



مجلة البحوث المالية والتجارية

المجلد (26) - العدد الأول - يناير 2025



دور التحفظ المحاسبي المشروط في تقييد نغمة الإفصاح التفاؤلية بتقرير

مجلس الإدارة: دليل من الشركات المقيدة بمؤشر EGX 100

**The Role of Conditional Accounting Conservatism in
Restricting Optimistic Disclosure Tone for Board of
Directors' Report: Evidence from EGX 100**

دكتور/ أكرم خليفة محمد إبراهيم

أستاذ مساعد المحاسبة - كلية التجارة - جامعة سوهاج

2024-10-27	تاريخ الإرسال
2024-10-31	تاريخ القبول
رابط المجلة: https://jsst.journals.ekb.eg/	



مستخلص:

الهدف: تهدف هذه الورقة البحثية بشكل أساسي إلى فحص مدى قدرة التحفظ المحاسبي المشروط على الحد من المبالغة في استخدام النغمة التفاوضية بتقرير مجلس الإدارة، ويتأسس البحث الحالي على فرضية أن وجود التحفظ المحاسبي المشروط من شأنه تقييد حوافز الإدارة وحريتها في إخفاء الأخبار السيئة وتعظيم الأخبار الجيدة عند مناقشة أداء الشركة، ومن ثم الحد من الدور الانتهازي الذي تمارسه الإدارة من خلال نغمة الإفصاحات السردية.

التصميم والمنهجية: أختيرت عينة مكونة من ٣٧ شركة من الشركات المقيدة بمؤشر EGX 100 ما بين عامي ٢٠١٧ - ٢٠٢٢، ومن خلال الاعتماد على البيانات الثانوية أستخدم أسلوب تحليل المحتوى لاستخلاص البيانات المتعلقة بمتغيرات البحث، كما أستخدم أسلوب الترميز اليدوي لتحديد نغمة الإفصاح السردية بتقرير مجلس الإدارة، ومن خلال استخدام أسلوب الانحدار المتعدد تم تحليل تأثير التحفظ المحاسبي المشروط (كمتغير مستقل) في نغمة الإفصاح التفاوضية (كمتغير تابع) في ظل مستويات مختلفة من الحوافز الإدارية للتلاعب بالنغمة.

النتائج: يؤثر التحفظ المحاسبي المشروط سلباً وبشكل جوهري في نغمة الإفصاح التفاوضية، وهذا التأثير أكثر قوة في الشركات التي يكون لدى مديريها حافزاً أعلى للتلاعب بنغمة الإفصاح. كما أسفرت النتائج أيضاً عن أن التحفظ المحاسبي المشروط لا يهدف إلى تشجيع الإدارة على استخدام النغمة التشاؤمية، وفي الوقت نفسه؛ لا يقف عائقاً أمام الإدارة عند نقل معلومات حقيقية حول الأخبار المستقبلية الجيدة. وتشير هذه النتائج مجتمعة إلى أن التحفظ المحاسبي المشروط يعمل على تحسين الإفصاحات السردية.

القيمة المضافة: تعد أحد البحوث الرائدة في بيئة الأعمال المصرية التي توفر دليلاً عملياً على العلاقة بين التحفظ المحاسبي المشروط ونغمة الإفصاح التفاوضية بتقرير مجلس الإدارة في ظل درجات مختلفة من الحوافز الإدارية للتلاعب بالنغمة، كما يضيف البحث الحالي للأدبيات المتعلقة بالتفاعل بين المعلومات الكمية والنوعية واستخدام الأرقام المحاسبية لإضفاء المصداقية على التقارير السردية.

الكلمات الرئيسية: إدارة النغمة، النغمة التفاوضية، النغمة التشاؤمية، التحفظ المحاسبي المشروط، تقرير مجلس الإدارة.

تصنيف JEL: M48; M41; G14

Abstract:

Purpose: The main objective of this research is to examine the extent to which Conditional Accounting Conservatism (CAC) can limit exaggeration in using an Optimistic Disclosure tone (ODT) in board of directors' report. Current research is based on hypothesis that the existence of CAC would restrict management's incentives and freedom to hide bad news and maximize good news when discussing the company's performance, and thus limitation of opportunistic role played by management through narrative disclosures tone.

Design and methodology: A sample of 37 corporations listed in EGX 100 index between 2017-2022 was selected. Relying on secondary data, the content analysis technique was used to extract data related to research variables. Manual coding was used to determine narrative disclosure tone in the board of directors' report. Through using multiple regression, the effect of CAC (as an independent variable) in the ODT (as a dependent variable) was analyzed, under different levels of management incentives to manipulate the tone.

Findings: There is a significant negative effect of CAC on ODT, and this effect is stronger in corporations whose managers have a higher incentive to manipulate disclosure tone. The results also show that CAC doesn't encourage management to use pessimistic tone; at the same time, it doesn't hinder management from communicating truthful information about future good news. Together, these results suggest that CAC improves narrative disclosures.

Originality: This research is one of the pioneering studies in Egyptian business environment that provides practical evidence of the relationship between CAC and ODT in the board of directors' report under different degrees of managerial incentives to manipulate tone. It also contributes to the literature on the interaction between quantitative and qualitative information and the use of accounting numbers to add credibility to narrative reports.

Keywords: Tone Management, Optimistic Tone, Pessimistic Tone, Conditional Accounting Conservatism, Board of Directors' Report.

JEL Classification: G14; M41; M48



١ - مقدمة:

تعد سياسة التحفظ المحاسبي أحد الخصائص الأساسية للمعلومات المحاسبية، وقد أثارت هذه السياسة - منذ بداية تطبيقها وحتى وقت كتابة هذه السطور - جدلاً كبيراً حول مدى تأثيرها في منفعة المعلومات المحاسبية التي تحويها القوائم المالية، واختلفت الآراء ما بين مؤيد ومعارض، فهناك من يرى أهمية دور التحفظ المحاسبي في إعداد تقارير تحتوي على معلومات تفيد متخذي القرار، وأن هذه السياسة لا يمكن التخلي عنها في الواقع العملي، والدليل على ذلك شمول المعايير المحاسبية للكثير من ممارسات التحفظ المحاسبي؛ مثل: المخزون السلعي، وانخفاض الأصول طويلة الأجل، والأصول غير الملموسة، والأدوات المالية.

وفي المقابل؛ هناك من يرى أن تطبيق التحفظ المحاسبي سيؤدي إلى تحيز المعلومات المحاسبية؛ ومن ثم تشويه عملية اتخاذ القرار من قبل مستخدمي هذه المعلومات والإضرار بمصالحهم (Monteiro, et al., 2021; Zadeh, et al., 2022). وقد أكدت قائمة المفاهيم رقم (٨) الصادرة عن الـ FASB على أن التمثيل الصادق للمعلومات يتحقق بتوافر ثلاث خصائص أساسية هي: الاكتمال والحياد والخلو من الأخطاء (FASB, 2010, Para BC 3.27)، ومن ثم فقد أستخدم التحفظ المحاسبي من خصائص التمثيل الصادق نظراً لتعارضه مع خاصية الحياد، وهذا الاستبعاد نال التأييد أيضاً من قبل مجلسي معايير المحاسبة الدولية IASB والمالية FASB عند صياغة الإطار المفاهيمي المشترك (حماد، ٢٠١٨).

وقد فرقت دراسة (Nguyena, et al. (2022) بين التحفظ المحاسبي المشروط وغير المشروط، حيث ترى عدم وجود علاقة ترابط جوهرية بين التحفظ المحاسبي المشروط والتلاعب في الأرباح، في حين أن التحفظ المحاسبي غير المشروط يساعد على إدارة الأرباح من خلال زيادة الاحتياطات المتراكمة بقائمة المركز المالي، وتحريرها فيما بعد لمقابلة توقعات المحللين الماليين بشأن الربحية. في حين أكدت دراسة (García Lara, et al. (2020) على أن زيادة مستوى التحفظ المحاسبي المشروط يسهم في زيادة التلاعب في الأرباح باستخدام الأنشطة الحقيقية. وبشكل عام يوجد افتراض نظري عام في كثير من الدراسات السابقة بشأن فاعلية التحفظ المحاسبي في تقييد السلوك الانتهازي للإدارة عند إعداد التقارير المالية، ويرى الباحث أن الإشارات التي ترسلها نغمة الإفصاح هي مؤشر على هذا السلوك من عدمه.

وقد شهدت السنوات الأخيرة تزايداً ملحوظاً في البحوث المحاسبية حول محتوى الإفصاحات السردية، والتي تشكل الجزء الأكبر من المعلومات التي تفصح عنها الإدارة طواعية أو بشكل إلزامي (سيد، وآخرون، ٢٠٢٠؛ أبو جبل وآخرون، ٢٠٢٢؛ Li, et al., 2022; Bochkay, et al.,

(2023). كما أظهرت الدراسات التجريبية أن نغمة هذه الإفصاحات السردية - مدى تفاؤلها أو تشاؤمها - تؤثر بشكل كبير في ردود أفعال أسعار الأسهم بسوق الأوراق المالية، إضافة إلى استخدامها في نقل محتوى معلوماتي إضافي حول أداء الشركة (أمين، ٢٠٢٤؛ Qin, 2024; Alrobai and Albaz, 2024).

ومع ذلك؛ فإن المرونة النسبية للإفصاحات السردية توفر للإدارة فرصاً للتلاعب بنغمة الإفصاح بشكل يؤثر في تصورات المستثمرين، وهو ما يطلق عليه مصطلح "إدارة النغمة" (Tone management) (حسين، ٢٠٢٠؛ Hamza, 2023; Reichmann, 2023; Huang, et al., 2014; et al., 2023; Elshandidy and Kamel, 2024). وتفترض الدراسات السابقة أن الأرقام المحاسبية الموضوعية تسهم في ضبط وتوفير المصادقية لمصادر المعلومات الأكثر مرونة والتي من بينها الإفصاحات السردية (Ball, et al., 2012; Elshandidy and Zeng, 2022; Bodoff, 2023; and Hirsch, 2023). إلا أنه حتى الآن يوجد عدد محدود من الأدلة التجريبية حول قدرة الأساليب المحاسبية على تقييد إدارة النغمة.

والتحفظ المحاسبي المشروط - كأحد الأساليب المحاسبية - قد يعمل على الحد من تجاهل المديرين لمناقشة الأخبار السيئة بالإفصاحات السردية أو حتى التقليل من شأنها، كما يمكن أن يثني المديرين عن المبالغة في الأخبار الجيدة غير المؤكدة، ويشجعهم على مناقشة العوامل التي كانت مسوغاً لتأجيل الاعتراف ببعض المكاسب غير المؤكدة. وعلى الرغم من افتراض كثير من الدراسات السابقة بأن التحفظ المحاسبي يعمل على تنظيم الإفصاح السردى (García Lara, et al., 2014; Hsu, 2017; Ezat, 2020; Alrobai and Albaz, 2024)، إلا أن هناك من يرى محدودية قدرته على الحد من التلاعب بنغمة الإفصاح السردى (Stocken, 2013; García Lara, et al., 2020).

إن اختلاف توجهات الهيئات التنظيمية بشأن تطبيق التحفظ المحاسبي؛ وكذلك التناقض الواضح بين نتائج الدراسات السابقة بشأن العلاقة بين التحفظ المحاسبي ونغمة الإفصاح؛ كانت دافعاً للباحث للقيام بهذا البحث في محاولة لتقييم مدى تأثير التحفظ المحاسبي المشروط في تقييد السلوك الانتهازي للإدارة، وذلك من خلال تحليل نغمة الإفصاح التفاوضية بتقرير مجلس الإدارة كأحد التقارير التي تعد من متطلبات حوكمة الشركات، كما أن تطبيق هذا البحث في أحد الأسواق الناشئة (السوق المصري) يضيف بعداً جديداً نظراً لاختلاف اللغة والثقافة عن الدول الغربية خاصة فيما يتعلق بنغمة الإفصاح.



وفي ضوء ما سبق؛ يمكن تلخيص مشكلة الدراسة في مجموعة من الأسئلة البحثية تتمثل في الآتي:

السؤال الأول: ما مستوى التحفظ المحاسبي المشروط ونغمة الإفصاح بتقرير مجلس الإدارة للشركات موضع الدراسة؟

السؤال الثاني: هل يؤثر مستوى التحفظ المحاسبي المشروط في إدارة النغمة التفاضلية بتقرير مجلس الإدارة للشركات موضع الدراسة؟

السؤال الثالث: هل يختلف تأثير مستوى التحفظ المحاسبي المشروط في إدارة النغمة التفاضلية باختلاف درجة حوافز الإدارة للتلاعب بنغمة تقرير مجلس الإدارة للشركات موضع الدراسة؟

إن الهدف الرئيس للورقة البحثية الحالية هو تحديد ما إذا كان التحفظ المحاسبي المشروط يمثل قيداً على إدارة النغمة التفاضلية. وتشير الدراسات السابقة إلى النظرة المتحفظة لمستخدمي التقارير عند تقييم مصداقية المعلومات السردية حال عدم الاتساق بين الأرقام المحاسبية ونغمة الإفصاح (Reichmann, 2023; Bodoff and Hirsch, 2023). ونظراً لأن التحفظ المحاسبي المشروط أساسه تأجيل الاعتراف بالمكاسب وتعجيل الاعتراف بالخسائر، فإن البحث الحالي يفترض أن هذا التحفظ يحد من قدرة المديرين على الاختيار الانتهازي لمستوى نغمة متفائل جداً عند الإفصاح عن أداء الشركة.

ومن خلال تحليل محتوى تقرير مجلس الإدارة للشركات المقيدة بمؤشر EGX 100 عن الفترة بين عامي ٢٠١٧ - ٢٠٢٢؛ تم تحديد مستوى نغمة الإفصاح غير العادية (التفاضلية)، وقد اتبع الباحث نموذج Huang, et al. (2014) لقياس النغمة التفاضلية اعتماداً على بواقي انحدار مستويات النغمة الصافية على كل من الأداء الحالي والمستقبلي، مع الأخذ في الحسبان بعض المتغيرات الكمية لتحديد تأثير خصائص الشركات - مثل: النمو، والمخاطر، ودرجة التعقيد - في الأداء الحالي والمستقبلي، وتشير المستويات المرتفعة من البواقي إلى تعاضم النغمة التفاضلية.

وتتصف نتائج البحث الحالي بالثبات والاعتمادية، ويرجع ذلك إلى قيام الباحث بالتحكم في المتغيرات التي تنوب عن الأداء الحالي والمستقبلي، وكذلك مختلف خصائص الإدارة وخصائص حوكمة الشركات، وأخذها في الحسبان كمتغيرات رقابية. فضلاً عن التأخر في قياس التحفظ المحاسبي المشروط عن طريق استخدام قيم السنوات السابقة الخاصة بكل شركة وقياس التحفظ باستخدام الاستحقاقات، الأمر الذي يعني عدم تأثر النتائج بالأحداث الطارئة في سنة القياس أو بمحاولة المديرين التوفيق بين مستويات التحفظ المحاسبي المشروط وإدارة النغمة التفاضلية.

وتضيف الورقة البحثية الحالية لأدبيات التحفظ المحاسبي والإفصاح السري، حيث تسهم في معالجة مسألة ما إذا كان التحفظ المحاسبي المشروط يؤدي دوراً حاكماً من خلال تهذيب قنوات المعلومات الأخرى الأكثر مرونة مثل: الإفصاحات السردية، وفي حين ركزت الدراسات السابقة على المنافع التي يقدمها التحفظ المحاسبي لبيئة المعلومات (Kim and Zhang, 2016; Balakrishnan, et al., 2016; D'Augusta, 2022)، فإن هناك أدلة مباشرة محدودة على قدرة التحفظ المحاسبي على تهذيب الإفصاح عن المعلومات غير الكمية، وعلى مستوى الكتابات العربية لم تحاول أي دراسة تجريبية فحص العلاقة بين التحفظ المحاسبي المشروط وتلاعب المديرين بالإفصاحات السردية، وتحاول الورقة البحثية الحالية سد هذه الفجوة البحثية.

كما تسهم الورقة البحثية الحالية في الأدبيات المتعلقة بالتلاعب في الإفصاحات السردية، ففي حين وثقت الدراسات السابقة وجود إدارة النغمة بالإفصاحات السردية وما يرتبط بتلك الإدارة من حوافز، فإن البحث الحالي يعد من البحوث الرائدة في مجال توثيق آلية تقييد التلاعب في نغمة الإفصاح السري. علاوة على ذلك؛ تشير النتائج إلى أن التقارير الكمية ومستوى التحفظ المحاسبي المشروط يمكن أن يكون لهما تأثيرات واسعة في أماكن الإفصاح الأخرى والأجزاء المختلفة من التقارير السردية، ومن ثم يضيف البحث الحالي أيضاً إلى الأدبيات المتعلقة بالتفاعل بين المعلومات الكمية والنوعية، واستخدام الأرقام المحاسبية لإضفاء المصداقية على التقارير السردية.

وقد قسم الباحث الورقة البحثية إلى ستة أقسام، وبخلاف المقدمة يتناول القسم الثاني الإطار النظري ومراجعة الدراسات السابقة؛ ثم يعرض القسم الثالث منهجية وتصميم البحث؛ في حين يقدم القسمان الرابع والخامس نتائج البحث ومناقشة تلك النتائج على الترتيب؛ وخصص القسم السادس لحدود البحث ومقترحات لبحوث مستقبلية.

٢- الإطار النظري ومراجعة الدراسات السابقة:

شهدت الآونة الأخيرة اهتماماً متزايداً من قبل الدراسات المحاسبية بنغمة إفصاح الشركات - استخدام لغة تفاؤلية (إيجابية) أو تشاؤمية (سلبية) - في كثير من التقارير؛ بما يتضمن التقارير المالية السنوية (حسين، ٢٠٢٠؛ عبدالمنعم، ٢٠٢٢؛ أمين، ٢٠٢٤؛ Tran, et al., 2023)، وتقرير مناقشات وتحليلات الإدارة (Ezat, 2020; Wang, 2021; Wang, et al., 2024; Zhou, et al., 2024; Yan, et al., 2024; Ibrahim, 2022)، والنشرات الصحفية للأرباح (Davis and Tama-Sweet, 2012; Abou-El-Sood and El-Sayed, 2022; Henry, et al., 2023)، ونشرات الإعلان عن الأرباح (Lu, 2019; Ningsih, et al., 2021)، وتقرير لجنة المراجعة (عبدالفتاح وعثمان، ٢٠٢٤؛ Al-Shaer and Zaman, 2021).



وعلى الرغم من تفسير المستثمرين لنغمة الإفصاح على أنها تحتوي على معلومات مرنة ذات قيمة، إلا أن الدراسات السابقة تشير إلى إمكانية استخدام نغمة الإفصاح من أجل توصيل محتوى معلوماتي إضافي وبالتالي الحد من عدم تماثل المعلومات (Henry, et al., 2023; Tran, et al., 2023). كما يرى البعض إمكانية استخدامها لتضليل المستثمرين عن قصد من خلال إدارة الانطباعات (Ibrahim, 2022; Abou-El-Sood and El-Sayed, 2022; Hamza, et al., 2023)، أو عن غير قصد من خلال استخدام المديرين لنغمة أكثر تفاعلاً، ويركز البحث الحالي على النوع الأخير المتعلق بإدارة النغمة التفاعلية.

وقد اهتمت كثير من الدراسات السابقة بتحديد العلاقة بين التحفظ المحاسبي والتلاعب في الأرباح (García Lara, et al., 2020; Zadeh, et al., 2022; Alrobai and Albaz, 2024)، وخلصت تلك الدراسات إلى أن الشركات الأكثر تحفظاً هي الأقل قدرة على إدارة الأرباح. واتباع النهج نفسه؛ يسعى البحث الحالي لتحديد العلاقة بين التحفظ المحاسبي ونغمة الإفصاح السريدي، وذلك من خلال تحديد دور التحفظ المحاسبي المشروط في الحد من استخدام نغمة أكثر تفاعلاً بتقرير مجلس الإدارة.

٢-١ نغمة الإفصاح المحاسبي: محتوى معلوماتي إضافي أم إدارة انطباعات؟:

أحد الأهداف الأساسية للمحاسبة هو توفير قياسات موثوقة وموضوعية لأداء الشركة تحظى بإجماع كافة الأطراف، ومع ذلك فإن الجهد المبذول لجعل القياس موثقاً وموضوعياً قد يقلل من فائدته في اتخاذ القرار، ومن ثم يجب الموازنة بين مفهومي الثقة والملاءمة. ويرى Barth, et al. (2020) أن الجهد المبذول لجعل قياس ما أكثر ثقةً يجعله أقل توقيتاً، وغالباً ما ينتج عنه استبعاد المعلومات السردية المفيدة. لذا، فإن استخدام المعلومات المحاسبية الموثوقة في تأكيد مصادر المعلومات الأخرى؛ من شأنه زيادة قيمة كلا النوعين من المعلومات (Ball, et al., 2012; Dennis, et al., 2019). فالمعلومات السردية الخاصة التي ينقلها المديرون إلى الأطراف الخارجية ستكتسب مصداقية أكبر حال تأكدها من قبل مهنة المحاسبة.

لقد شهدت الآونة الأخيرة عدة دراسات أظهرت الارتباط بين النغمة السردية وقرارات المستثمرين. حيث توصل البعض (Ningsih, et al., 2021; Yan, et al., 2024) إلى وجود استجابات سوقية مهمة لنغمة الإفصاح، كما أشارت دراسة Wang (2021) إلى أن نغمة تقرير مناقشات وتحليلات الإدارة تساعد المستثمرين على تقييم مخاطر الائتمان. وفي المقابل؛ قد توفر نغمة الإفصاح حافزاً للمديرين للتلاعب بتصورات المستثمرين، حيث وجدت دراسة Tiwari and

Chatterjee (2024) ارتباطاً إيجابياً كبيراً بين إدارة الأرباح ودرجة تعقيد الإفصاحات السردية، مما يشير إلى محاولة المديرين جعل تلك الإفصاحات أقل قابلية للقراءة عندما يكون الأداء ضعيفاً؛ حتى يصعب استنتاج المعلومات من تلك الإفصاحات.

وقد طورت دراسة Huang, et al. (2014) نموذجاً لتحديد نسبة نغمة الإفصاح التي ترجع إلى السلوك الانتهازي وتلك التي ترجع إلى المعلومات الصادقة، حيث يقسم هذا النموذج النغمة إلى مكون غير اختياري (عادي) يعكس الأمور الجوهرية بالشركة؛ مثل: الأداء والمخاطر، ومكون اختياري (غير عادي) من المحتمل أن يكون بسبب التلاعب في النغمة، وعلى غرار نماذج إدارة الأرباح القائمة على الاستحقاقات غير العادية؛ قدمت هذه الدراسة مقياساً لإدارة النغمة التفاوضية (التشاؤمية) من البواقي الموجبة (السالبة) لنموذج النغمة غير العادية، كما توصلت إلى أن النغمة غير العادية ترتبط عكسياً بالأداء المستقبلي وترتبط طردياً بحوافز الإدارة للتلاعب بالتصورات.

وفي الإطار ذاته؛ وجدت دراسة Allee and DeAngelis (2015) أن المديرين يوزعون النغمة التفاوضية والتشاؤمية في الإفصاحات السردية بطريقة تتفق مع حوافزهم للتلاعب بتصورات المستثمرين. فقد ينخرط المديرون في إدارة النغمة التفاوضية من خلال الإفصاح الانتقائي عن المعلومات التي تعزز صورة الشركة، وهو ما يشار إليه بـ "إدارة الانطباعات" (Ge, et al., 2024). وبشكل مماثل؛ أوضحت دراسة Li, et al. (2022) أن نسبة الكلمات الإيجابية أو النمطية المستخدمة في التقارير المالية ترتبط إيجاباً بإدارة الأرباح، وقد يحاول المديرون إخفاء سلوك إدارة الأرباح من خلال التلاعب بنغمة الإفصاح، إلا إن التحليل النصي يعد أداة فعالة للكشف عن هذا السلوك.

كما استخدمت دراسة Abou-El-Sood and El-Sayed (2022) أسلوب تحليل المحتوى لقياس النغمة بالإفصاحات السردية لعينة من الشركات بمنطقة الشرق الأوسط، وذلك لتحديد علاقة النغمة بكل من إدارة الأرباح وجودتها، وقد أظهرت النتائج ارتباطاً موجباً بين نغمة الإفصاح غير العادية وإدارة الأرباح، كما تزداد احتمالية استمرارية الأرباح بالنسبة للشركات التي تعمل على تدنية مستوى النغمة غير العادية، مما يعني أن جودة الأرباح ترتبط ارتباطاً سالباً بمستوى نغمة الإفصاح غير العادية.

وعلى صعيد البيئة المصرية؛ أظهرت دراسة Aly, et al. (2017) أن الإفصاح بالشركات المصرية يتضمن أخباراً جيدة أكثر من تضمنه أخباراً سيئة. وأكثر من ذلك فقد أظهرت النتائج التجريبية لدراسة Ibrahim (2022) أن الشركات المصرية المقيدة بمؤشر EGX 100 لديها الحافز لاستخدام نغمة الإفصاح كاستراتيجية لإدارة الانطباعات، وذلك للتأثير في تصورات



مستخدمي المعلومات؛ بما يتماشى مع إدارة النغمة التي تعكس السلوك الانتهازي بدلاً من توصيل المعلومات الإضافية. وهو ما أكدت عليه أيضاً دراسة أمين (٢٠٢٢) والتي توصلت إلى ارتباط نغمة الإفصاح المحاسبي الإلكتروني بإدارة الأرباح، حيث كانت هذه العلاقة موجبة في حالة النغمة الإيجابية (التفاؤلية)، وسالبة في حالة النغمة السلبية (التشاؤمية).

ومن المتوقع أن تحد المعلومات الكمية من التلاعب في الإفصاحات السردية من خلال توفيرها معياراً لتقييم مصداقية المعلومات السردية. وفي هذا الصدد؛ لم توفر الدراسات السابقة سوى أدلة تجريبية محدودة، حيث قدمت دراسة (Demers and Vega, 2014) الدليل على أن تدعيم الإفصاحات السردية وتنبؤات المديرين بالمعلومات الرقمية وفحصها من قبل المحللين والمستثمرين؛ يزيد من مصداقية النغمة السردية. كما يستطيع المحللون الماليون تمييز النغمة غير العادية بتقرير مجلس الإدارة؛ بالشكل الذي يمكنهم من تخفيض التقديرات المبالغ فيها للأرباح، ومن ثم تعزيز دقة التنبؤات (Yan, et al., 2024).

وعلى الرغم من تأثير المعلومات المحاسبية الكمية في نغمة الإفصاحات السردية؛ إلا أنه ما زالت هناك فجوة في الدراسات السابقة بشأن إمكانية تحكم وسيطرة سمات النظام المحاسبي على نغمة الإفصاح السردية، وبداية معالجة هذه الفجوة هو فحص مستوى التحفظ المحاسبي في القوائم المالية للشركة كأحد القيود المحتملة للتلاعب في نغمة الإفصاح.

٢-٢ التحفظ المحاسبي كآلية للحد من التصرفات الانتهازية للإدارة:

يعد التحفظ المحاسبي أحد أقدم المفاهيم التي نوقشت في الفكر المحاسبي منذ نشأة نظرية المحاسبة وأحد الخصائص الرئيسية للتقارير المالية، وأهمها تأثيراً في المعايير المحاسبية والممارسة العملية، وأكثرها إثارة للجدل حتى وقتنا الحاضر. وقد أرجعت كثير من إصدارات المنظمات المهنية نشأة التحفظ المحاسبي إلى حالة عدم التأكد التي تحيط بعملية إعداد القوائم المالية، والتي يترتب عليها الاعتراف المبكر بالأحداث السيئة وتأجيل الاعتراف بالأحداث الجيدة حين تحققها، ومن ثم تدنية قيم صافي الدخل وصافي الأصول.

وقد كانت دراسة Bliss في عام ١٩٢٤ أولى الدراسات التي تناولت مفهوم التحفظ المحاسبي، حيث أكدت على ضرورة توقع المحاسب لكافة الخسائر المحتملة مع عدم الاعتراف بالأرباح ما لم تكن تحققت بالفعل (Nguyena, et al., 2022). ثم توالى الدراسات التي تناولت تأثير التحفظ المحاسبي في الممارسة المحاسبية العملية (Basu, 1997; Givoly and Hayn, 2000; Chen, et al., 2014; Kim and Zhang, 2016; Balakrishnan, et al., 2016; D'Augusta, 2022; Zadeh, et al., 2022).

وأحد المظاهر الأخرى إثارة للجدل هو تعدد الأسس المستخدمة للتمييز بين أنواع التحفظ المحاسبي، حيث فرقت بعض الدراسات بين نوعين للتحفظ المحاسبي وفقاً لمدى الاعتماد على الأخبار وهما: التحفظ غير المرتبط بالأخبار والتحفظ المرتبط بالأخبار (Basu, 1997; Zhang, 2008). في حين اعتمدت بعض الدراسات الأخرى على توقيت حدوث التحفظ كأساس للترقية بين التحفظ السابق والتحفظ اللاحق (Pope and Walker, 2003; Zhang, 2008; Khalifa, et al., 2018). وتبنت دراسة García Lara and Mora (2004) مكان حدوث التحفظ كأساس للترقية بين تحفظ قائمة المركز المالي وتحفظ قائمة الدخل.

ويؤيد الباحث ما أوضحه Beaver and Ryan (2005) من وجود نوعين للتحفظ المحاسبي استخدماً في الأدب المحاسبي بمصطلحات مختلفة؛ وهما: التحفظ المحاسبي غير المشروط (التحفظ غير المرتبط بالأخبار، التحفظ السابق، تحفظ قائمة المركز المالي) والتحفظ المحاسبي المشروط (التحفظ المرتبط بالأخبار، التحفظ اللاحق، تحفظ قائمة الدخل).

ويشير التحفظ المحاسبي غير المشروط إلى الإجراءات المحاسبية المستخدمة عند بدء تسجيل الأصول بقيم تقل عن قيمتها السوقية؛ مثل: عدم رسملة تكاليف الأصول غير الملموسة المتولدة داخلياً واعتبارها مصروفات جارية، وإهلاك الأصول الثابتة بطريقة معجل الإهلاك (الحناوي، ٢٠١٨). ومن ثم يقصد بالتحفظ المحاسبي غير المشروط استخدام الإجراءات المحددة سلفاً في التخفيض المنتظم للقيمة الدفترية لصافي الأصول مقارنة بقيمتها السوقية دون الاعتماد على الأحداث أو المعلومات الحالية (إبراهيم، ٢٠١٦؛ موسى، ٢٠٢٠). ويرى Pae, et al. (2005) أن هذا النوع من التحفظ ينتج عن تطبيق المبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً التي من شأنها تخفيض الأرباح بمعزل عن الأحداث الاقتصادية الحالية.

أما التحفظ المحاسبي المشروط؛ فيشير إلى تخفيض القيمة الدفترية لصافي الأصول نتيجة وقوع أحداث غير سارة، مع عدم زيادتها في ظل وقوع أحداث سارة؛ إلا إذا استخدم نموذج إعادة التقييم بدلاً من التكلفة التاريخية (عبد الرحمن، ٢٠١٠؛ عبد الحليم، ٢٠١٥)، أي أن التحفظ المحاسبي المشروط هو تحفظ لاحق أو معتمد على وقوع أحداث معينة. كما يؤكد Ball and Shivakumar (2005) على أن التحفظ المحاسبي المشروط يفرض متطلبات غير متماثلة للاعتراف بالمكاسب والخسائر، حيث يتطلب تأجيل الاعتراف بالأخبار الجيدة وتعجيل الاعتراف بالأخبار السيئة، وهو ما يجعل قائمة الدخل تعكس الخسائر المتوقعة بصورة أسرع مقارنة بالمكاسب المتوقعة.

ولقد تعرض مفهوم التحفظ المحاسبي - بشكل عام - لكثير من الانتقادات رغم أهميته في إعداد القوائم المالية، حيث أشارت دراسة Odia and Osazevbaru (2018) إلى أن وجهة نظر معارضي التحفظ المحاسبي تتمثل في دوره في تحيز التقارير المالية، مما يؤدي إلى عدم تماثل



المعلومات ومن ثم تضليل مستخدمو تلك التقارير وعدم كفاءة تخصيص الموارد. وقد تبنى وجهة النظر السابقة المشروع المشترك لكل من مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) ومجلس معايير المحاسبة الدولية (IASB) بشأن الإطار المفاهيمي للمحاسبة المالية الصادر عام ٢٠٠٦ (الحناوي، ٢٠١٨).

وبالرغم من ذلك؛ فإن مؤيدي التحفظ المحاسبي - المساهمين والدائنين والهيئات الرقابية - قدموا الأسانيد والدوافع التي تبرر استمرار استخدام هذا المفهوم حتى وقتنا الحاضر، حيث أشار الطحان (٢٠٢٠) إلى أن أهم دوافع استخدام التحفظ المحاسبي تتمثل في: تقييد فرص المديرين في التلاعب بالأرباح لحماية ذوي المصلحة من السياسات الانتهازية التي تمارسها الشركات؛ والحصول على القروض بتكلفة منخفضة؛ وإدارة المخاطر بشكل أفضل للحد من تكاليف التقاضي المحتملة؛ وتجنب التكاليف السياسية وبالتالي التخفيف من مخاطر التدخل الحكومي وتأجيل العبء الضريبي؛ وتحسين جودة المعلومات المالية بما يؤدي إلى زيادة قدرة الأرباح الحالية على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية.

ويعمل التحفظ المحاسبي المشروط كآلية لحوكمة الشركات، حيث يترتب عليه تخفيف صراعات الوكالة بين ذوي المصلحة، الأمر الذي يحد من انخراط المديرين في تصرفات انتهازية تحقق مصالحهم الخاصة على حساب مصالح الأطراف الأخرى (شاهين، ٢٠١١؛ عبدالرحمن، ٢٠١١؛ عرفة، ٢٠١٥؛ صالح وآخرون، ٢٠١٦؛ عبدالحليم، ٢٠١٨؛ الطحان، ٢٠٢٠؛ Nguyen, et al., 2022). كما يمكن للتحفظ المحاسبي المشروط تهذيب مصادر المعلومات المرنة، حيث توفر الأرباح المتحفظة معياراً صارماً لمصادر المعلومات الأخرى الأكثر مرونة كالإفصاحات السردية، مما يزيد من مصداقية وفائدة قنوات الإفصاح البديلة ويحسن بيئة المعلومات (LaFond and Watts, 2008).

٢-٣ التحفظ المحاسبي المشروط وتقييد نغمة الإفصاح التفاضلية:

اتساقاً مع الدراسات السابقة؛ يتعامل البحث الحالي مع التحفظ المحاسبي المشروط على أنه خاصية مستقرة يمكن أن تقيد السلوك الانتهازي للإدارة، لأنها تتأثر في المقام الأول بطلب التحفظ من قبل ذوي المصلحة في الشركة؛ مثل: الدائنين والمساهمين والمراجعين. حيث يرى Watts (2003) أن التحفظ المحاسبي يعمل على كبح السلوك الانتهازي للإدارة عند التقرير عن الأرقام المحاسبية. كما أكدت أيضاً دراسة Ball, et al. (2012) على دور التحفظ المحاسبي في تدعيم مصداقية القوائم المالية من خلال توضيح كيفية التناغم بين التقارير التي تمت مراجعتها والإفصاحات الاختيارية.

وكذلك يرى (Hsu, et al., 2017) أن التحفظ المحاسبي يخفف من الآثار السلبية لمبالغة المديرين وثقتهم المفرطة في تقدير أداء الشركة المفصح عنه. علاوة على ذلك؛ تنظر دراسة (García Lara, et al., 2016) إلى التحفظ المحاسبي على أنه نزعة خارجية ومحددة سلفاً للمديرين الحاليين: خيار إداري مسبق يمنع الانتهازية، وبالتالي يسمح للشركات بالحصول على مزايا التمويل بالدين. بالإضافة إلى ذلك؛ قدمت بعض الدراسات الدليل على ثبات المتغيرات التي تنوب عن التحفظ المحاسبي بمرور الوقت، وهو ما يؤكد الفكرة القائلة بأن المديرين لا يغيرون نزعتهم المتحفظة بسهولة (Khan and Watts, 2009; Callen, et al., 2010).

وعلى الجانب الآخر؛ تشير بعض الدراسات إلى أن المديرين لديهم مساحة كبيرة للمناورة في اختيار مستوى نغمة الإفصاح التي تناسب مصالحهم على أفضل وجه. فعلى الرغم من تشجيع لجنة تداول الأوراق المالية SEC للإفصاحات السردية مثل: تقرير مناقشات وتحليلات الإدارة (Bochkay and Levine, 2019; Yan, et al., 2024)؛ فإن محتوى تلك الإفصاحات لا يخضع للمراجعة وتقديري للغاية (Ball, et al., 2012; Dennis, et al., 2019). وعلى هذا النحو؛ يتوقع من المستثمرين الاعتماد على المعلومات المحاسبية الموثوقة من أجل تمييز ما تحويه الإفصاحات السردية من معلومات لا طائل منها.

وقد حدد البحث الحالي ثلاثة أسباب لتوقع تقييد التحفظ المحاسبي المشروط لإدارة النغمة التفاوضية. وفيما يتعلق بالسبب الأول؛ فقد أشارت الدراسات السابقة إلى قيام مستخدمي القوائم المالية بتقييم الاتفاق بين الأرقام والكلمات في إثبات مصداقية المعلومات السردية (Bodoff and Hirsch, 2023; Henry, et al., 2023). ويمكن أن تكون نظرة هؤلاء المستخدمين سلبية حال وجود تناقض بين الاعتراف بالأخبار السيئة في قائمة الدخل وانخفاض التشاؤم، أو بين تأجيل الأخبار الجيدة والتفاوض المبالغ فيه في الإفصاحات السردية. لذا؛ فإن تقييد التحفظ المحاسبي المشروط للتفاوض في أرقام القوائم المالية يجب أن يصاحبه أيضاً تخفيضه للنغمة التفاوضية بالتقارير السردية عند مناقشة الأداء الحالي.

أما السبب الثاني؛ فيتعلق بأن التحفظ المحاسبي المشروط قد يشجع المديرين على زيادة درجة الشفافية عند مناقشة الأخبار السيئة. فغالباً ما يمتلك المديرين الحوافز لإخفاء الأخبار السيئة انتظاراً لتحسن أحوال الشركة في المستقبل (Davis and Tama-Sweet, 2012; Bao, et al., 2019)، وهو ما يجعلهم يتلاعبون بنغمة الإفصاحات السردية؛ لتجنب مناقشة التهديدات المستقبلية والخسائر المحتملة بسبب الدعاوى القضائية التي لم يتم البت فيها (Elshandidy and Zeng, 2022). ومن ثم فإن استخدام التحفظ المحاسبي المشروط لتعجيل الاعتراف بالخسائر قد يكون عائقاً أمام هذا السلوك الانتهازي.



ويرجع السبب الثالث لتوقع تقييد التحفظ المحاسبي المشروط لإدارة النعمة التفاضلية إلى أن هذا التحفظ قد يحد من قدرة المديرين على تأكيد الأخبار الجيدة. فمن خلال تشديد متطلبات التحقق من الأرباح يمكن للتحفظ المحاسبي المشروط أن يُثني المديرين عن الإدلاء بتصريحات متفائلة حول فرص الربحية غير المؤكدة، وذلك خشية رفع مستوى التوقعات التي قد يصعب تلبيتها مستقبلاً (D'Augusta and Redigolo, 2019). كما يسهم التحفظ المحاسبي المشروط أيضاً في تقييد تفاؤل المديرين عند مناقشة الأخبار الجيدة الحالية (Hsu, et al., 2017)، ففي ظل التحفظ المحاسبي المشروط قد يواجه المديرون ضغوطاً لتفسير سبب اعترافهم في العام الحالي بجزء من الأرباح غير المؤكدة بدرجة كبيرة، مما يشجعهم على الإفصاح عن معلومات أكثر تفصيلاً بشأن التهديدات التي تواجه ربحية الشركة.

وفي المقابل؛ توجد ادعاءات مضادة قد تثير الشك في قدرة التحفظ المحاسبي المشروط على تقييد إدارة النعمة التفاضلية، حيث أشارت دراسة (Stocken (2013 إلى أن استخدام النعمة التفاضلية في الإفصاحات السردية - التي لا تخضع للتدقيق والتحقق - قد لا يمثل ضغطاً على الإدارة للتخفيف من ممارسات إدارة النعمة التفاضلية بغض النظر عن مستويات التحفظ المحاسبي المشروط، وفي هذه الحالة فإن التوقعات العقلانية - بشأن الإشارات التي تتضمنها تلك الإفصاحات السردية التي لم يتم التحقق منها - تحكم استجابة المستثمرين، والتي لا تتأثر بمحتوى هذه الإفصاحات.

وفي ظل هذا الجدل حول مدى تقييد التحفظ المحاسبي لإدارة النعمة من عدمه؛ يسعى الباحث إلى تقديم الدليل العملي على أهمية استخدام التحفظ المحاسبي المشروط كوسيلة للحد من مبالغة الإدارة في استخدام نعمة أكثر تفاؤلاً، وذلك بالاعتماد على البيانات المستمدة من تقرير مجلس الإدارة لعينة من الشركات المقيدة بمؤشر EGX 100.

٣- منهجية وتصميم البحث:

٣-١ مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري، وقد اختيرت الشركات المقيدة بمؤشر EGX 100 خلال الفترة من ٢٠١٧ وحتى ٢٠٢٢م كعينة مبدئية للدراسة، مع ضرورة انطباق الشروط التالية مجتمعة على الشركات المختارة:

- توافر القوائم المالية وكافة البيانات اللازمة لحساب المتغيرات طوال فترة الدراسة.
- الاعتماد فقط على الشركات غير المالية دون الشركات المالية.

- عدم وجود أخطاء في تحويل تقرير مجلس الإدارة إلى ملف بتنسيق Word.
- عدم وجود تباين كبير في قياس التحفظ المحاسبي لكل شركة وفقاً لنموذجي (Basu (1997) & Ball and Shivakumar (2005).

وفي ضوء الاشتراطات السابقة؛ ونظراً لدخول وخروج بعض الشركات من مؤشر EGX 100؛ فقد اعتمد الباحث فقط على تقارير الشركات التي استمر قيدها في هذا المؤشر طوال فترة الدراسة، كما استبعدت الشركات التي تنتمي للقطاع المالي لاختلاف طبيعة الإفصاحات بتقاريرها عن الشركات غير المالية، إضافة إلى استبعاد الشركات التي احتوت تقارير مجلس إدارتها على أخطاء في شكل الكتابة عند تحويل تلك التقارير من تنسيق PDF إلى تنسيق Word تمهيداً لقياس النغمة، كما اتضح عند حساب التحفظ المحاسبي المشروط وجود تباين كبير بين نموذجي القياس لعدد ست شركات وتم استبعادها. ويوضح الجدول رقم (١) كيفية اختيار عينة الدراسة.

جدول رقم (١): عينة الدراسة

بيان	عدد الشركات	عدد المشاهدات	النسبة
العينة المبدئية	١٠٠	٦٠٠	٪١٠٠
يستبعد: الشركات التي لا يتوافر لها سلسلة بيانات كاملة والشركات المالية	٣٤	٢٠٤	٪٣٤
يستبعد: الشركات التي تحتوي تقارير مجلس إدارتها على أخطاء تحويل	٢٣	١٣٨	٪٢٣
يستبعد: الشركات ذات التباين الكبير في مستوى التحفظ المحاسبي	٦	٣٦	٪٦
العينة النهائية	٣٧	٢٢٢	٪٣٧

(المصدر: من إعداد الباحث)

٣-٢ متغيرات الدراسة وطرق قياسها:

توصلت الدراسة النظرية إلى وجود تأثير للتحفظ المحاسبي المشروط في نغمة الإفصاح التفاوضية، كما توصلت إلى إمكانية تباين هذا التأثير تبعاً لاختلاف حوافز الإدارة للتلاعب بالنغمة. وفي ضوء ذلك يتمثل المتغير المستقل في التحفظ المحاسبي المشروط أما المتغير التابع فهو نغمة الإفصاح التفاوضية، وهذه النغمة قد تزيد أو تنخفض وفقاً لحوافز الإدارة للتلاعب بالنغمة، ومن ثم يلزم قياس تلك الحوافز لتصنيف شركات العينة إلى: شركات مرتفعة الحوافز وشركات منخفضة الحوافز، وذلك لبحث أثر اختلاف حوافز الإدارة للتلاعب بالنغمة في العلاقة ما بين المتغير المستقل والتابع، كما يوجد عدد من المتغيرات الأخرى التي قد تتداخل في هذه العلاقة؛ ويشار إليها في هذا البحث بالمتغيرات الرقابية.



٣-٢-١ التحفظ المحاسبي المشروط:

طورت الدراسات السابقة عدة نماذج ومقاييس للتحفظ المحاسبي المشروط مثل: نموذج التوقيت غير المتماثل للاعتراف بالأرباح والخسائر (Basu, 1997)، والذي يعد من أكثر المقاييس استخداماً في الدراسات السابقة (عبد الرحمن، ٢٠١٠؛ عبد الحليم، ٢٠١٥؛ الحناوي، ٢٠١٨)، ونموذج المستحقات غير التشغيلية المتراكمة "المستحقات السالبة" (Givoly and Hayn, 2000)، ونموذج القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Beaver and Ryan, 2005)، ونموذج المستحقات التشغيلية المتراكمة (Ball and Shivakumar, 2005)، ونموذج درجة التحفظ CSCORE والذي يعد تطويراً لنموذج Basu, 1997 (Khan and Watts, 2009)، ونموذج نسبة التحفظ المحاسبي CRATIO (Callen, et al., 2010).

وفي ضوء تعدد نماذج قياس التحفظ المحاسبي المشروط، وعدم وجود نموذج متفق عليه يحظى بالقبول العام بين الباحثين، وكذلك ضماناً لدقة قياس هذا المتغير؛ استخدم الباحث مقياساً مركباً للتحفظ المحاسبي المشروط Conditional Accounting Conservatism (CONS) يعتمد على الدمج بين النموذجين التاليين:

النموذج الأول: نموذج Basu:

يعد نموذج Basu (1997) من أكثر النماذج المستخدمة في الأدب المحاسبي لقياس التحفظ المحاسبي، وتعتمد فكرة هذا النموذج على سرعة استجابة السوق للمعلومات الداخلية والخارجية مقارنة باستجابة النظام المحاسبي بالشركة لهذه المعلومات، ويقاس التحفظ المحاسبي المشروط وفقاً لهذا النموذج بدرجة حساسية استجابة الدخل المحاسبي لأرباح أو خسائر أسعار الأسهم؛ وذلك على النحو التالي:

$$\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t} + \beta_2 R_{i,t} + \beta_3 (D_{i,t} \times R_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

حيث:

$EPS_{i,t}$: ربحية السهم للشركة i في الفترة t

$P_{i,t-1}$: السعر السوقي لسهم الشركة i في بداية الفترة t

$D_{i,t}$: متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كان عائد السهم سالباً، والقيمة (٠) بخلاف ذلك

$R_{i,t}$: عائد السهم (*) للشركة i في الفترة t

(*) عائد السهم = (السعر السوقي للسهم في نهاية السنة - السعر السوقي للسهم في بداية السنة) ÷ السعر السوقي للسهم في بداية السنة

β_2 : معامل الانحدار لتأثير الأخبار الجيدة

β_3 : معامل الانحدار لتأثير الأخبار السيئة (معامل التحفظ المحاسبي المشروط)

$\mathcal{E}_{i,t}$: مقدار الخطأ العشوائي في النموذج

ووفقاً لهذا النموذج؛ كلما زادت قيمة معامل التحفظ المحاسبي المشروط (β_3) - نتيجة التوقيت غير المتماثل للاعتراف بالمكاسب والخسائر الاقتصادية - كلما دل ذلك على اتباع الشركة لسياسات محاسبية متحفظة أكثر تشدداً.

النموذج الثاني: نموذج Ball and Shivakumar:

يقاس التحفظ المحاسبي المشروط باستخدام نموذج Ball and Shivakumar (2005) من خلال قياس الارتباط غير المتماثل بين المستحقات التشغيلية والتدفقات النقدية، فوفقاً لمفهوم التحفظ المحاسبي المشروط لا يعترف بالمكاسب المتوقعة في الفترة الحالية، وإنما تؤجل لفترات مستقبلية عندما تتولد التدفقات النقدية المرتبطة بتلك المكاسب، في حين يعترف بالخسائر المتوقعة فور حدوثها دون الانتظار لانخفاض التدفقات النقدية المرتبطة بتلك الخسائر، والصيغة الرياضية لهذا النموذج على النحو التالي:

$$\frac{ACC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t} + \beta_2 \left(\frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \beta_3 D_{i,t} \times \left(\frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \mathcal{E}_{i,t}$$

حيث:

$ACC_{i,t}$: إجمالي المستحقات التشغيلية (*) للشركة i في الفترة t

$TA_{i,t-1}$: إجمالي الأصول للشركة i في بداية الفترة t

$D_{i,t}$: متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان صافي التدفقات النقدية التشغيلية سالباً،

والقيمة (0) بخلاف ذلك

$CFO_{i,t}$: صافي التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i في الفترة t

β_3 : معامل الانحدار لتأثير الأخبار السيئة (معامل التحفظ المحاسبي المشروط)

$\mathcal{E}_{i,t}$: مقدار الخطأ العشوائي في النموذج

ووفقاً لهذا النموذج كلما كانت قيمة معامل الانحدار (β_3) موجبة ومرتفعة كلما دل ذلك على ارتفاع مستوى التحفظ المحاسبي المشروط في الشركة.

(*) إجمالي المستحقات التشغيلية = صافي التدفقات النقدية للأنشطة التشغيلية بعد استبعاد البنود غير العادية والعمليات غير المستمرة - الدخل قبل البنود غير العادية والعمليات غير المستمرة



ونظراً لأن نموذج Basu يتطلب شروطاً معينة للتطبيق أهمها كفاءة السوق - والتي قد يصعب توفيرها في السوق المصري - سيلجأ الباحث إلى الاعتماد على مقارنة نتائج القياس باستخدام النموذجين السابقين؛ على أن تستبعد الشركات ذات التباين الكبير في نتائج القياس، ثم يحسب متوسط معامل الانحدار في النموذجين - لكل شركة من الشركات المتبقية بالعينة - كمقياس للحفاظ المحاسبي المشروط.

ويوضح الملحق رقم (1) نتائج قياس معامل التحفظ المحاسبي المشروط على مستوى عينة الدراسة، ولغرض تقسيم العينة النهائية للدراسة إلى مجموعتين فرعيتين بحسب مستوى التحفظ المحاسبي؛ تم تحديد الوسيط على مستوى العينة، والشركات التي يزيد فيها المعامل عن قيمة الوسيط تصنف على أنها مرتفعة التحفظ وبخلاف ذلك تصنف على أنها منخفضة التحفظ.

٣-٢-٢ نغمة الإفصاح التفاؤلية:

ركزت بعض الدراسات السابقة على النغمة الإيجابية أو على الفرق بين النغمة الإيجابية والسلبية والتي يطلق عليها النغمة الصافية (Li, 2010; Huang, et al., 2014)، وقد عرفت دراسة (Huang, et al. 2014) إدارة النغمة على أنها اختيار مستوى نغمة في النص السردي لا يتسق مع الأرقام الجوهرية بالقوائم المالية للشركة. وللمقارنة مع الدراسات السابقة وثيقة الصلة مثل دراسة (Li 2010) ودراسة (Huang, et al. 2014) سيتم تعريف النغمة التفاؤلية (النغمة غير العادية) في هذا البحث على أنها بواقي نموذج انحدار النغمة الصافية (النغمة العادية).

وتماشياً مع النهج المستخدم في دراسة (Li 2010) تم قياس نغمة الإفصاح السردي عن طريق إعطاء القيمة (1) لكل جملة تم ترميزها على أنها إيجابية Positive، والقيمة (-1) لكل جملة تم ترميزها على أنها سلبية Negative، والقيمة (0) لكل جملة تم ترميزها على أنها محايدة Neutral. ثم تم حساب النغمة الصافية (متوسط النغمة) لتقارير مجلس الإدارة عن طريق إيجاد المتوسط الحسابي لجميع الجمل بهذا التقرير من خلال المعادلة التالية:

$$TONE_{i,t} = \frac{1}{K_i} (POS_{i,t} \times 1 + NEU_{i,t} \times 0 + NEG_{i,t} \times -1)$$

ويمكن اختصار المعادلة السابقة على النحو التالي:

$$TONE_{i,t} = \frac{1}{K_{i,t}} (POS_{i,t} - NEG_{i,t})$$

حيث:

$TONE_{i,t}$: النغمة الصافية للتقرير i للسنة t

$POS_{i,t}$: عدد الجمل الإيجابية بالتقرير i للسنة t

$NEU_{i,t}$: عدد الجمل الحيادية بالتقرير i للسنة t

$NEG_{i,t}$: عدد الجمل السلبية بالتقرير i للسنة t

$K_{i,t}$: إجمالي عدد الجمل في التقرير i للسنة t ($POS_{i,t} + NEU_{i,t} + NEG_{i,t}$)

ونظراً لتباين النغمة التفاضلية باختلاف حوافز الإدارة للتلاعب بتلك النغمة؛ فقد أشار Burgstahler and Dichev (1997) إلى إمكانية استخدام القياس المرجعي للأرباح كأحد مقاييس التفرقة بين درجة حوافز المشاركة في إدارة النغمة، حيث يثار الشك في أن الشركات التي حققت للتو الأرباح المستهدفة أو تجاوزته بهامش ضئيل قد تمكنت من إدارة الأرباح لتحقيق هدفها. ووفقاً لنظرية الإشارات؛ قد يكون تحقيق أو تجاوز القياس المرجعي بهامش ضئيل إشارة إلى أن الشركة تتعرض لضغوط أكبر للتلاعب بالمعلومات مقارنة بالشركات الأخرى. وفي المقابل؛ فإن الشركات التي تجاوزت القياس المرجعي أو انخفضت عنه بهامش كبير؛ من المستبعد وجود حوافز لديها من الأساس لإدارة الأرباح.

وفي السياق ذاته؛ توصلت دراسة Huang, et al. (2014) إلى احتمالية تحقيق المديرين أو تجاوزهم للقياس المرجعي للأرباح جنباً إلى جنب مع إدارة النغمة للتأثير في تصورات المستثمرين. وعلى غرار هذه الدراسة تم حساب التغير في الأرباح (*) واتخاذ معياراً للتفرقة بين الشركات بحسب دوافعها للتلاعب، حيث يعتقد الباحث أن الشركات التي لديها حافظاً للتلاعب سيكون هامش التغير في أرباحها ضئيلاً لن يتعدى (± 0.05)، وعليه إذا كان التغير في الأرباح غير سالب ولا يزيد عن 0.05 ؛ فإن الشركة تكون مرتفعة الحوافز، أما إذا كان التغير في الأرباح سالباً ولا يقل عن -0.05 ؛ فإن الشركة تكون منخفضة الحوافز، وبخلاف ذلك لا توجد حوافز لإدارة النغمة.

وبتطبيق هذا المعيار على الشركات عينة الدراسة أمكن تحديد عدد (٤٩) مشاهدة ذات حوافز منخفضة لإدارة النغمة، وعدد (٣٢) مشاهدة ذات حوافز مرتفعة لإدارة النغمة، أما باقي المشاهدات - (١٤١) مشاهدة - فقد جاء التغير في أرباحها خارج المعيار المحدد آنفاً، وبالتالي لا يوجد لدى هذه الشركات دوافع لإدارة النغمة (ملحق رقم ٢).

(*) التغير في الأرباح = (القيمة السوقية لحقوق الملكية في ١٢/٣١ - القيمة السوقية لحقوق الملكية في ١/١) ÷ القيمة السوقية لحقوق الملكية في ١/١



٣-٢-٣ المتغيرات الرقابية (الحاكمة):

يرى (Demers and Vega, 2014) أن المقرضين والمستثمرين المؤسسيين أقل عرضة للتأثر بالنغمة التفاؤلية، ومن ثم يمكن إدراج متغيرات الرافعة المالية (Leverage (LEV والملكية المؤسسية (Institutional ownership (IOWN كمتغيرات رقابية في نموذج الانحدار، كما أن زيادة حجم تقرير مجلس الإدارة قد يؤدي إلى انخفاض قابلية قراءته لاستهلاكه كثير من الوقت والجهد، فقد يصرف التقرير الطويل انتباه المستثمرين عن استخدامه من قبل المديرين كأداة لإدارة النغمة التفاؤلية وإخفاء الأخبار السيئة، ومن ثم يمكن تضمين متغير القابلية للقراءة (Readability (READ في نموذج الانحدار.

علاوة على ذلك؛ في ظل وجود عدم تماثل في المعلومات يمكن لسوق الأوراق المالية إلزام المديرين بتقديم إفصاح أكثر شفافية؛ عن طريق فرض تكلفة أعلى على حقوق الملكية ومقاضاة الشركة لاحقاً (Elshandidy and Zeng, 2022). وتعد مخاطر التقاضي أكثر حدة في الصناعات التي تعمل في مجالات مثل: الصحة والغذاء والتكنولوجيا والتشييد والبناء، ومن ثم يجب على المديرين توخي الحذر في الإدلاء بتصريحات يمكن استخدامها بسهولة ضدهم، لذلك تم تضمين نموذج الانحدار متغير مخاطر التقاضي (Litigation Risk (LRISK، ومتغير تقلب عائد السهم (Stock return volatility (SRV للتحكم في عدم تماثل المعلومات.

والخطوة التالية هي ترميز متغيرات الدراسة وتحديد كيفية قياسها وهو ما يوضحه الجدول

رقم (٢):

جدول رقم (٢): ترميز وقياس متغيرات الدراسة

متغيرات الدراسة	الرمز	طريقة القياس
النغمة العادية	TONE	المتوسط الحسابي لعدد الجمل الإيجابية والحيادية والسلبية
النغمة التفاؤلية	OP-TONE	بواقفي نموذج الانحدار للنغمة العادية
التحفظ المشروط	CONS	متوسط معامل الانحدار لنموذجي Basu & Ball and Shivakumar
الرافعة المالية	LEV	نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول
الملكية المؤسسية	IOWN	نسبة الأسهم التي يحتفظ بها المستثمرون المؤسسيون في نهاية السنة
القابلية للقراءة	READ	اللوغاريتم الطبيعي لعدد الكلمات بتقرير مجلس الإدارة
تقلب عائد السهم	SRV	الانحراف المعياري لتباين عوائد الأسهم خلال خمس سنوات

متغيرات الدراسة	الرمز	طريقة القياس
مخاطر التقاضي	LRISK	متغير وهمي يساوي (١) إذا كانت الشركة تعمل في مجالات عالية الخطورة، ويساوي (٠) بخلاف ذلك
حجم الشركة	FSIZE	اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية لحقوق الملكية في نهاية السنة
عمر الشركة	AGE	اللوغاريتم الطبيعي لعدد سنوات قيد الشركة بمؤشر EGX 100

(المصدر: من إعداد الباحث)

٣-٣ بيانات الدراسة ومصادر جمعها:

ركزت كثير من الدراسات السابقة على نغمة الإفصاح السري ببعض التقارير مثل: مناقشات وتحليلات الإدارة وخطاب رئيس مجلس الإدارة وتقرير الاستدامة وتقرير المسؤولية الاجتماعية للشركات. وتسعى الورقة البحثية الحالية إلى استخدام نغمة الإفصاح السري بتقرير مجلس الإدارة، ويعد تقرير مجلس الإدارة إطاراً مثالياً لفحص العلاقة بين التحفظ المحاسبي ونغمة الإفصاح السري، حيث يتضمن هذا التقرير مناقشة شاملة لأنشطة الشركة الحالية وتوجهاتها المستقبلية.

كما أكدت بعض الدراسات على ارتباط نغمة تقرير مجلس الإدارة بقرارات المستثمرين (Abou-El-Sood and El-Sayed, 2022; Tran, et al., 2023; Yan, et al., 2024)، وبالمحتوى المعلوماتي للأمر الحيوية بالشركة (Henry, et al., 2023)، وبالتلاعب الإداري (Ibrahim, 2022; Hamza, et al., 2023). بالإضافة إلى ذلك فإن إلزام الشركات بتقديم تقرير مجلس الإدارة - كأحد متطلبات حوكمة الشركات - يتيح للباحث الحصول على البيانات المطلوبة من الشركات كافة دون استثناء، كما أنه يُجنب الباحث التحيز الناتج عن الاعتماد على الإفصاحات الاختيارية.

ولتحديد نوعية النغمة؛ استخدمت طريقة الترميز اليدوي مع الاستعانة ببعض أدوات برنامج Excel، حيث إن البرمجيات التي تستخدم في هذا الصدد صممت في الأساس للتقارير المعدة باللغة الإنجليزية ولا تصلح للتقارير المعدة باللغة العربية. وبعد تحويل كافة تنسيقات تقارير مجلس الإدارة إلى ملف بصيغة Word حُذفت جميع البيانات الرقمية والعناوين والجداول والرسوم البيانية واحتفظ فقط بالبيانات النصية، ثم نُسخَت البيانات النصية إلى خلية واحدة في ورقة Excel. ومن خلال استخدام وظيفة تحويل النص إلى أعمدة Text to Columns بقائمة Data وأداة إكسل الإضافية "Kutools for Excel" تم تقسيم النص داخل الخلية الواحدة إلى عدة جمل بناءً على علامات الترقيم (الفاصلة والنقطة). ثم صنفت كل جملة على أنها إيجابية أو محايدة أو سلبية اعتماداً على معنى الجملة.



وفيما يتعلق بمصادر البيانات؛ اعتمد الباحث بالكامل على المصادر الثانوية، حيث اعتمد في تحديد النغمة على تقارير مجلس الإدارة المنشورة على المواقع الإلكترونية للشركات أو التي تتيحها شركة مصر لنشر المعلومات، بالإضافة إلى الاعتماد في قياس مستوى التحفظ المحاسبي المشروط بشركات العينة والمتغيرات الرقابية الأخرى؛ على القوائم المالية والإيضاحات المتممة لها والمؤشرات التحليلية التي توفرها الهيئة العامة للرقابة المالية من خلال موقعها الإلكتروني، أو من خلال موقع مباشر مصر.

٣-٤ فروض الدراسة ونماذج الانحدار:

توصلت دراسة García Lara, et al. (2020) إلى أن التحفظ المحاسبي - من خلال تقييد التلاعب بالمستحقات الاختيارية - يدفع المديرين إلى اللجوء إلى أشكال بديلة لإدارة الأداء؛ مثل: التلاعب بالأنشطة الحقيقية. وبشكل مشابه قدمت دراسة Huang, et al. (2014) الدليل على أن إدارة النغمة هي بديل لإدارة المستحقات، حيث يلجأ المديرون إلى إدارة النغمة عند تقييدهم وعدم إعطائهم الفرصة للتلاعب بالمستحقات، ومن ثم فإن التحفظ المحاسبي من خلال الحد من إدارة المستحقات يزيد من فرص إدارة النغمة.

وفي السياق ذاته؛ ترى دراسة Guay and Verrecchia (2018) أن في استطاعة المديرين الجمع بين التقارير المتحفظة والإفصاح الكامل عن الأخبار الجيدة من خلال قنوات أخرى، كما قدمت دراسة D'Augusta and Redigolo (2019) دليلاً متسقاً مع هذا السلوك عند تحليل الأرباح. لذلك قد يشعر المديرون - الذين كانوا أكثر تحفظاً في الاعتراف بالأرباح - بالضغط ليكونوا أكثر تحرفاً في الإفصاحات السردية عند مناقشة الأخبار الجيدة التي استبعدت من الاعتراف بالتقارير المالية، مما يعني إيجابية العلاقة بين التحفظ المحاسبي وإدارة النغمة التفاضلية، إذا ما استخدمت الأخيرة كوسيلة لموازنة التحفظ المحاسبي.

وعلى مستوى البيئة المصرية، قامت دراسة Ahmed and Hussainey (2017) بمقارنة مستويات التحفظ المحاسبي عند الإفصاح عن الأخبار الجيدة بالتقارير المالية للشركات المصرية قبل وبعد يناير ٢٠١١، وأشارت نتائج تلك الدراسة إلى أن شركات العينة تشارك فعلياً في سياسات محاسبية أقل تحفظاً في فترة ما بعد يناير ٢٠١١. وقد أكدت دراسة Ezat (2020) على أن تقرير مجلس الإدارة للشركات المقيدة بالمؤشر المصري EGX 100 يفصح عن الأخبار الإيجابية بشكل أكبر من الأخبار السلبية، كما أشارت نتائج دراسة Abdel Rehim (2021) إلى وجود علاقة سالبة ومعنوية بين النغمة التفاضلية والتحفظ في استخدام التمويل الخارجي، في حين أن العلاقة موجبة ومعنوية بين النغمة التفاضلية والتحفظ في استخدام التمويل بالدين.

وفي ضوء التباين بين وجهات نظر الدراسات السابقة بشأن مدى قدرة التحفظ المحاسبي المشروط على تقييد إدارة النغمة التفاوضية؛ يمكن صياغة الفرض الرئيس الأول - في صورة فرض العدم - على النحو التالي:

H₀₁: لا يوجد تأثير جوهري للتحفظ المحاسبي المشروط في إدارة النغمة التفاوضية بتقرير مجلس الإدارة للشركات موضع الدراسة.

ولاختبار هذا الفرض؛ تم الاعتماد على القيمة المحسوبة للتحفظ المحاسبي المشروط في بناء نموذج للتعبير عن أثر التحفظ المحاسبي المشروط في نغمة الإفصاح العادية، وللتحكم في العوامل الأخرى التي قد ترتبط بالتحفظ المحاسبي المشروط والنغمة التفاوضية؛ تضمن نموذج الانحدار مجموعة المتغيرات الرقابية التي من شأنها ضبط العلاقة بين المتغير التابع والمستقل، ويمكن صياغة نموذج الانحدار الأول على النحو التالي:

نموذج الانحدار الأول:

$$TONE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CONS_{i,t} + \beta_2 LEV + \beta_3 OWN + \beta_4 READ + \beta_5 SRV + \beta_6 RISK + \beta_7 FSIZE + \beta_8 AGE + \varepsilon_{i,t}$$

ويشير المعامل الجوهري السالب للتحفظ المحاسبي المشروط (β_1) إلى أن هذا التحفظ يعمل كقيد على نغمة الإفصاح العادية، بما يدعم فرضية استخدام التحفظ المحاسبي المشروط كمحدد لإدارة نغمة الإفصاح بتقرير مجلس الإدارة. وفي المقابل يشير المعامل غير الجوهري أو الجوهري الموجب إلى عدم تقييد التحفظ المحاسبي المشروط لنغمة الإفصاح، بما يعني أن استخدام التحفظ المحاسبي المشروط لا يمثل قيداً على المديرين في التلاعب بتصورات ذوي المصلحة.

والمقياس البديل للنغمة العادية بتقرير مجلس الإدارة هو النغمة غير العادية (التفاوضية)، حيث تمثل القيمة المتوقعة لنموذج الانحدار الأول الجزء العادي من نغمة الإفصاح، في حين تمثل بواقى هذا النموذج الجزء غير العادي من نغمة الإفصاح؛ والذي لا يبرره أداء الشركة أو توقعاتها أو مخاطرها أو درجة تعقيداتها، ومن ثم يمكن القول إن النغمة غير العادية ما هي إلا الفرق بين نغمة الإفصاح ككل والنغمة العادية. وتماشياً مع هذا النهج تستبدل النغمة العادية (TONE) في النموذج الأول بالنغمة التفاوضية (OP_TONE)، وعليه يمكن صياغة نموذج الانحدار الثاني على النحو التالي:

نموذج الانحدار الثاني:

$$OP_TONE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CONS_{i,t} + \beta_2 LEV + \beta_3 OWN + \beta_4 READ + \beta_5 SRV + \beta_6 RISK + \beta_7 FSIZE + \beta_8 AGE + \varepsilon_{i,t}$$



فإذا كان معامل التحفظ المحاسبي المشروط (β_1) سالباً ومتسقاً مع نموذج النغمة العادية؛ فإن ذلك يدعم فرضية استخدام التحفظ المحاسبي المشروط كمحدد لإدارة نغمة الإفصاح التفاضلية بتقرير مجلس الإدارة، وبخلاف ذلك؛ يمكن استنتاج أن التحفظ المحاسبي المشروط لا يمثل قيماً على التلاعب بتصورات ذوي المصلحة ودفعها للتفاوض المبالغ فيه. ويتنبأ الفرض الأول بأن قيمة معامل التحفظ المحاسبي المشروط (β_1) ستكون سالبة بشكل جوهري.

إن احتمالية إدارة النغمة تختلف باختلاف حوافز الشركة لإدارة تصورات وتوقعات ذوي المصلحة، مما يشير إلى أن فعالية التحفظ المحاسبي المشروط كقيود على نغمة الإفصاح لن تكون هي نفسها لجميع الشركات. فالشركات التي لديها حوافز قوية للتلاعب بالنغمة ولا يمثل التحفظ المحاسبي قيماً عليها؛ ستظهر نغمة تفاؤلية أعلى من نظيرتها التي يقيد بها التحفظ المحاسبي، وهو ما يعني قوة التأثير السالب للتحفظ المحاسبي في نغمة الإفصاح التفاضلية (Huang, et al., 2014).

وفي السياق ذاته؛ حاولت دراسة عرفة ومليجي (٢٠١٧) اختبار العلاقة بين طبيعة اللغة وكل من إدارة الربح والتحفظ المحاسبي، ومدى تأثير حوافز الإدارة عند الإفصاح؛ مثل: مقابلة توقعات المحللين وتحقيق النمو للشركة. وقد أظهرت النتائج أن كل من التحفظ المحاسبي ووجود حوافز استراتيجية لدى الإدارة عند الإفصاح؛ يؤثران في طبيعة اللغة التي تستخدمها الإدارة، بينما لا توجد علاقة ارتباط جوهريّة بين ممارسات إدارة الأرباح وطبيعة لغة الإفصاح.

وفي المقابل؛ فإن الشركات التي لا توجد لديها حوافز قوية للتلاعب بنغمة الإفصاح ستظهر نغمة تفاؤلية أقل؛ بغض النظر عن مستوى التحفظ المحاسبي، وهو ما يعني ضعف تأثير التحفظ المحاسبي في نغمة الإفصاح التفاضلية، وفي الحالات التي لا يرغب فيها المديرون في التلاعب بنغمة الإفصاح تنعدم إدارة النغمة حتى في ظل غياب أية قيود، ومن ثم لن يكون هناك أي تأثير لزيادة مستوى التحفظ المحاسبي أو تخفيضه.

لذا؛ من المتوقع زيادة التأثير السالب للتحفظ المحاسبي في نغمة الإفصاح التفاضلية حال زيادة حوافز الإدارة للتلاعب بنغمة الإفصاح، وعليه يمكن صياغة الفرض الرئيس الثاني - في صورة فرض العدم - على النحو التالي:

H02: لا يختلف تأثير التحفظ المحاسبي المشروط في إدارة النغمة التفاضلية باختلاف درجة حوافز الإدارة للتلاعب بنغمة تقرير مجلس الإدارة للشركات موضع الدراسة.

ولاختبار الفرض الثاني؛ يكرر نموذج الانحدار الثاني في عينات فرعية تتميز بحوافز مرتفعة ومنخفضة للتلاعب بالنغمة، وفحص مدى جوهرية الفرق في المعامل السالب للتحفظ المحاسبي المشروط. ويتنبأ الفرض الثاني بزيادة درجة التأثير السالب للتحفظ المحاسبي المشروط في إدارة النغمة التفاضلية عندما تزداد حوافز الإدارة للتلاعب بالنغمة.

٣-٥ تحديد صلاحية المقاييس ونماذج الانحدار:

قبل إجراء تحليل الانحدار تم فحص التوزيع الطبيعي للمتغير التابع (نغمة الإفصاح) عن طريق اختبار (K-S (Kolmogrov-Sminrov)، وذلك لتحديد مدى جودة نماذج الانحدار، وقد بلغت القيمة الإحصائية لهذا الاختبار (٠,٠٣٨) بمستوى معنوية يزيد عن ٠,٠٥، وهو ما يعكس أن قيم مؤشر نغمة الإفصاح العادية وغير العادية (التفاضلية) تتوزع توزيعاً طبيعياً.

وللتحقق من مدى تجانس البيانات بين العينات الفرعية بالدراسة - العينة ذات الحوافز الأعلى (الأقل) لإدارة النغمة - تم إجراء اختبار Levent، وتعد البيانات متجانسة إذا كان مستوى المعنوية المحسوبة وفقاً لهذا الاختبار أكبر من (٠,٠٥).

ويوضح الجدول التالي نتائج اختبار التجانس بين متغيرات الدراسة:

جدول رقم (٣): نتائج اختبار Levent لتجانس التباين

المتغيرات	Levent Test	Sig.
النغمة التفاضلية OP_TONE	١.٢٩٩	٠.٢٦٤
التحفظ المحاسبي المشروط CONS	٠.١٤١	٠.٧١٩
الرافعة المالية LEV	١.٨٦٦	٠.١٧٩
الملكية المؤسسية IOWN	٠.٢٨٧	٠.٦٠٣
قابلية التقارير للقراءة READ	٣.٥٤٣	٠.٠٦٥
التقلب في عائد السهم SRV	١.٧٨٩	٠.٧٢٠
مخاطر التقاضي LRISK	٠.٧٩٨	٠.٣٧٠
حجم الشركة FSIZE	٠.٠٠٣	٠.٩٧٧
عمر الشركة AGE	٠.١٧٣	٠.٧٦٤

(المصدر: من إعداد الباحث بالرجوع لمخرجات التحليل الإحصائي)

ويتضح من الجدول السابق أن مستوى المعنوية لكافة متغيرات الدراسة أكبر من (٠,٠٥) مما يدل على تجانس متغيرات الدراسة كافة.



كما تم فحص مدى وجود ارتباطات خطية متداخلة Multicollinearity بين المتغيرات المستقلة من عدمه؛ عن طريق حساب معامل تضخم التباين Variance inflation factor (VIF)، وكلما زادت قيمة هذا المعامل عن القيمة (3) كلما دل ذلك على احتمال وجود مستوى مرتفع من الارتباطات المتداخلة، أما إذا زاد هذا المعامل عن القيمة (10) فإن هذا يعني أن وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد أصبح أمراً مؤكداً.

جدول رقم (4): نتائج اختبار VIF للارتباطات المتداخلة

إحصائيات التعددية الخطية		المتغيرات المستقلة
VIF	Tolerance	
1.046	0.765	التحفظ المحاسبي المشروط CONS
1.108	0.928	الرافعة المالية LEV
1.146	0.897	الملكية المؤسسية IOWN
2.646	0.779	القابلية للقراءة READ
1.098	0.937	عدم تماثل المعلومات SRV
2.209	0.851	مخاطر التقاضي LRISK
1.079	0.651	حجم الشركة FSIZE
1.013	0.846	عمر الشركة AGE

(المصدر: من إعداد الباحث بالرجوع لمخرجات التحليل الإحصائي)

ويتضح من الجدول رقم (4) أن قيم معامل تضخم التباين (VIF) جاءت أقل من (3) لجميع المتغيرات المستقلة؛ حيث بلغت أعلى قيمة (2.646) وأقل قيمة (1.098)، كما أن قيمة معامل Tolerance أكبر من (0.1) لجميع المتغيرات المستقلة؛ مما يشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباطات الخطية المتداخلة بين المتغيرات المستقلة.

4 - نتائج البحث:

يتناول الباحث في هذا الجزء بالشرح والتحليل نتائج الإحصاءات الوصفية ونتائج اختبارات الفروض على النحو التالي:

4-1 نتائج الإحصاءات الوصفية:

للإجابة عن السؤال الأول القائل: "ما مستوى التحفظ المحاسبي المشروط ونغمة الإفصاح بتقرير مجلس الإدارة للشركات موضع الدراسة؟"؛ استخدم الباحث أساليب النزعة المركزية والتشتت

لتحديد مستوى التحفظ المحاسبي المشروط ومستوى نغمة الإفصاح التفاضلية بتقارير مجلس الإدارة لشركات العينة.

ويعرض الجدول رقم (٥) ملخصاً لنتائج الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة لعدد ٣٧ شركة خلال ٦ سنوات بإجمالي عدد مشاهدات ٢٢٢ مشاهدة.

جدول رقم (٥): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الوسيط	الحد الأقصى	الحد الأدنى	عدد المشاهدات	المتغيرات
٠.٧١٨	٠.٠٤٣	٠.٠٣٩	١.٠٠٤	٠.٠٢٤-	٢٢٢	النغمة التفاضلية
١.٨٤٨	٢.٤٠٤	١.٩٨٣	١٢.٢٧٥	٢.٦٨٩-	٢٢٢	التحفظ المحاسبي المشروط
٠.٥١٩	٠.٣٨٦	٠.٠٦٩	٢.١٥	٠.٠٢-	٢٢٢	الرافعة المالية
٠.٢١٤	٠.٦٢٤	٠.٤٨٩	٠.٩٤٦	٠.٣٨١	٢٢٢	الملكية المؤسسية
٠.٦٣٨	٥.١٤٦	٥.٠٦٣	٥.٤٧٦	٤.٥٢٧	٢٢٢	القابلية للقراءة
٠.٠٢٣	٠.١٣٦	٠.١١٧	٠.٢٨٧	٠.٠٣٩	٢٢٢	عدم تماثل المعلومات
٠.٥٨٣	٠.٤٧٢	٠	١	٠	٢٢٢	مخاطر التقاضي
١.٧٣٩	١٣.٤٨٢	١٢.٢٦٨	١٨.٢٥٧	٥.٨٦٤	٢٢٢	حجم الشركة
٢.٧٥٩	٤.٠٣٧	٣.٧٤٣	٤.٦٤٢	٢.٨٦٧	٢٢٢	عمر الشركة

(المصدر: من إعداد الباحث بالرجوع لمخرجات التحليل الإحصائي)

يتضح من الجدول رقم (٥) ما يلي:

- بلغ متوسط النغمة التفاضلية لشركات العينة ٠.٠٤٣ بانحراف معياري ٠.٧١٨ ويقترب هذا المتوسط جداً من قيمة الوسيط ٠.٠٣٩.
- بلغ متوسط التحفظ المحاسبي المشروط ٢.٤٠٤ بانحراف معياري ١.٨٤٨.
- بشكل عام يوجد تجانس في توزيع قيم متغيرات الدراسة باستثناء متغيرات التحفظ المحاسبي المشروط وحجم الشركة وعمر الشركة حيث كان التشتت فيهما كبيراً (الانحراف المعياري أكبر من الواحد الصحيح).

ويعرض الجدول رقم (٦) معاملات الارتباط للمتغيرات الرئيسية في هذا البحث:



جدول رقم (٦): مصفوفة بيرسون للارتباط الخطي البسيط

9	8	7	6	5	4	3	2	1	
AGE	SIZE	LRISK	SRV	READ	IOWN	LEV	CONS	OP-Tone	
								١	1
							١	**٠.٠٥٨-	2
						١	*٠.٠٤٨	**٠.٠٢٦-	3
					١	**٠.٠٧٤	**٠.١٦٧-	**٠.٠٤٥-	4
				١	٠.٠٣١	٠.٠٨٣	*٠.٠٨٦-	**٠.٠٧٤	5
			١	٠.٠٨٩-	*٠.٢٤٦-	*٠.٠١٢	*٠.١٧٤	٠.٠٠٧-	6
		١	*٠.٠٤٥-	**٠.٠٤٤	*٠.١٣٧	*٠.١٩٧-	٠.٠٠٤	٠.٠٠١	7
	١	*٠.٠٦٢	**٠.٢٣٢	٠.٠٨٧-	*٠.٠١٤	٠.٠٥٤	*٠.٥٦١-	*٠.٣٧٨-	8
١	*٠.٢٨٩	*٠.٥٨٢	٠.١٩٥	٠.٢٤٧	٠.٠٥١	٠.٠٦٩	٠.٧٩٤-	٠.٤٦٢-	9

** ارتباط معنوي عند مستوى ٠.٠١ * ارتباط معنوي عند مستوى ٠.٠٥

(المصدر: من إعداد الباحث بالرجوع لمخرجات التحليل الإحصائي)

ويوضح الجدول رقم (٦) أن الشركات التي تشهد ارتفاعاً في درجة التحفظ المحاسبي المشروط والرافعة المالية وذات الملكية المؤسسية ترتبط ارتباطاً جوهرياً سالباً بنغمة الإفصاح التفاوضية، حيث بلغت معاملات الارتباط لهذه المتغيرات الثلاثة ٠.٠٥٨ و ٠.٠٢٦ و ٠.٠٤٥ على الترتيب عند مستوى معنوية ٠.٠٠١، كما أن الشركات الأكبر حجماً ترتبط ارتباطاً جوهرياً سالباً بنغمة الإفصاح التفاوضية، حيث بلغ معامل الارتباط ٠.٣٧٨ عند مستوى معنوية ٠.٠٠٥. في حين أن الشركات التي يحتوي تقرير مجلس إدارتها على عدد أكبر من الكلمات ترتبط ارتباطاً جوهرياً موجباً بنغمة الإفصاح التفاوضية، حيث بلغ معامل الارتباط ٠.٠٧٤ عند مستوى معنوية ٠.٠٠١.

كما يتضح من الجدول رقم (٦) وجود ارتباط جوهري سالب بين مؤشر التحفظ المحاسبي المشروط وبين الملكية المؤسسية بمعامل ارتباط ٠.١٦٧ عند مستوى معنوية ٠.٠٠١؛ كما يوجد ارتباط جوهري سالب بين مؤشر التحفظ المحاسبي المشروط وكل من: القابلية للقراءة وحجم الشركة بمعامل ارتباط (٠.٠٨٦؛ ٠.٥٦١) على الترتيب عند مستوى معنوية ٠.٠٠٥، في حين يوجد ارتباط جوهري موجب بين مؤشر التحفظ المحاسبي المشروط وبين كل من: الرافعة المالية وعدم تماثل المعلومات بمعامل ارتباط (٠.١٧٤؛ ٠.٠٤٨) على الترتيب عند مستوى معنوية ٠.٠٠٥.

٤-٢ نتائج اختبارات الفروض:

٤-٢-١ نتائج اختبار الفرض الأول:

للإجابة عن السؤال الثاني القائل: "هل يؤثر مستوى التحفظ المحاسبي المشروط في إدارة النغمة التفاضلية بتقرير مجلس الإدارة للشركات موضع الدراسة؟"؛ استخدم الباحث أسلوب الانحدار المتعدد لدراسة القدرة التأثيرية للتحفظ المحاسبي المشروط في نغمة الإفصاح العادية تمهيداً لاستخدام بواقي انحدار نموذج الانحدار الأول في دراسة القدرة التأثيرية للتحفظ المحاسبي المشروط في نغمة الإفصاح التفاضلية (H_{01}).

ويعرض الجدول رقم (٧) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لتأثير التحفظ المحاسبي المشروط في النغمة العادية.

جدول رقم (٧): نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الأول (النغمة العادية)

$TONE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CONS_{it} + \beta_2 LEV + \beta_3 OWN + \beta_4 READ + \beta_5 SRV + \beta_6 RISK + \beta_7 FSIZE + \beta_8 AGE + \varepsilon_{it}$				
المتغير التابع	المتغيرات المفسرة Predictors	الإشارة المتوقعة	معاملات الانحدار	قيمة (ت) t-value
نغمة الإفصاح العادية TONE	التحفظ المحاسبي المشروط	-	٠.٠٣٨-	٨.٦٤-
	الرافعة المالية	-	٠.٠٢٤-	٣.٩٦-
	الملكية المؤسسية	-	٠.٠٣٤-	٤.١٨-
	القابلية للقراءة	+	٠.٠٠٤-	٢.١٦-
	عدم تماثل المعلومات	-	٠.٠١٦-	٠.٤٩-
	مخاطر التقاضي	-	٠.٠٠٨	٠.٢٢
	حجم الشركة	-	٠.٠٣٧*	٢.٣٤
	عمر الشركة	-	٠.٠١٧-	٠.٣٧-
العدد (N): ٢٢٢	ثابت الانحدار Constant: ٠.٤٨٦ -			
معامل الارتباط R: ٠.٢٤٧	قيمة R ² : ٠.١٥٣	قيمة Adj. R ² : ٠.١٤٥		
قيمة F: ١٨.٤٣٦	معامل معنوية النموذج (F Sig.): ٠.٠٠٠			

* معنوي عند مستوى ٠.٠٥

** معنوي عند مستوى ٠.٠١

(المصدر: من إعداد الباحث بالرجوع لمخرجات التحليل الإحصائي)

يتضح من الجدول رقم (٧) ما يلي:

- تؤكد إشارات المعلمات علاقة الارتباط الجوهرية السالبة بين نغمة الإفصاح العادية وكل من: التحفظ المحاسبي المشروط والرافعة المالية والملكية المؤسسية عند مستوى معنوية ٠.٠٠١؛



والقابلية للقراءة عند مستوى معنوية ٠.٠٠٥، في حين توجد علاقة ارتباط جوهرية موجبة بين
نغمة الإفصاح العادية وحجم الشركة عند مستوى معنوية ٠.٠٠٥.

- يشير معامل التحديد (R^2) إلى أن المتغيرات المستقلة ذات التأثير الجوهري تفسر معاً حوالي
١٥.٣٪ من التباين في نغمة الإفصاح العادية.

- يشير معامل جوهرية النموذج (F Sig.) إلى جوهرية النموذج ككل عند مستوى معنوية أقل من
٠.٠٠١.

والنتيجة السابقة تدعم فرضية استخدام التحفظ المحاسبي المشروط كمحدد لإدارة نغمة
الإفصاح بتقرير مجلس الإدارة، مما يعني وجود تأثير جوهري سالب للتحفظ المحاسبي المشروط
في نغمة الإفصاح العادية للشركات موضع الدراسة.

ولتحديد صلاحية التحفظ المحاسبي المشروط كمحدد لإدارة النغمة التفاضلية بتقرير مجلس
الإدارة؛ استبدلت النغمة العادية في نموذج الانحدار الأول بالنغمة التفاضلية (غير العادية) مع بقاء
باقي المتغيرات على حالها كما بالنموذج الأول. ويعرض الجدول رقم (٨) نتائج تحليل الانحدار
المتعدد بين التحفظ المحاسبي المشروط والنغمة التفاضلية.

جدول رقم (٨): نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الثاني (النغمة التفاضلية)

$OP_TONE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CONS_{i,t} + \beta_2 LEV + \beta_3 OWN + \beta_4 READ + \beta_5 SRV + \beta_6 RISK + \beta_7 FSIZE + \beta_8 AGE + \varepsilon_{i,t}$				
المتغير التابع	المتغيرات المفسرة Predictors	الإشارة المتوقعة	معاملات الانحدار	قيمة (ت) t-value
نغمة الإفصاح التفاضلية OP_TONE	التحفظ المحاسبي المشروط	-	٠.٠٥٤-	٨.٨٧-
	الرافعة المالية	-	٠.٠٣١-	٣.٧٦-
	الملكية المؤسسية	-	٠.٠٤٧-	٤.١٨-
	القابلية للقراءة	+	٠.٠٠٦-	٢.٣١٢-
	عدم تماثل المعلومات	-	٠.٠٠٥-	٠.٥٦-
	مخاطر التقاضي	-	٠.٠١٢	٠.١٨
	حجم الشركة	-	٠.٠٤٢-	٢.٢٥٧-
	عمر الشركة	-	٠.٠٣٨	١.٠٨٤
العدد (N): ٢٢٢	ثابت الانحدار Constant: -٠.٥٧٤			
معامل الارتباط R: ٠.٣١٢	قيمة R ² : ٠.١٦٤	قيمة Adj. R ² : ٠.١٣٢		
قيمة F: ٢٣.٥٤٩	معامل معنوية النموذج (F Sig.): ٠.٠٠٠٠			

* معنوي عند مستوى ٠.٠٠٥

** معنوي عند مستوى ٠.٠٠١

(المصدر: من إعداد الباحث بالرجوع لمخرجات التحليل الإحصائي)

ويتضح من الجدول رقم (٨) ما يلي:

- معامل التحفظ المحاسبي المشروط سالباً وجوهرياً عند مستوى معنوية أقل من ١٪ (-٠.٠٥٤)، ت = -٨.٨٧، ويشير هذا المعامل إلى أن زيادة درجة التحفظ المحاسبي بمقدار عشري واحد يقلل النغمة التفاضلية بحوالي ٥.٤٪.

- تؤكد إشارات المعلمات علاقة الارتباط الجوهرية السالبة بين نغمة الإفصاح التفاضلية وكل من: الرفاعة المالية والملكية المؤسسية عند مستوى معنوية ٠.٠١؛ والقابلية للقراءة وحجم الشركة عند مستوى معنوية ٠.٠٥.

- يشير معامل التحديد (R^2) إلى أن المتغيرات المستقلة ذات التأثير الجوهري تفسر معاً حوالي ١٦.٤٪ من التباين في نغمة الإفصاح التفاضلية.

- يشير معامل جوهرية النموذج (F Sig.) إلى جوهرية النموذج ككل عند مستوى معنوية أقل من ٠.٠٠١.

وتتسق هذه النتائج مع اتجاه وجوهية العلاقة بالنموذج الأول، مما يؤكد على دور التحفظ المحاسبي المشروط في تقييد إدارة النغمة التفاضلية بتقرير مجلس الإدارة لشركات العينة. ومن خلال النتائج المتحصل عليها من تحليل الانحدار المتعدد يمكن رفض صحة الفرض العدمي الأول (H_{01}) القائل: "لا يوجد تأثير جوهري للتحفظ المحاسبي المشروط في إدارة النغمة التفاضلية بتقرير مجلس الإدارة للشركات موضع الدراسة".

٤-٢-٢ نتائج اختبار الفرض الثاني:

ينبئ الفرض الثاني عن أن الارتباط السالب بين التحفظ المحاسبي المشروط وإدارة النغمة التفاضلية سيكون أقوى في الشركات التي تزيد فيها حوافز الإدارة للتلاعب بتصورات المستثمرين بشكل إيجابي.

ولإجابة عن السؤال الثالث القائل: "هل يختلف تأثير مستوى التحفظ المحاسبي المشروط في إدارة النغمة التفاضلية باختلاف درجة حوافز الإدارة للتلاعب بنغمة تقرير مجلس الإدارة للشركات موضع الدراسة؟"؛ استخدم الباحث أسلوب الانحدار المتعدد لدراسة التباين في القدرة التأثيرية للتحفظ المحاسبي المشروط في نغمة الإفصاح التفاضلية باختلاف حوافز الإدارة للتلاعب بالنغمة (H_{02}).

ويوضح الجدول رقم (٩) نتائج اختبار الفرض الثاني.



جدول رقم (٩): نتائج تحليل الانحدار المتعدد لاختبار الفرض الثاني

$OP_TONE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CONS_{i,t} + \beta_2 LEV + \beta_3 OWN + \beta_4 READ + \beta_5 SRV + \beta_6 RISK + \beta_7 FSIZE + \beta_8 AGE + \varepsilon_{i,t}$						
الاختلاف		حوافز إدارة نغمة مرتفعة		حوافز إدارة نغمة منخفضة		المتغيرات المفسرة Predictors
قيمة (ت)	المعامل	قيمة (ت)	المعامل	قيمة (ت)	المعامل	
٢.١٧-	*٠.٠٣١-	٦.٦٢-	**٠.٠٧٤-	٣.٦٨-	**٠.٠٤٣-	التحفظ المحاسبي المشروط
٠.٦٣	٠.٠١٥	١.٠٢-	٠.٠٢١-	١.٦٩-	*٠.٠٣٦-	الرافعة المالية
١.١٨	٠.٠٢٧	٢.٤٨-	*٠.٠٥٠-	٤.٦٤-	**٠.٠٧٧-	الملكية المؤسسية
١.٠٤	٠.٠٠٦-	٢.٤٨-	*٠.٠١٠-	٢.٢٨-	*٠.٠٠٤-	القابلية للقراءة
٢.٢٤-	*٠.٠٥٧-	١.٦٧-	*٠.٠٤١-	٠.٥٨	٠.٠١٦	عدم تماثل المعلومات
٠.٢٣-	٠.٠٢٨-	٠.٧٦	٠.٠٧٣	١.١٤	٠.١٠١	مخاطر التقاضي
١.٨٩-	*٠.٠٢٩-	*٢.٣٤-	٠.٠٦٣-	٣.١٤-	**٠.٠٣٤-	حجم الشركة
٠.٧٤	٠.٠١٨	١.٠٤	٠.٠٤٧	٠.٨٦	٠.٠٢٩	عمر الشركة
		٣٢		٤٩		العدد (N)
		٠.٠٦٤		٠.٠٨٦		قيمة معامل التحديد R ²
		٠.٠٠٠		٠.٠٠٠		معنوية النموذج (F Sig.)

* معنوي عند مستوى ٠.٠٥

** معنوي عند مستوى ٠.٠١

(المصدر: من إعداد الباحث بالرجوع لمخرجات التحليل الإحصائي)

توضح نتائج الجدول رقم (٩) أن معامل التحفظ المحاسبي المشروط سالب وبشكل جوهري في جميع العينات الفرعية، وأن هذا المعامل دائماً ما يكون أقوى بشكل ملحوظ في العينات الفرعية التي تتميز بوجود حوافز أكبر لدفع التصورات والتوقعات إلى أعلى، حيث بلغ معامل التحفظ المحاسبي المشروط في العينات التي تتصف بارتفاع حوافز إدارة النغمة (-٠.٠٧٤)؛ مقارنة بمعامل قدره (-٠.٠٤٣) في العينات التي تتصف بانخفاض حوافز إدارة النغمة.

ومن ثم يمكن رفض صحة الفرض العدمي الثاني (H02) القائل: "لا يختلف تأثير التحفظ المحاسبي المشروط في إدارة النغمة التفاضلية باختلاف درجة حوافز الإدارة للتلاعب بنغمة تقرير مجلس الإدارة للشركات موضع الدراسة". وهو ما يعني زيادة التأثير الجوهري السالب للتحفظ المحاسبي المشروط في النغمة التفاضلية مع زيادة حوافز الإدارة للتلاعب بنغمة الإفصاح.

٥ - مناقشة النتائج والاستفادة المتوقعة:

تناول هذا البحث تحديد مدى قدرة التحفظ المحاسبي المشروط على تقييد انخراط الشركات في إدارة النغمة التفاضلية، وذلك من خلال استخدام طريقة الترميز اليدوي في تحليل وقياس نغمة الإفصاح بتقرير مجلس الإدارة للشركات المقيدة بمؤشر EGX 100. وتظهر النتائج أن التحفظ المحاسبي المشروط يرتبط سلباً بإدارة النغمة التفاضلية، وبالإضافة إلى ذلك فإن القدرة التأثيرية للتحفظ المحاسبي المشروط أقوى في الشركات ذات النزعة المرتفعة للتلاعب بنغمة الإفصاح.

ويمكن إرجاع هذا التأثير السالب للتحفظ المحاسبي المشروط في إدارة النغمة التفاضلية؛ إلى أن ممارسات التحفظ المحاسبي المشروط التي تنطوي على تعجيل الاعتراف بالخسائر ستؤدي إلى تقييد حرية الشركات في إخفاء أو التقليل من أهمية مناقشة الأخبار السيئة، حيث إن تلك الأخبار من المحتمل الإفصاح عنها قريباً بقائمة الدخل، كما أن تشديد متطلبات التحقق للأرباح سيؤدي إلى حذر الشركات من المبالغة في التأكيد على الأخبار الجيدة غير المؤكدة خشية عدم وفائها بما وعدت به من أرباح، فضلاً عن أن لجوء المستثمرين إلى بحث الاتساق بين أرقام القوائم المالية الموثوقة وكلمات التقارير السردية - لتقييم مصداقية إفصاحات الشركة - سيجعل الشركات تتوخى الحذر وعدم المبالغة في اللغة المستخدمة بتقرير مجلس الإدارة كأحد التقارير السردية.

وقد أظهرت نتائج الإحصاءات الوصفية تبايناً كبيراً لشركات العينة فيما يتعلق بمتغير التحفظ المحاسبي المشروط، حيث تراوحت قيمة هذا المؤشر من - ٢.٦٨٩ إلى ١٢.٢٧٥ بمتوسط ٢.٤٠٤ وانحراف معياري ١.٨٤٨. وهذا التفاوت الكبير قد يرجع إلى احتواء العينة على عدة قطاعات اقتصادية مختلفة فيما بينها من حيث الحجم والملكية المؤسسية والوضع الائتماني لها، فضلاً عن شمول العينة لفترة شهدت آثاراً متباينة لجائحة COVID-19 على قطاعات الاقتصاد المصري منذ نهاية عام ٢٠١٩، وما تلاها من نزاعات بين روسيا وأكرانيا.

كما أظهرت نتائج الإحصاءات الوصفية أن قيم نغمة الإفصاح التفاضلية تراوحت ما بين - ٠.٠٢٤ إلى ١.٠٠٤ بمتوسط ٠.٠٤٣، وهو ما يعني أن ٤.٣٪ من الجمل السردية بالتقرير السنوي كانت تحتوي على كلمات تحمل معاني إيجابية تفوق الجمل التي تحتوي على كلمات تحمل معاني سلبية. وهذا الأمر متوقع حيث غالباً ما تنزع الشركات إلى استخدام لهجة متفائلة لإرسال إشارات إلى المستثمرين عن متانة مركزها المالي وقيمتها السوقية المرتفعة، أو لإخفاء بعض الحقائق المتعلقة بالتدهور في مستوى أدائها.



وكما هو متوقع استناداً إلى الدراسات السابقة؛ فإن التحفظ المحاسبي المشروط أعلى في الشركات التي تتميز برافعة مالية عالية وعدم تماثل في المعلومات أكبر، وأقل بالنسبة للشركات الأكبر حجماً التي تتمتع بمتابعة أعلى من المحللين وذات الملكية المؤسسية (Khan and Watts, 2009; LaFond and Watts, 2008; Atallah, et al., 2018). ويرتبط التحفظ المحاسبي المشروط سلباً بشكل جوهري مع النعمة غير العادية (التفاؤلية)، وتشير العلاقة السالبة بين النعمة التفاؤلية وكل من الرافعة المالية والملكية المؤسسية إلى أن الفحص الدقيق من قبل المقرضين والمؤسسات يمكن أن يكون بالفعل قيدياً على إدارة النعمة التفاؤلية.

وتشير نتائج اختبار الفرض الأول (H_{01}) إلى وجود تأثير جوهري سالب للتحفظ المحاسبي المشروط في إدارة النعمة التفاؤلية بتقرير مجلس الإدارة، حيث أظهرت النتائج معنوية معامل التحفظ المحاسبي المشروط ومعنوية نموذج الانحدار عند مستوى معنوية أقل من 0.001، وهو ما يؤكد على استخدام التحفظ المحاسبي المشروط كمحدد لنعمة الإفصاحات السردية، لذا يجب على المستثمرين الاهتمام بهذه الإفصاحات ومقارنتها بالأرقام المحاسبية بما يضمن حسن توجيه استثماراتهم. وتقدم هذه النتيجة دعماً قوياً لنتائج الدراسات السابقة التي تناولت التأثير السالب للتحفظ المحاسبي في نعمة الإفصاحات السردية (Watts, 2003; LaFond and Watts, 2008; Bodoff and Hirsch, 2023; Henry, et al., 2023).

كما تشير نتائج اختبار الفرض الأول إلى أن معاملات الرافعة المالية (-0.31)، ت = -3.76) والملكية المؤسسية (-0.47، ت = -4.18) ذات دلالة إحصائية عند مستوى أقل من 1%؛ في حين أن معاملات المتغيرات الأخرى غير دالة إحصائياً، وهو ما يتسق مع ما توصلت إليه دراسة (Demers and Vega, 2014). وتشير هذه النتائج إلى أن التدقيق الخارجي من قبل المقرضين والمستثمرين المؤسسيين يؤدي دوراً في التخفيف من إدارة النعمة التفاؤلية، في حين أن عدم تماثل المعلومات ومخاطر التقاضي وعمر الشركة لا تعد بمثابة قيود فعالة على نعمة الإفصاح التفاؤلية.

ويلاحظ من نتائج نموذج الانحدار الثاني الانخفاض النسبي في القدرة التفسيرية لهذا النموذج (معامل التحديد = 0.164)، وهو ما يعني وجود متغيرات أخرى بخلاف التحفظ المحاسبي المشروط - إلى جانب كل من الرافعة المالية والملكية المؤسسية وحجم الشركة وقابلية التقارير للقراءة - أسهمت بشكل جوهري في التأثير في نعمة الإفصاح التفاؤلية، ومن ثم ينبغي الحذر عند تعميم النتائج والبحث عن العوامل الأخرى التي قد تؤثر في نعمة الإفصاح.

وفيما يتعلق بالفرض الثاني (H_{02}) والذي يقترح أن حوافز الإدارة للتلاعب بنغمة الإفصاح تدعم التأثير السالب للتحفظ المحاسبي المشروط في إدارة النغمة التفاضلية، فقد أسفرت نتائج تحليل الانحدار المتعدد عن أن زيادة تلك الحوافز الإدارية تؤدي إلى زيادة درجة الارتباط الجوهرية السالبة بين التحفظ المحاسبي المشروط والنغمة التفاضلية، حيث بلغ معامل التحفظ المحاسبي المشروط في الشركات التي لديها دوافع كبيرة لإدارة النغمة (-0.074، ت = -6.62)، في حين بلغ هذا المعامل في الشركات التي لديها دوافع منخفضة لإدارة النغمة (-0.043، ت = -3.68) عند مستوى معنوية أقل من 1٪ في العينتين الفرعيتين.

ويمكن تفسير حوافز المديرين للتلاعب بنغمة الإفصاح في إطار نظرية سمعة المدير Director reputation، حيث يؤدي الدور الإشرافي لمجلس الإدارة دوراً مهماً في تقييد مبالغة المدير التنفيذي في التشاؤم أو التفاؤل عند الإعلان عن الأرباح (DeBoskey, et al., 2019)، وفي حالة غياب هذا الدور الإشرافي - أو على الأقل عدم فاعليته - تزداد الدوافع لدى المدير التنفيذي لإدارة النغمة التفاضلية؛ بما يحقق مصالحه الشخصية ويؤدي إلى تضليل المستثمرين، ومن ثم فإنه مع زيادة درجة حوافز المديرين للتلاعب بالنغمة سيكون هناك حاجة للمزيد من التحفظ المحاسبي لمقاومة مثل هذه الحوافز، وهو ما يبرر قوة درجة الارتباط بين التحفظ المحاسبي المشروط والنغمة التفاضلية مع زيادة حوافز المديرين لإدارة تلك النغمة مقارنة بانخفاض تلك الحوافز.

إن نتائج البحث الحالي قد تكون ذات أهمية للمنظمين والمستخدمين ومعدّي التقارير، حيث أوضح Watts (2003) معارضة المنظمين - في الماضي - للتحفظ المحاسبي على أساس أنه سيؤدي إلى عدم الإفصاح المحاسبي الصادق عن أداء الشركة. ويتوافق هذا القلق مع البحوث التي وثقت الآثار السلبية للتحفظ المحاسبي على استمرارية الأرباح وجودة توقعات المحللين (Mensah, et al., 2004; Chen, et al., 2014; Kim, et al., 2015; Barth, et al., 2020;) (Zadeh, et al., 2022). ومع ذلك فقد توصلت دراسات أخرى إلى وجود آثار إيجابية للتحفظ المحاسبي على بيئة المعلومات (LaFond and Watts, 2008; García Lara, et al., 2014;) (D'Augusta, et al., 2016; Alrobai and Albaz, 2024).

وتضيف الورقة البحثية الحالية إلى هذا الجدل؛ مما يساعد المنظمين على فهم أفضل لموثوقية الإفصاحات السردية والعوامل التي تؤثر فيها، وتؤكد هذا الورقة على المخاوف من الحرية المتاحة للمديرين للتلاعب بالمعلومات الواردة بتقرير مجلس الإدارة، ولكنها في المقابل قدمت أدلة على إمكانية استخدام أحد الآليات - التحفظ المحاسبي المشروط - لتخفيف من هذا التلاعب.



كما أن نتائج البحث الحالي ذات أهمية أيضاً للمستخدمين والمُعدّين، حيث يمكن للمستثمرين - من خلال الفهم الأفضل لكيفية وتوقيت ومبررات محاولة المديرين للتلاعب بالنعمة أو منعهم من القيام بذلك - تقييم موثوقية وفائدة الإفصاح السردي والتخفيف من مشكلات الاختيار العكسي. بالإضافة إلى ذلك؛ فإن الدليل على دور التحفظ المحاسبي المشروط في تقييد التلاعب بالإفصاح السردي يمكن أن يساعد أعضاء مجلس الإدارة والمديرين المستقلين وهيئات الرقابة الأخرى داخل الشركة على ضمان الجودة الشاملة لنظام إعداد التقارير والمعلومات التي سيتم تسليمها إلى المستخدمين الخارجيين.

٦- حدود البحث ومقترحات لبحوث مستقبلية:

ركز البحث فقط على تأثير درجة التحفظ المحاسبي المشروط في نعمة الإفصاح التفاضلية، وتوصل إلى أن التحفظ المحاسبي المشروط يقلل من احتمالية إدارة النعمة التفاضلية، وعلى الرغم من توصل البحث إلى عدم وجود أي دليل على ارتباط التحفظ المحاسبي المشروط بالنعمة التفاضلية؛ إلا إنه يمكن للبحوث المستقبلية بحث مدى تأثير درجة التحفظ المحاسبي المشروط في نعمة الإفصاح التفاضلية، حيث من المتوقع مع زيادة درجة التحفظ المحاسبي المشروط اتجاه الإدارة إلى استخدام النعمة في تقديم محتوى معلوماتي إضافي بدلاً من استخدامها في إدارة النعمة التفاضلية والتلاعب بتصورات ذوي المصلحة بشكل سلبي، وفي حالة إثبات عدم وجود علاقة بين التحفظ المحاسبي المشروط والنعمة التفاضلية فإن ذلك يعني أن التحفظ المحاسبي المشروط يعمل على تقييد النعمة التفاضلية بدلاً من تشجيع النعمة التفاضلية، مما يقدم مزيداً من الدعم لنتائج البحث الحالي.

واقصر البحث على التحفظ المحاسبي المشروط، واعتمد في قياسه على نموذج Basu (1997) للتوقيت غير المتماثل ونموذج Ball and Shivakumar (2005) للمستحقات التشغيلية المتراكمة، حيث اتخذ الوسط الحسابي لمعاملي التحفظ المشروط بالنموذجين كمقياس للتحفظ المحاسبي المشروط. ويمكن للبحوث المستقبلية التوسع في استخدام نماذج أخرى لقياس التحفظ المحاسبي المشروط، مثل: نموذج المستحقات السالبة (Givoly and Hayn, 2000)، ونموذج القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Beaver and Ryan, 2005)، ونموذج درجة التحفظ CSCORE (Khan and Watts, 2009)، ونموذج نسبة التحفظ المحاسبي CRATIO (Callen, et al., 2010). كما يمكن للبحوث المستقبلية استخدام التحفظ غير المشروط بديلاً عن التحفظ المشروط في دراسة علاقته بنعمة الإفصاح التفاضلية، أو استخدام نوعي التحفظ - المشروط وغير المشروط - جنباً إلى جنب ومقارنة النتائج.

ولقياس نغمة الإفصاح؛ اعتمد البحث فقط على أسلوب الترميز اليدوي نظراً لعدم وجود برمجيات تتعامل بكفاءة مع التقارير المعدة باللغة العربية، ومن ثم فإن هناك حاجة لتضافر جهود كل من الأكاديميين والمبرمجين لتطوير برمجيات قادرة على التعامل مع التقارير المعدة باللغة العربية، وإذا ما حدث ذلك فإن تطبيق البحوث المستقبلية لكل من أسلوب الترميز اليدوي وأسلوب الترميز الآلي في تحليل النصوص؛ سيوفر فرصة لتقييم الاتساق بينهما، ويسهم في الأدبيات المتعلقة بمنهجية التحليل السردى للتقارير السنوية، حيث يعزز الاتساق بين الأسلوبين - اليدوي والآلي - النتائج ويوفر الأدلة للبحوث المستقبلية.

كما اقتصر تجميع البيانات اللازمة للدراسة الميدانية على عينة تتمثل في ٣٧ شركة من الشركات غير المالية المقيمة بمؤشر EGX 100 خلال الفترة ما بين عامي ٢٠١٧-٢٠٢٢، ويمكن للبحوث المستقبلية زيادة حجم العينة بما يسمح بتعميم النتائج بشكل أكبر وأدق. كما يمكن للبحوث المستقبلية إجراء دراسة حالة على أحد الشركات خلال سلسلة زمنية أكبر؛ لبحث مدى تطور العلاقة بين التحفظ المحاسبي المشروط وإدارة النغمة التفاوضية، فضلاً عن أن أسلوب دراسة الحالة يعمل على تحييد دور القطاع الاقتصادي. كما يمكن للبحوث المستقبلية استخدام المتغيرات نفسها بالتطبيق على الشركات التي تنتمي للقطاع المالي، وبحث مدى تأثير اختلاف المتطلبات القانونية ومتطلبات الإفصاح لهذا القطاع مقارنة بالقطاع غير المالي.

إن إجراء دراسة مقارنة بين القطاعات الاقتصادية المختلفة لم تكن هدفاً للبحث الحالي، حيث لم يفرق هذا البحث بين قطاعات الاقتصاد المصري فيما يتعلق بتأثير التحفظ المحاسبي المشروط في نغمة الإفصاح التفاوضية، ومن ثم فإن إجراء هذه الدراسة المقارنة قد يكون مجالاً خصباً للبحوث المستقبلية، كما أن إجراء دراسة مقارنة بين بعض الدول العربية وبحث تأثير اختلاف العوامل الثقافية في مستوى التحفظ المحاسبي وكمية ونوعية الإفصاحات السردية قد يكون مثار اهتمام البحوث المستقبلية.

أيضاً؛ ركز البحث على تأثير درجة التحفظ المحاسبي المشروط في إدارة النغمة باستخدام البيانات ذات النظرة المستقبلية، وقد اتضح سلبية هذا التأثير. ويمكن للبحوث المستقبلية إجراء دراسة مقارنة لتأثير التحفظ المحاسبي المشروط في إدارة النغمة باستخدام مجموعتين من البيانات؛ إحداها بيانات ذات نظرة مستقبلية، والأخرى بيانات ذات نظرة تاريخية؛ وذلك لفحص ما إذا كان التحفظ المحاسبي المشروط يحد من قدرة المديرين على التلاعب بالبيانات ذات النظرة المستقبلية بشكل مماثل للتلاعب بالبيانات ذات النظرة التاريخية. فضلاً عن إمكانية دراسة قوة واتجاه العلاقة



بين التغيرات الحالية في التحفظ المحاسبي المشروط والتغيرات المستقبلية في إدارة النعمة التفاضلية، كما أن التغيرات الحالية في إدارة النعمة التفاضلية قد ترتبط أيضاً بالتغيرات المستقبلية في التحفظ المحاسبي المشروط.

إن مدى إدراك المستثمرين لدور التحفظ المحاسبي المشروط فيما يتعلق بإدارة النعمة والتأثير في تصرفاتهم؛ هو موضوع يحتاج لمزيد من التحقق في البحوث المستقبلية، وذلك عن طريق دراسة مدى قدرة المستثمرين على تفسير محتوى النعمة التفاضلية في ظل درجات مختلفة من التحفظ المحاسبي المشروط. حيث قد تلجأ الإدارة إلى استخدام النعمة التفاضلية في الاحتيال والتلاعب بتصورات المستثمرين، إلا إن التحفظ المحاسبي المشروط يساعد المستثمرين على رؤية مثل هذا التلاعب، وذلك من خلال تخفيضه لرد الفعل المبالغ فيه من قبل المستثمر على إدارة النعمة التفاضلية.

وأخيراً؛ يمكن للبحوث المستقبلية دراسة ما إذا كانت القدرة التأثيرية للتحفظ المحاسبي المشروط تختلف باختلاف الجهود المبذولة من قبل الهيئات التنظيمية لتطوير الممارسات المحاسبية. حيث ترتب على تمرير قائمة معايير المحاسبة المالية SFAS 142 زيادة التحفظ المحاسبي المشروط؛ الناتج عن استبدال الاستهلاك التدريجي للشهرة باختبارات انخفاض القيمة السنوية، ومن ثم يمكن تطبيق مدخل الاختلافات لتحليل التغيرات في إدارة النعمة التفاضلية قبل وبعد تطبيق SFAS 142، خاصة بالنسبة للشركات التي تفصح عن الشهرة مقارنة بالشركات الأخرى.

قائمة المراجع:

(١) المراجع باللغة العربية:

- إبراهيم، فريد محرم فريد. (٢٠١٦). العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي المشروط بالتقارير المالية المنشورة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المسجلة بالبورصة المصرية. *مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، ٣(٢)، ٤٣٨-٤٩٠*.
- أبوجبل، دعاء نجاح عبدالجليل؛ حسين، خالد حسين أحمد؛ ومحمد، هويدا شحاته. (٢٠٢٢). تأثير الإفصاح السردي على جودة تقارير الاستدامة وانعكاسه على جودة الأرباح: دراسة تطبيقية. *الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٦(٣)، ٧١-٩٦*.
- الطحان، إبراهيم محمد. (٢٠٢٠). أثر خصائص مجلس الإدارة في ضوء قواعد الدليل المصري لحوكمة الشركات ٢٠١٦ على مستوى التحفظ المحاسبي. *الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٤(٢)، ١-٦٧*.
- الحناوي، السيد محمود. (٢٠١٨). أثر مستوى التحفظ المحاسبي على تكلفة رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، ٥(١)، ١٩٨-٢٥٩*.
- أمين، عصام حمدي مصطفى. (٢٠٢٤). دراسة واختبار تأثير نغمتي الإفصاح المحاسبي الإلكتروني الإيجابية والسلبية على ممارسات إدارة الأرباح في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، ١، ١١٦-١٨٤*.
- حسين، علاء على أحمد. (٢٠٢٠). قياس تأثير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على نغمة الإفصاح المحاسبي وسياسة التوزيعات النقدية: دليل تطبيقي من البورصة المصرية. *الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٤(٢)، ١-٦٨*.
- حماد، مصطفى أحمد محمد أحمد. (٢٠١٨). دور التحفظ المحاسبي المشروط في الحد من ممارسات التلاعب في الأرباح وأثره على كفاءة القرارات الاستثمارية (دراسة تطبيقية). *الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٢(٣)، ٣٠٥-٣٦١*.
- سيد، مي محمد حنفي؛ العوام، عاطف محمد؛ وإبراهيم، فريد محرم فريد. (٢٠٢٠). التأثير المشترك لنبرة الإفصاح والقابلية للقراءة على جودة الإفصاحات السردية الاختيارية باستخدام تحليل المحتوى الإلكتروني للنصوص المالية باللغة العربية. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٤، ١١٥-٢٠٤*.
- شاهين، محمد أحمد. (٢٠١١). دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات ودرجة التحفظ المحاسبي في القوائم المالية المنشورة: بالتطبيق على سوق الأوراق المالية المصرية. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٤، ٤٢٣-٤٧٨*.



- صالح، رضا إبراهيم عبد القادر؛ السيد، علي مجاهد أحمد؛ سلطان، محمد موسى عبد الله. (٢٠١٦). العلاقة بين مدى الالتزام بتطبيق آليات حوكمة الشركات ومستوى التحفظ المحاسبي في القوائم المالية - بالتطبيق على بيئة الأعمال المصرية. *مجلة الدراسات التجارية المعاصرة*، كلية التجارة، جامعة كفر الشيخ، ٢، ٣١-٦٨.
- عبدالحليم، أحمد حامد محمود. (٢٠١٥). التحفظ المحاسبي وأثره على جودة التقارير المالية وقرارات المستثمرين: دراسة ميدانية. *الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ١٩(٢)، ٥٩٤-٦٨٣.
- عبدالحليم، أحمد حامد محمود. (٢٠١٨). أثر هيكل الملكية وخصائص لجان المراجعة على مستوى التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية: دراسة تطبيقية على الشركات المسجلة بالبورصة السعودية. *الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٢(٤)، ٦٨٢-٧٥٨.
- عبدالرحمن، أحمد رجب عبد الملك. (٢٠١٠). قياس التحفظ المحاسبي في التقارير المالية المنشورة: دراسة مقارنة. *الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ١٤(٢)، ٧٣-١٠٦.
- عبدالرحمن، أحمد رجب عبد الملك. (٢٠١١). أثر قواعد حوكمة الشركات على درجة التحفظ المحاسبي في القوائم المالية المنشورة للشركات المسجلة بسوق المال المصري: دراسة نظرية وتطبيقية. *الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ١٥(١)، ١-٥٤.
- عبدالفتاح، هبة بشير الطوخي؛ وعثمان، مصطفى سامي عبدالسميع. (٢٠٢٤). أثر نغمة الإفصاح بتقرير لجنة المراجعة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وإدارة الأرباح بالشركات المصرية المقيدة بالبورصة. *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة طنطا، ١١(١)، ٩١٨-٩٩٧.
- عبدالمنعم، ريم محمد محمود. (٢٠٢٢). تأثير خصائص مجلس الإدارة وممارسات إدارة الأرباح على نغمة الإفصاح المحاسبي: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *مجلة الدراسات والبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة بنها، ١، ١٩-٩٨.
- عرفة، نصر طه حسن. (٢٠١٥). حوكمة الشركات والتحفظ المحاسبي والقرارات المالية: أدلة عملية من البيئة السعودية. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٣، ٤٤٥-٤٧٦.
- عرفة، نصر طه حسن، ومليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم. (٢٠١٧). لغة الإفصاح والتقرير المالي: أدلة عملية من السوق المالية السعودية. *مجلة المحاسبة المصرية*، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ٧(١٢)، ٣٦٣-٣١٥.
- موسى، بوسي حمدي حسن. (٢٠٢٠). أثر الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على العلاقة بين التحفظ المحاسبي وممارسات التجنب الضريبي: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٤(٣)، ١-٧٠.

(٢) المراجع باللغة الإنجليزية:

- Abdel Rehim, A. I. (2021). Accounting disclosure tone and conservative debt policy: Empirical study on the Egyptian companies listed in stock exchange. *Scientific Journal for Financial and Commercial Studies and Research (SJFCSR)*, 2(1), 155-190.
- Abou-El-Sood, H. & El-Sayed, D. (2022). Abnormal disclosure tone, earnings management and earnings quality. *Journal of Applied Accounting Research*, 23(2), 402-433.
- Ahmed, A. H. & Hussainey, K. (2017). Is Egyptian corporate financial reporting becoming more conservative? *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 15(3), 333-346.
- Allee, K. D. & DeAngelis, M. D. (2015). The structure of voluntary disclosure narratives: Evidence from tone dispersion. *Journal of Accounting Research*, 53(2), 241-274.
- Alrobai, F. & Albaz, M. M. (2024). Capturing disclosure tone in Saudi Arabia: Do earnings management and accounting conservatism matter? *Sustainability*, 16(14), 5904.
- Al-Shaer, H. & Zaman, M. (2021). Audit committee disclosure tone and earnings management. *Journal of Applied Accounting Research*, 22(5), 780-799.
- Aly, D., El-Halaby, S. & Hussainey, K. (2018). Tone disclosure and financial performance: evidence from Egypt. *Accounting Research Journal*, 31(1):63-74.
- Ataullah, A., Vivian, A. & Xu, B. (2018). Optimistic disclosure tone and conservative debt policy. *Abacus*, 54(4), 445-484.
- Balakrishnan, K., Watts, R. & Zuo, L. (2016). The effect of accounting conservatism on corporate investment during the global financial crisis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(5-6), 513-542.
- Ball, R., Jayaraman, S. & Shivakumar, L. (2012). Audited financial reporting and voluntary disclosure as complements: A test of the confirmation hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1-2), 136-166.
- Ball, R. & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 83-128.
- Bao, D., Kim, Y., Mian, G. M. & Su, L. (2019). Do managers disclose or withhold bad news? Evidence from short interest. *The Accounting Review*, 94(3), 1-26.
- Barth, M. E., Landsman, W. R., Raval, V. & Wang, S. (2020). Asymmetric timeliness and the resolution of investor disagreement and uncertainty at earnings announcements. *The Accounting Review*, 95(4), 23-50.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 3-37.



- Beaver, W. H. & Ryan S. G. (2005). Conditional and unconditional conservatism: Concepts and modeling. *Review of Accounting Studies*, 10 (2-3): 269-309.
- Bochkay, K., Brown, S. V., Leone, A. J. & Tucker, J. W. (2023). Textual analysis in accounting: What's next? *Contemporary Accounting Research*, 40(2), 765-805.
- Bochkay, K. & Levine, C. (2019). Using MD&A to improve earnings forecasts. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 34(3), 458-482.
- Bodoff, D. & Hirsch, I. (2023). Tone and credibility in voluntary disclosures. *Corporate Communications: An International Journal*, 28(6), 943-971.
- Burgstahler, D. and Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99-126.
- Callen, J. L., Segal, D. & Hope, O. K. (2010). The pricing of conservative accounting and the measurement of conservatism at the firm-year level. *Review of Accounting Studies*, 15(1), 145-178.
- Chen, L. H., Folsom, D. M., Paek, W. & Sami, H. (2014). Accounting conservatism, earnings persistence, and pricing multiples on earnings. *Accounting Horizons*, 28(2), 233-260.
- D'Augusta, C. (2022). Does accounting conservatism make good news forecasts more credible and bad news forecasts less alarming? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 37(1), 77-113.
- D'Augusta, C., Bar-Yosef, S. & Prencipe, A. (2016). The effects of conservative reporting on investor disagreement. *European Accounting Review*, 25(3), 451-485.
- D'Augusta, C. & Redigolo, G. (2019). Do firms use early guidance to disclose the effect of conservatism on future earnings? *Review of Accounting and Finance*, 18(3), 432-455.
- Davis, A. K. & Tama-Sweet, I. (2012). Managers' use of language across alternative disclosure outlets: earnings press releases versus MD&A. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 804-837.
- DeBoskey, D. G., Luo, Y. & Zhou, L. (2019). CEO power, board oversight, and earnings announcement tone. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52(2), 657-680.
- Demers, E. & Vega, C. (2014). The impact of credibility on the pricing of managerial textual content. *Available at SSRN 1153450*.
- Dennis, S. A., Griffin, J. B. & Zehms, K. M. (2019). The value relevance of managers' and auditors' disclosures about material measurement uncertainty. *The Accounting Review*, 94(4), 215-243.
- Elshandidy, T. & Kamel, H. (2024). Tone of narrative disclosures and earnings management: UK evidence. *Advances in Accounting*, 64, 100710.
- Elshandidy, T. & Zeng, C. (2022). The value relevance of risk-related disclosure: Does the tone of disclosure matter? *Borsa Istanbul Review*, 22(3), 498-514.

- Ezat, A. N. M. (2020). Corporate governance and disclosure verifiability as determinants of disclosure tone in the Egyptian context. *Scientific Journal for Financial and Commercial Studies and Research (SJFCSR)*, 1(2), Part2, pp.1-36.
- FASB (2010). Conceptual framework for financial reporting Chapter 3, *Qualitative characteristics of useful financial reporting information*. Statement of Financial Accounting Concepts No. 8, Financial Accounting Standards Board. Norwalk, CT.
- García Lara, J. M. & Mora, A. (2004). Balance sheet versus earnings conservatism in Europe. *European Accounting Review*, 13(2), 261-292.
- García Lara, J. M., Osma, B. & Penalva, F. (2014). Information consequences of accounting conservatism. *European Accounting Review*, 23(2), 173-198.
- García Lara, J. M., Osma, B. G. & Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 221-238.
- García Lara, J. M., Osma, B. G. & Penalva, F. (2020). Conditional conservatism and the limits to earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(4), 106738.
- Ge, C., Cheng, H., Niu, Q. & Yang, M. (2024). The conjoint effects of corporate social responsibility performance and report tone on financial constraints: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 102506.
- Givoly, D. & Hayn, C. (2000). The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative? *Journal of Accounting and Economics*, 29(3), 287-320.
- Guay, W. R. and Verrecchia, R. E. (2018). Conservative disclosure. *Journal of Financial Reporting*, 3(1), 73-92.
- Hamza, S., Mezgani, N. & Jarboui, A. (2023). CSR as an impression-management strategy: the joint effect of disclosure tone management and earnings management. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 14(6), 1126-1149.
- Henry, E., Thewissen, J. & Torsin, W. (2023). International earnings announcements: tone, forward-looking statements, and informativeness. *European Accounting Review*, 32(2), 275-309.
- Huang, X., Teoh, S. H. & Zhang, Y. (2014). Tone management. *The Accounting Review*, 89(3), 1083-1113.
- Hsu, C., Novoselov, K. E. & Wang, R. (2017). Does accounting conservatism mitigate the shortcomings of CEO overconfidence? *The Accounting Review*, 92(6), 77-101.
- Ibrahim, M. M. (2022). Internet-Based environmental disclosure tone, corporate environmental performance and board characteristics: Evidence from Egypt. *Scientific Journal for Commercial Research*, 9(3), 10-56.



- Khan, M. & Watts, R. L. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 132-150.
- Kim, J. B., Nekrasov, A., Shroff, P. K. & Simon, A. (2015). Valuation implications of accounting conservatism. *Working Paper*.
- Kim, J. B. & Zhang, L. (2016). Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 412-441.
- Khalifa, M., Othman, H. B. & Hussainey, K. (2018). The effect of ex ante and ex post conservatism on the cost of equity capital: A quantile regression approach for MENA countries. *Research in International Business and Finance*, 44, 239-255.
- LaFond, R. & Watts, R. L. (2008). The information role of conservatism. *The Accounting Review*, 83(2), 447-478.
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 221-247.
- Li, F. (2010). Textual analysis of corporate disclosures: A survey of the literature. *Journal of Accounting Literature*, 29(1), 143-165.
- Li, S., Wang, G. & Luo, Y. (2022). Tone of language, financial disclosure, and earnings management: A textual analysis of form 20-F. *Financial Innovation*, 8(1), 43-67.
- Lu, Y., Cahan, S. & Ma, D. (2019). Is CSR performance related to disclosure tone in earnings announcements? *Accounting Research Journal*, 32(2), 129-147.
- Mensah, Y. M., Song, X. & Ho, S. S. (2004). The effect of conservatism on analysts' annual earnings forecast accuracy and dispersion. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 19(2), 159-183.
- Monteiro, A. P., Rua, O. L., Figueira, J. C. & Leite, E. (2021). Practices and mechanisms to mitigate the negative effects of accounting-based earnings management: An empirical study from the professionals' perspective. *International Journal of Advanced and Applied Sciences*, 8(9), 15-28.
- Nguyena, H. T. X., Nguyena, H. T. & Phamb, C. D. (2022, December). Literature review of accounting conservatism and its measurements. In *The 5th International Conference on Finance, Accounting and auditing*, December 28th-29th (p. 286-299).
- Ningsih, S., Harymawan, I., Fitriani, N. & Lam, B. (2021). Pessimistic tone in earnings announcement and CSR disclosure: Exploring the interacting role of CEO busyness. *Sustainability*, 13(24), 13645.
- Odia, O. J. & Osazevaru, H. O. (2018). Accounting conservatism and information asymmetry. *Accounting and Taxation Review*, 2(1), 72-91.
- Pae, J., Thornton, D. B. & Welker, M. (2005). The link between earnings conservatism and the price-to-book ratio. *Contemporary Accounting Research*, 22(3), 693-717.

- Pope, P. F. & Walker, M. (2003). Ex-ante and ex-post accounting conservatism, asset recognition and asymmetric earnings timeliness. *Lancaster University and The University of Manchester*.
- Qin, Z. & Cui, M. (2024). Annual report tone and divergence of opinion: evidence from textual analysis. *Journal of Applied Economics*, 27(1), 2354641.
- Reichmann, D. (2023). Tone management and stock price crash risk. *Journal of Accounting and Public Policy*, 42(6), 107155.
- Stocken, P. C. (2013). Strategic accounting disclosure. *Foundations and Trends in Accounting*, 7(4), 197-291.
- Tiwari, S. & Chatterjee, C. (2024). Annual report readability and earnings management of financial distressed firms: the moderating role of ownership concentration in India. *International Journal of Disclosure and Governance*, 1-16.
- Tran, L. T. H., Tu, T. T. K., Nguyen, T. T. H., Nguyen, H. T. L. & Vo, X. V. (2023). Annual report narrative disclosures, information asymmetry and future firm performance: evidence from Vietnam. *International Journal of Emerging Markets*, 18(2), 351-375.
- Wang, K. (2021). Is the tone of risk disclosures in MD&As relevant to debt markets? Evidence from the pricing of credit default swaps. *Contemporary Accounting Research*, 38(2), 1465-1501.
- Wang, Q., Wu, D. & Yan, L. (2021). Effect of positive tone in MD&A disclosure on capital structure adjustment speed: evidence from China. *Accounting & Finance*, 61(4), 5809-5845.
- Watts, R. L. (2003). Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons*, 17(3), 207-221.
- Yan, S., Hwang, I., Jung, H. R. & Jung, T. (2024). Abnormal disclosure tone in MD&A and analysts' earnings forecast: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 60(8), 1858-1874.
- Zadeh, F. N., Askarany, D. & Asl, S. A. (2022). Accounting conservatism and earnings quality. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(9), 413.
- Zhang, J. (2008). The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 27-54.
- Zhou, W., Li, Y., Wang, D., Xueqin, D. & Ke, Y. (2024). Management's tone in MD&A disclosure and investment efficiency: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 59, 104767.



ملاحق الدراسة:

ملحق رقم (1): قياس التحفظ المحاسبي المشروط لشركات العينة

مستوى التحفظ	معامل التحفظ المحاسبي (β_3)			القطاع الاقتصادي	كود التقييم الدولي	م
	متوسط النموذجين	النموذج الثاني	النموذج الأول			
مرتفع	٤,٦٤٧	٤,٢٦٢	٥,٠٣٣	أغذية ومشروبات	EGS37091C013	١
منخفض	١,٠٠١	٠,٩٢٧	١,٠٨٧	عقارات	EGS691S1C011	٢
مرتفع	٢,٦٧٧	٢,٧٣٣	٢,٦٢٠	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	EGS3G0Z1C014	٣
مرتفع	٧,٥٣٦	٧,٢٦٧	٧,٨٠٥	رعاية صحية وأدوية	EGS729J1C018	٤
مرتفع	٣,٠٣٨	٢,٧٤١	٣,٣٣٦	أغذية ومشروبات	EGS30901C010	٥
منخفض	١,٩٨٣	١,٨٧٧	٢,٠٨٩	عقارات	EGS65571C019	٦
مرتفع	٨,١٤٣	٨,٩٤٣	٧,٣٤٣	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا معلومات	EGS48031C016	٧
مرتفع	١٢,٢٧٥	١٢,٧٨٢	١١,٧٦٩	رعاية صحية وأدوية	EGS51201C012	٨
	تستبعد	٥,٦٣٨	٢,٢٥٩	خدمات تعليمية	EGS65541C012	٩
	تستبعد	١,٢٤٧	٤,١٩١	مقاولات وإنشاءات هندسية	EGS95001C011	١٠
منخفض	٠,٢١٥	٠,١٣٦	٠,٢٩٣	عقارات	EGS65851C015	١١
منخفض	١,١٨٤	١,١٧٤	١,١٩٣	عقارات	EGS65591C017	١٢
منخفض	٠,١٥٥-	٠,١٤٥-	٠,١٦١-	موارد أساسية	EGS380S1C017	١٣
منخفض	١,٩٦٣	١,٩٦٩	١,٩٥٧	عقارات	EGS655L1C012	١٤
مرتفع	٥,٠١١	٤,٦١٢	٥,٤٠٩	طاقة وخدمات مساندة	EGS380P1C010	١٥
مرتفع	٣,٣٥١	٣,٢٧٥	٣,٤٢٨	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	EGS673T1C012	١٦
منخفض	٠,٢٩٩-	٠,٣٧٤-	٠,٢٢٤-	موارد أساسية	EGS3C251C013	١٧
منخفض	١,١٢٨	١,٢٣٨	١,٠١٩	عقارات	EGS70321C012	١٨
منخفض	٠,٤١٦	٠,٤٦٠	٠,٣٧٢	عقارات	EGS673Y1C015	١٩
مرتفع	٧,٣٩٤	٦,٩٧١	٧,٨١٧	سياحة وترفيه	EGS70431C019	٢٠
منخفض	١,٤٢٨	٠,٩٦٣	١,٩٠٢	موارد أساسية	EGS38201C017	٢١
مرتفع	٢,٢٤٩	٢,٢٢٤	٢,٢٧٣	عقارات	EGS694A1C018	٢٢
منخفض	٢,٦٨٩-	٢,٧٠٥-	٢,٦٧٣-	منسوجات وسلع معمرة	EGS33321C018	٢٣
منخفض	٠,٩٨٨	١,٠٦٩	٠,٩٠٧	منسوجات وسلع معمرة	EGS33041C012	٢٤
منخفض	٠,٣٨٧	٠,٣٥٤	٠,٤١٩	عقارات	EGS72AQ1C016	٢٥
منخفض	٠,٠٤١-	٠,٠٢٨-	٠,٠٥٤-	موارد أساسية	EGS3D061C015	٢٦
منخفض	١,٧٣١-	١,٦٣١-	١,٨٢٩-	منسوجات وسلع معمرة	EGS32221C011	٢٧
مرتفع	٢,٠١٥	١,٩٣١	٢,٠٩٩	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا معلومات	EGS745L1C014	٢٨
منخفض	١,٥٠٣-	١,١٣١-	١,٨٧٤-	موارد أساسية	EGS38191C010	٢٩
مرتفع	٢,٨٠٩	٢,٥٤٨	٣,٠٦٩	أغذية ومشروبات	EGS30511C011	٣٠
	تستبعد	٤,٧٨٦	١,٧٦١	تجارة وموزعون	EGS75011C014	٣١
مرتفع	٣,١٣٢	٢,٨٠٧	٣,٤٥٦	أغذية ومشروبات	EGS30031C016	٣٢
مرتفع	٣,٧٨٣	٣,٨٣٩	٣,٧٢٦	أغذية ومشروبات	EGS02051C018	٣٣
مرتفع	٣,٦٥٨	٣,٧٤١	٣,٥٧٤	مواد البناء	EGS3C001C016	٣٤
منخفض	١,٤٠٢	١,٢٦٧	١,٥٣٧	عقارات	EGS675S1C011	٣٥
	تستبعد	٣,٨٨٧-	٠,٠١٨-	مرافق	EGS39011C019	٣٦
	تستبعد	١,٣٥٤	٥,٤٠١	خدمات النقل والشحن	EGS42051C010	٣٧
مرتفع	٢,٧١٥	٢,٧٥٤	٢,٦٧٧	مواد البناء	EGS3C391C017	٣٨
مرتفع	٦,٢٠٤	٥,٣٩٨	٧,٠١١	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا معلومات	EGS78021C010	٣٩
	تستبعد	٥,٠٣٨-	١,٨٩٣-	تجارة وموزعون	EGS36021C011	٤٠
منخفض	٢,٦٢٤-	٢,٥٤٧-	٢,٦٩٩-	موارد أساسية	EGS38311C014	٤١
مرتفع	٥,٤٢٩	٤,٧٤٥	٦,١١٤	أغذية ومشروبات	EGS30201C015	٤٢
منخفض	١,٠٩٣	١,٢٦٩	٠,٩١٦	موارد أساسية	EGS3E181C010	٤٣

تم استبعاد عدد (٦) شركات لوجود تباين كبير بين النموذجين في القيمة المحسوبة للتحفظ، كما تم تصنيف الشركات حسب

مستوى التحفظ وفقاً لزيادة أو انخفاض المتوسط عن الوسيط (الوسيط = ١.٩٨٣)

ملحق رقم (٢): قياس حوافز شركات العينة لإدارة النغمة

م	التغير في القيمة السوقية				
	٢٠٢٢	٢٠٢١	٢٠٢٠	٢٠١٩	٢٠١٨
١	٠,١٥١٢٨	٠,٥٣٤٦٥-	٠,١٣١٤٠-	٠,٥٥٣٢٣	١,٠٦٧٤٠
٢	٠,٣١٦٣٨	٠,٠٨٦١٤-	٠,٢٤٠٣٤-	٠,٣٣٢٨٨-	١,١٢٥٩٦
٣	٠,٠٥٣٠٠	٠,٠٣٩١٦-	٠,٠٣٠٣٣-	٠,٠٣٨٨٢-	٠,٠٢٢٨٨
٤	٠,٠٠٤٩٦	٠,٠٢٤٠٩	٠,٩٨١٩٨	٠,٠٢٣٣٤	٠,١٢٨٩٣-
٥	٠,١٣١٠٣	٠,٠٤٣٤٠-	٠,٨٤٠٤٥-	٠,١١٥٨٥-	١,٠٦٣٩٣
٦	٠,٢٣١١٨	٠,٤٧٦٠١	٠,١٨٧٧٧-	٠,١٢٣٦٧	١,٣٣١٩٦
٧	٠,٠٠٤٤٩-	٠,٠٦٥٢٧-	٠,٤٩٥٤٥-	٠,٢٤٩٦١-	٠,٨٣٨٣٧
٨	٠,٠٠٤١٥	٠,٥٣٥١٦-	٠,٣٢٢٥٠-	٠,٠٣٩٨٧-	٠,٠٢٤٠٠
٩	٠,٥٨٣٣٢-	٠,٠٢٤١٥-	٠,٠٠١٣٤-	٠,٠٠١٣٤	١,٢٠٦٦٧
١٠	٠,١٩٥٧٨	٠,٠٢٣٤٢-	٠,١٦٣٧٢-	٠,٠٠٥٤٨-	٠,٠٣١٧٥
١١	٠,٠٣٥٧٥	٠,٦٣٩٣٨-	٠,٠٣٤٥٢-	٠,٠٣٨٣٢-	٢,٧٧٩١٥
١٢	١,٧٢١٠٧	٠,٥٠١٩٤-	٠,٨٢٥٢١-	٠,٢٧٩٠٨-	١,٦٤٧٢٢
١٣	٠,٠٤٣٥٨	٠,٠٢٧٨١-	٠,٠٤١٧٦-	٠,١٠١٣٤-	٠,١٧٣٧٧
١٤	٠,٠٤١٨١	٠,١٨١٧٧-	٠,٠٢٨٢٩-	٠,٠٣٦٤٣-	٠,٣١٩٧٩
١٥	٠,٠٤٨٢٨	٠,٠٤١١٩-	٠,٠٤٦٠٦-	٠,١٥٠٦٦-	٠,٢٩١٠٨
١٦	٠,٣٣٩٩٤	٠,١٠٧٦٥-	٠,٢٥٣٧٠-	٠,٠٢٠٢٩-	٠,٢١٩٩٢
١٧	٠,٢٩٦٣٥	٠,٢٣٢٥٧-	٠,٢٢٨٦١-	٠,٢٩٩٠٦-	١,٥٤٩٦٨
١٨	٠,٠٤٦٢٢	٠,٠٩٦٨٤	٠,٥٤٤٥٥٤	٠,٠١١٠٣	٠,٠٤٠١٣-
١٩	٠,٠٧٦٨٧	٠,٠٤٦٨٧-	٠,٠٤١٣٨-	٠,١٢٨٥١-	٠,٤٠٢٧٤
٢٠	٠,٧٧٠٨٢	٠,١٦١٥١-	٠,٠٢٨٦٣-	٠,٤٣٥٢٩-	٠,٤٨٨٨٤
٢١	٠,١٧٤٠٢	٠,٠٣٢٥٥-	٠,٠٣٠٢٥-	٠,١٤٨٢٢-	٠,١٩٧٦٩
٢٢	٠,٠٤٣٥٩	٠,٠١٥٥٥-	٠,٠٤١٧٧-	٠,٠٤٨٠١-	٠,١٤١٣٤
٢٣	٠,٣٧٥٧٥	٠,٣٣٥٢٩-	٠,٢٧٣١٢-	٠,٠٣٥٩٦-	٠,٨٦٥٨٠
٢٤	٠,٢٤١٧٥	٠,٠١٠٧٢-	٠,١٩٤٦٨-	٠,٠٢٧٠٢-	٠,٠١٠٩٩
٢٥	٠,٠٥٦٩٨	٠,٠٤١٩٤-	٠,٠٣٣٩١-	٠,٠٤٦٨٠-	٠,١٢١٦٧
٢٦	٠,٠٩٨١٠	٠,٠٢٩٤٦-	٠,٠٤٩٣٤-	٠,٠٦٥٦٠-	٠,١٣٤١٣
٢٧	٠,٠٣٠٣٦	٠,٤١٥٠١	٠,٨٧٦١٧	٠,٠٢٧١٧	٠,٠٤٩١٠
٢٨	٠,١٥٩١١	٠,١١٥٢٢-	٠,١٣٧٢٧-	٠,١٠٩٤١-	٠,٧٥٥٦٦
٢٩	٠,١٩٩١٥	٠,٠٣٥٦٤-	٠,١٦٦٠٧-	٠,١١٢١٩-	٠,٢٦٦٨٩
٣٠	٠,٠٧٣٧٠	٠,٠٠٦٤٠-	٠,٠٤٨٦٤-	٠,٠١٤٧٥-	٠,٠٩٩١١
٣١	٠,٠٥٤٩٥	٠,٣٠١٧٩-	٠,٠٧٢٠٩-	٠,٢٢٢٨٢-	١,٠٦٣٧٢
٣٢	٠,١٨٤٥٦	٠,١٢٧٤٨-	٠,١٥٥٨٠-	٠,١٠٦٠٧-	٠,٤١٠٧٦
٣٣	٠,٠٤٩٧٧	٠,٠٠٩٩٢	٠,٠٩٤٨٧	٠,٠٩٥١٤	٠,٠٣٥٩٤
٣٤	٠,٧١٥٠٢	٢,٦٩٧٧٨	٠,٤٢٢١٥	٠,٥٤٩٢٩-	٠,٤١٦٩٢-
٣٥	٠,٠٨٠٦٣	٠,٠٤٦٩٤-	٠,٠٤٤٦١-	٠,٠٣٤٧٠-	٠,١٢٣٤٦
٣٦	٠,٠٨٠٧١	٠,٠١٧٢٣-	٠,٠١٤٦٨-	٠,٠٣٨٥٣-	٠,٠٢٦٦٥-
٣٧	٠,٢٠٦٢٧	٠,٢٤٢٠٨-	٠,١٧١٠٠-	٠,١٣٤٧١-	٠,٥٩٥٤١