إلى أن ارتفاع ميول المستثمرين حول وضع الشركة المستقبلي والمبالغة في تقييم أسعار الأسهم التي يمتلكونها وتقويمها بسعر غير حقيقي، والاعتماد على خبرتهم السابقة وعدم اهتمامهم بالأرقام المحاسبية بشكل كافٍ، يجعل المديرين يميلون إلى تخزين الأخبار السيئة وإصدارهم معلومات لا تعبر عن حقيقة الوضع المالي للشركة للاستفادة من التقييم المتأثر بالميول، وبالتالي تكون المتغيرات المحاسبية أقل ارتباطاً بأسعار الأسهم، وتنخفض ملاءمة المعلومات المحاسبية، وخاصةً الملاءمة القيمية لمعلومات الأرباح؛ لأن التلاعب في الأرباح يكون أكبر؛ نظراً لأن المستثمرين يعتمدون على ربحية السهم في تقييم أسعار الأسهم وذلك لتعبيرها عن نمو الشركة المستقبلي

وتحديد التدفقات النقدية المستقبلية. هذا، وقد اتفقت هذه النتيجة مع دراسة كل من (Coulton et al., 2016; Yang et al., 2018; ) (Mbanga, 2019; Wen et al., 2019).

**ثانيًا: الفرض الثاني: يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية:**  
توصلت نتائج التحليل الإحصائي إلى قبول الفرض قبولاً جزئياً؛ نظراً لعدم وجود تأثير معنوي لحجم مجلس الإدارة والدور المزدوج لمجلس الإدارة على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية، وفيما يتعلق بعدم وجود تأثير معنوي لحجم مجلس الإدارة، فقد يرجع ذلك إلى التقارب في عدد الأعضاء المكونة لمجالس إدارة الشركات، مما أفقد هذه الخاصية تأثيرها على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية كما لم يحدث أي تغيير في القوانين أو قواعد تشكيل مجالس الإدارة منذ فترة طويلة. هذا، وقد اتفقت هذه النتيجة مع دراسة كل من (يوسف، ٢٠١٢؛ Balagobei, 2018)، كما توصلت النتائج وجود تأثير موجب معنوي لاستقلال مجلس الإدارة على الملاءمة القيمية لمعلومات القيمة الدفترية للسهم، ويمكن للباحث تفسير ذلك بأن استقلالية مجالس الإدارة في الشركات محل الدراسة أدت إلى تحسين قدرة المجالس على متابعة الإدارة التنفيذية والإشراف عليها وبالتالي الرقابة الفعالة على تصرفات المديرين وتقليل تعارض المصالح بين الملاك والمديرين وزيادة تماثل المعلومات وتحسين المحتوى المعلوماتي لأرقام القيمة الدفترية للسهم ومن ثم تحسين قدرة المستثمرين على استخدامها في التعرف على مدى نجاح الشركة في توظيف مواردها، مما يؤدي إلى زيادة قدرة معلومات القيمة الدفترية على تفسير أسعار الأسهم. هذا، وقد اتفقت هذه النتيجة مع نتائج دراسة كل من (Alfraih et al., 2015; Linda, 2018; Tshipa et al., 2018; ) (Saona et al., 2020؛ يوسف، ٢٠١٢).

**ثالثاً: الفرض الثالث: يوجد تأثير معدل لحوكمة مجلس الإدارة على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية:** تم قبول الفرض قبولاً جزئياً؛ حيث يوجد تأثير غير معنوي لكل من (حجم مجلس الإدارة واستقلالية مجلس الإدارة والدور المزدوج لرئيس مجلس الإدارة) على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية لمعلومات القيمة الدفترية للسهم، بينما يوجد تأثير سالب معنوي لحجم مجلس الإدارة على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية لربحية السهم، أي أن حجم مجلس الإدارة له تأثير معدل بانخفاض ميول المستثمرين في تقييم أسهم الشركات وتحسن الملاءمة القيمية لربحية السهم، ويمكن تفسير ذلك بأن حجم مجلس الإدارة كآلية من آليات حوكمة الشركات قد تجذب انتباه المستثمرين وتخفف من ميولهم في تقييمهم لأسعار الأسهم، وتنفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة كل من (Chen, 2013; Shahid & Abbs, 2019; Aljughaiman & Chebbi, 2022)؛ وذلك لأن كبر حجم مجلس الإدارة - والتي تنتم بها الشركات محل الدراسة- قد تُزيد من فعالية الرقابة وتقلل من خلط المهام والحد من هيمنة المدير التنفيذي على المجلس وتضمن امتثال عمليات الشركة لمختلف القوانين، مما يخفف من ميول المستثمرين ويزيد من ثقة المستثمرين وتجعلهم أكثر اهتماماً بالمعلومات المحاسبية، وهذا يزيد من حرص الشركات على الإفصاح الكامل وبشفافية عن نتائج الأعمال، ويرفع من قدرة معلومات ربحية السهم على تفسير حركة أسعار الأسهم.

وفقاً لنتائج الفرض الأول: يتضح وجود تحسن في الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية من خلال مقارنة معامل التحديد (R2) لنموذج الانحدار الأول بمعامل التحديد لنموذج الانحدار الثالث، ففي النموذج الأول: الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية المتأثرة بميول المستثمرين تبلغ ٤٠٪، بينما في النموذج الثالث: بعد دخول المتغير المعدل وهو خصائص مجلس الإدارة أصبحت الملاءمة القيمية ٤٣٪ أي أن هناك تحسناً في الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية وإن كان مقدار التحسن ضعيفاً وهو ٣٪.

#### ٤/٦ . النتائج والتوصيات والدراسات المستقبلية.

#### ١/٤/٦ . النتائج.

يمكن توضيح ملخص نتائج اختبارات فروض الدراسة من خلال الجدول رقم (١٠) كما يلي:  
جدول رقم (١٠): ملخص نتائج الاختبارات الإحصائية

| نتيجة اختبار الفرض   | الفرض  |
|----------------------|--|
| تم قبول الفرض جزئياً | الفرض الأول H <sub>1</sub> : يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لميول المستثمرين على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.                                      |
| تم قبول الفرض جزئياً | الفرض الثاني H <sub>2</sub> : يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.                                  |
| تم قبول الفرض جزئياً | الفرض الثالث H <sub>3</sub> : يوجد تأثير معدل ذو دلالة إحصائية لخصائص مجلس الإدارة على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية |

#### استناداً لما تقدم، توصي الباحثة بما يلي:

- يجب على الباحثين الأخذ في الاعتبار المتغيرات السلوكية عند دراسة الأسواق المالية بجانب المتغيرات المحاسبية الاقتصادية.
- إن دراسة مدخل التمويل السلوكي لا يعني التخلي عن المبادئ والافتراضات الخاصة بالنظرية المالية التقليدية؛ لذا ينبغي على كافة المستثمرين وباقي أصحاب المصالح الاستفادة من كافة أنواع المعلومات والتحليلات الأساسية والفنية عند اتخاذ القرار الاستثماري.
- ضرورة اهتمام الهيئة الرقابية المالية بتطوير آليات الإشراف والرقابة على السوق؛ للحد من الآثار الناجمة عن الشائعات، والمبالغة في رد الفعل اتجاه المعلومات واتباع المستثمر لسلوك القطيع، وذلك بوضع حدود سعرية وآليات تزيد من صحة التأكد من المعلومات التي يتم تداولها.
- يجب أن تتخذ هيئة الرقابة الإدارية إجراء حازماً فيما يتعلق بعدم ازدواجية دور رئيس مجلس الإدارة للشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية؛ حتى يكون هناك تحسن وفعالية في تطبيق آليات حوكمة الشركات.
- يجب على الشركات تعزيز آليات حوكمة الشركات لديها، وتعزيز وظيفة المراقبة لمجلس الإدارة، وتحسين فعالية هيكل الملكية الخاص بها لمنع السلوك الانتهازي للمديرين، والتخفيف من التأثير السلبي لمشاعر المستثمرين على الشركة.
- ضرورة إنشاء إدارة لحوكمة الشركات داخل كل شركة لها دور استشاري رقابي فيما يخص مدي التزام الشركة بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات والمبادئ الإستراتيجية للشركة وحماية حقوق المستثمرين وتوفير الدعم للجنة المراجعة حتى تستطيع القيام بأهدافها المنشودة.
- يجب أن تنتبه الشركات إلى ضرورة الاستفادة من التكنولوجيا الحديثة والتطورات الحديثة لتوفير معلومات إضافية واستخدام أساليب حديثة في عرض التقارير المالية، مما يمكن مستخدميها من فهم والتحليلات المناسبة وإجرائها، وزيادة دقة التنبؤ وتحسن الملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية وزيادة ثقة المستثمرين في المعلومات، وهذا ينعكس على الرشد في القرار الاستثماري وزيادة كفاءة الأسواق المالية.

#### ٣/٤/٦ . الدراسات المستقبلية .

في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها تقترح الباحثة إجراء الأبحاث المستقبلية التالية:

- تأثير آليات الحوكمة الخارجية على ميول المستثمرين وانعكاسها على الملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية.
- تأثير الخصائص التشغيلية للشركة على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية.
- تأثير التحفظ المحاسبي على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية.
- تأثير الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية.
- تأثير تغطية المحللين الماليين على العلاقة بين ميول المستثمرين والملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية.

## المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية:

- الشعراوي، حاتم عبد الفتاح. (٢٠٢٣). أثر مستوي الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية. كلية التجارة- جامعة دمياط (٤)١، ٤٣٥-٤٩٢.
- حشمت، نسمة أحمد. (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، ٣٩(٤)، ١٨٩-٢٠٨.
- خليل، شيماء فكري . محمد، محمد محمود. (٢٠٢١). أثر حوكمة الشركات على العلاقة بين الاستهلاك الترقى للمديرين والملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية: دراسة إمبريقية. المجلة العلمية للدراسات المحاسبية. جامعة قناة السويس - كلية التجارة، (٣)٤، ٥٥٠-٦٠٠.

- سمعان، أحمد محمد شاكر حسن. حماد، هيام فكرى أحمد. (٢٠٢٢). تحليل الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية في فترات الاستقرار والأزمات: المتغيرات الوسيطة والمنظمة لتأثيرات ممارسات إدارة الربح: منهج إمبيريقي على الشركات المساهمة المصرية. مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية. جامعة الإسكندرية - كلية التجارة، ٦(١)، ٢٤٠-١٥٥.
- سمعان، أحمد محمد شاكر. (٢٠١٩). أثر المقدرة الإدارية على الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية. مجلة الفكر المحاسبي. جامعة عين شمس - كلية التجارة، ٤، ٧٢٥-٧٩٩.
- شعراوي، محمود فتحي شلقامي. (٢٠١٦). أثر الميل العاطفي للمستثمر على عوائد وتقلبات عوائد الأسهم في السوق المصري للأوراق المالية. المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة. جامعة عين شمس. كلية التجارة، ٣، ٨١-١١٦.
- علي، صالح. فتحي، عيد. (٢٠٢٣). أثر حوكمة مجلس الإدارة على المقدرة التقييمية للمعلومات المحاسبية: دليل تطبيقي من الشركات غير المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية. كلية التجارة - جامعة الإسكندرية، ٧(١)، ١٤٧-٣١٩.
- علي، عايدة محمد مصطفى. (٢٠٢١). أثر فاعلية لجنة المراجعة على العلاقة بين المعلومات المحاسبية وأسعار الأسهم دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية. كلية التجارة. جامعة دمياط، ٢(١)، ١٣٧-٢٠٠.
- عوض، محمد حمدي. (٢٠٢٣). تأثير جودة المعلومات المحاسبية على العلاقة بين ميول المستثمرين ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: أدلة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية. كلية التجارة. جامعة الإسكندرية. ٧(١)، ٤٥٧-٥٣٩.
- قنديل، ياسر سعيد سعد. (٢٠٢٢). تأثير آليات حوكمة الشركات على المقدرة التقييمية للمعلومات المحاسبية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية. جامعة الإسكندرية - كلية التجارة، ٦(٣)، ٣٠٧-٣٦٤.
- يوسف، علي محمد. (٢٠١٢). أثر استقلالية مجلس الإدارة في ملاءمة معلومات الأرباح المحاسبية لقرارات المستثمرين في الأسواق المالية: دراسة تطبيقية. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والسياسية. جامعة دمشق، ٢٨(٢)، ٢٢٣-٢٥٤.

#### ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية.

- 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.
- Aidoo, S. Nombare, E. & Boamah, J. (2024). Board Size, Board Independence, Board Expertise, and the Financial Performance of Listed Manufacturing Firms in Ghana: Does Board Commitment Play a Role?. *Journal of Economics, Finance and Accounting Studies*, 6(2), 49-69.
- Al-Absy, M. & Hasan, M. (2023). Impact of the board of directors' characteristics on firm performance: A case of Bahraini listed firms. *Problems and Perspectives in Management*, 21(1), 291-301.
- Alfraih, M. Alanezi, F. & Alanzi, K. (2015). Do the characteristics of the board of directors affect the value relevance of accounting information?. *International Journal of Accounting and Finance*, 5(2), 172-187.
- Aljughaiman, A. & Chebbi, K. (2022). Do Investor Overconfidence and Loss Aversion Drive Saudi Firm Market Performance? The Moderating Effect of Corporate Governance. *Sustainability*, 14(16), 2-15.
- Almaskati, N. Bird, R. Yeung, D. & Lu, Y. (2023). Corporate governance, market conditions and investors' reaction to information signals. *Australian Journal of Management*, 48(1), 38-66.
- Almerai, M. (2017). The Impact of Corporate Governance Mechanisms on Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Jordanian. *Research Journal of Finance and Accounting*. 8 (17), 60-66.
- Almujamed, H.I. & Alfraih, M. (2020). Corporate governance and value relevance of accounting information: Evidence from Kuwait. *International Journal of Ethics and Systems*, 36(2), 249-262.
- Alnafea, M. & Chebbi, K. (2022). Does investor sentiment influence stock Price crash risk? Evidence from Saudi Arabia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business (JAFEB)*, 9(1), 143-152.

- Ayadi, W. & Boujelbène, Y. (2015). Internal governance mechanisms and value relevance of accounting earnings: an empirical study in the French context. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 7(1), 3-25.
- Badu, E. & Assabil, E., 2022. Board composition and value relevance of Ghanaian firms: a seemingly unrelated regression approach. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 38(4), 529-543.
- Bahri, J, Behnamoon, Y. & Hoseinzadeh, G. (2013). Board of directors' characteristics and value relevance of accounting information in Tehran Stock Exchange (TSE). *Journal of Management Accounting and Auditing Knowledge*, 2 (3), 51-64.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *Journal of economic perspectives*, 21(2), 129-152.
- Balagobei, S. (2018). Corporate governance and firm performance: Empirical evidence from emerging market. *Asian Economic and Financial Review*, 8(12), 1415-1421.
- Beer, F. & Zouaoui, M. (2013). Measuring stock market investor sentiment. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 29(1), 51-68.
- Benameur, K. Hassanein, A. Azzam, M. & Elzahar, H. (2022). Future-oriented disclosure and corporate value: the role of an emerging economy corporate governance. *Journal of Applied Accounting Research*, 24(1), 25-46.
- Berkman, H. Koch, P. Tuttle, L. & Zhang, Y. (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. & Cliff, M. (2005). Investor sentiment and asset valuation. *The Journal of Business*, 78(2), 405-440.
- Brown, N. Christensen, T. Elliott, W. & Mergenthaler, R. (2012). Investor sentiment and pro forma earnings disclosures. *Journal of Accounting Research*, 50(1), 1- 40.
- Chaudhry, M. & Sam, A. (2018). Herding behavior and the declining value relevance of accounting information: evidence from an emerging stock market. *Applied Economics*, 50(49), 5335-5353.
- Chen, P. & Zhang G. (2007). How Do Accounting Variables Explain Stock Price Movements? Theory and Evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 43, 219-44.
- Chen, W. (2013). Can corporate governance mitigate the adverse impact of investor sentiment on corporate investment decisions? Evidence from Taiwan. *Asian Journal of Finance & Accounting*. 5(2), 101-162.
- Cheng, S. Lui, G. & Shum, C. (2013). Corporate governance, ownership, and stock price during financial crisis. *American Society of Business and Behavioral Sciences (ASBBS)*, 20(1), 144- 145.
- Coulton, J. Dinh, T. & Jackson, A. (2016). The impact of sentiment on price discovery. *Accounting and Finance*, 56(3), 669-694.
- Cui, H. & Zhang, Y. (2020). Does investor sentiment affect stock price crash risk?. *Applied Economics Letters*, 27(7), 564-568.
- Cuomo, M. Tortora, D. Mazzuchelli, A. Festa, G. Di Gregorio, A. & Metallo, G. (2018). Impacts of code of ethics on financial performance in the Italian listed companies of bank sector. *Journal of Business Accounting and Finance Perspectives*, 1(1), 157-179.
- Davidson, R., Goodwin-Stewart, J. & Kent, P. (2005). Internal governance structures and earnings management. *Accounting And Finance*, 45(2), 241-267.
- Del Río, C., Ferrer, E. & López-Arceiz, F. (2024). Analyst optimism and market sentiment: Evidence from European corporate sustainability reporters. *Research in International Business and Finance*, 69, 1-21.

- Dunham, L. and Grandstaff, J. (2022). The value relevance of earnings, book values, and other accounting information and the role of economic conditions in value relevance: a literature review. *Accounting Perspectives*, 21(2), 237-272.
- Fu, J. Wu, X. Liu, Y. & Chen, R. (2021). Firm-specific investor sentiment and stock price crash risk. *Finance Research Letters*, 38, 101442.
- Gao, Y. Zhao, C. & Wang, Y. (2024). Investor sentiment and stock returns: New evidence from Chinese carbon-neutral stock markets based on multi-source data. *International Review of Economics & Finance*, 92, 438- 450.
- Grundy, B. & Li, H. (2010). Investor sentiment, executive compensation, and corporate investment. *Journal of Banking & Finance*, 34(10), 2439-2449.
- Gujarati, D. Porter, D. & Gunasekar, S. (2012). *Basic econometrics*. Tata McGraw-Hill education.
- Gurun, U. & Ali, A. (2009). Investor sentiment, accruals anomaly, and accruals management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 24(3), 415-431.
- Habib, A. & Azim, I. (2008). Corporate governance and the value-relevance of accounting information: Evidence from Australia. *Accounting Research Journal*, 21(2), 167-194.
- Haritha, P. & Uchil, R. (2016). Conceptual framework on market factors affecting investor's sentiments and the effect of behavioral pitfalls on investment decision making. *IOSR Journal of Economics and Finance*, 1(1), 29-24.
- He, W. Hong, K. & Wu, E. (2020). Does Investor Sentiment Affect the Value Relevance of Accounting Information?, *Journal of Accounting, finance, and Business Studies*, 56(4), 535-560.
- Helland, E. & Sykuta, M. (2005). Who's monitoring the monitor? Do outside directors protect shareholders' interests?. *Financial Review*, 40(2), 155-172.
- Herdjiono, I. & Sari, I. (2017). The effect of corporate governance on the performance of a company: some empirical findings from Indonesia. *Journal of Management and Business Administration Central Europe*, 25, 33-52.
- Holtz, L. & Neto, A. (2014). Effects of Board of Directors' Characteristics on the Quality of Accounting Information in Brazil. *Revista Contabilidade Finanças*, 25(66), 255-266.
- Huang, R. & Tompkins, J. (2010). Corporate governance and investor reactions to seasoned equity offerings. *Managerial Finance*, 36(7), 603-628.
- Karamanou, I. & Vafeas, N. (2005). The association between corporate boards, audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis. *Journal of Accounting research*, 43(3), 453-486.
- Kareem, A. & Iqbal, T. (2021). Effect of Intangible Assets on the Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Emerging Markets. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(2),387-399.
- Kline, R. B. (2015). The mediation myth. *Basic and Applied Social Psychology*, 37(4), 202-213.
- Krismiaji, K. & Surifah, S. (2020). Corporate governance, compliance level of IFRS disclosure and value relevance of accounting information-Indonesian evidence. *Journal of International Studies*, 13(2), 191- 211.
- Lai, S. & Liu, C. (2018). Management characteristics and corporate investment efficiency. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 25(4), 295-312.
- Li, Y. & Li, W. (2021). Firm-specific investor sentiment for the Chinese stock market. *Economic Modelling*, 97, 231-246.
- Liao, M. He, C. Cui, R. & Chan, Y. (2021). Investor Sentiment and Governance Mechanisms. In Innovative Mobile and Internet Services in Ubiquitous Computing. *Proceedings of the 14th International Conference on Innovative Mobile and Internet Services in Ubiquitous Computing (IMIS-2020)*. Springer International Publishing

- Linda, L. (2018). *The Analysis of Corporate Governance on Value Relevance of Accounting Information*. Thesis, Universitas Atma Jaya Yogyakarta.
- Mbanga, C. Darrat, A. & Park, J.C. (2019). Investor sentiment and aggregate stock returns: the role of investor attention. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 53, 397-428.
- Mian, G. & Sankaraguruswamy, S. (2012). Investor sentiment and stock market response to earnings news. *The Accounting Review*, 87(4), 1357-1384
- Modani, K. Dash, S. Raithatha, M. & Brooks, R. (2023). Sentiment and Accruals Earnings Management: Does Governance and Regulatory Environment Matter?. *American Business Review*, 26(2), 314-354.
- Mohamed, K. & Aydin, O. (2016). Board Independence, Audit Quality and Earnings Management: Evidence from Egypt. *Journal of Emerging Market Finance*, 15, 84-118.
- Nikbakht, M. Hossein Pour, A. & Eslami, H. (2017). The effect of investors' sentiment and accounting information on stock prices. *Empirical Research in Accounting*, 6(4), 219-255.
- Ohlson, J. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, 11(2), 661-687.
- Pallant, J. (2020). SPSS survival manual: A step by step guide to data analysis using IBM SPSS(7<sup>th</sup> ed.). *Routledge. Taylor & Francis Group*, 1-378.
- Perez-de Toledo, E. Giraldez-Puig, M. & Hurtado-Gonzalez, J. (2016). The effect of environmental jolts on board governance practices and its impact on firm value. *International Journal of Disclosure and Governance*, 13(1), 75-9.
- Povel, P. Singh, R. & Winton, A. (2007). Booms, busts, and fraud. *The Review of Financial Studies*, 20(4), 1219-1254.
- Quah, H. Haman, J. & Naidu, D. (2021). The effect of stock liquidity on investment efficiency under financing constraints and asymmetric information: Evidence from the Modani, United States. *Accounting & Finance*, 61, 2109-2150.
- Santana, C. Santos, L. Carvalho, C. & Martinez, A. (2020). Investor sentiment and earnings management in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 31, 283-301.
- Saona, P. Muro, L. & Alvarado, M. (2020). How do the ownership structure and board of directors' features impact earnings management? The Spanish case. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 31(1), 98-133.
- Seok, S. Cho, H. & Ryu, D. (2019). Firm-specific investor sentiment and daily stock returns. *The North American Journal of Economics and Finance*, 50, 1-19.
- Seybert, N. & Yang, H. (2012). The party's over: The role of earnings guidance in resolving sentiment-driven overvaluation. *Management science*, 58(2), 308-319.
- Shahid, M. & Abbas, M. (2019). Does corporate governance play any role in investor confidence, corporate investment decisions relationship? Evidence from Pakistan and India. *Journal of Economics and Business*, 105, 1-11.
- Siekkinen, J. (2016). March. Value relevance of fair values in different investor protection environments. *In Accounting forum*, 40(1), 1-15.
- Simpson, A. (2013). Does investor sentiment affect earnings management?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 40(7-8), 869-900.
- Tahat, E. Al-Mawali, H. & Tahat, Y. (2021). The Value Relevance of the Financial Statements' Information: The Moderating Role of the Board of Directors. *Jordan Journal of Business Administration*, 17(2), 177- 193.
- Tshipa, J. Brummer, L. Wolmarans, H. & Du Toit, E. (2018). The impact of flexible corporate governance disclosures on value relevance. Empirical evidence from South Africa. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(3), 369-385.

- Vahdani, M. & Mohamadimehr, J. (2020). Effect of Board's Characteristics on Earnings Informativeness by Considering the Moderating Role of Investor Sentiment. *Financial Management Strategy*, 8(3), 87-118.
- Wang, G. (2018). The differential impact of investor sentiment on the value relevance of book value versus earnings. *International Journal of Critical Accounting*, 10(6), 462-490.
- Weißofner, F. & Wessels, U. (2020). Overnight returns: an international sentiment measure. *Journal of Behavioral Finance*, 21(2), 205-217.
- Wen, F. Xu, L. Ouyang, G. & Kou, G. (2019). Retail investor attention and stock price crash risk: evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 65, 1-15.
- Yang, G. Wang, Y. Wang, C. & Liu, C. (2018). Internet attention and information asymmetry: Evidence from Qihoo 360 search data on the Chinese stock market. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 510, 802-811.
- Zhou, G. (2018). Measuring investor sentiment. *Annual Review of Financial Economics*, 10, 239-259.
- Zhu, B. & Niu, F. (2016). Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 38, 125-134.

## The effect of board governance on the relationship between investors sentiment and the value relevance of accounting information

**Hala Abdullah El-Kholy**

Professor of Accounting  
Faculty of Commerce  
Cairo University

**Faten Ahmed Abd El Moeaz**

Assistant Lecturer in Accounting Department  
Faculty of Commerce  
Cairo University

[Faten.ahmed@foc.cu.edu.eg](mailto:Faten.ahmed@foc.cu.edu.eg)

**Mohamed Rezk Omara**

Lecturer of Accounting  
Faculty of Commerce  
Cairo University

### Abstract:

*This study aims to measure the effect of investors sentiment on the value relevance of accounting information and examine the moderating role of board governance on the relationship between investors sentiment and the value relevance of accounting information, an empirical study was conducted on a sample of (840) observation that covers (70) companies Listed in the EGX100 index, during the period (2011-2022). To analyse the data, the researcher used the multiple regression analysis method to test the validity of the hypotheses. The results of statistical analysis indicated the following: negative significant relationship between investors sentiment and the value relevance of earnings per share, a positive significant relationship between the independence of the board of directors and the value relevance of accounting information, There is no effect of the size of the board of directors and the duality of the executive role on the value relevance of accounting information, There is negative significant effect of the size of the board of directors on the relationship between investors sentiment and the value relevance of earnings per share, There is no modifying effect of the independence of the board of directors and the dual role of the board of directors on the relationship between investors sentiment and the value relevance of accounting information.*

### Keywords:

*Board of directors' governance, investor sentiment, value relevance of accounting information .*