



تحليل العلاقة بين التضليل البيئي في الإفصاح في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة ESG ودقة توقعات المحللين وانعكاسها على أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

إعداد

د. محمد عبد العزيز محمد أبو العلا

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة، جامعة بني سويف

dktwr2348@gmail.com

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد السادس - العدد الثاني – الجزء الثاني - يوليو ٢٠٢٥

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

أبو العلا، محمد عبد العزيز محمد (٢٠٢٥). تحليل العلاقة بين التضليل البيئي في الإفصاح في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة ESG ودقة توقعات المحللين وانعكاسها على أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٦ (٢) ج ٢، ١٢٩٥-١٣٥٣.

رابط المجلة: <https://cfdj.journals.ekb.eg/>

تحليل العلاقة بين التضليل البيئي في الإفصاح في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة ESG ودقة توقعات المحللين وانعكاسها على أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د. محمد عبد العزيز محمد أبو العلا

الملخص

الغرض – فحص ودراسة العلاقة بين التضليل البيئي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة ودقة توقعات المحللين وانعكاسها على أسعار الأسهم، ودور تغطية المحللين الوسيط في هذه العلاقة، وذلك بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

التصميم والمنهجية – اعتمدت الدراسة على أسلوب تحليل الانحدار المتعدد لعينة من (٢١) شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية بإجمالي مشاهدات (١٠٥) خلال الفترة من (٢٠١٩-٢٠٢٣) لاختبار فروض الدراسة، باستخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS.

النتائج والتوصيات – توصلت الدراسة الى وجود علاقة ارتباط عكسية ضعيفة بين التضليل البيئي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة وكلا من دقة توقعات المحللين وأسعار الأسهم، وفي ذات السياق اظهرت النتائج وجود علاقة ارتباط طردية بين دقة توقعات المحللين وأسعار اسهم، كما اظهرت وجود علاقة ذات دلالة احصائية للتفاعل بين التضليل البيئي في مجال البيئة والمجتمع ودقة توقعات المحللين على أسعار الأسهم، كذلك، تُكشف النتائج أن تغطية المحللين له تأثير وسيط ويمكن أن يحد من تأثير التضليل البيئي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة على دقة توقعات المحللين وأسعار الأسهم، بناءً على النتائج، تقترح الدراسة توصيات عملية لمنع سلوك التضليل البيئي، كما، توصي بضرورة العمل على تطبيق الإفصاح الإلزامي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة، وقيام الهيئات والمنظمات المهنية المسؤولة بإصدار معيار محاسبي ينظم هذا الإفصاح، وذلك للحد من آثار التضليل البيئي.

الأصالة/القيمة – على حد علم الباحث، تعتبر الدراسة الأولى في بيئة الاعمال المصرية التي تبحث في تأثير التضليل البيئي والاجتماعي والحوكمة على دقة توقعات المحللين وانعكاسها على أسعار الأسهم، وتكشف أن قوة هذا التأثير تختلف حسب مستوى تغطية المحللين، كما يظهر التأثير العملي للدراسة في ابراز الحاجة إلى تنظيم وإنفاذ قانوني فعال، ليس فقط لتحسين الإفصاح الإلزامي، ولكن أيضًا لتطوير إجراءات مراجعة مثل هذا الإفصاح.

الكلمات المفتاحية: التضليل البيئي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة، دقة توقعات المحللين، أسعار الأسهم، تغطية المحللين.

١ - مقدمة البحث

لقد احتلت قضايا البيئة والمجتمع والحوكمة Environmental Social and Governance (ESG) أهمية واهتماماً كبيراً على كافة الأصعدة، نظراً لتزايد تأثيرها على الاقتصاد العالمي والمجتمع، ولذلك اكتسب الإفصاح عن الأداء في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة ESG اهتماماً متزايداً من جانب أصحاب المصالح ترتب عليه زيادة الضغوط على الشركات للإفصاح عن المعلومات حول أدائها في مجال ESG باعتبارها معياراً لتقييم التنمية المستدامة للشركات (Chen, Y. 2025; Marco et al. 2024) مما حفز الشركات على قياس والإفصاح عن معلومات ESG والمسؤولية الاجتماعية للشركات (CSR) Corporate social responsibility. للتواصل مع كافة أصحاب المصالح عن وضعها بالنسبة لمسؤولياتها في هذا المجال (عبد الله، ٢٠٢٤)، مما أدى إلى استخدامها للعديد من الإجراءات المثيرة للجدل لأداء والإفصاح عن معلومات البيئة والمجتمع والحوكمة منها الفساد وتقديم تقارير كاذبة واحتيالية، وبالتالي، ظهر ما يعرف بالتضليل البيئي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة (ESG Greenwashing (GW) كممارسات احتيالية تتم من خلال الإفصاح المضلل عن معلومات كاذبة ومضللة عن أداء ESG. (Tarjo et al., 2024). فقد أكدت دراسات (Xiangqiang et al., 2024; Marco et al., 2024; Guangrui et al., 2024) على أن عدم وجود لوائح ومعايير موحدة أو إطار للإفصاح الإلزامي أو نظام خاص ينظم الأداء والإفصاح في مجال ESG وكذلك عدم وجود هيئات مستقلة تتحقق من دقة وموثوقية هذا الإفصاح أدى إلى الإفصاح الطوعي عن معلومات ESG وتمتع الشركات بقدر كبير من السلطة التقديرية بشأن قياس والإفصاح أو عدم الإفصاح أو إخفاء أداء ESG الضعيف، مما أوجد مجالاً للتلاعب بالمعلومات التي يتم الإفصاح عنها طوعية وأدى إلى عدم تماثل المعلومات (Francesca & Fabio (2024) حيث يتم الإفصاح الانتقائي عن المعلومات الإيجابية دون السلبية والمبالغة في الأداء الحقيقي مما ساهم في ممارسة التضليل البيئي في مجال ESG (Yuxi et al., (2024) للتغطية على الأداء الضعيف من خلال الإفصاح عن معلومات لا تعكس الأداء الفعلي وخاصة السيء أو التغطية على إدارة الأرباح (Guangrui et al., (2024) ولذلك تعددت مفاهيم التضليل البيئي، مثل الفجوة بين الإفصاح والأداء وعدم اتساق الأقوال مع الأفعال وإخفاء المعلومات السلبية، وكذلك التعبيرات الرمزية مقارنة بالجوهرية (Emanuele et al., (2024). وتم تمييز مستويين من التضليل البيئي، الأول على

^١ رغم استخدام مصطلحي المسؤولية الاجتماعية للشركات والبيئة والمجتمع والحوكمة بشكل متبادل إلا أن جودة نظام البيئة والمجتمع والحوكمة أكثر ارتباطاً بتوقعات أفضل للمحللين، نظراً لأن الشركات التي تتمتع بآليات حوكمة قوية تحمي المستثمرين والدائنين بشكل أفضل وتحسن بيئة المعلومات التي تقاس بدقة المحللين، ويعتبر أكثر شمولاً (Marco et al., 2024; Jose Elias et al., 2022; Guangrui et al., 2024)

^(٢) تعددت المسميات التي تصف هذه الظاهرة ومنها التضليل البيئي، الغسل الأخضر، التضليل البني، وغيره، واتساقاً يركز البحث على مصطلح التضليل البيئي في الإفصاح مجال البيئة والمجتمع والحوكمة واختصاراً "التضليل البيئي" ليشمل كل هذه المفاهيم ويعبر عن كل أبعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات.

مستوى المنتجات والثاني مستوى الشركة^(٣) وهو أكثر خفاءً وبصعب اكتشافه بسبب عدم تماثل المعلومات، ويعتبر من الإفصاح الانتقائي (Talía Songur (2024) ولقد، تزايدت أهمية المحللين الماليين في أسواق رأس المال باعتبارهم وسطاء رئيسيين للمعلومات يمكنهم خفض عدم تماثل المعلومات، وغالبًا ما يستخدم المستثمرون تقارير توقعات المحللين لمساعدتهم على اتخاذ القرارات الملائمة، نظرا لتمتعهم بالمعرفة والخبرة والمهارة المهنية في جمع وتقييم معلومات الشركات والسوق وصياغة توقعات مفيدة (Xiangqiang et al., (2024).

استنتجت دراسات (Huan Luo 2024; Marco et al., 2024; Xin Gao 2024; Ikram & Abderrazak 2024) ان التضليل البيئي قد يؤثر سلبا على العديد من الاطراف من اهمها المحللين الماليين والمستثمرين واسواق الاوراق المالية، مما ينعكس على أسعار الأسهم نتيجة فقدان الثقة في إفصاح الشركة ووجود رد فعل سلبي تجاه هذا السلوك، فمن ناحية، يؤثر التضليل البيئي سلبا على دقة توقعات المحللين، حيث تمارس الشركات التضليل البيئي للتغطية على ضعف أدائها للتأثير على توقعات المحللين من خلال الإفصاح الانتقائي واخفاء المعلومات، او خفض جودة الإفصاح وتعقيد وزيادة حجم الإفصاح عن معلومات ESG. وقد لا يدرك المحللين التضليل البيئي نظرا لعدم علمهم الكامل ببيئة الشركات، وبالتالي يصعب عليهم الحكم بدقة على صحة ودقة هذه المعلومات مما يقلل من دقة التوقعات، وبالتالي، يتوقع تأثير التضليل البيئي على دقة توقعات المحللين نتيجة زيادة الآثار السلبية لغموض المعلومات على دقة التوقعات (Yuxi et al., (2024 ومن ناحية اخرى، استنتجت دراسات (Emanuele et al., 2024; Guangrui et al., 2024) تأثير التضليل البيئي على أسعار الأسهم نتيجة عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية ووجود فجوة بين ما تدعيه الشركة وما تفعله، وبالتالي صعوبة تقييم المستثمرين لآثاره، وقد يؤدي إلى تسعير خاطئ للأسهم وتحويل أسعارها عن قيمتها الفعلية، وزيادة تقلب أسعار الأسهم وخطر انهيارها لأنها تعكس مخاطر التضليل البيئي في أسعارها نظرا للتأثير السلبي على المستثمرين مما يخفض التعامل على اسهم الشركة وبيعها، مما يخفض سعرها، وبالتالي يتوقع ارتباط التضليل البيئي سلبًا بأسعار الأسهم (Xin Gao (2024 ولذلك اعتبر (Venkatesh& Suresh. 2024; Talía Songur 2024) التضليل البيئي احد أشكال الاحتيال في الإفصاح في مجال ESG يعتمد تضليل جميع الاطراف وتحويل الانتباه عن السلوك غير الأخلاقي، مما يضر بأداء وشرعية الشركة والبيئة والمجتمع واصحاب المصالح.

كما اشارت دراسات (Huan Luo 2024; Xiangqiang et al., 2024) الى أن تقارير المحللين الماليين من الوسائل المؤثرة في سعر السهم، وتُعد دقة توقعاتهم من آليات خفض عدم تماثل المعلومات في أسعار الأسهم من خلال توقعاتهم بأسعار الأسهم وتقديم توصيات بالبيع أو الشراء أو الاحتفاظ بالسهم، مما يظهر اثر دقة التوقعات على أسعار الأسهم حيث يستخدم المستثمرون هذه التوقعات خاصة في حالة التضليل البيئي الذي قد يؤدي إلى وجود فقاعات في أسعار الأسهم وانخفاضها (Emanuele et al., (2024 وبالتالي، يكون للعوامل المؤثرة في توقعات المحللين تأثير على أسعار

^(٣) يمثل المستوى الثاني التضليل البيئي على مستوى الشركة محور التركيز الرئيسي للدراسة الحالية نظرا لانه يتعلق بالإفصاح عن المعلومات غير المالية في التقارير المحاسبية، كما انه يتسم بالتعقيد والشمول اتساقا مع (Guangrui Liu, et al., 2024, Pieter Ledebøer, 2023).

الأسهم أي تنعكس الآثار السلبية للتضليل البيئي على دقة توقعات المحللين على أسعار الأسهم، وبذلك يؤثر التضليل البيئي في العلاقة بين دقة توقعات المحللين وأسعار الأسهم Ikram & Abderrazak (2024) وأكد Huan Luo (2024). على أن عدم دقة توقعات المحللين وسيط سلبي بين التضليل البيئي وأسعار الأسهم، ولذلك توقع وجود علاقة عكسية بين أسعار الأسهم وخطأ وتشتت توقعات المحللين، وقد اشارت دراسات (Dica & Windijarto 2023; Liu et al., 2023) الى انه يمكن للمحللين الحد من التضليل البيئي بفعالية لدورهم في خفض عدم تماثل المعلومات ، ويمكنهم دعم أسعار الأسهم من خلال خفض الإفصاح السلبي واكتشاف المعلومات السلبية من خلال تحديد الاختلاف بين جودة الإفصاح وأداء ESG وبالتالي يمكنهم الحد من خطر التضليل البيئي على أسعار الأسهم (Guangrui et al., 2024). كما تلعب تغطية المحللين دورا هاما في الحد من التضليل البيئي ولها تأثير على أسعار الأسهم ولذلك تمثل توقعاتهم بشأن مخاطر التضليل البيئي عنصرا هاما في قرارات المستثمرين (Emanuele et al., 2024) ومن ثم فإن ايجاد دليل عملي على تفاعل أسعار الأسهم مع التضليل البيئي وتوقعات المحللين من المجالات الجديرة بالبحث المحاسبي مما تطلب ضرورة دراسة علاقة التضليل البيئي بدقة توقعات المحللين وانعكاس هذه العلاقة على أسعار الأسهم نظرا لندرة الدراسات المحاسبية في هذا المجال (Guangrui et al., 2024).

٢ - مشكلة البحث

أصبح التضليل البيئي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة من القضايا الملحة، نظرا لآثاره ومخاطره، حيث أصبح واقع ثبت تزايد بسبب غياب إطار موحد للإفصاح عن أداء ESG وعدم وجود إجماع على نطاقه وقياسه، مما قد يؤثر على دقة توقعات المحللين وأسعار الأسهم كنتيجة لعدم تماثل المعلومات (Xiangqiang et al., 2024). ورغم جهود الهيئات والحكومات لإصدار وتطبيق اللوائح واتخاذ خطوات لمكافحة التضليل البيئي الا انها لم تحقق المرجوة منها ولم تعالج تعقيداته، مما يستلزم ضرورة تصدى البحث المحاسبي لفحص ودراسة هذه الظاهرة وأثارها ومخاطرها (Emanuele et al., 2024; Talia Songur 2024)

اتضح للباحث من فحص وتحليل الدراسات السابقة المتعلقة بالتضليل البيئي واثاره على العديد من المتغيرات تأكيدها الآتي: (Tarjo et al., 2024; Marco et al, 2024; Xiangqiang et al., 2024; Venkatesh et al., 2024; Bernini F. et al., 2023) أولاً، ندرة الدراسات وخاصة التطبيقية التي تتناول اثر التضليل البيئي على الكثير من المجالات، حيث مازال يواجه دراسته عمليا بالعديد من التحديات مما يوضح وجود فجوة بين النظرية والتطبيق، ويرجع ذلك الى أن التضليل البيئي مفهوماً جديداً نسبياً وظاهرة معقدة وديناميكية ومتعددة الأبعاد، وادى تعدد أشكاله الى صعوبة وجود تعريف واحد ومقياس موضوعي له، نظرا للافتقار إلى تقارير صحيحة عن الشركات التي تمارس التضليل البيئي مما جعل مقارنة النتائج أمراً صعباً، ثانياً، ندرة الدراسات المحاسبية التي تفحص اثار التضليل البيئي وعلاقته بدقة توقعات المحللين الماليين وانعكاس هذه العلاقة على أسعار الأسهم (Giuliana et al., 2024; Guangrui et al. 2024; Jing Wei 2023) رغم توقع دراسات (Pieter Ledebor 2023; Marco et al., 2024; Venkatesh et al., 2024). أن يؤثر التضليل البيئي سلباً على دقة توقعات المحللين وأسعار الأسهم، نتيجة عدم تماثل المعلومات بين الشركات والمستثمرين والمحللين، مما ينعكس على أسعار الأسهم، مما يتضح معه وجود فجوة في الأدب المحاسبي في هذا المجال ويجب معالجتها (Marco et al., 2024) وترجع ندرة الدراسات

المحاسبية الى ان التضليل البيئي شكلاً مضللاً من أشكال التواصل بين الشركات وأصحاب المصالح يصعب تحديده وقياسه كمياً، رغم اقتراح بعض المداخل ولكن يشوبها بعض القيود، وتركز على شكل واحد من أشكال التضليل البيئي في الإفصاح كإفصاح الانتقائي، كما تستند على معلومات تفتقر إلى مراجعة طرف ثالث، مما يمثل تحدياً للدراسات المحاسبية التطبيقية (Marco et al., 2024; Jinna Zhang 2023) كذلك صعوبة الحصول على معلومات موثقة من المنظمات غير الحكومية والمؤسسات المعنية حول الشركات التي تنتهج هذه الممارسات المضللة (Emanuele et al., 2024) كما اقتصر تركيز الدراسات على التضليل البيئي على مستوى المنتج، وتجاهلت مستوى الشركة (Anna D' Ambrosio 2023) ثالثاً، اقتصرت الدراسات على فحص أثر بُعد واحد من التضليل البيئي دون جميع الأبعاد معاً، وبالتالي لم تفحص تأثير كل أبعاد التضليل البيئي على دقة توقعات المحللين وأسعار الأسهم، مما يصعب تحديد دوافعه ومحدداته، وبالتالي صعوبة فحص علاقته بدقة توقعات المحللين وأسعار الأسهم لصعوبة اكتشافه (Guangrui et al., 2024; Giuliana et al., 2024) كما يوجد حالة من عدم التأكد ادت لصعوبة التوصل إلى نتائج حاسمة بشأن العلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين وأسعار الأسهم (Talía Songur 2024). رابعاً، لم تحسم نتائج الدراسات (Li et al., 2023; Hu et al., 2023; Giuliana et al., 2024) الجدل حول تأثير التضليل البيئي، فهناك من استنتج وجود تأثير سلبي على أداء وقيمة الشركات مبرراً بأنه يرسل إشارة سلبية إلى المجتمع إذا اكتشفه أصحاب المصالح، بينما وجد آخر تأثيراً إيجابياً من خلال دعم شرعية الشركة. خامساً، ندرة الدراسات التي تتناول دور تغطية المحللين في الحد من التضليل البيئي، حيث يمكنهم خفض التأثير السلبي للتضليل البيئي على أسعار الأسهم بما يمتلكونه من قنوات معلومات كثيرة وقدرة على الحد من عدم تماثل المعلومات (Yuxi et al., 2024; Xiangqiang et al., 2024)

مما سبق، أكدت دراسات (Ikram & Abderrazak 2024; Tarjo, et al., 2024; Jing Wei, 2023; Talía Songur 2024). على ضرورة إعطاء الاهتمام الكافي لدراسة وفحص العلاقة بين التضليل البيئي وتوقعات المحللين وأثر هذه العلاقة على أسعار الأسهم، وكذلك فحص دور تغطية المحللين في اكتشاف والحد من التضليل البيئي نظراً لأهمية هذا المجال وندرة الدراسات المحاسبية، مما يستلزم ضرورة توجيه الجهود البحثية المحاسبية نحو دراسة التضليل البيئي كظاهرة نظرية وعملية لمعالجة الفجوة البحثية في الدراسات المحاسبية التطبيقية في هذا المجال، لذلك، تسعى الدراسة الحالية الى سد هذه الفجوة ومعالجة قصور الدراسات السابقة من خلال فحص العلاقة والتأثير المتبادل بين التضليل البيئي والاجتماعي والحوكمة ودقة توقعات المحللين الماليين وانعكاس العلاقة بينهما على أسعار اسهم الشركات المصرية المقيدة بالبورصة، وبذلك، تعتبر الدراسة (على حد علم الباحث) الاولى في بيئة الاعمال المصرية في هذا المجال، وتضم جميع متغيرات البحث معاً، ولذلك تسعى الدراسة الى الاجابة على تساؤلات البحث التالية:

(١) هل يؤثر التضليل البيئي (إيجاباً/سلباً) على دقة توقعات المحللين الماليين؟

(٢) هل تؤثر العلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين على أسعار الأسهم، وهل تؤثر تغطية المحللين على العلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين وأسعار الأسهم؟

٣- هدف البحث

يتمثل الهدف الرئيسي في: "اختبار العلاقة التأثيرية بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين الماليين وتدايعياتها على أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

ويتفرع من هذا الهدف الاهداف الفرعية الآتية:

- ١- قياس أثر ممارسات التضليل البيئي على دقة توقعات المحللين الماليين.
- ٢- فحص دور تغطية (متابعة) المحللين الماليين في الحد من آثار ممارسات التضليل البيئي.
- ٣- تقديم دليل تطبيقي حول انعكاس قياس العلاقة بين التضليل البيئي للشركات ودقة توقعات المحللين الماليين على أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

٤- أهمية البحث

تتبع الأهمية العلمية للبحث من أهمية وحداثة متغيراته وكونها من أوائل الدراسات في بيئة الاعمال المصرية حول التضليل البيئي الذي يعتبر قضية هامة ومحل جدل في الأوساط العلمية في ظل تفاقم الأزمات المالية للشركات والأسواق المالية وخاصة الناشئة، وبالتالي الحاجة إلى الحد من مخاطره وأثاره على مختلف الأطراف، وكذلك سد الفجوة البحثية الموجودة بسبب ندرة الدراسات التي تناولت العلاقة التأثيرية التفاعلية بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين وانعكاساتها على أسعار الأسهم، كما يعتبر البحث من أوائل الدراسات التي تفحص ردود أفعال سوق الأوراق المالية المصرية تجاه التضليل البيئي وهي سوق نامية حيث تتخفف مسؤوليات الشركات البيئية بسبب اللوائح البيئية المتساهلة نسبياً، وبالنسبة للأهمية العلمية تعتبر نتائج البحث مرشداً للجهات الاشرافية والرقابية والمهنية لصياغة نظام الإفصاح الملانم عن معلومات ESG. كما تظهر الحاجة الى الإفصاح والتوكيد الإلزامي للحد من التضليل البيئي، كما تساهم النتائج في ابراز دور المحللين كرادع للتضليل البيئي من خلال دعم شفافية الإفصاح وفعالية الرقابة الداخلية، وتزود النتائج الجهات الفاعلة والسلطات الإشرافية بالأدلة التي تساهم في صياغة السياسات والإجراءات وإصدار اللوائح القادرة على مواجهة آثار التضليل البيئي السلبية ودعم تنظيم وتوحيد معايير الإفصاح عن معلومات البيئة والمجتمع والحوكمة للحد من هذه الممارسات للحفاظ على استقرار سوق الأوراق المالية كما، تظهر النتائج أن التضليل البيئي لعبة خاسرة وعلى الإدارات الامتناع عن ممارسة التضليل البيئي وتبني ممارسات مستدامة ناجحة.

٥- فروض البحث

- H₁: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين الماليين.
- H₂: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية بين تغطية المحللين الماليين والتضليل البيئي.
- H₃: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية للتفاعل بين تغطية المحللين الماليين والتضليل البيئي على دقة توقعات المحللين الماليين.
- H₄: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية بين التضليل البيئي وأسعار الأسهم.
- H₅: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية للتفاعل بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين الماليين على أسعار الأسهم.

٦- خطة البحث

١|٦ التضليل البيئي في تقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات ومجال البيئة والمجتمع والحوكمة CSR/ESG report greenwashing. من منظور محاسبي (المفهوم والاشكال والدوافع والاثار والقياس).

٢|٦ دقة توقعات المحللين الماليين (المفهوم والمحددات والقياس).

٣|٦ العلاقة بين متغيرات البحث في ضوء الدراسات السابقة وصياغة فروض البحث.

١|٣|٦ تحليل العلاقة والتأثير التبادلي بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين الماليين.

٢|٣|٦ تغطية المحللين والعلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين وأسعار الأسهم.

٣|٣|٦ اثر العلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين الماليين على أسعار الأسهم.

٤|٦ الدراسة التطبيقية.

٥|٦ النتائج والتوصيات والابحاث المستقبلية.

٦|٦ مراجع البحث.

١|٦ التضليل البيئي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة والمسؤولية الاجتماعية للشركات CSR/ESG greenwashing من منظور محاسبي (المفهوم والاشكال والدوافع والقياس).

تعتبر التقارير في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة والمسؤولية الاجتماعية للشركات غير مالية ومكملة للتقارير المالية، وادى عدم وجود إطار ونظام موحد للإفصاح عن أداء الاستدامة البيئية والاجتماعية والحوكمة وعدم وجود تأكيد لهذه التقارير الى ظهور الكثير من التحديات المرتبطة بالإفصاح، ولذلك تبنت معظم الشركات الإفصاح الطوعي، رغم اقتراح بعض المبادرات كمبادرة إعداد التقارير العالمية (GRI) ومجلس معايير المحاسبة للاستدامة (SASB) ولكن يشوبها بعض أوجه القصور ولا يوجد إلزام بعقوبات قانونية بها، مما ادى الى انتشار التضليل البيئي. (Guangrui et al., 2024). وقد اتفقت دراسات (Célia Santos et al., 2024; Giuliana et al., 2024; Guangrui, et al., 2024) على ان التضليل البيئي ظاهرة معقدة ومتعددة الأبعاد ولا يوجد تعريف موحد لها، وتتطور مفاهيمها مع تطور ممارسات أكثر تعقيداً واستخدمت كلمة الغسل الأخضر او التضليل البيئي للإشارة إلى التضليل البيئي في الإفصاح في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة ESG-washing. وهي تغطي الركائز الثلاث، البيئية والاجتماعية والحوكمة، رغم الفصل بينهم فاستخدم مصطلح الغسل الأخضر greenwashing للقضايا البيئية والغسل الأزرق bluewashing للقضايا الاجتماعية. Bernini F. et al., (2023) والغسل الاسود blackwashing لقضايا الحوكمة (Maud Kornreich (2022).

وفيما يتعلق بمفهوم وتعريف التضليل البيئي: فقد تم تناوله بعدة مفاهيم كالإفصاح الانتقائي والأداء البيئي الضعيف، والتواصل من خلال التلاعب أو تغيير أو إخفاء الالتزام البيئي الفعلي، ولذلك تعددت تعريفاته (Xin Gao 2024; Giuliana et al., 2024) فعرف التضليل البيئي بأنه الإفصاح عن معلومات إيجابية عن الأداء البيئي/الاجتماعي وحجب السلبية وإخفاء الأداء البيئي/الاجتماعي الضعيف عمدًا من خلال الإفصاح بشكل انتقائي عن معلومات إيجابية، ولذلك فانه فجوة بين الاتصال

الرمزي الإيجابي rich and positive symbolic والإجراءات البيئية الرديئة أي التناقض بين الإفصاح والفعل البيئي (Giuliana et al., (2024) ولذلك أشار Marco et al., (2024) إلى أن جوهر التضليل البيئي يرتكز على الأشكال المختلفة للإفصاح المشوه والانتقائي الذي يهدف إلى التلاعب بإدراك أصحاب المصالح لأداء الشركة، ولذلك عرّف التضليل البيئي بأنه الإفصاح الانتقائي عن المعلومات الإيجابية حول الإجراءات الاجتماعية أو البيئية دون الإفصاح السلبي الكامل، وعرفه Marco et al., (2024) بأنه فجوة بين الإجراءات البيئية والاجتماعية الرمزية والموضوعية، وعرفته هيئة الأوراق المالية الأوروبية (ESMA (2023 بأنه ممارسة لا تعكس معلومات أو إجراءات أو اتصالات الاستدامة بشكل واضح وعادل ملف الاستدامة الأساسي لكيان أو منتج، وقد تكون هذه الممارسة عن قصد أو غير قصد ومضلة لأطراف السوق، وعرف Giuliana et al., (2024) التضليل البيئي على أنه الفجوة بين المعلومات المفصح عنها والأداء البيئي الفعلي، واعتبره Guangrui et al., (2024) مبالغة في تقدير إنجازات الشركات في مجال الاستدامة من خلال الانخراط في اتصالات مفرطة دون بذل جهود جوهرية لتحسين الأداء البيئي والاجتماعي ولذلك عرّف التضليل البيئي في مجال ESG بأنه قيام الشركات بالتغطية على أداء ESG الضعيف من خلال الإفصاح عن معلومات ESG كاذبة، مما يخلق عمداً فجوة في الإفصاح، ووصفه Pieter Ledebor (2023) بأنه ادعاءات غامضة تتعلق بالأداء البيئي والاجتماعي لخلق صورة إيجابية دون الوفاء بالوعود في الممارسات الفعلية، وعرفه Talia (2024) بأنه مبالغة الشركات في مزايا أنشطتها البيئية، ويؤدي إلى خفض قدرة أصحاب المصالح على اتخاذ قرارات سليمة، وقد يشوه أداء ESG الحقيقي، واعتبره Tarjo et al., (2024) أحد أشكال الاحتيال في تنفيذ والإفصاح عن ESG. ويتم من خلال الإفصاح عن معلومات كاذبة أو حذف حقائق تتعلق ببرنامج ESG الجوهرية، وأشار Sun et al., (2023) بان التضليل البيئي سلوك رمزي للتضليل والتلاعب بالإفصاح أو إخفاء الأداء الفعلي الضعيف بالإفصاح عن معلومات تبالغ في الأداء البيئي والإفصاح الانتقائي عن معلومات إيجابية وإخفاء السلبية ولذلك عرّفه بأنه ممارسة رمزية حيث تفصح الشركة ذات الأداء الفعلي الضعيف في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة عن معلومات جوهرية في هذا المجال.

من التعريفات السابقة يمكن الوقوف على ابعاد التضليل البيئي كما يلي:

١- تعددت تعريفات التضليل البيئي، ويعتبر تعريف الفجوة بين ما يتم الإفصاح عنه والأداء البيئي الفعلي الأكثر انتشاراً ويتم ممارسته بطريقتين الأولى الإفصاح عن معلومات كاذبة أي المبالغة في تقدير الأداء البيئي الفعلي والثانية الاختيار الانتقائي (Maud Kornreich (2022 وبالتالي، يتخذ التضليل البيئي أشكالاً متعددة ويتصف بأنه قرارات إفصاح واستراتيجية متعمدة وظاهرة مؤسسية تضر بالبيئة والمجتمع ويصعب اكتشاف ممارساته في ظل غياب اتهام خارجي يدين الشركة لادعائها المضلل حول مسؤوليتها البيئية. (Célia Santos et al., (2024

٢- يعتبر التضليل البيئي إفصاح انتقائي وغير صحيح واحد أشكال الفصل Decoupling. فهو احد أشكال الإفصاح الانتقائي لأنه يتضمن سلوكين متزامنين وهما حجب المعلومات السلبية والإفصاح عن الإيجابية لإخفاء الأداء الضعيف، كما يعتبر شكلاً من أشكال الفصل لتعهد الشركات القيام بأنشطة لتلبية توقعات أصحاب المصالح لكنها لا تتخذ إجراءات فعلية ملموسة لذلك، وتستخدم أنشطة رمزية لصرف انتباههم لإخفاء أعمالهم الحقيقية (Anna D'Ambrosio (2023 ويعتبر إفصاح غير صحيح لأنه يضلل أصحاب المصالح من خلال معلومات ESG غير صحيحة (Jinna Zhang (2023 وفي

مجال المحاسبة، يوجد نوعان من التضليل البيئي، الإفصاح الانتقائي والتلاعب التعبيري، يشير الأخير إلى تلاعب الشركة بالمعلومات للتأثير على آراء متلقي المعلومات، بإظهار المزيد من الكلمات والأقل من الإجراءات والمزيد من الإفصاحات الرمزية ولكن إجراءات أقل جوهرية، Guangrui et al., (2024)

٣- الإفصاح الطوعي من اسباب التضليل البيئي، لأنه على عكس الإفصاح الإلزامي لا يحتوي على متطلبات صارمة للإفصاح وليس هناك توحيداً في الإفصاح مما يزيد التلاعب بالإفصاح ويزيد استقلالية الإدارة بشأن الإفصاح الانتقائي عن المعلومات الإيجابية وإخفاء السلبية، مما يؤثر على دقة توقعات المحللين وأسعار الأسهم (Guangrui et al., 2024). كما حدد Venkatesh et al., (2024) ثلاثة اسباب وهي: **السياسات الحكومية:** لا تطبق اللوائح البيئية بشكل جيد أو لوائح مقيدة، **ضغوط المنافسة:** يساعد التضليل البيئي الشركة بالتفوق على خصومها نتيجة تأثير سلوكها بضغوط المنافسة، **فرص السوق:** تستخدم الشركات التضليل البيئي لزيادة الدعاية الشفهية الإيجابية، والاستفادة من الفرص السوقية.

٤- لا يقتصر نطاق التضليل البيئي على القضايا البيئية فقط، بل يغطي عدداً من الأبعاد، ويرتبط هذا التفسير الأوسع بالتضليل البيئي والقضايا الاجتماعية والاقتصادية في إشارة إلى النتيجة الثلاثية للاستدامة التي تتطلب سلامة البيئة والمساواة الاجتماعية والازدهار الاقتصادي، ويمكن توسيع هذا المصطلح للإشارة إلى الادعاءات الكاذبة فيما يتعلق بالإجراءات الأخلاقية والمسؤولية الاجتماعية للشركات. Bernini F., et al., (2023).

ويرى الباحث ان التضليل البيئي في مجال المحاسبة لا يتوقف على مجرد الإفصاح المضلل او الانتقائي بل يتسع ليشمل كل الممارسات ومنها إخفاء المعلومات والتغطية على الأداء البيئي الضعيف او السيء، والفصل، ومكمل لممارسات ادارة الارباح. وبالتالي فهو يشمل كل ممارسات الإفصاح وعدم الإفصاح التي تؤدي الى وجود تناقض بين القول والفعل، وفي ضوء ذلك يتبنى الباحث توسيع المفهوم الذي تناولته دراسات (Marco et al., 2024; Talia Songur 2024; Giuliana et al., 2024)، وبالتالي يمكن تعريف التضليل البيئي على أنه جميع الممارسات التي تؤدي الى وجود فجوة بين نوعية وكمية المعلومات التي تفصح عنها الشركة او يتم انتقاءها او إخفاءها او المبالغة فيها والأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة الفعلي.

وفيما يتعلق بمحددات وعوامل التضليل البيئي، فحصت دراسات (Bernini F. et al., 2023; Li et al., 2023; Yuxi et al., 2024) تأثير اللوائح البيئية والأطر التنظيمية والمعايير المجتمعية على سلوك الشركات وصراعها بين الالتزام بمتطلبات الإفصاح البيئي والانخراط في التضليل، وكذلك، تأثير ضغوط السوق على التضليل البيئي، واستنتجت دراسات (Yue & Li 2023; Yuxi et al., 2024) المحددات التي تشجع أو تحد من التضليل البيئي، فيؤثر ضغط المستثمرين ودمج المعايير البيئية في تقييمات البيئة والمجتمع والحوكمة على أنشطة التضليل البيئي، كما حددت بعض العوامل الداخلية والخارجية التي تؤثر إيجابياً أو سلبياً على الإفصاح، وتتمثل العوامل الداخلية في المتغيرات التي يمكن التحكم فيها وتتضمن التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة؛ وهناك ارتباط إيجابي بين حجم الشركة ومستوى الإفصاح عن معلومات البيئة والمجتمع والحوكمة، كما تؤثر الرافعة المالية على التضليل البيئي وتتلخص العوامل الخارجية ببيئة الشركة (الصناعة أو الدولة) التي لا تملك

أي سيطرة عليها ومنها الضغوط أو الحوافز البيئية، مثل عدم كفاية ضغوط الجماعات السياسية، كما يؤدي تعرض الشركات لوسائل الإعلام إلى خفض مستوى ترويجها للقضايا البيئية بسبب الخوف من تفاقم تداعيات ردود الفعل، كما تتظاهر الصناعات الحساسة بيئياً التي تخضع لضوابط بيئية أكبر كشركات النفط والأغذية والمشروبات بالخضرة أكثر من نظيراتها، بينما حدد Talia Songur (2024) محركات التضليل البيئي في ثلاث مجموعات وهي: العوامل الخارجية والتنظيمية والفردية، حيث يؤدي عدم توافر اجراءات تفتيش الى القيام بالادعاءات البيئية وممارسة التضليل البيئي، وتشمل العوامل على مستوى الفرد التحيزات المعرفية في صنع القرار، فقد يتخذ الأفراد قرارات بناءً على معرفة غير كاملة أو مقيدة بسبب عوامل نفسية كالتحيز المتفائل مما يؤدي إلى انتشار الادعاءات الكاذبة، كما تتأثر الشركات ببيئة معقدة تضم أصحاب مصالح متعددين لديهم القدرة على التأثير أو التأثير بأهداف الشركة ولذلك، تتخبط الشركات في التضليل البيئي لكسب الشرعية في نظر أصحاب المصالح.

وفيما يتعلق بأنواع التضليل البيئي: رغم صعوبة تحديد كل أنواع وأشكال التضليل البيئي المختلفة، فقد تم اقتراح أربعة أشكال رئيسية وهي: (Santos C. et al., 2023; Bernini F. et al., 2023) ١. اختلاف الإفصاح البيئي "الحديث" عن الأداء البيئي "الفعل"، ٢. التضليل البيئي النشط والسلبى: يتمثل النشاط في ادعاءات مضللة أو غير دقيقة أو غامضة وغير قابلة للإثبات وادعاءات لا معنى لها والمبالغة، ويتم التضليل السلبى عن طريق الحذف الكامل أو الانتقائي وإخفاء المعلومات ٣. الادعاء والتتفيذ: يعتبر الادعاء الأكثر شيوعاً حيث يتم استخدام ادعاءات نصية بيئية مضللة، ٤. تضليل بيئي سلبي وإيجابي: يتمثل السلبى في معلومات غير كاملة تخدع اصحاب المصالح ويشير الإيجابي إلى معلومات غير كاملة تحفز على الاستثمار في الجوانب الاجتماعية، كما يمكن التصنيف الى متعمد وغير متعمد، ويرتبط المتعمد بنوايا تنظيمية محددة ويتم غير المتعمد بعيدا عن الشركة، وكذلك المتهم وغير المتهم: ولا يوجد اتهام بالتضليل البيئي بدون اثباته (Bernini F. et al., 2023) كما حددت دراسة Venkatesh et al., (2024) ستة أنواع من التضليل البيئي وهي: (١) الإفصاح الانتقائي: يعتبر الأكثر تناوولا في أبحاث التضليل البيئي، (٢) الفصل Decoupling: ويشير الى ادعاء الشركات أنها تلتبي توقعات مساهمها دون تغيير ممارساتها فعلياً، او امتثالها دون وجود لهذا الامتثال او ضعفه، (٣) صرف الانتباه: ويشير إلى الأنشطة الرمزية التي تصرف انتباه أصحاب المصالح عن إخفاء الأعمال السيئة ويتضمن الإفصاح الانتقائي وغير الصحيح ومعلومات غامضة، والإفصاح غير المحدد عندما تبرز الشركات أهمية الممارسات دون تفسير أو غياب المعلومات التفصيلية المعتمدة من طرف ثالث (٤) التلاعب الخادع: يعني سلوكاً مضللاً لممارسة أعمال تصور أن الشركة صديقة للبيئة (٥) التراخيص والعلامات المشبوهة: قد تكون العلامات البيئية عرضة لاحتياال الشركات، (٦) برامج تطوعية عامة غير فعالة: تساهم الشركة في برامج تطوعية ممولة من الحكومة، لكن مساهمتها لا تحقق تحسينات بيئية، كما حددت دراسة Talia Songur (2024) ثلاثة هي: الإفصاح عن معلومات إيجابية دون اداء فعلى؛ والإفصاح الانتقائي، وادعاءات لا تمثل الحقيقة واستخدام تكتيكات مضللة كالشهادات الاحتيالية، وصنفه (Dica & Windijarto 2023) الى (٥) أنواع هي: التضليل بالكلمات، والتضليل بالصور والرسوم البيانية، وإخفاء وإغفال المعلومات ، التضليل الرمزي وهو عدم تطابق الوعود مع واقع المبادرات، التضليل السري ويتضمن أنشطة علنية أو سرية تهدف إلى الاستفادة من القوانين واللوائح.

وبالنسبة لمستويات التضليل البيئي: يمكن التمييز بين مستويين من التضليل البيئي وهما: (Guangrui et al., 2024)، التضليل البيئي على مستوى منتجات أو خدمات الشركة وهو استراتيجية تسويقية تستخدم فيها الشركات بيانات أو شعارات لجعل المنتج يبدو أكثر صداقة للبيئة، ويمكن للمستهلكين ووسائل الإعلام والجهات التنظيمية كشفه بسهولة، ويتمثل الثاني في التضليل البيئي على مستوى الشركة في تقارير البيئة والمجتمع والحوكمة ويعتبر أكثر خفاءً بسبب عدم تماثل المعلومات وبالتالي فهو أكثر صعوبة في كشفه ويهدف إلى الحفاظ على صورة الشركة وشرعيتها، ويعتبر نوع من الإفصاح الانتقائي عن جهود الشركات في مجال المسؤولية الاجتماعية للشركات/البيئة والمجتمع والحوكمة مع إخفاء الآثار السيئة (Pieter Ledeboer (2023)، وقد يكتشف المشاركون في سوق رأس المال التضليل البيئي في مجال ESG، إذا تم تحديد التناقض بين الإفصاح والأداء الفعلي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة، وإذا أدرك المستثمرون وجود تضليل بيئي، قد يقللون من تقدير سعر سهم الشركة، ويوجد في مجال المحاسبة نوعان من التضليل البيئي وهما: الإفصاح الانتقائي والتلاعب التعبيري، ويشير الأخير إلى التلاعب بالمعلومات للتأثير على آراء متلقي المعلومات (Guangrui et al., 2024).

وفيما يتعلق بدوافع وأثار التضليل البيئي: فتعتبر الشرعية وإدارة الانطباع، من دوافع التضليل البيئي، فبالنسبة للشرعية تسعى الشركات إلى الحصول على الشرعية أو الحفاظ عليها من خلال الإفصاح عن الأداء الجيد نسبياً وإخفاء أدائها الضعيف، وبالنسبة لإدارة الانطباع تفصح الشركات بشكل انتقائي عن معلومات إيجابية عن الأداء من أجل ترك انطباع جيد لدى أصحاب المصالح، وبناء عليه يعتبر التضليل البيئي استراتيجية تتبعها الشركات لتحقيق والحفاظ على الشرعية باستخدام إدارة الانطباع، بدلاً من معالجة القضايا بشكل جوهري، لذلك، فإن جوهر الرأيين هو إدارة الانطباع (Guangrui et al., 2024) وفيما يتعلق بآثار التضليل البيئي. فقد يمثل تحديد أثار التضليل البيئي مهمة صعبة لصعوبة اكتشاف وقياس محددات سلوك التضليل البيئي، فضلاً عن خطر تهديده لقررة الشركات في الحصول على الموارد أو الشرعية أو الدعم الاجتماعي، وقد استنتجت دراسة (Venkatesh et al., 2024) أن التضليل البيئي يؤثر سلباً على كل الأطراف من مستثمرين وشركات ومجتمع وأصحاب المصالح وغيرهم، فبالنسبة للمستثمرين: يؤدي التضليل البيئي إلى زيادة المعلومات أو إخفاؤها وعدم تماثلها، مما يصعب عليهم تقييم الأداء، وعندما يدركون الفرق بين أداء الشركة وإفصاحها البيئي، قد يفهمون بشكل سلبي الأسباب وراء الدوافع السرية للشركة ويزداد تشككهم فيها، مما يحد من الاستثمار في الشركة التي تمارس التضليل البيئي، أما بالنسبة للشركات: يؤدي التضليل البيئي إلى وجود فجوة بين الأداء والإفصاح، مما يؤدي إلى فقدان ثقة العمال والمستثمرين والمنظمات غير الحكومية في الشركة نظراً لادعاءاتها غير الصحيحة، مما يؤثر سلباً على العلامة التجارية والربحية واستراتيجيات الاتصال، (Bernini F., et al., (2023) وبالنسبة لأصحاب المصالح: فغالباً ما يفتقروا إلى المعلومات الكافية لتقييم الاداء، وقد يضر الإفصاح المضلل بالمستثمرين والمحللين والمجتمع، وقد تفقد الشركات الأخرى الثقة في شركة التضليل البيئي مما يقلل تعاونها وتبادل الموارد وتكوين شراكة معها، وبالتالي يؤدي التضليل البيئي إلى ردود فعل سلبية ويكون عائقاً أمام دمج العوامل البيئية والاجتماعية في قرارات الاستثمار مما يضر بالاستثمار، أما بالنسبة للمجتمع: فمن منظور تخصيص الموارد والرفاهة الاجتماعية يمكن أن يضر بالمجتمع ككل.

بالنسبة للنظريات المفسرة للتضليل البيئي: يوجد عدة نظريات يمكنها تفسير التضليل البيئي، كنظرية الشرعية وعدم تماثل المعلومات واعتماد الموارد والاشارة، وإدارة السمعة (Guangrui et al., 2024). فتشير **نظرية الشرعية** legitimacy theory إلى تبني الشركات ذات الأداء البيئي الضعيف استراتيجيات رمزية وتفصح عن المزيد من المعلومات التي تصور أفعالها على أنها مرغوبة، وعندما يهدد الأداء البيئي الضعيف شرعيتها تلجأ إلى الخداع بنشر جوانب أدائها البيئي الإيجابية فقط لتجنب صورة سلبية (Sun Z. et al., 2023). وتصف نظرية الإشارة signaling theory التضليل البيئي بالاتصال المضلل المتعلق بقضايا البيئة والمجتمع من خلال إرسال إشارات مضللة للأطراف المختلفة مما يؤدي إلى تفاقم آثار عدم تماثل المعلومات، مما يؤثر سلباً ويلحق الضرر بسمعة الشركات (Célia Santos et al., 2024). وتشرح نظرية **عدم تماثل المعلومات** أسباب سوء السلوك المرتبط بالمسؤولية الاجتماعية للشركات، فقد يؤدي الإفصاح عن معلومات ESG طوعياً إلى عدم تماثل المعلومات مما يحد من قدرة أصحاب المصالح على تقييم مدى وفاء الشركة بالتزاماتها، ويوفر فرصاً للانخراط في التضليل البيئي نظراً لتمتع المديرين بميزة معلوماتية عن أصحاب المصالح فيما يتعلق بالأداء الفعلي خاصة وأن هذه المعلومات لا يتم مراجعتها (Sun, Z., et al., 2023; Liu et al., 2023). ووفقاً **نظرية الاعتماد على الموارد**، يؤدي محدودية الموارد الداخلية وعدم كفايتها لتدعيم الاستثمار البيئي والاجتماعي إلى تخصيص هذه الموارد لأنشطة الإنتاج مما يؤدي بدوره إلى ضعف أداء ESG الفعلي، لذلك، تميل الشركات التي تتعرض لضغوط تمويلية للتضليل البيئي بإخفاء المعلومات البيئية (Xia et al., 2023). ووفقاً لنظرية **أصحاب المصالح** يؤدي تورط الشركة في التضليل البيئي لفقدان الثقة بين أصحاب المصالح ويجب عليها تنفيذ الاستراتيجية الصحيحة لإعادة ثقتهم ، ووفقاً **إدارة السمعة**، تدفع السمعة المديرين إلى استخدام ما يعرف بإدارة الانطباع للتأثير على إدراك أصحاب المصالح بشأن الشركة (Maud Kornreich 2022)

قياس التضليل البيئي

رغم أن قياس التضليل البيئي ليس بالمهمة السهلة، إلا أن هناك شبه اتفاق في معظم الدراسات (Marco et al., 2024; Yuxi et al., 2024; Guangrui et al., 2024; Chen, Y. 2025; Giuliana et al., 2024). على أن قياس التضليل البيئي من الناحية العملية يتمثل في قياس الفجوة بين الاداء الفعلي وما تم الافصاح عنه، أي يتمثل في الفرق بين مؤشر الإفصاح ومؤشر الأداء، ويشير الاختلاف الكبير بينهما إلى ارتفاع درجة التضليل البيئي، وتمثل المنهج الكمي المتبع في قياس التضليل البيئي في استخدام بعض الطرق لحساب الفرق بين المؤشرين، حيث اعتمد القياس على افتراض أن التضليل البيئي يحدث عندما يكون هناك عدم تطابق بين مؤشرات الإفصاح والفعل للشركة (Bernini, F., et al., 2023). ولذلك اختلفت هذه الدراسات في طريقة حساب كل مؤشر والنموذج المستخدم، وطبيعة ونوعية المعلومات المستخدمة في القياس ومصادرها، مما أثر على نتائج القياس وموضعيته، وكذلك معالجة نتيجة قياس التضليل البيئي، وذلك بتحويلها إلى متغير وهمي أو متغير مستمر من حيث النتيجة أو متوسط أو نسبة مئوية أو الفرق (Tan 2023) وقد اعتمدت في القياس على بيانات مستخرجة من قواعد بيانات محددة مثل Bloomberg أو Asset4/Thomson Reuters. ووفقاً لهذه المنهجية قاست دراسات (Wei Li et al., 2023; Sun, Z. et al., 2023; Tan 2023) مؤشر التضليل البيئي (GWI) من خلال حساب الفجوة (التضليل البيئي) (ESG_gap) بين درجات Bloomberg وAsset4 البيئية والاجتماعية والحوكمة، وذلك من خلال الفرق بين درجة (GC₁)

وتشير الى جميع معلومات ESG المفصح عنها بغض النظر عن طبيعتها الإيجابية أو السلبية، وتتراوح من صفر إلى ١٠٠، ويشير ارتفاع هذه الدرجة إلى زيادة كمية المعلومات غير المالية المفصح عنها، ودرجة (GPI)، والتي تعكس الأداء الفعلي للشركة في مجال ESG وتقع أيضاً ضمن النطاق صفر إلى ١٠٠، يتم حساب GW_I بالفرق بين GPI و GCI ، يتم توحيد كل من مؤشر GCI and GPI عن طريق طرح متوسطات العينة $GCI^{\bar{}}$ و $GPI^{\bar{}}$ ، وقسمة النتيجة على الانحرافات المعيارية للعينة σ_{GPI} و σ_{GCI} ، بحيث يمكن مقارنة المؤشرات بشكل صحيح، وتكون صيغة حساب مؤشر GW_I كما يلي:

$$GW_{Iit} = \frac{(GCI_{Iit} - GCI^{\bar{}})}{\sigma_{GCI}} - \frac{(GPI_{Iit} - GPI^{\bar{}})}{\sigma_{GPI}}$$

حيث: GCI_{Iit} و GPI_{Iit} درجة الإفصاح والاداء للشركة i في السنة t، $GCI^{\bar{}}$ و $GPI^{\bar{}}$ المتوسطات في حين أن الانحرافات المعيارية للعينة هي σ_{GCI} و σ_{GPI} .

وفي نفس السياق اعتمد (Pieter Ledebouer (2023 في قياس التضليل البيئي على مقارنة درجات الإفصاح بدرجات الأداء، وتم حساب درجات إفصاح ESG من قاعدة بيانات بلومبرج ESG Bloomberg disclosure scores، وتم الحصول على درجات أداء ESG من درجات Thomson Reuters Asset 4 والموجودة في قاعدة بيانات Eikon Refinitiv. وتتراوح درجاتها بين ١ إلى ١٠٠، لتتوافق مع بيانات ودرجات إفصاح Bloomberg ESG. ويتم قسمة درجات الأداء والإفصاح على ١٠٠ ثم يتم توحيد درجات العينة الإجمالية عن طريق طرح المتوسط والقسمة على الانحراف المعياري. بناء عليه تم حساب التضليل البيئي كما يلي:

(درجة التضليل البيئي = درجة الإفصاح وفقاً لـ Bloomberg - درجة أداء الشركة في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة وفقاً لـ Asset 4)، ويشير الناتج الموجب إلى وجود تضليل بيئي، ويعني الصفر تساوى الأداء في مجال ESG ودرجات الشفافية، وتشير النتيجة السالبة إلى أن الشركة تفصح عن بيانات قليلة عن أدائها في مجال ESG وبالتالي، لا تمارس التضليل البيئي.

وبنفس المنهج قاست دراسة (Guangrui et al., (2024 التضليل البيئي في تقرير ESG، من خلال حساب الفرق بين درجة الإفصاح عن معلومات ESG القياسية ودرجة الأداء ESG القياسية وبدل الفرق الموجب المرتفع على ارتفاع درجة التضليل البيئي وبحسب بالصيغة التالية:

$$Greenwashing_i = \frac{(Di - D^{\bar{}})}{\sigma_D} - \frac{(Pi - P^{\bar{}})}{\sigma_P} \dots \dots \dots (1)$$

كما استخدمت دراسة (Giuliana et al., (2024 نفس المنهجية في قياس درجة التضليل عن طريق طرح الموقف النسبي للشركة مقارنة بنظيراتها في توزيع درجة الإفصاح البيئي لبلومبرج من الموقف النسبي لها مقارنة بنظيراتها في توزيع درجة الأداء البيئي لريفيانيتيف Refinitiv أيضاً اتبعت دراسة (Yuxi et al., (2024 نفس منهجية القياس (الفرق بين درجتي الإفصاح الاداء) ولكن مع اختلاف قواعد البيانات حيث استخدم درجة إفصاح Bloomberg ESG لقياس إفصاح الشركة عن ESG،

واستخدم مؤشر Sino-Securities Index ESG، لقياس أداء ESG للشركات، ثم إعادة ترجيح درجات الأداء بنفس الترجيح المستخدم لدرجات الإفصاح لكي تكون المقارنة سليمة، ثم تطبيع كلتا الدرجات بناءً على تصنيف الصناعة، والسبب وراء التطبيع هو تحويل كلتا الدرجات إلى نفس المقياس (Giuliana et al., 2024)، وتم حساب التضليل البيئي بنفس الصيغة، حيث D و P هما متوسط درجات الإفصاح والأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة على التوالي. يمثل σD والانحرافات المعيارية لدرجات الإفصاح والأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة والتي تُستخدم لتطبيع درجات التضليل البيئي.

$$Greenwashing_i, t = \frac{(D_{ind,i,t} - \bar{D})}{\sigma D} - \frac{(P_{ind,i,t} - \bar{P})}{\sigma P}$$

بينما قاست دراسة Xu W, et al., (2023) التضليل البيئي، من خلال حساب مؤشر التضليل البيئي ويتمثل في نسبة سلوك الإفصاح الرمزي إلى سلوك الإفصاح الموضوعي، كلما زادت النسبة زاد مستوى التضليل البيئي؛ وتم حساب هذه النسبة بالصيغة التالية.

$$GI = \frac{(\sum_{i=1}^{17} Xi)}{(\sum_{i=1}^{17} Yi + 1)}$$

يشير X_i إلى سلوك الإفصاح الرمزي، Y_i إلى سلوك الإفصاح الموضوعي، إذا كان هناك سلوك إفصاح رمزي فإن X_i يساوي ١ وإذا كان هناك سلوك إفصاح جوهري، فإن Y_i يساوي ١.

استخدمت دراسة Marco et al., (2024). مستوى الاختلاف في التصنيف بين وكالات تصنيف ESG كمقياس للتضليل البيئي، فكلما زاد الاختلاف، زادت احتمالية وجود تضليل بيئي، وبالتالي حسب التضليل البيئي بالفرق بين درجة ريفينيتيف ESG ودرجة تصنيفات نيوزويك للاستدامة (Newsweek Green (NWG). وكلما كان الفرق بين الدرجتين أكبر، كلما ارتفع التضليل البيئي، كما قاست التضليل البيئي بالفرق بين تصنيفات ESG قبل الأداء بعد الأداء لنفس مقدم التصنيف (تصنيف درجات ريفينيتيف ESG لنفس الشركة).

اعتمدت دراسة Jinna Zhang, (2023) على نفس منهجية القياس المتبعة في الدراسات، وتم قياس درجة التضليل البيئي من خلال درجة الأداء ودرجة الإفصاح في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة وإن اختلفت في قياس درجة أداء ESG، وتم القياس بنموذج القياس الآتي:

Greenwashing score = Percentile ranking of ESG disclosure score - Percentile ranking of ESG performance score.

درجة التضليل البيئي = الترتيب النسبي لدرجة إفصاح ESG - الترتيب النسبي لدرجة أداء ESG.

تشير القيمة الموجبة إلى انخفاض جودة الأداء وزيادة درجة الإفصاح، وبالتالي ممارسة التضليل البيئي، وقد تم قياس درجة أداء ESG، ودرجة إفصاح ESG كما يلي:

قياس درجة أداء ESG: تم القياس على أساس أنها تضم أربعة أبعاد متساوية الأوزان (W): الاقتصادية (Eco) والاجتماعية (Soc) والبيئية (Env) وحوكمة الشركات (Gov). يتم حسابها من خلال سلسلة من البيانات المالية وغير المالية. كلما ارتفعت درجة أداء ESG كان أداء الشركة البيئي والاجتماعي والحوكمة أفضل، كما في الصيغة التالية:

$$ESG \text{ performance score} = W_1 * Eco + W_2 * Soc + W_3 * Env + W_4 * Gov \dots (1)$$

يتم سرد الصيغ للأبعاد الأربعة والمقاييس ومؤشر ESG كما يلي.

$$SHCI = \text{Score} \left(\frac{NI}{OS} \right) \quad Eco = \frac{SHCI + CCI}{2} \quad (Eco) \text{ يحسب البعد الاقتصادي}$$

NI: صافي الربح بعد الضرائب، OS: المتوسط المرجح للأسهم العادية المصدرة

$$CCI = \text{Score} \left(\frac{IE}{Debt} \right)$$

IE: إجمالي مصاريف الفائدة المدينة، Debt: إجمالي الديون

$$SOC = \frac{GCI + ECI + SCI}{3} \quad (Soc) \text{ يحسب البعد الاجتماعي}$$

حيث ان

$$GCI = \text{Score} \left(\frac{TE}{Sales} \right)$$

TE: إجمالي الضرائب

$$ECI = \text{Score} \left(\frac{SE|EN}{Sales} \right)$$

SE: إجمالي المرتبات والمزايا، EN: عدد الموظفين والعاملين

$$SCI = \text{Score} \left(\frac{PC}{Sales} \right)$$

PC: صافي المشتريات

$$Env = \frac{EDI + FED}{2} \quad (Env) \text{ يحسب البعد البيئي}$$

حيث ان :

$$EDI = \text{Score}' \left(\frac{ED}{IED} \right)$$

Score': تمثل الترتيب النسبي العكسي ED: عدد مرات معاقبة الشركة بيئياً IED: متوسط الصناعة
لعدد مرات العقاب

$$FED = \text{Score}' \left(\frac{EF}{IEF} \right)$$

EF: مقدار المبالغ التي تدفعها الشركة كغرامة للوكالة البيئية IEF: متوسط مبالغ الغرامات على
مستوى الصناعة

$$Gov = \frac{BOS + ES}{2} \quad (Gov) \text{ يحسب البعد الحوكمي}$$

$$BOS = \text{Score} (BM)$$

BM: اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي عدد أعضاء مجلس الإدارة.

$$ESO = \text{Score} \left(\frac{EXT}{TCC} \right)$$

EXT: إجمالي المساهمات الخارجية. TCC: إجمالي رأس المال.

قياس درجة الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة ESG: تتمثل درجة الإفصاح البيئي في درجة
إفصاح بلومبرج، والتي تعكس درجة شفافية الإفصاح وجودة التقارير المستدامة وبيانات الإفصاح
والأخبار الخاصة بالشركات لعدة عوامل متعلقة بالمسؤولية البيئية والاجتماعية والحوكمة

في ضوء العرض السابق لمقاييس التضمين البيئي يتضح للباحث الآتي:

١- رغم اعتماد معظم الدراسات على نفس منهجية القياس، إلا أنه لا يوجد اتفاق بشأن قياس درجة الاداء والافصاح البيئي والاجتماعي والحوكمي، كما قد يصعب تطبيق هذا المقياس في كل البيئات، حيث لا تتوفر بيانات منظمة يمكن الحصول عليها. (Wei Li et al., (2023 كما في البيئة المصرية كما يتطلب هذا القياس توافر درجتي الاداء والافصاح البيئي والاجتماعي والحوكمي، وحيث ان الافصاح عن هذه المعلومات في مصر اختياري وليس الزامي فسوف يؤثر فقدان وعدم توافر البيانات عن بعض الشركات على نتائج التطبيق.

٢- تفتقر المقاييس الى الموضوعية ويغلب عليها التحيز، حيث يعتمد القياس بشكل أساسي في معظم الدراسات على درجات Bloomberg أو Asset4. ولا يمكن تطبيقها على الشركات التي لا يتوافر عنها هذه الدرجات (Sun Z. et al., (2023 ومنها الشركات المصرية لأنها مستخرجة من قواعد بيانات معدة لتناسب طبيعة البلد المنشأ بها وبالتالي لا تناسب جميع البلدان.

٣- قد لا يكون هناك اتساق في بيانات حساب المؤشرين فقد يعتمد على عناصر في قياس مؤشر الافصاح غير موجودة في مؤشر الاداء او العكس، مما يترتب عليه عدم دقة وسلامة حساب متغير التضليل البيئي لعدم تماثل العناصر التي يتم مقارنتها، أيضا قد يكون مقبولا قياس التضليل البيئي كمتغير وهمي لاختبار آثاره النظرية، ولكنه غير ملائم لاختبار آثاره العملية.

٤- لم يتضح مراعاة المقاييس السابقة لجميع ابعاد المسؤولية الاجتماعية للشركات.

٥- عالجت دراسة (Jinna Zhang (2023 أحد الجوانب المتمثل في قياس درجة الاداء في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة من خلال نموذج كمي يتسم الى حد ما بالموضوعية ويراعي كل الابعاد، ولكنها انتهجت نفس منهجية قياس درجة الافصاح البيئي باستخدام درجة إفصاح بلومبرج

مما سبق، يقترح الباحث تبني تطبيق مقياسا للتضليل البيئي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة يعتمد على التحليل الموضوعي وتوافر البيانات، ويراعي بعدين هامين اولهما انه ينتهج نفس آليات القياس المقترحة في الدراسات مع تدارك نقاط الضعف الموجهة اليها، وثانيهما مراعاة بيئة التطبيق المصرية حيث ان معظم الدراسات طبقت في بيئات اجنبية مختلفة من حيث توافر قواعد البيانات والتقارير ونوعية البيانات، اضعف الى ذلك ان يراعى المقياس جميع الابعاد، ولذلك يعتمد المقياس المقترح تطبيقه لقياس التضليل البيئي على المقياس الأكثر انتشارا وتطبيقا في معظم الدراسات السابقة مع اختلاف في آليات قياس درجتي الاداء والافصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة، وتتمثل منهجية القياس المقترحة في الآتي:

(١) قياس درجة أداء ESG: وفقا لصيغة القياس المطبقة في دراسة (Jinna Zhang, (2023 مع مراعاة الابعاد التي تركز عليها بيئة الاعمال المصرية ومؤشرات قياس كل منها، وكذلك ان تتوافق وتتسق مع مؤشرات قياس الافصاح في مجال ESG لتكون المقارنة بينهما صحيحة.

(٢) قياس درجة الإفصاح في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة: نظرا لاعتماد معظم الدراسات على درجات Bloomberg أو Asset4 والتي لا تناسب البيئة المصرية، فإن الباحث يقترح قياس الافصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة الذي يستوعب البيئة المصرية وتم اقتراحها في الدراسات المحاسبية المصرية، وفي هذا الصدد اعتمدت دراسة (عمر و اخرون، ٢٠١٧) قياس الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، من خلال تحديد قائمة بينود المسؤولية الاجتماعية للشركات تحتوى على أربع

مجالات- مجال الموارد البيئية، مجال الموارد البشرية، مجال العملاء والمنتجات، مجال المساهمات العامة- متضمنة أربع وعشرون بنداً، وقد تم تحديد طبيعة المعلومات المفصّل عنها لكل بند، مع إعطاء (٠) في حالة عدم الإفصاح و(١) إذا تم الإفصاح عن البند، بحيث تحظى جميع البنود على نفس درجة الأهمية، وبالتالي يتم تحديد قيمة مؤشر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية لكل مشاهدة (شركة - سنة) = عدد الدرجات التي حصلت عليها المشاهدة / ٢٤، بينما اعتمدت دراسة (احمد حامد، وآخرون، ٢٠٢٤)، في قياس الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية على اعداد مؤشر للإفصاح يتكون من (٥٠) بنداً مقسمة الى أربعة ابعاد، بالاستعانة بما ورد في منهجية مؤسسة ستاندرد آند بورز لمؤشر S&P/EGX ESG والدليل الاسترشادي للبورصة المصرية، والمبادرة العالمية لإعداد التقارير (الشق الاجتماعي) GRI 400، وما ورد في الدراسات واستناداً الى المدخل الثنائي غير المرجح والذي يعامل جميع العناصر بأهمية متساوية، حيث يتم تحديد أوزان متساوية لكل عنصر Equally Weighted Index بمعنى اذا تم الإفصاح عن العنصر يتم اعطاؤه (١) و(٠) بخلاف ذلك، ويتم قياس الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية للشركات باستخدام المعادلة الآتية :

$$DCSR_{it} = \sum_{i=1}^{Nt} X_{it} | Nt$$

حيث ان:

$DCSR_{it}$ = الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية للشركات للشركة (i) في السنة (t)

X_{it} = مجموع العناصر التي تم الإفصاح عنها.

N_{it} = الحد الأقصى لعناصر الإفصاح وفقاً للمؤشر المقترح للشركة ويبلغ (٥٠) عنصراً

(٣) يتم قياس درجة التضليل البيئي GW_I للشركة بالفرق بين درجة الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمة GC_I ودرجة الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمة GPI ، وفقاً لصيغة القياس المقترحة في الدراسات السابقة (Guangrui et al., 2024; Sun, Z., et al., 2023; Yuxi et al., 2024; Giuliana et al., 2024)، يتم تطبيق وتوحيد كل من مؤشر GC_I and GPI عن طريق طرح متوسطات العينة $GCI^{\bar{}}$ و $GPI^{\bar{}}$ ، وقسمة النتيجة على الانحرافات المعيارية للعينة σGC_I و σGPI ، بحيث يمكن مقارنة المؤشرات بشكل صحيح، تكون صيغة حساب مؤشر GW_I كما يلي:

$$GW_{Iit} = \frac{(GCI_{it} - GCI^{\bar{}})}{\sigma GC_I} - \frac{(GPI_{it} - GPI^{\bar{}})}{\sigma GPI}$$

حيث: GCI_{it} و GPI_{it} درجة الإفصاح والاداء للشركة i في السنة t، $GCI^{\bar{}}$ و $GPI^{\bar{}}$ المتوسطات في حين أن الانحرافات المعيارية للعينة هي σGC_I و σGPI .

٢٦ | دقة توقعات المحللين الماليين من منظور محاسبي (المفهوم والقياس والمحددات).

تمثل دقة توقعات المحللين أهمية كبيرة في سوق رأس المال، حيث أدى توسع الأعمال والتقدم التكنولوجي الى صعوبة نقل الشركات لأعمالها واداءها بوضوح إلى أصحاب المصالح، وترتب على تعقد الاتصالات صعوبة معالجة المستثمرين للمعلومات المتاحة (Jing Wei (2023) مما يظهر دور المحللين الماليين كوسيط محترف للمعلومات، وتتمثل مهمتهم في نقل معلومات إضافية وتسهيل

التواصل الفعال بين المستثمرين والشركات حيث يتضمن عملهم جمع ومعالجة أكبر قدر ممكن من المعلومات العامة والخاصة ذات المحتوى الملائم للمتعاملين في الأسواق، وتحليلها لتقييم أداء الشركات وتقديم توقعاتهم وتوصياتهم لدعم فهم الأطراف المشاركة في سوق الأوراق المالية للمعلومات ومساعدة المستثمرين في اتخاذ قرارات الاستثمار لدورهم في خفض عدم تماثل المعلومات بين الشركات والمستثمرين، ولذلك، تعتبر دقة توقعات المحللين أمراً هاماً للمستثمرين والشركة، نظراً لاعتماد المستثمرين عليها في تقييم القيمة الحقيقية للشركة، وتتمثل معلومات المحللين في التقارير المالية وغير المالية، وتوقعات الإدارة، وتقارير وسائل الإعلام والمعلومات التي يحصلون عليها من زيارتهم للشركات ويصدر المحللين ملخصات كمية وتقارير نصية مثل توقعات الأسعار وتوصيات الشراء/البيع (أبو النيل، ٢٠٢٤، العيسوي، ٢٠٢٣).

وفيما يتعلق بمفهوم دقة توقعات المحللين الماليين **analysts forecast accuracy**: عرف Dai et al., (2021) **توقعات المحللين الماليين** بأنها تقديرات المحللين لأرباح وربحية السهم المستقبلية للشركة من خلال تجميع وتحليل المعلومات التاريخية ومعلومات أخرى عن الصناعة التي تعمل بها الشركة لتقييم أدائها الفعلي والتنبؤ بالأداء المستقبلي أو أنها معلومات مالية متوقعة تعرض المركز المالي ونتائج الأعمال والتدفقات النقدية بناءً على افتراضات يتوقع أن تحدث ومسارات العمل التي يتوقع أن تتبعها (الصباغ، ٢٠٢٢)، وعرفت دراسة (أبو النيل، ٢٠٢٤) **دقة توقعات المحللين الماليين** بأنها مدى وجود أخطاء في تنبؤات المحللين عند التنبؤ بربحية الشركة وبدل المستوى المرتفع من أخطاء التنبؤ إلى انخفاض دقة تنبؤات المحللين الماليين وارتفاع تشتتها، وبدل المستوى المنخفض على ارتفاع دقة التنبؤات، وعرفت دراسة (Lin et al., 2023) بأنها مدى تطابق أرباح تنبؤات المحللين مع الأرباح الفعلية، أو أنها الفرق بين الأرباح المتوقعة والأرباح الفعلية أو النسبة المكملة لأخطاء التنبؤات (عبد الواحد، ٢٠٢٢).

وبالنسبة للمحددات والعوامل المؤثرة على دقة توقعات المحللين: أشارت دراسات (Jing Wei 2023، أبو النيل، ٢٠٢٤، العيسوي، ٢٠٢٣) إلى محددات تتعلق بخصائص المحلل والشركة، وتتمثل عوامل المحللين في خبرة وخصائص المحللين الشخصية وسلوكهم وتجربة التنبؤ وتكراره وتعقيد محفظة المحلل، فزيادة التخصص والخبرة تزيد من دقة توقعاته بسبب المعرفة التي حصل عليها، كما ترتبط دقة التوقعات طردياً بحجم مكتب المحلل، وعكسياً بعدد الشركات التي يتابعها المحلل نظراً لتوزيع جهده ووقته على عدد أكبر من الشركات، وتتمثل خصائص الشركات في فعالية الحوكمة وجودة بيئة المعلومات، وهناك علاقة طردية بين حجم الشركة ودقة التوقعات لأن الشركات كبيرة الحجم أكثر استقراراً وتوافراً للمعلومات في البورصة وانها محل اهتمام المحللين والمستثمرين، كما تتأثر دقة التوقعات بشفافية التقارير المالية والإفصاح الاختياري وتغطية المحللين وتكنولوجيا المعلومات وحرية وسائل الإعلام (الصباغ، ٢٠٢٢; Jing Wei 2023). وأوضحت دراسات (Huan Luo 2024; Quine Yicheng et al., 2024) بعض العوامل التي تؤثر على دقة توقعات المحللين ومنها، نموذج التقييم الذي يختاره المحلل ويؤثر على محتوى المعلومات ودقة توقعات المحللين، ويؤدي التحيز المتفائل في توقعات المحللين إلى سوء تقدير أسعار الأسهم وخفض دقة التوقعات، كما تتأثر دقة التوقعات بقدرة المحللين على الحصول على المعلومات، وتزداد الدقة بتوافر معلومات مفصلة، كما لجودة الإفصاح عن المعلومات تأثير سلبي على تحيز المحللين، لذلك، يجب أن تفصح الشركات عن معلومات أكثر شمولاً للحد من عدم تماثل المعلومات Cao Zhipeng et al., (2023) كما يزيد ارتفاع مستوى قابلية التقارير للقراءة وجودتي المراجعة والتقارير المالية وجودة الأرباح من دقة التوقعات، كما تتأثر دقة التوقعات بتصنيف المسؤولية الاجتماعية للشركات Quine Yicheng et al., (2024).

وفيما يتعلق بقياس دقة توقعات المحللين الماليين

أوضحت عدة دراسات (Huan Luo, 2024; Jing Wei, 2023 ; Quine Yicheng, et al., 2024; أبو النيل، ٢٠٢٤ ، عوض، عبد الناصر، ٢٠٢٣؛ الصباغ، ٢٠٢٢) ، أنه يمكن قياس دقة توقعات المحللين الماليين من خلال المقاييس الآتية:

(أ) **المقياس الأول: القيمة المطلقة لأخطاء توقعات المحللين الماليين Absolute Value of Forecast Error (AFE)** وتم حسابها في دراسة (الصباغ ، ٢٠٢٢) بالمعادلة التالية:

$$AVFA_{it} = (ASP_{it} - ESP_{it}) | ASP_{it}$$

حيث ان: $AVFA_{it}$ القيمة المطلقة لأخطاء توقعات المحللين الماليين للشركة i في السنة t .

ASP_{it} : السعر الفعلي للسهم آخر السنة t ، للشركة i .

ESP_{it} : متوسط السعر المتوقع من قبل المحللين الماليين في نهاية السنة t للشركة i

بينما تم قياسها في دراسة (عوض، عبد الناصر ، ٢٠٢٣) بالمعادلة التالية:

$AFE_{i,t} =$	$ ASP_{i,t} - FSP_{i,t} $
	$P_{i,t-1}$

حيث ان: $AFE_{i,t}$: خطأ تنبؤات المحللين الماليين لسهم المنشأة (i) في السنة (t).

$ASP_{i,t}$: متوسط السعر الفعلي لسهم المنشأة (i) آخر ٥ اشهر في السنة (t).

$FSP_{i,t}$: متوسط السعر المتوقع من قبل المحللين الماليين لسهم المنشأة (i) في السنة (t). ويحسب بالمعادلة الآتية = (أعلى سعر متوقع — أدنى سعر متوقع) ÷ ٢.

$P_{i,t-1}$: سعر الاغلاق لسهم المنشأة (i) في السنة (t-1).

وتشير القيمة المرتفعة لهذا المقياس إلى زيادة أخطاء التنبؤ وانخفاض دقة تنبؤات المحللين الماليين، والعكس صحيح، بينما تم قياس دقة توقعات المحللين في دراسات (أبو النيل، ٢٠٢٤ ، العيسوي، ٢٠٢٣) بالقيمة السالبة للقيمة المطلقة لأخطاء توقعات المحللين. بالنموذج التالي:

$Fcst - Error_{i,t} =$	$ FORTCAST_{i,t} - EARN_{it} $
	$PRICE_{t-1}$

حيث أن: $Fcst - Error_{i,t}$: نسبة الرقم المطلق لأخطاء تنبؤات المحللين للشركة I في السنة t .

$FORTCAST_{i,t}$: متوسط تنبؤات المحللين الماليين بربحية سهم الشركة i في السنة t .

$EARN_{i,t}$: الأرباح الفعلية للسهم الشركة i في السنة t .

$PRICE_{t-1}$: سعر السهم للشركة i في نهاية السنة $t - 1$ (سعر إقبال السهم).

وتم الضرب في ١ - لسهولة تفسير النتائج، فكلما زادت النسبة زادت دقة توقعات المحللين.

(ب) المقياس الثاني: تشتت تنبؤات المحللين الماليين (FD) : Forecast Dispersion :

يتم حساب تشتت تنبؤات المحللين بالانحراف المعياري، من خلال المعادلة الآتية وتشير قيمته المرتفعة إلى زيادة التشتت، وانخفاض دقة توقعات المحللين، (عوض، عبد الناصر، ٢٠٢٣):

$$FD_{i,t} = \frac{\sigma FSP_{i,t}}{P_{i,t-1}}$$

$FD_{i,t}$: تشتت تنبؤات المحللين الماليين لسهم المنشأة (i) في السنة (t).

$\sigma FSP_{i,t}$: الانحراف المعياري لتنبؤات المحللين الماليين لسهم المنشأة (i) في السنة (t).

$P_{i,t-1}$: سعر الإغلاق لسهم المنشأة (i) في السنة (t-1).

(ج) المقياس الثالث: مؤشر ثنائي يعطى القيمة واحد اذا زادت دقة تنبؤات المحللين (أي زيادة نسبة الرقم المطلق لأخطاء المحللين بربحية السهم) عن متوسط نسبة الرقم المطلق لأخطاء تنبؤات المحللين الماليين للشركات كلها ويأخذ القيمة الصفر بخلاف ذلك. (الصباغ، ٢٠٢٢)، هذا وسوف يعتمد الباحث على القيمة السالبة للقيمة المطلقة لخطأ توقعات المحللين.

٣|٦ العلاقة بين متغيرات البحث في ضوء الدراسات السابقة وصياغة فروض البحث.

تزايد الاهتمام بالتضليل البيئي وبعض جوانبه كالإفصاح الانتقائي وسلوك الفصل والإدارة الرمزية ، نظرا لأثاره على العديد من المتغيرات، فقد اشارت دراسات (Yuxi et al., 2024; Céla Santos et al., 2024) الى أثار التضليل البيئي السلبية على العديد من الاطراف كالمجتمع والشركات وأصحاب المصالح ومن اهمهم المحللين الماليين والمستثمرين، ولا يقتصر التأثير الضار على الشركة المضللة بل يؤثر أيضاً على الشركات الأخرى في نفس الصناعة داخل سلسلة التوريد مما ينعكس على أسعار اسهمها، كما يؤثر التضليل البيئي على الأداء المالي، الامر الذي لا يساعد على الاستثمار وقد يؤدي الى انخفاض أسعار الأسهم (Guangrui et al., 2024) نظرا لتأثيره الضار على الاسواق المالية، لأنه يرتبط بشكل مباشر بالاحتيال وسوء السلوك، كما يتوقع أن يؤدي ارتفاع مستوى التضليل البيئي الناتج عن عدم تماثل المعلومات الى خفض دقة توقعات المحللين حيث يعتبر عدم تماثل المعلومات من العوامل الرئيسية للتضليل البيئي (Venkatesh et al., 2024) كما، يرتبط التضليل البيئي سلبيا بأداء الاستدامة، وقد يؤدي إلى الإضرار بسمعة الشركة ومصداقيتها (Santos et al., 2023).

١|٣|٦ تحليل العلاقة والتأثير التبادلي بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين الماليين.

تعد المعلومات غير المالية في مجال البيئية والمجتمع والحوكمة والمسؤولية الاجتماعية للشركات المفصح عنها مصدرًا هامًا لتوقعات المحللين، وتزيد من دقة توقعاتهم، (Jing Wei 2023, Jinna Zhang 2023) الا أنه تم التشكيك في موثوقية المعلومات غير المالية في مجال البيئية والمجتمع

والحوكمة، نظرا لأنه يتم الإفصاح عنها اختياريًا في ظل محدودية اللوائح المتعلقة بهذا الإفصاح وندرة توكيدها، فقد تفصح الشركة عن المعلومات الإيجابية وتخفي أداءها الضعيف، مما يزيد المخاوف بشأن فائدة هذا الإفصاح، فقد يزيد انخفاض جودة الإفصاح عن معلومات البيئة والمجتمع والحوكمة من عدم تماثل وخفض شفافية المعلومات وبالتالي، يؤثر التضليل البيئي على دقة واكتمال المعلومات في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة، ويزيد من درجة عدم تماثل المعلومات بين المشاركين في السوق ومنهم المحللين، ويخفض شفافية المعلومات لدى الشركات، ويؤدي إلى الإفصاح عن معلومات مضللة، كما يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى سلوكيات تنطوي على مخاطر أخلاقية من الشركة التي تقدم معلومات مضللة في إفصاحها في هذا المجال، مما يترتب عليه صعوبة تفسير المحللين للمعلومات والتوصل إلى توقعات دقيقة للشركات ذات الإفصاح الغامض، واختلاف تقييماتهم لنفس المعلومات المتاحة للجمهور وبالتالي زيادة أخطاء توقعات المحللين (Jinna Zhang, 2023). حيث يتمثل هدف المحللين في إصدار توقعاتهم التي تشكل جزءاً مهماً من المعلومات المتاحة للأطراف ذات الصلة، وبالتالي تحدد جودة المعلومات المتاحة دقة توقعات المحللين الماليين (أبو النيل، ٢٠٢٤). فقد تؤثر الشركات على توقعات المحللين من خلال إدارة إفصاحاتها البيئية بشكل استراتيجي، كما قد تستخدم الفصل (الفجوة بين سياسات الشركة وتنفيذها)، أيضاً، قد تخفي المعلومات البيئية ذات الصلة أو تقدم ادعاءات حول أنشطتها، وقد تلجأ الشركات ذات الأداء البيئي الضعيف إلى الإفصاح الانتقائي عن معلومات بيئية مضللة، لتقديم صورة مسؤولة بيئياً دون تنفيذ فعلي أو قد تفصح عن المزيد من المعلومات البيئية التي لا يمكن التحقق منها، (Jing Wei, 2023). وفي هذه الحالة قد لا يدرك المحللين الماليين ما قامت به الشركات من تضليل بيئي، نظرا لعدم علمهم الكامل ببيئة الشركات، وبالتالي قد لا يستطيع المحللون الحكم بدقة على صحة ودقة المعلومات ويصعب عليهم تحديد الأداء البيئي الحقيقي بفعالية. (Liu & Wang (2021)

فسرت دراسات (Venkatesh et al., ;Xiangqiang et al., 2024;Jinna Zhang 2023) (2024) العلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين من خلال عدم تماثل المعلومات، حيث يزيد التضليل البيئي من عدم تماثل المعلومات من خلال تأثيره السلبي على بيئة ودقة وشفافية المعلومات ويؤدي لزيادة تكلفة الحصول على المعلومات وتقييمها وتحليلها، مما يؤدي إلى خفض دقة توقعات المحللين وقدرتهم على إصدار توصياتهم بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأسهم، حيث يزداد خطأ وتشتت توقعات المحللين في ظل عدم تماثل المعلومات (Ikram & Abderrazak (2024) كما يخفض التضليل البيئي قابلية التقارير المالية للقراءة، مما يزيد من مجهود وتكلفة وصعوبة معالجة وتقييم وتحليل المستثمرين والمحللين المعلومات نظرا لقلة المعلومات المتوافر لهم، مما يترتب عليه زيادة درجة الاختلاف في أحكام المستثمرين والمحللين، مما يؤثر سلباً على دقة توقعاتهم حول الأداء المستقبلي للشركة، وبالتالي انخفاض دقة التوقعات (Venkatesh et al., (2024) كما أوضح Jose Elias et al., (2022) غموض معالجة التكاليف المتعلقة ببيئة والمجتمع والحوكمة في التقارير المالية، وقد يتم ادماجها في بنود أخرى، مما يزيد من صعوبة قيام المحللين بدمج هذه المعلومات بشكل كامل في توقعاتهم، وبالتالي يتوقع أن يزيد أداء وإفصاح البيئة والمجتمع والحوكمة من أخطاء توقعات المحللين.

كما يمكن تفسير العلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين وفقاً لبعض النظريات، فوفقاً لنظرية الإفصاح، يُستخدم الإفصاح الطوعي لنقل أداء الشركات الجيد وإدارة الانطباع، ومساعدة الشركات على الحفاظ على شرعيتها في مواجهة الضغوط التي يمارسها أصحاب المصالح، Jing Wei (2023) ووفقاً لنظرية الإشارة، تحاول الشركة التي تتمتع بأداء بيئي جيد الإفصاح عن المزيد من المعلومات عالية الجودة لنقل الإشارة للمشاركين في السوق لتمييز نفسها عن الشركات ذات الأداء البيئي الضعيف، ويمكن أن يخفف الإفصاح عن المعلومات عالية الجودة عدم تماثل المعلومات مما يحسن دقة توقعات المحللين. (Jing Wei, 2023). وفقاً لنظرية الشرعية، تستخدم الشركات ذات الأداء البيئي الضعيف الإفصاح في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة كأداة لإدارة الشرعية للتأثير على أصحاب المصالح بإصدار معلومات منخفضة الجودة وغير موثوقة لإثبات شرعيتها، مما يزيد من عدم تماثل المعلومات ويخفض الشفافية، مما يصعب على المحللين تفسير المعلومات وبالتالي تنخفض دقة التوقعات. (Venkatesh et al., 2024).

١١|٣|٦ التأثير التبادلي بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين

يوفر الإفصاح الاختياري والانتقائي للشركات مستوى كبير من حرية تحديد المعلومات المفصح عنها، ويمكن للمديرين التأثير على جودة المعلومات التي يتم الإفصاح عنها من خلال التضليل البيئي (Salem et al., 2023; Venkatesh et al., 2024). وقد تعيق ممارسات التضليل البيئي مهام المحللين في التنبؤ، حيث يؤدي عدم تماثل المعلومات وضعف الامتثال للقواعد واللوائح إلى انخفاض جودة التقارير المالية (أبو النيل، ٢٠٢٤). ومن ثم يتضح جلياً وجود علاقة تأثير تبادلي بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين، فمن ناحية يستخدم المحللون المعلومات غير المالية المفصح عنها في توقعاتهم، وتؤثر هذه المعلومات في تكوين توقعاتهم، فربما تكون معلومات البيئة والمجتمع والحوكمة المفصح عنها لا تمثل معلومات الاداء الحقيقية ومضللة وقد تم إدارتها لتلبية توقعات المحللين، وبالتالي يؤدي التضليل البيئي الي حدوث أخطاء في توقعات المحللين، ايضاً، يؤثر اخفاء وحجب معلومات الاداء الحقيقي والإفصاح الانتقائي على دقة توقعات المحللين (Giuliana et al., 2024). ومن ناحية أخرى يمكن للمحللين الحد من التضليل البيئي كوسيطاً محترفاً يتمتع بمعرفة فائقة ولديه وضع أفضل لإدراك ممارسات الشركات، وكذلك دورهم في جمع وتحليل ومعالجة المعلومات العامة مثل تقارير الشركات وإعلاناتها وتقارير وسائل الإعلام، وكذلك حصولهم على معلومات خاصة من خلال قنوات مختلفة مثل الزيارات الميدانية للشركات ومتابعتهم لأدائها، مما يمكنهم من الحد من عدم تماثل المعلومات في سوق رأس المال حيث يمثلوا حلقة وصل معلوماتية بين الشركات والمستثمرين، ويتمتعون مقارنة بالمستثمرين بمعرفة أكثر مهنية في تحليل وتقييم المعلومات حول الشركات وصياغة توقعات مفيدة (Jing Wei (2023). مما يترك انطباع لدى القائمين بالتضليل البيئي بأن المحللين يمكنهم اكتشاف التضليل البيئي ومن ثم الحد من ممارساتهم، مما يشير إلى وجود علاقة متبادلة بين دقة التوقعات والتضليل البيئي (Ikram & Abderrazak 2024، أبو النيل، ٢٠٢٤).

٢١|٣|٦ الدراسات السابقة المتعلقة بالعلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين.

استكشفت بعض الدراسات العلاقة بين التضليل البيئي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة ودقة توقعات المحللين، فاستنتجت دراسات (Francesca & Fabio 2024; Sebastião et al., 2020) إن ظاهرة التضليل البيئي معقدة وديناميكية ومتعددة الأبعاد والأوجه، ولا يوجد مقاييس موضوعية

للتضليل البيئي مما يمثل تحدياً للمستثمرين والمحللين، وتناولت دراسات Tarjo et al. (2024) التضليل البيئي باعتباره احتيال في المجال البيئي والاجتماعي والحوكمة، واستنتجت تزايداً ويؤثر على جميع اصحاب المصالح ويضر بالمستثمرين والمحللين والمجتمع، ومن ثم يؤثر على دقة توقعات المحللين وأسعار الأسهم، واقترحت دراسة Francesca & Fabio (2024) وجود تنظيم وتشريع قانوني فعال ليس فقط لتحسين الإفصاح البيئي الإلزامي ولكن أيضاً لتطوير عملية توكيد مثل هذا الإفصاح للحد من الآثار السلبية للتضليل البيئي على المحللين، واستنتجت دراسات Venkatesh (2024; Dica & Windijarto 2023; et al., 2024) ان التضليل البيئي وإخفاء الأداء الفعلي يضر بالمستثمرين والمحللين ويؤثر على دقة توقعات المحللين، كما استنتجت Jinna Zhang (2023) وجود علاقة سلبية بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين، فكلما زاد التضليل البيئي زادت أخطاء توقعات المحللين، ولذلك يفشل المحللون في تحديد هذا السلوك، وتوصلت دراسة Weng et al, (2023) إلى أن التضليل البيئي يزيد من عدم التأكد في التنبؤات ويقلل من دقتها، كما أن إدارة الأرباح تعمل على تضخيم التأثير السلبي للتضليل البيئي على دقة التوقعات، واستنتج Jing Wei (2023) انه كلما زاد القياس والافصاح عن المعلومات في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة زادت دقة توقعات المحللين، كما يرتبط الافصاح عن هذه المعلومات في التقارير الخاصة بشكل إيجابي وهام بدقة توقعات المحللين، بينما ينخفض الارتباط في الإفصاح في القوائم المالية، في حين ترتبط بشكل سلبي منخفض بدقة توقعات المحللين عندما تقوم الشركات بالتضليل البيئي، واستنتج Xiangqiang et al., (2024) ارتباط التضليل البيئي بزيادة تشتت وخطأ توقعات المحللين، ويتضح التأثير السلبي أكثر في الشركات ذات بيئة المعلومات الأسوأ ويمكن للمحللين ذوي الخبرة خفض هذا التأثير السلبي.

استنتجت دراسة Yuan et al., (2022) أن حوكمة الشركات تسهم كوسيط في خفض التأثير السلبي للتضليل البيئي على دقة توقعات المحللين، وفحصت دراسة Tseng, and Nien-Su (2022) اثر التحول من الإفصاح والتوكيد الطوعي لتقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات إلى الإفصاح والتوكيد الإلزامي على توقعات المحللين، وأظهرت ارتباط إصدار تقارير مستقلة للمسؤولية الاجتماعية بانخفاض خطأ توقعات المحللين وأن سياسة الإفصاح الإلزامي والتأكيد الإلزامي لتقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات يزيد من دقة توقعات المحللين، واكتشفت دراسة Jose Elias et al., (2022) أن هناك بعض جوانب ESG تحد من قدرة المحللين على دمجها في توقعاتهم. وخاصة التكاليف المتعلقة بأداء ESG. مما يزيد من خطأ توقعات المحللين.

مما سبق، يتضح انه رغم اتفاق معظم الدراسات على أن الإفصاح في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة والمسؤولية الاجتماعية قد يؤثر دقة توقعات المحللين، الا ان هناك ندرة في الدراسات التي تتناول اثر التضليل البيئي على دقة توقعات المحللين، ولذلك، تتوقع الدراسة أن يؤثر التضليل البيئي على دقة توقعات المحللين، ونظرا لندرة الدراسات المصرية في هذا الشأن فلن يتبنى الباحث اتجاها معينا للعلاقة محل الدراسة، ومن ثم يمكن صياغة الفرض الأول كما يلي:

H₁: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين الماليين.

٢|٣|٦ تغطية المحللين والعلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين وأسعار الأسهم.

تلعب تغطية المحللين دوراً في تشكيل سلوك الشركات مما يؤثر على ممارساتها، فقد استنتجت دراسات (Yuxi et al., 2024; Roger 2024; Sheehan et al., 2023) أن المحللين يلعبون دوراً حاسماً من خلال المطالبة بمعلومات مفصلة وشفافة، وإن مراجعة وفحص المحللين الدقيق يجبر الشركات على تحسين جودة إفصاحاتها، وضمان الدقة والاكتمال، كما توفر تغطية المحللين العديد من الفوائد للشركات، بما في ذلك تدعيم السمعة في أسواق رأس المال، مما أدى إلى زيادة الاهتمام بالشركات التي تتمتع بتغطية المحللين، وغالباً ما ينظر إليها أصحاب المصالح بشكل أكثر إيجابية، ويساعد هذا التقدير الإيجابي على بناء سمعة كبيرة، ويعمل كحافز قوي للاستمرار في الالتزام بمبادرات المسؤولية الاجتماعية، كما، تجذب الشفافية المتزايدة الناتجة عن تغطية المحللين الفعالة اهتماماً إيجابياً من المستثمرين، مما يحسن من جاذبية الشركة في الأسواق المالية مما يؤثر على أسعار أسهمها، ولا تقتصر تغطية المحللين على الجوانب المالية بل تمتد إلى توفير معلومات شاملة ودقيقة عن الشركة، مما يؤثر على أداء الأسهم، إن التفاعل وتبادل المعلومات مع المحللين يساعد الشركات على خفض عدم تماثل المعلومات، مما يدعم بيئة استثمارية أكثر شفافية، وتشير دراسات (Naqvi et al., 2021; Li W. et al., 2023) إلى أن المحللين يلعبون دوراً حاسماً في الحد من عدم تماثل المعلومات غير المالية وخاصة المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية (CSR) ومعايير البيئة والمجتمع والحوكمة، كما استنتج Roger (2024) أن تركيز المحللين الماليين على معلومات ESG ودمجها في تحليلاتهم يدعم الشفافية ويخفض عدم تماثل المعلومات، مما يتضح معه دور المحللين في الحد من التضليل البيئي.

وفيما يتعلق بدراسات تغطية المحللين والتضليل البيئي، توصلت دراسة (Sun Z. et al., 2023) إلى ارتباط التحول الرقمي سلباً بالتضليل البيئي، وأنه يحد من التضليل البيئي من خلال دعم ابتكارات التكنولوجيا الخضراء، والحد من عدم تماثل المعلومات، وأن آراء المستثمرين عبر الإنترنت وتغطية المحللين وزياراتهم للموقع تدعم التأثير المانع للتحول الرقمي على التضليل البيئي وخاصة في الشركات الكبيرة، وظهرت دراسة (Xu W. et al., 2023) أنه كلما زاد ضغط تغطية المحللين الماليين وزياراتهم لمواقع الشركة كلما أدى لإضعاف التأثير السلبي للتضليل البيئي، وتوصلت دراسة (Liu et al., 2023) إلى أن متابعة وتغطية المحللين تؤثر على التضليل البيئي من خلال الحد من عدم تماثل المعلومات، واستنتجت دراسة (Yuxi et al., 2024) أن تغطية المحللين تحد من التضليل البيئي يؤدي انخفاضها إلى زيادة عدم تماثل المعلومات، وأن تغطية المحللين فعالة في الحد من التضليل البيئي بشكل خاص في الصناعات غير الملوثة، ويتحقق هذا التأثير المخفف من خلال تدعيم شفافية الإفصاح وفعالية الرقابة الداخلية، وبالتالي منع التضليل البيئي، مما سبق، تقترح الدراسة الفرص التالية:

H₂: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية بين تغطية المحللين الماليين والتضليل البيئي.

H₃: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية للتفاعل بين تغطية المحللين الماليين والتضليل البيئي على دقة توقعات المحللين الماليين.

٣|٣|٦ أثر العلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين الماليين على أسعار الأسهم.

نظرا لصعوبة معالجة المستثمرين للمعلومات نتيجة توسع الأعمال والتقدم التكنولوجي، فإن توقعات المحللين تلعب دورًا في تشكيل أسعار الأسهم وتقييم المخاطر وتمثل عنصرًا هامًا في قرارات المستثمرين، وبالتالي تؤثر دقة التوقعات على قراراتهم وأسعار الأسهم (Jinna Zhang 2023)، أبو النيل، (٢٠٢٤)، ولأن الإفصاح في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة اختياريًا وقد يكون متحيزًا، وتستخدمه الشركات كاستراتيجية للتضليل البيئي فإنه يزيد عدم تماثل المعلومات ويخفض شفافية الإفصاح ويؤثر على دقة التوقعات وينعكس على أسعار الأسهم (Yuan et al., (2022)

١|٣|٣|٦ تحليل العلاقة بين التضليل البيئي وأسعار الأسهم.

يلعب الإفصاح في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة دوراً في تحقيق توازن أسعار الأسهم وبالتالي فإنه يؤثر بشكل مباشر في حركة وأسعار التداول حيث تؤدي تلك المعلومات إلى تحديد وتعديل الأسعار لما لها من تأثير في تصحيح وتعديل توقعات المستثمرين عن عوائد الأسهم ودرجة المخاطرة بها (Xin Gao (2024) من ناحية أخرى تمتلك الإدارة الدافع والقدرة على الإفصاح عن معلومات مضللة في مجال ESG. والإفصاح عن المعلومات الجيدة وإخفاء السلبية هو ما يعتبر آلية جديدة للتأثير على سعر السهم (Guangrui et al., (2024) وبالتالي، تستغل الإدارة الإفصاح الطوعي لإخفاء المعلومات السلبية والتلاعب بالمعلومات في مجال ESG. وتفصح بشكل انتقائي عن جهودها الجيدة وإخفاء آثارها السيئة، وقد تمارس سلوك تضليل بيئي رمزي ولا تعالج القضايا بشكل جوهري (Choi, (2022) & Hong) وقد تغطي على المعلومات السيئة بأوصاف غامضة مما يمكنها من ممارسة التضليل البيئي خاصة وأنه لا يتم مراجعة هذه المعلومات ولا توجد لائحة إفصاح موحدة لتقارير ESG. مما يسهل إخفاء التقارير السيئة ويزيد عدم تماثل المعلومات بين الاطراف الداخلية والخارجية (Guangrui et al., (2024) وبالتالي يعتبر التضليل البيئي سلوك انتهازي يؤثر سلباً على أسعار الأسهم، حيث يؤثر على احكام وخيارات المستثمرين، ويمدهم بمعلومات مضللة مما يشكل تحدياً في تقييمهم لقيمة الشركة، ويؤدي إلى تسعير خاطئ للأسهم وخفض الاستثمار (Lin X. et al., (2023) نتيجة تأثيره السلبي على ثقة المستثمرين في اداء وممارسات الشركة ويزيد تشككهم في ادعاءاتها الكاذبة أو المضللة حول ممارساتها، ويؤدي إلى ارتفاع مستويات المخاطر والتأثير على قرارات الاستثمار، وبالتالي، قد يؤدي التضليل البيئي إلى تقلب أسعار الأسهم وتحويلها عن قيمتها الفعلية ودفع المستثمرين إلى اتخاذ قرارات استثمارية معيبة (Xin Gao (2024). مما يزيد من صعوبة جذب والاحتفاظ بالمستثمرين، ويؤدي الى خفض حافزهم للاحتفاظ بأسهم الشركة، ويكونوا أقل ميلاً على التعامل على اسهم الشركة وقد يتفاعلون سلباً ويبيعون أسهمهم، وبالتالي انخفاض الطلب على السهم، ونظرا لتشاؤمهم قد يخفضوا من تقدير سعر سهم الشركة التي تمارس التضليل البيئي، مما يقلل من حجم وسيولة التداول، وكل هذا له اثار سلبية على أسعار الأسهم وقد يؤدي الى انخفاضها وانهيائها، (Guangrui et al., 2024; Célia Santos et al., 2024)

وبالنسبة للدراسات المتعلقة بفحص العلاقة بين التضليل البيئي وأسعار الأسهم، فقد استنتج (Giuliana et al., (2024) عدم وجود اتفاق على اثر التضليل البيئي على أسعار الأسهم، وذلك، لأن افصاح الشركات عن الممارسات المستدامة غير متجانسة، وأظهرت دراسة (Bae et al., (2021) أن الشركات التي تتمتع بأعلى درجات ESG لديها انخفاضات مفاجئة في أسعار الأسهم،

كما أوضح (Ricardo & Gonzalez (2022 أن الأصول المالية تعكس المخاطر المرتبطة بالتضليل البيئي في أسعارها واستنتجت دراسة (Wu Y., et al., (2020 أن التضليل البيئي ليس مربحاً للشركات ومن ثم يؤثر سلباً على أسعار الأسهم، كما، اشارت دراسة Lee and Raschke (2023) إلى سعى الشركات ذات الأداء البيئي المنخفض لجذب المستثمرين من خلال التلاعب بالمعلومات البيئية ولا يدرك ولا يكتشف أصحاب المصالح التضليل البيئي بسبب عدم تماثل المعلومات ومحدودية المعلومات المرتبطة به، وايضا الافتقار إلى المعرفة المهنية المطلوبة لفهم وتقييم شاملين للإفصاح والأداء البيئي للشركات، واستنتجت دراسة (Li et al., (2023. أنه عندما يتم إدراك التضليل البيئي يتفاعل السوق برد فعل عكسي تجاه، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم، وقد يؤدي اكتشاف التضليل البيئي إلى العديد من النتائج السلبية كتشكك المستثمرين ورحيل الموظفين ذوي الخبرة وعدم تعامل الشركاء مع الشركة واستنتج (Xin Gao (2024 أن الأشكال المتنوعة للتضليل البيئي يمكن أن تؤثر على قرارات المستثمرين وتقييمات ESG. مما يؤثر على أسعار الأسهم، وظهرت دراسة (Giuliana et al., (2024 أن للتضليل البيئي تأثير سلبي على أسعار الأسهم، واستنتجت دراسة (Carolina et al., (2023 أن التحسن في جودة ممارسات البيئة والمجتمع والحوكمة يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، واستنتج (Maud Kornreich (2022 إن استمرار التضليل البيئي يحمل مخاطر كبيرة للمستثمرين، ويؤثر سلباً على أسعار الأسهم، وتوصل (Pieter Ledeboer (2023 إلى أن التضليل البيئي يزيد من عدم تماثل المعلومات، ويؤدي إلى صعوبة تقييم المستثمرين والمحللين للتأثير البيئي لعمليات الشركة مما يزيد المخاطر المالية المرتبطة بالاستثمار في الأسهم وتنعكس زيادة المخاطر على أسعار الأسهم، وبالتالي يؤثر التضليل البيئي على أسعار الأسهم ويجعلها أكثر تقلباً، واستنتجت دراسة (عبد الله، ٢٠٢٤) أن ارتفاع مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يحد من خطر انهيار سعر السهم، وأوصت بضرورة تشجيع الشركات لزيادة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وأظهرت دراسة (عمرو، وآخرون، ٢٠١٧) انخفاض مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات المصرية المدرجة بمؤشر S&P EGX ES بسبب ضعف ضغوط أصحاب المصالح على الشركات لكون الإفصاح اختياريًا، واستنتجت عدم وجود علاقة هامة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في تقارير الشركات وأسعار أسهمها، مما سبق، يمكن القول، أن زيادة مخاوف المستثمرين بشأن الفجوة بين التواصل والممارسات، قد يؤدي لمعاينة الشركات التي تمارس التضليل البيئي مما يخفض من قيمتها السوقية مما يؤدي إلى تدهور سعر سهم الشركة (Giuliana et al., (2024) مما سبق يمكن صياغة الفرض التالي:

H4: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية بين التضليل البيئي وأسعار الأسهم.

٢٠٣/٣/٦ تحليل أثر العلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين على أسعار الأسهم.

تلعب توقعات المحللين دوراً مهماً في تشكيل أسعار الأسهم وتقييم المخاطر وكذلك تشكل عنصرًا بالغ الأهمية في قرارات المستثمرين، حيث تمثل توقعاتهم مصدرًا أساسيًا للمعلومات التي يحتاجها المستثمرين كأسعار الأسهم والمسؤولية الاجتماعية للشركات، وأداة مهمة لتقييم جودة وموثوقية المعلومات، وبالتالي تؤثر دقة توقعات المحللين على قرارات المستثمرين وأسعار الأسهم (Jinna Zhang 2023، أبو النيل، ٢٠٢٤) فقد تؤثر التوقعات حول المخاطر الاقتصادية سلباً على أسعار الأسهم (Huan Luo (2024 فعندما تشير توقعات المحللين إلى تحسن إيجابي في أداء الشركة، فإن هذا يشجع المستثمرين على الاستثمار فيها، مما يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم، أما إذا تنبأت هذه

التوقعات بفترة صعبة للشركة فسوف يميل المستثمرون إلى بيع أسهمهم مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم (Ikram & Abderrazak 2024) ومن ناحية أخرى تمثل المعلومات غير المالية أهمية للمحللين وأسعار الأسهم، نظرا لأنها من العوامل التي تؤثر على قرار بيع أو شراء الأسهم، وتلعب دورا في زيادة قدرة المحللين على تقييم قدرة الشركات على خلق القيمة، لذلك يراعى المحللين في توقعاتهم معلومات الاستدامة البيئية والاجتماعية، لأنها تساهم في زيادة دقة توقعاتهم، مما يشجع على الاستثمار في الأسهم. (عبد الواحد، ٢٠٢٢). وفيما يتعلق بعلاقة التضليل البيئي بتوقعات المحللين واثرها على أسعار الأسهم، فنظرًا لأن الإفصاح في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة اختياريًا، وقد يكون متحيزًا، وتستخدمه بعض الشركات كاستراتيجية للتلاعب بالمعلومات، مما يخفي حقيقة مشاركة الشركة في أنشطة المسؤولية الاجتماعية، ولذلك يُعد الإفصاح في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة بمثابة استراتيجية إدارية للتضليل البيئي، حيث تفصح الشركات بشكل انتقائي عن هذه المعلومات في إطار الإفصاح الطوعي وتكون هذه المعلومات أقل اتساقًا وملائمًا للتفسير والمقارنة، وقد تنطوي الإفصاحات غير المالية على تضليل بيئي لأغراض استراتيجية (Tseng and .Nien-Su 2022; Yuan et al., 2022) ويتفاعل السوق بشكل إيجابي مع هذه الإفصاحات، رغم عدم ادراكه بمدى مصداقيتها، وخاصة أن الشركات ذات الأداء السلبي تظهر انخفاضًا في جودة الإفصاح (Lu and Abeysekera 2021) وهو ما يؤدي إلى تشوه وإدخال فقاكات في أسعار الأسهم، وعلى الرغم من سعي المحللين للحصول على معلومات الشركة ليساهموا في تقديم معلومات إضافية للمستثمرين إلا أن التضليل البيئي يزيد عدم تماثل المعلومات ويخفض شفافية الإفصاح، وبالتالي خفض إمكانية الوصول إلى المعلومات مما يؤثر على دقة توقعات المحللين ومصداقيتهم في إنتاج تقارير عالية الجودة، مما ينعكس على أسعار الأسهم (Yuan et al., 2022) حيث يُعد تقرير المحللين من الوسائل المؤثرة في سعر السهم ويمكنه التوصل إلى سعر سهم أكثر استتارة وأيضًا يحسن أداء السهم على المدى الطويل، كما توفر الأسعار المستهدفة في توقعات المحللين للمشاركين في السوق أكثر المعلومات إيجازًا ووضوحًا حول القيمة المتوقعة للشركة، وأن الأسعار المستهدفة مفيدة في وجود توقعات المحللين، ومن ثم يركز المشاركون في السوق على توقعاتهم، وبالتالي تعتبر دقة توقعات المحللين واحدة من الآليات الهامة والفعالة في الحد من عدم تماثل المعلومات في أسعار الأسهم الناتجة عن التضليل البيئي لأنها تحتوي على أخبار مفيدة عن قيمة الشركة مقارنة بقنوات المعلومات الأخرى، مما يساعد في تحسين معلومات الأسعار، ولكن في نفس الوقت يزيد التضليل البيئي من خطأ توقعات المحللين ودقة توصيات الشراء/البيع، وبالتالي، يمثل التضليل البيئي عاملاً أساسياً يؤثر على دقة توقعات المحللين، وهو ما يؤثر بدوره على أسعار الأسهم (Tseng and .Nien-Su 2022; Ikram & Abderrazak 2024)

العلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين وأسعار الأسهم في الدراسات السابقة.

في إطار فحص العلاقة بين توقعات المحللين وأسعار الأسهم، استنتجت دراسة Huan Luo (2024) وجود تأثير لدقة توقعات المحللين على أسعار الأسهم، واستنتجت دراسة Ikram & Abderrazak (2024) تأثير دقة توقعات المحللين على عوائد وأسعار الأسهم، حيث تتأثر أسعار الأسهم بشدة باتجاهات الأرباح الواردة بتوقعات المحللين، وأظهرت دراسة (Peng & Huang 2023). أنه كلما زادت المعلومات السلبية الواردة في تقارير المحللين، كلما انخفض سعر سهم الشركة، وتصبح هذه العلاقة السلبية أكثر وضوحًا عندما ترد هذه المعلومات في تقارير محللين ذوي خبرة عالية وتكون

الشركات ذات شفافية معلومات منخفضة، كما استنتجت دراسة (He & Xia (2024). أن أخطاء وعدم دقة توقعات المحللين لها تأثير كبير على أسعار الأسهم، مما يشير إلى أنها تنقل محتوى معلوماتيًا يؤثر على أسعار الأسهم، وأن زيادة اهتمام المحللين يؤدي إلى خفض عدم تماثل المعلومات، وتوصل Pieter Ledebouer (2023) إلى أن الشركات التي تتبنى التضليل البيئي تشهد انخفاض مستويات سيولة الأسهم وارتفاع مستويات تقلب أسعار الأسهم، وأن حجم الشركة يخفف تأثير التضليل البيئي على أسعار الأسهم.

وفيما يتعلق بفحص أثر العلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين على أسعار الأسهم، استنتجت دراسة (Ikram & Abderrazak (2024، إن التضليل البيئي يتناسب عكسياً مع دقة توقعات المحللين مما يؤثر في العلاقة بين دقة توقعات المحللين وأسعار الأسهم، كما استنتج Faccini et al. (2021) أن الأسواق تتفاعل مع توقعات المحللين الماليين ومن ثم تتفاعل أسعار الأسهم مع التضليل البيئي وتوقعات المحللين، واستنتج (Célia Santos et al., (2024 أن التضليل البيئي يؤثر سلباً على معظم المعتمدين على معلومات الشركة ومنهم المحللين الماليين نظراً لعدم شفافية تبادل المعلومات ووجود إفصاح مضلل مما يؤثر على دقة توقعات المحللين والمستثمرين مما ينعكس على أسعار الأسهم، واستنتج (Guangrui et al., (2024 أن التضليل البيئي يؤثر على أسعار الأسهم ويزيد من مخاطر انهيارها وخاصة في الشركات التي يرتفع فيها ممارسات إدارة الأرباح، ويمكن متابعة وتغطية المستثمرين والمحللين الحد من تأثير التضليل البيئي، كما، استنتج (Jing Wei (2023 ارتباط التضليل البيئي سلباً بدقة توقعات المحللين، وأن تغطية المحللين لها تأثير على خفض التضليل البيئي، ويلعب المحللون دوراً في التقييم الموضوعي لتأثير الإفصاح في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة مما ينعكس إيجابياً على أسعار الأسهم، ووجد (Ricardo and Gonzalez (2022 تفاعل الأسواق مع توقعات المحللين ومن ثم فإن فحص تفاعل أسعار الأسهم مع التضليل البيئي وتوقعات المحللين من المجالات الجديدة بالبحث المحاسبي، واستنتج (Onipe Adabenege (2021 وجود علاقة هامة بين دقة توقعات المحللين وأسعار الأسهم، وأوصى باعتماد أصحاب المصالح على توقعات المحللين عن أسعار الأسهم، وأن يراعى المحللون التضليل البيئي عند توقع أسعار الأسهم.

مما سبق، يتضح محاولة بعض الدراسات المحاسبية رغم ندرتها فحص العلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين، في ظل عدم وجود أدلة على العلاقة بينهما وانعكاسها على أسعار الأسهم، لذلك يصيغ الباحث الفرض التالي الذي يتم اختباره في واقع بيئة الأعمال المصرية:

H5: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية للتفاعل بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين الماليين على أسعار الأسهم.

٤|٦ الدراسة التطبيقية

تحقيقاً لهدف البحث واختبار فروضه تم إجراء دراسة تطبيقية، وفيما يلي أهداف ومجتمع وعينة الدراسة وتوصيف وقياس متغيرات الدراسة، أدوات وإجراءات الدراسة، ونتائج الدراسة التطبيقية.

١٤|٦ هدف الدراسة التطبيقية

تهدف الدراسة التطبيقية إلى اختبار فروض البحث، والحصول على أدلة من واقع ممارسة الشركات المصرية عن العلاقة بين التضليل البيئي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة، ودقة توقعات المحللين وانعكاسها على أسعار الأسهم، وفيما يلي عرض محاور الدراسة التطبيقية:

٢|٤|٦ مجتمع وعينة الدراسة ومصادر البيانات.

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المقيدة في البورصة المصرية بالمؤشر المصري للاستدامة (S&P EGX-ESG)، وتعتمد الدراسة على اختيار عينة تخضع لمجموعة من الشروط منها أن تكون بيانات الشركة متاحة من خلال اكتمال التقارير المالية خلال فترة الدراسة من ٢٠١٩ حتى ٢٠٢٣ ويتم نشر القوائم المالية بالجنسية المصري، وأن تكون من الشركات الأكثر تداولاً بسوق الأوراق المالية وينشط فيها الاستثمار والإفصاح عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات قياساً على Jinna (2023)، Zhang، والتي يمكن الحصول عليها من بيانات مؤشر EGX 30 مع استبعاد المؤسسات المالية لما لها من طبيعة أعمال تختلف عن غيرها من الشركات، ولم تعاني من أي توقف في النشاط خلال فترة الدراسة قياساً على (أبو النيل، ٢٠٢٤)، أيضاً من محددات إدراج الشركة في عينة الدراسة هو توافر بيانات عن توقعات المحللين الماليين خلال فترة الدراسة قياساً على (العيسوي، ٢٠٢٣)، كما يتم إستبعاد الشركات التي خرجت من التسجيل في البورصة أو لم يتمكن الباحث من الحصول على بياناتها خلال فترة الدراسة وتلك التي لا يتوافر لها بيانات الأداء والإفصاح عن البيئة والمجتمع والحوكمة ESG أو مفقودة قياساً على (Guangrui et al., (2024). وقد بلغ عدد شركات العينة (٢١) شركة بحجم مشاهدات (١٠٥) مشاهدة، تم دمجها وتصنيفها لثلاثة قطاعات رئيسية وفقاً للعمليات المتشابهة، وتتمثل مصادر البيانات في موقع مباشر مصر والبورصة المصرية، ومواقع الشركات الإلكترونية على شبكة الإنترنت وتم الحصول على توقعات المحللين من شركة هيرمس قياساً على (العيسوي، ٢٠٢٣، أبو النيل، ٢٠٢٤، عبد الله، ٢٠٢٤) ويلخص الجدول (١) بيانات توزيع عينة الدراسة:

جدول (١): الشركات المكونة لعينة الدراسة والقطاعات التي تنتمي إليها			
القطاعات	عدد الشركات	عدد المشاهدات	النسبة
تكنولوجيا	٢	١٠	٩,٥٢
كيماويات	١	٥	٤,٧٦
منسوجات و سلع معمرة	١	٥	٤,٧٦
اغذية ومشروبات	٣	١٥	١٤,٢٩
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٣	١٥	١٤,٢٩
التشييد ومواد البناء	١	٥	٤,٧٦
عقارات	٦	٣٠	٢٨,٥٧
التشييد ومواد البناء	١	٥	٤,٧٦
مواد اساسية	٣	١٥	١٤,٢٩
الإجمالي	٢١	١٠٥	٪١٠٠

تم الاعتماد على البرامج الاحصائية واختبار كولمغروف سمرنوف (Kolmogrov Smirnov) لتحديد نوع التوزيع الذي تتبعه المتغيرات (طبيعي أو غير طبيعي) واستخدام معامل ارتباط بيرسون (Pearson Correlation) لمعرفة قوة واتجاه العلاقة بين المتغيرات، وكذلك تحليل المتغيرات وصفاً، واستخدام تحليل الانحدار للتحقق من مدى وجود علاقة سببية بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين ودرجتها وطبيعتها وانعكاسها على أسعار أسهم الشركات.

٦|٤|٣ توصيف وقياس متغيرات الدراسة ونماذج البحث.

إستناداً إلى فروض البحث تعد درجة التضليل البيئي وخطأ توقعات المحللين، وتغطية المحللين وأسعار الأسهم المتغيرات الرئيسية في هذه الدراسة، وقد اعتمد الباحث على (حجم الشركة، الرافعة المالية) كمتغيرات رقابية، ويمكن توصيف وقياس متغيرات الدراسة كما يلي:

المتغير المستقل: التضليل البيئي Greenwashing.

تعتمد الدراسة الحالية على منهجية القياس السابق اقتراح تطبيقها لتناسب بيئة الاعمال المصرية حيث يتم قياس درجة التضليل البيئي للشركة كل عام من خلال الفرق بين درجتي أدائها وإفصاحها في مجال البيئية والمجتمع والحوكمة من خلال النموذج التالي اتساقاً مع (Yuxi et al., 2024; Xin Gao 2024; Marco et al., 2024; Sun, Z., et al., 2023; Guangrui et al., 2024; Giuliana et al., 2024)

$$GWI_{it} = \frac{(GCI_{it} - GCI^{\bar{t}})}{\sigma GCI} - \frac{(GPI_{it} - GPI^{\bar{t}})}{\sigma GPI}$$

حيث: GCI_{it} و GPI_{it} درجة الإفصاح والاداء للشركة i في السنة t ، $GCI^{\bar{t}}$ و $GPI^{\bar{t}}$ المتوسطات في حين أن الانحرافات المعيارية للعينة هي σGCI و σGPI .

ويتم حساب درجة أداء الشركة في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة GPI_{it} باستخدام نموذج Jinna (2023)، وتضم درجة الأداء أربعة أبعاد متساوية الأوزان: الاقتصادية (Eco) والاجتماعية (Soc) والبيئية (Env) وحوكمة الشركات (Gov) ويتم حسابها من خلال سلسلة من البيانات المالية وغير المالية باستخدام المعادلة الآتية: (سبق عرض نماذج حساب كل بعد) ESG performance score = $W_1 * Eco + W_2 * Soc + W_3 * Env + W_4 * Gov$

ويتم حساب درجة إفصاح الشركة في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة GCI_{it} وفقاً لمنهجية القياس في دراسة (احمد حامد، وآخرون، ٢٠٢٤)، من خلال مؤشر الإفصاح والذي يراعى تقسيمه نفس الأبعاد الأربعة وبنودها الواردة في نموذج قياس الاداء كما سبق ذكره في اطار المدخل المقترح تطبيقه لقياس التضليل البيئي، ويتم قياس درجة الإفصاح لكل شركة باستخدام المعادلة الآتية اتساقاً مع (احمد حامد، وآخرون، ٢٠٢٤):

$$GCI_{it} = \sum_{i=1}^{Nt} X_{it} | Nt$$

حيث ان:

GCI_{it} = درجة الافصاح في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة للشركة (i) في السنة (t)

X_{it} = مجموع العناصر التي تم الافصاح عنها.

N_{it} = الحد الاقصى لعناصر الافصاح وفقا للمؤشر والتي تتفق مع بنود درجة الاداء.

المتغير التابع: دقة توقعات المحللين الماليين. Forecast Accuracy

اعتمد الباحث عند قياس دقة توقعات المحللين الماليين على القيمة المطلقة لخطأ توقعات المحللين الماليين (Absolute Value of Forecast Error (AFE وهو مقياس عكسي لدقة التوقعات، حيث تشير القيمة المرتفعة لهذا المقياس إلى انخفاض دقة توقعات المحللين الماليين، والعكس صحيح، ويمكن الضرب في (-1) لسهولة تفسير النتائج، فكلما زادت النسبة كلما زادت دقة توقعات المحللين الماليين. (أبو النيل، ٢٠٢٤، العيسوي، ٢٠٢٣) ويتم القياس من خلال النموذج التالي، قياسا على Jose Elias et al., (Huan Luo 2024; Jing Wei 2023; Quine Yicheng et al., 2024; 2022; أبو النيل، ٢٠٢٤، الزكي، ٢٠٢٠، عوض، عبد الناصر، ٢٠٢٣، الصباغ، ٢٠٢٢)

حيث ان:

$F. Acc_{i,t}$: القيمة المطلقة لأخطاء توقعات المحللين الماليين للشركة (i) في السنة (t).

$F. Acc_{i,t} =$	$(ASP_{it} - ESP_{it})$
	ASP_{it}

ASP_{it} : السعر الفعلي لسهم الشركة (i) اخر السنة (t).

ESP_{it} : متوسط السعر المتوقع من قبل المحللين

الماليين لسهم الشركة (i) في نهاية السنة (t).

ويحسب بالمعادلة الاتية: $(F^H_{it} + F^L_{it} / 2)$

حيث: F^H_{it} : اعلى سعر متوقع للسهم، F^L_{it} : اقل سعر متوقع للسهم.

المتغير التابع: أسعار الأسهم: يقاس بسعر اقبال السهم في اول يوم عمل تالي لتاريخ تقرير مراقب الحسابات، أو أول جلسة تداول بعد تاريخ تقرير المراقب قياسا على (Huan Luo 2024) ; محمدي، الطوخي، ٢٠٢٤، (Ikram & Abderrazak 2024) ويشار اليه بالرمز Sp_{it}

المتغير الوسيط: تغطية المحللين الماليين. AnalystCoverage

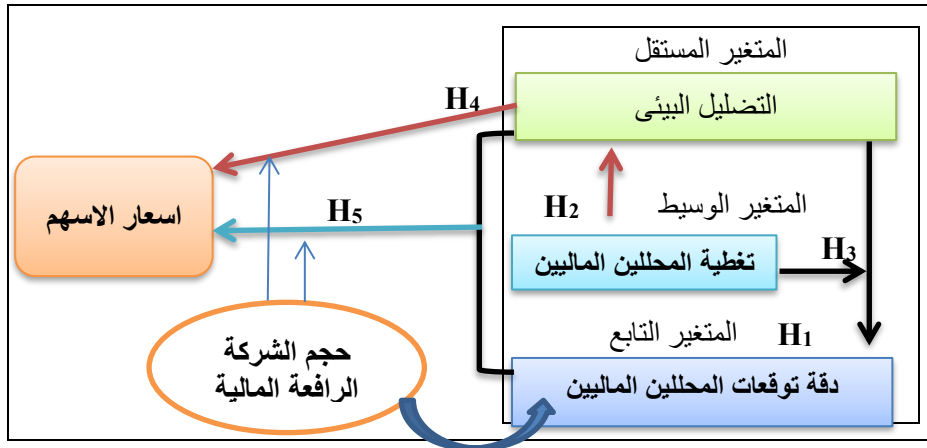
يؤدي انخفاض تغطية المحللين إلى زيادة عدم تماثل المعلومات، ويتم قياس تغطية المحللين باستخدام اللوغاريتم الطبيعي لواحد صحيح زائد عدد المحللين الذين يتابعون الشركة خلال السنة المالية، اتساقا مع (Yuxi et al., 2024; Liu et al. 2023)

المتغيرات الرقابية: تتمثل المتغيرات الرقابية في:

- **حجم الشركة،** يُعد أحد المتغيرات التي يمكن أن يؤثر على مبادرات الاستدامة ومستوى تغطية المحللين وميل الشركات للانخراط في التضليل البيئي، وحجم المعلومات التي يحصل عليها المحللون، ويتم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي للقيمة الدفترية لإجمالي الأصول (Yuxi et al., 2024) ; أبو النيل، ٢٠٢٤، (Giuliana et al., 2024) ويرمز له بالرمز (SIZE) .

-الرافعة المالية: تعبر الرافعة المالية عن مخاطر الشركة ويؤثر ارتفاع الرفع المالي على دقة توقعات المحللين والتضليل البيئي وأسعار الأسهم، ولذلك، تم ادراجها كمتغير رقابي، ويتم قياسها بقسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول في نهاية الفترة، قياسا على (أبو النيل، ٢٠٢٤؛ Jinna Zhang، 2023؛ Pieter Ledebouer 2023) ويرمز له بالرمز LEV.

٦|٤ نماذج الدراسة التطبيقية: يوضح الشكل رقم (١) التالي نماذج الدراسة التطبيقية:



شكل رقم (١) نموذج الدراسة

المصدر: من إعداد الباحث

وبعد استعراض الشكل السابق يمكن للباحث عرض نماذج الدراسة على النحو التالي:

(أ) نموذج اختبار الفرض الأول: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين الماليين، وتم صياغة النموذج التالي لاختبار صحة هذا الفرض:

$$FAccuracy_{it} = \beta_0 + \beta_1 GW_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

β_0 : الجزء الثابت في معادلة الانحدار ، β_1 : معاملات الانحدار

$FAccuracy_{it}$: تمثل المتغير التابع دقة توقعات المحللين الماليين للشركة i في نهاية السنة (t)

GW_{it} : تمثل المتغير المستقل (التضليل البيئي) للشركة (i) في نهاية السنة (t)

$SIZE_{it}$: حجم الشركة. LEV_{it} : الرافعة المالية.

(ب) نموذج اختبار الفرض الثاني: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية بين تغطية المحللين الماليين والتضليل البيئي، وتم صياغة النموذج التالي لاختبار صحة هذا الفرض:

$$GW_{it} = B_0 + B_1 \text{AnalystCoverage}_{it} + B_2 \text{Size}_{it} + B_3 \text{Lev}_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

$\text{AnalystCoverage}_{it}$: تمثل المتغير الوسيط تغطية المحللين الماليين للشركة i في السنة (t)

(ج) نموذج اختبار الفرض الثالث: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية للتفاعل بين تغطية المحللين الماليين والتضليل البيئي على دقة توقعات المحللين الماليين وتم صياغة النموذج التالي لاختبار صحة هذا الفرض:

$$F\text{Accuracy}_{it} = \beta_0 + \beta_1 GW_{it} + \beta_2 GW_{it} * \text{AnalystCoverage}_{it} + \beta_3 \text{Size}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن: $GW_{it} * \text{AnalystCoverage}_{it}$ المتغير التفاعلي لتغطية المحللين والتضليل البيئي.

(د) نموذج اختبار الفرض الرابع: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية بين التضليل البيئي وأسعار الأسهم، وتم صياغة النموذج التالي لاختبار صحة هذا الفرض:

$$SP_{it} = \beta_0 + \beta_1 GW_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{LEV}_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن: SP_{it} : أسعار الأسهم

(هـ) نموذج اختبار الفرض الخامس: توجد علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية للتفاعل بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين الماليين على أسعار الأسهم ويتم اختباره بالنموذج التالي:

$$SP_{it} = \beta_0 + \beta_1 GW_{it} + \beta_2 F\text{Accuracy}_{it} + \beta_3 GW_{it} * F\text{Accuracy}_{it} + \beta_4 \text{Size}_{it} + \beta_5 \text{LEV}_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث $GW_{it} * F\text{Accuracy}_{it}$: المتغير التفاعلي للتضليل البيئي ودقة توقعات المحللين الماليين.

٥|٤|٦ أدوات التحليل الإحصائي المستخدمة في الدراسة:

اعتمد الباحث على الإحصاء الوصفي وتحليل ارتباط بيرسون والانحدار الخطي المتعدد، واختبر مدى تبعية البيانات للتوزيع الطبيعي باستخدام اختبار (Kolmogorov-Smirnov) وكذلك اختبار (Durbin Waston) للتأكد من خلو نماذج الدراسة من مشكلة الارتباط الذاتي Autocorrelation وتم الكشف عن وجود مشكلة الازدواج الخطي (Multicollinearity) قياساً على (أبو النيل، ٢٠٢٤، العيسوي، ٢٠٢٣، عبد الله، ٢٠٢٤) وذلك على النحو التالي:

٦|٤|٦ اختبار صلاحية البيانات لغرض التحليل الإحصائي:

١|٦|٤|٦ اختبار مدى توافر التوزيع الطبيعي للبيانات:

يعتمد الباحث على اختبارات التوزيع الطبيعي Kolmogorov-Smirnov و Shapiro-Wilk للتحقق من اقتراب البيانات من توزيعها الطبيعي بالنسبة لمتغيرات الدراسة، اتساقاً مع (أبو النيل، ٢٠٢٤، العيسوي، ٢٠٢٣، عبد الله، ٢٠٢٤) وهو ما يتضح من خلال الجدول رقم (٢) التالي:

جدول رقم (٢) يوضح نتائج اختبار Shapiro-Wilk و Kolmogorov-Smirnov						
Continuous variables	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig	Statistic	df	Sig
FAccuracy	0.374	105	0.089	0.532	105	0.082
SP	0.364	105	0.096	0.675	105	0.125
Gw	0.418	105	0.081	0.863	105	0.095
AnalystCoverage	0.293	105	0.107	0.382	105	0.086
SIZE	0.679	105	0.255	0.869	105	0.091
LEV	0.263	105	0.114	0.427	105	0.079

يتضح من بيانات الجدول رقم (٢) عدم معنوية الاختبارين لأي متغير من متغيرات الدراسة حيث أن درجة المعنوية (Sig) ومستوى الدلالة لكافة المتغيرات أكبر من (٠,٠٥) وفي ذلك دلالة على أن توزيع البيانات يتبع التوزيع الطبيعي، كما أن حجم مفردات عينة الدراسة (١٠٥) مفردة وهي كبيرة، وعليه فإن مشكلة عدم توزيع البيانات توزيعاً طبيعياً لا يؤثر على صحة نماذج الدراسة.

٢|٦|٤|٦ اختبار التداخل الخطي (Multi-Collinearity Test)

تم التحقق من مدى وجود مشكلة التداخل الخطي بين متغيرات نماذج الدراسة، باستخدام مقياس Collinearity Diagnostics وحساب معامل التباين المسموح به Tolerance لكل متغير لتحديد معامل تضخم التباين (VIF) وهذا الاختبار يعد مقياساً لتأثير التداخل الخطي بين المتغيرات المستقلة والرقابية بالنموذج، فكلما كانت قيمة معامل Tolerance أكبر من (٠,١) وقيمة (VIF) أقل من (١٠) كان ذلك كافياً للحكم بأن المتغيرات المفسرة لا تعاني من وجود مشكلة التداخل الخطي المتعدد، ويعرض الجدول (٣) نتائج الاختبار

جدول (٣) نتائج اختبار التداخل الخطي المتعدد باستخدام: Collinearity Diagnostics Statistics										
Model 5		Model 4		Model 3		Model 2		Model 1		Variables
Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	
0.963	1.038			0.954	1.048			0.974	1.027	GW
0.651	1.853	0.505	1.978							FAccuracy
						0.727	1.276			AnalystCoverage
0.574	1.239	0.934	1.087	0.784	1.276	0.888	1.126	0.934	1.087	SIZE
0.663	1.523	0.901	1.107	0.575	1.738	0.570	1.756	0.901	1.107	LEV

بفحص قيم معامل Tolerance الواردة في جدول رقم (٣) لجميع المتغيرات المفسرة (المستقلة، والرقابية) والمتعلقة بجميع النماذج، يتضح أنها أكبر من (٠,١) كما أن جميع قيم معامل تضخم التباين (VIF) أقل من القيمة (١,٠)، مما يدل على أن الارتباط بين جميع المتغيرات المفسرة ضعيف جداً، وعلى ذلك يمكن التأكيد على أن النماذج التطبيقية الخطية للدراسة لا تعاني من تعدد العلاقات الخطية، أو مشكلة التداخل (الازدواج) الخطي المتعدد.

٣|٦|٤|٦ اختبار الارتباط الذاتي Autocorrelation

يشير الارتباط الذاتي إلى عدم استقلالية البواقي عن بعضها البعض ويعتمد الباحث على اختبار (Durbin-Watson Test) للتحقق من وجود مشكلة الارتباط الذاتي، كأكثر الاختبارات استخداماً في الدراسات للكشف عن هذه المشكلة، ويترأخ قيمة الاختبار في المدى (٠,٤) وتشير النتيجة القريبة من (٠) إلى وجود ارتباط موجب قوى بين البواقي، وتشير النتيجة القريبة من (٤) إلى وجود ارتباط سالب قوى، وبالتالي تشير قيمة Durbin Watson ضمن المدى (١,٥) إلى (٢,٥) إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي. (احمد حامد، وآخرون، ٢٠٢٤).

٤|٦|٤|٦ التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يوضح الجدول رقم (٤) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، ويتضمن عدد المشاهدات والمدى وأعلى قيمة وأقل قيمة، والمتوسط الحسابي والانحراف المعياري، وذلك على النحو التالي:

جدول (٤): وصف لمتغيرات الدراسة Descriptive Statistics					
Variables	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FAccuracy	105	0.008	.795	.298	.257
Gw	105	-2.147	3.218	-0.037	.797
AnalystCoverage	105	1	9	2.60	1.647
Sp	105	0.20	98.99	10.948	8.578
Size	105	17.898	24.976	21.955	1.973
Lev	105	0.07	1.001	0.596	0.248

يتضح من الجدول (٤) ان القيم الدنيا والقصى والمتوسطة لمتغير التضليل البيئي والاجتماعي والحوكمة (٢,١٤٧-)، (٣,٢١٨)، (٠,٠٣٧-) على التوالي، ويشير متوسط التضليل البيئي إلى انخفاض ممارسة التضليل البيئي في شركات عينة الدراسة، مما يتفق مع دراسة Giuliani et al., (2024) والذي بلغ المتوسط (٠,٠٢٤)، وهذا يوضح انخراط شركات العينة في ممارسات التضليل البيئي ولكن بدرجة منخفضة، وهناك عدة اسباب تفسر ذلك منها انخفاض مستوى افصاح الشركات عن درجة أدائها في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة، او ربما يرجع ذلك الى اخفاء الشركات معلومات المسؤولية الاجتماعية للشركات، وهذا ما يتفق مع دراسة (Guangrui et al., 2024) التي استنتجت ان انخفاض متوسط قيمة التضليل البيئي يرجع بصفة اساسية الى حقيقة ان الشركات لا تفصح عن معلومات المسؤولية الاجتماعية، كما استنتجت دراسة (عمر و اخرون، ٢٠١٧) انخفاض مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات في بيئة الاعمال المصرية وارجعت ذلك لضعف ضغوط أصحاب المصالح على الشركات للقيام بدورها الاجتماعي لكون الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية إفصاحا اختياريًا، ويرى الباحث ان تلك النتيجة تشير إلى أن الشركات المصرية لا تدرك أهمية التوسع في الإفصاح عن المعلومات بشأن مسؤوليتها الاجتماعية مقارنة ببيئات الأعمال الأكثر تقدماً، او على العكس، قد يرجع ذلك الى قدرة هذه الشركات علي الاداء والافصاح الملائم عن ممارساتها وتوافق إفصاحاتها مع ادائها البيئي والاجتماعي والحوكمي، وبالتالي قد تكون هذه الشركات أكثر مسؤولية اجتماعية، كما يتضح ان معظم شركات العينة كبيرة الحجم وبالتالي فهي أقل انخراطا في ممارسات التضليل البيئي نظرا لتأثير حجم الشركة على التضليل البيئي نتيجة دورها في زيادة ممارسات الاستدامة وارتفاع ادائها، وايضا زيادة مستوى متابعة وتغطية المحللين الماليين والجمهور للشركات كبيرة الحجم، وبالنسبة للرافعة المالية فقد تؤدي الضغوط المالية بالشركات الى وجود دوافع وقدرات فيما يتعلق بممارسات الاستدامة، وهو ما يتفق مع تفسير دراسة (Yuxi et al., 2024) كما يظهر الانحراف المعياري وجود اختلافات كبيرة في درجة التضليل البيئي بين الشركات، وتتفق هذه النتائج مع دراسات (Sun Z., et al., Guangrui et al., 2024; Giuliani et al., 2024; Jinna Zhang 2023; Pieter Ledebor 2023 ; 2023 Talia Songur 2024) مع اختلاف

في متوسط درجة التضليل البيئي والذي يرجع الى اختلاف الظروف الاقتصادية والبيئية والاجتماعية والقانونية وطبيعة الاعمال في البلدان، وكذلك اختلاف مستوى الافصاح الإلزامي.

كما يظهر الجدول أن المتوسط الحسابي لدقة توقعات المحللين الماليين (FAccuracy) قد بلغ (٠,٢٩٨) أي أن دقة تنبؤات المحللين المالية لشركات العينة تمثل ٢,٩٪ حيث بلغ الحد الأدنى للمؤشر (٠,٠٠٨) والأقصى (٠,٧٩٥)، وان هناك فرقا بين ادنى قيمة واعلى قيمة، مما يعنى تباين كبير بين دقة توقعات المحللين، بما يتفق مع (Jing Wei 2023)، عوض، عبد الناصر، ٢٠٢٣، الصباغ، (٢٠٢٢)، اما بالنسبة لأسعار الأسهم فتشير الاحصاءات الوصفية الى ان المتوسط الحسابي بلغ (١٠,٩٤٨) الانحراف المعياري له (٨,٥٧٨) وان قيمتى اعلى وادنى قيمة بلغتا (٩٨,٩٩)، (٠,٢٠)، مما يظهر تبايناً بين اعلى وادنى قيمة ومتوسط سعر السهم، بما يتفق مع دراسة Pieter Ledebouer (2023) كما بلغ متوسط تغطية المحللين (٢,٦٠) ويقترّب من متوسط دراسة (العيسوي، ٢٠٢٣) وبالنسبة للمتغيرات الرقابية بلغ متوسط حجم الشركة SIZE (٢١,٩٥٥) بحد أقصى (٢٤,٩٧٦) وأدنى (١٧,٨٩٨)، كما بلغت قيمة الرافعة المالية LEV للشركات محل الدراسة (٥٩,٦٪) بما يتفق مع (الزكى، ٢٠٢٠، أبو النيل، ٢٠٢٤)

٥٦|٤|٦ اختبار ارتباط بيرسون (Pearson Correlation)

يوضح الجدول (٥) نتائج اختبار ارتباط بيرسون Pearson Correlation لمتغيرات الدراسة:

الجدول (٥) نتائج اختبار الارتباط بين المتغيرات Pearson Correlations							
Variables		FAccuracy	A. Coverage	SP	Gw	SIZE	LEV
FAccuracy	Corr.	1					
	Sig.						
AnalystCoverage	Corr.	0.541	1				
	Sig.	0.0980					
SP	Corr.	.0591	.0962	1			
	Sig.	0.0325	0.0741				
Gw	Corr.	-0.0298*	-0.0899*	-0.0134*	1		
	Sig.	0.0641	0.1036	0.0964			
SIZE	Corr.	0.1091	0.329	0.214	-0.1021	1	
	Sig.	0.1041	0.1103	0.0410	0.1624		
LEV	Corr.	-0.0513	0.0213	-0.325*	0.0162	-0.138	1
	Sig.	0.1301	0.1130	0.0611	0.0961	0.174	

يتضح من الجدول رقم (٥) وجود علاقة ارتباط عكسية بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين الماليين (FAccurac) حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (-٠,٠٢٩٨) يمكن للباحث تفسير العلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين الماليين بأنه كلما زادت الفجوة بين ما تفصح عنه الشركات وأدائها البيئي والاجتماعي الفعلي، كلما زاد خطأ توقعات المحلل وانخفضت دقة التوقعات؛ مما يشير إلى ارتباط مستوى التضليل البيئي سلبيا بمستوى دقة توقعات المحللين، وبالتالي، يمكن مبدئيا تأييد صحة الفرض الاول مما يتفق مع دراسات (Jinna Zhang 2023, Jing Wei 2023) كما تبين وجود علاقة ارتباط عكسية بين التضليل البيئي وأسعار الأسهم حيث كان معامل الارتباط (-٠,٠١٢٤) ويشير تحليل الارتباط إلى وجود ارتباط سلبي بين التضليل البيئي وأسعار الأسهم وان كان منخفضا، ويمكن تفسير هذه العلاقة بأن الإفصاح في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة موجهة نحو السوق، يمكن أن يخل التضليل البيئي إلى حد ما بحكم وخيارات المستثمرين. ويؤدي إلى تضليلهم من خلال معلومات خادعة، مما يؤدي إلى تسعير الأسهم بشكل خاطئ وتقليلها، وبمجرد الكشف عن ممارسات التضليل البيئي يتم إثارة مشاعر المستثمرين، وقد يقرروا عدم الاحتفاظ بأسهم تلك الشركة، مما يؤثر بالسلب على أسعار الأسهم، وهذا ما يتفق مع نتائج دراسات (Xin Gao 2024; Lin X. et al., 2023) وعليه، قد يكون للتضليل البيئي تأثير ضعيف على أداء الشركات في السوق في البلدان النامية ومنها مصر، نظرا لان البلدان النامية تعطي أولوية للنمو الاقتصادي على حساب حماية البيئة، ولذلك تنخفض اهتمامات المستثمرين في تلك البلدان بأداء وإفصاح الشركات في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة مقارنة بنظرائهم في البلدان المتقدمة (Sun, Z. et al., 2023) كما يتضح وجود ارتباط إيجابي بين سعر السهم ودقة توقعات المحللين، وان كان الارتباط ضعيفا ولكن يشير الى مساهمة المحللين الماليين في تشكيل أسعار الأسهم مما يتفق ودراسة (Onipe Adabenege 2021) كما يتضح وجود ارتباط سلبي بين تغطية المحللين والتضليل البيئي حيث بلغ معامل الارتباط (-٠,٠١٣٤) مما يشير إلى أن تغطية ومتابعة المحللين للموقع يساهم في الحد من ممارسات التضليل البيئي والاجتماعي والحوكمة بما يتفق مع دراسة (Sun Z., et al., 2023).

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية، يتضح وجود ارتباط طردي بين التضليل البيئي والرافعة المالية ويمكن تفسير علاقة الرافعة المالية بالتضليل البيئي بأن الضغوط المالية قد تساهم في وجود ممارسات التضليل البيئي في إفصاحات البيئة والمجتمع والحوكمة وهذا ما يتفق مع وجهة نظر دراسات (Liao F., et al., 2023; Xin Gao, 2024). بينما ترتبط الرافعة المالية عكسيا مع دقة توقعات المحللين الماليين حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (-٠,٠٥١٣) كما تبين وجود علاقة ارتباط عكسية بين حجم الشركة والتضليل البيئي وطردي مع دقة توقعات المحللين الماليين حيث بلغ معامل الارتباط (٠,١٠٩١) مما يتفق مع دراسة (أبو النيل، ٢٠٢٤)

كما توجد علاقة ارتباط ايجابية وذات دلالة معنوية بين أسعار الأسهم SP وحجم الشركة حيث ان معامل الارتباط موجب، كما تبين وجود علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة معنوية بين أسعار الأسهم والرافعة المالية حيث ان معامل الارتباط سالب مما يتفق مع دراسة (محمدي، الطوخي، ٢٠٢٤)، ولا يتفق مع دراسة (على، ٢٠٢٠)، التي استنتجت وجود ارتباط معنوي إيجابي بين أسعار الأسهم والرافعة المالية، وعدم وجود ارتباط معنوي إيجابي مع حجم الشركة.

٧|٤|٦ نتائج اختبارات الفروض الإحصائية للدراسة :

يهدف الباحث في هذا الجزء إلى تحليل أثر التضليل البيئي على دقة توقعات المحللين الماليين، وانعكاس العلاقة التفاعلية بينهما على أسعار الأسهم، كما يتم تحليل أثر تغطية (متابعة) المحللين الماليين على التضليل البيئي وانعكاس ذلك على دقة توقعات المحللين الماليين، وهو ما يتم توضيحه من خلال نتائج اختبارات الفروض الإحصائية للدراسة كما يلي:

١٧|٤|٦ اختبار صحة الفرض الأول: والقائل أنه "توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين الماليين" وقد اعتمد الباحث على النموذج الأول، وفيما يلي عرض وتحليل نتائج اختبار الفرض الأول كما في الجدول رقم (٦) :

جدول رقم (٦)									
نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لاختبار العلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين الماليين									
DepVariable FAccuracy المتغير التابع دقة توقعات المحللين الماليين								رمز المتغير	المتغيرات المستقلة Indep-Variables
بعد ادخال المتغيرات الرقابية				قبل ادخال المتغيرات الرقابية					
.Sig	T	معاملات الانحدار Coefficients		.Sig	T	معاملات الانحدار Coefficients			
		Std. Error	B			Std. Error	B		
.027	-2.652	.242	-.581	.021	-2.614	.220	-.513	(Constant)	ثابت الانحدار
.043	-2.352	.025	-.063	.031	-2.414	.028	-.047	Gw	التضليل البيئي
.037	2.103	.033	.085					SIZE	حجم الشركة
.051	-1.957	.0201	-.0451					LEV	الرافعة المالية
0.162				0.146				معامل التحديد المعدل Adjusted R ²	
0.237				0.202				معامل التحديد R ²	
2.829				2.788				قيمة F	
0.026				0.021				مستوى الدلالة P-Value	
1.901				1.872				قيمة ديرين واتسون DW statistics	

يعرض الجدول (٦) قياس تأثير التضليل البيئي على دقة توقعات المحللين، حيث يوضح نتائج نموذج الانحدار بدون المتغيرات الرقابية، ثم النتائج بعد ادخال المتغيرات الرقابية، ويتضح ان معامل التحديد (R^2) الذي يقيس القدرة التفسيرية للنموذج تبلغ ٢٠,٢٪ ، ٢٣,٧٪، على التوالي ، وهو ما يشير إلى أن القوة التفسيرية للنموذج متوسطه نسبيا وان المتغيرات الموجودة بنموذج اختبار الفرض الأول يمكنها تفسير التباين الكلي في دقة توقعات المحللين الماليين وأن المتغير المستقل (التضليل البيئي) يُفسر ٢٠,٢٪ من التغير في المتغير التابع دقة توقعات المحللين الماليين قبل ادخال المتغيرات الرقابية، ٢٣,٧٪ في ظل وجود المتغيرات الرقابية، وبالتالي فإن نموذج اختبار الفرض الاول يمكنه تفسير العلاقة بين المتغيرات الداخلة فيه.

كما يتضح ارتفاع معنوية قيم F للنماذج وتبلغ ٢,٧٨٨, ٢,٨٢٩ على التوالي وجميعها معنوية عند مستوى معنوية ٥٪ وتبلغ المعنوية، ٠,٠٢١، ٠,٠٢٦ كما يتضح اقتراب قيم اختبار D-W من (٢) حيث تبلغ ١,٨٧٢، ١,٩٠١ للنموذج على التوالي مما يشير لعدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات ومن ثم لا يُعاني النموذج من مشكلة التداخل الخطي Collinearity مما يدل على صلاحية النموذج لاختبار العلاقة بين المتغيرات للنموذج الأول.

كما يتضح وجود علاقة سلبية معنوية بين التضليل البيئي (Gw) ودقة توقعات المحللين الماليين (FAccuracy) حيث بلغت معاملات الانحدار (-٠,٠٤٧)، (-٠,٠٦٣) ومستوى المعنوية (٠,٠٣١)، (٠,٠٤٣) على التوالي، وهي أقل من (٠,٠٥)، مما يشير إلى أن معاملات درجة التضليل البيئي سلبية وهامة عند مستوى ٥٪ لكلا الحالتين، وأن العلاقة السلبية بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين ظلت هامة وزادت بعد ادخال المتغيرات الرقابية، وبالتالي ترتبط درجة التضليل البيئي سلباً بدقة توقعات المحللين، أي ترتبط بشكل إيجابي بخطأ توقعات المحللين، فكلما زادت درجة التضليل البيئي، زاد خطأ توقعات المحللين وانخفضت دقة توقعات المحللين الماليين، مما يتفق مع دراسة (Jinna Zhang, 2023; Jing Wei, 2023) التي استنتجت ارتباط التضليل البيئي بشكل إيجابي كبير بخطأ توقعات المحللين، مما يشير إلى فشل المحللين في تحديد سلوك التضليل البيئي للشركات، وعليه يتم قبول الفرض الأول.

كما اتضح وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين حجم الشركة (SIZE) ودقة توقعات المحللين الماليين حيث بلغ معامل الانحدار (٠,٠٨٥) ومستوى المعنوية (٠,٠٣٧)، ويمكن تفسير ذلك، بأن الشركات الأكبر حجماً تواجه ضغوطاً أكبر من أصحاب المصالح لديها للتركيز على قضايا ESG والإفصاح عنها. وعدم الانخراط في ممارسات التضليل البيئي بما يؤدي إلى خفض عدم تماثل المعلومات ويزيد دقة توقعات المحللين وهذا ما يتفق مع (Maud Kornreich (2022). كما تبين وجود علاقة سلبية وغير معنوية بين الرافعة المالية LEV ودقة توقعات المحللين الماليين حيث بلغ معامل الانحدار (-٠,٠٤٥١) ومستوى المعنوية (٠,٠٥١)، مما يتفق مع دراسات (أبو النيل، ٢٠٢٤، Yuan et al., 2022) بينما يختلف مع دراسة (Tseng, and Nien-Su (2022)، التي استنتجت ارتباط حجم الشركة سلباً بدقة توقعات المحللين مفسره ذلك بأن الشركات ذات الحجم الأكبر تميل إلى تقليل دقة توقعات المحللين.

ويمكن تفسير العلاقة السلبية بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين في أن الإفصاح عن المعلومات في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة اختياريًا مما يؤدي إلى انخفاض جودة الإفصاح عن هذه المعلومات واستغلال الشركات للإفصاح الانتقائي، أو اللجوء إلى الإفصاح عن المزيد من المعلومات البيئية التي لا يمكن التحقق منها مما يزيد من مستوى عدم تماثل المعلومات، مما يصعب على المحللين تفسير المعلومات وانخفاض قدرتهم على الحكم بدقة على صحتها ودقتها وتحديد الأداء البيئي الحقيقي بشكل فعال، وبالتالي ارتفاع خطأ وتشتت توقعات المحللين، مما يتفق مع نتائج دراسات (Jing Wei 2023; Venkatesh and Suresh 2024; Jinna Zhang 2023) التي استنتجت أن تفعيل الإفصاح الإلزامي يؤدي إلى تخفيض أخطاء ودرجة تشتت توقعات المحللين، نظراً لأنها تؤدي إلى تحسين شفافية المعلومات في سوق رأس المال، مما يساهم في تحسين دقة توقعات المحللين.

٢٠٧/٤/٦ اختبار صحة الفرض الثاني والثالث:

اعتمد الباحث على النموذج الثاني والثالث لاختبار صحة الفرض الثاني القائل أنه "توجد علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية بين تغطية المحللين الماليين والتضليل البيئي، والفرض الثالث القائل "توجد علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية للتفاعل بين تغطية المحللين الماليين والتضليل البيئي على دقة توقعات المحللين الماليين"، وفيما يلي تحليل نتائج اختبار الفرضين بالجدول (٧).

جدول رقم (٧): نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لاختبار العلاقة بين تغطية المحللين والتضليل البيئي وانعكاسها على دقة توقعات المحللين الماليين									
DepVariable المتغير التابع								رمز المتغير	المتغيرات المستقلة Indep-Varialbles
دقة توقعات المحللين FAccuracy بعد ادخال المتغير التفاعلي				التضليل البيئي Gw					
.Sig	T	معاملات الانحدار Coefficients		.Sig	T	معاملات الانحدار Coefficients			
		Std. Error	B			Std. Error	B		
.048	-1.868	.994	-.913	.485	-.594	1.468	-1.081	(Constant)	ثابت الانحدار
.028	.859	.137	.203	.035	-2.005	.179	-.048	AnalystCoverage	تغطية المحللين
.041	-2.215	.029	-.013					Gw	التضليل البيئي
.038	-2.141	.033	-.001					Gw* AnalystCoverage	المتغير التفاعلي
.046	2.007	.048	.066	.043	-2.020	.142	-.035	SIZE	حجم الشركة
.051	-1.957	.0201	-.041	.056	.687	.113	.019	LEV	الرافعة المالية
0.161				0.168				معامل التحديد المعدل Adjusted R ²	
0.197				0.210				معامل التحديد R ²	
2.985				3.216				قيمة F	
0.031				0.023				مستوى الدلالة P-Value	
2.302				1.916				قيمة ديربن واتسون DW statistics	

يوضح الجدول (٧) نتائج نموذج انحدار الفرضين الثاني والثالث لاختبار تأثير تغطية المحللين الماليين على سلوك التضليل البيئي وانعكاس ذلك على دقة توقعات المحللين، فيما يتعلق بالفرض الثاني، يتضح من الجدول (٧) أن معامل التحديد (R^2) يبلغ ٢١٪، مما يشير إلى أن القوة التفسيرية للنموذج متوسطه نسبياً وأن متغيرات نموذج اختبار الفرض الثاني يمكنها تفسير التباين الكلي في التضليل البيئي وأن المتغير المستقل يُفسر ٢١٪ من التغير في المتغير التابع التضليل البيئي في ظل وجود المتغيرات الرقابية، وبالتالي فإن نموذج اختبار الفرض الثاني يمكنه تفسير العلاقة بين المتغيرات الداخلة فيه، كما يتضح معنوية قيمة F للنموذج حيث تبلغ ٣,٢١٦، وهي معنوية عند مستوى معنوية ٥٪ حيث تبلغ المعنوية ٠,٠٢٣، كما إن النموذج لا يُعاني من مشكلة التداخل الخطي حيث تبلغ قيمة $D-W$ (١,٩١٦)، مما يدل على صلاحية النموذج لاختبار العلاقة بين المتغيرات للنموذج الثاني، كما يوضح الجدول أن معامل انحدار تغطية المحللين الماليين بلغ (-٠,٠٤٨)، ومستوى المعنوية (٠,٠٣٥)، وهي أقل من (٠,٠٥)، مما يشير إلى وجود علاقة سلبية معنوية بين تغطية المحللين الماليين (AnalystCoverage) والتضليل البيئي (Gw)، مما يشير إلى أن الشركات التي يزداد متابعة المحللين لها تكون أقل انخراطاً في ممارسات التضليل البيئي، وتؤكد هذه النتيجة على دور المحللين في دعم وزيادة الشفافية والمساءلة في الاستدامة البيئية، حيث أن الشركات ذات التغطية العالية للمحللين أكثر تبنياً للممارسات المسؤولة والشفافة، وبالتالي فإن تغطية المحللين يمكنها الحد من التضليل البيئي من خلال خفض عدم تماثل المعلومات، وهذا ما تؤكد دراسة Yuxi et al., (2024) التي قدمت أدلة على أن انخفاض تغطية المحللين يؤدي إلى زيادة عدم تماثل المعلومات، واستنتجت أن تغطية المحللين فعالة في الحد من التضليل البيئي، ويتحقق ذلك من خلال دعم شفافية الإفصاح وفعالية الرقابة الداخلية، وبالتالي منع التضليل البيئي، مما يبرز أهمية تغطية المحللين في الحد من الانخراط في ممارسات التضليل البيئي مما يتفق مع دراسات (Yuxi et al., 2024)؛ Liu et al., 2023؛ Sun, Z., et al., 2023، مما يشير إلى تأييد الفرض الثاني.

كما توضح النتائج أن معامل انحدار حجم الشركة بلغ (-٠,٠٣٥)، ومستوى المعنوية (٠,٠٤٣) أقل من (٠,٠٥) مما يشير إلى وجود علاقة سلبية معنوية بين حجم الشركة والتضليل البيئي، وبالتالي فإن الشركات كبيرة الحجم أقل انخراطاً في ممارسات التضليل البيئي، كما يؤثر مستوى المراجعة التي تواجهها من المحللين والجمهور على ميلها للانخراط في التضليل البيئي. مما يتفق مع Yuxi et al., (2024) ويمكن تفسير العلاقة السلبية بين حجم الشركة والتضليل البيئي بأنه غالباً ما يُفترض أن حجم الشركة عامل يحد من التضليل البيئي، فقد تواجه الشركات الكبيرة ضغوطاً من جانب أصحاب المصالح والمنظمات غير الحكومية والناشطين ووسائل الإعلام لتكون أكثر خضرة، وأنها تخضع لمتطلبات إفصاح صارمة، كما يؤدي سهولة اكتشاف التضليل البيئي الذي تمارسه الشركات الكبيرة مما يلحق الضرر بسمعتها وشرعيتها إلى انخفاض حوافزها للتضليل البيئي، كما توضح النتائج وجود علاقة موجبة غير معنوية بين الرافعة المالية والتضليل البيئي حيث بلغ معامل الانحدار (٠,٠١٩)، ويمكن تفسير هذه العلاقة في أنه قد يُطلب من الشركات التي يميل هيكل رأس مالها بشكل أكبر إلى الديون الكشف عن مزيد من المعلومات عن أدائها البيئي بجانب صحتها المالية، وبالتالي يزيد انخفاض التمويل الكافي لتنفيذ المشاريع الخضراء من احتمالية التضليل البيئي وهذا ما يتفق مع نتائج دراسة Marco et al., (2024)

وفيما يتعلق بالفرض الثالث توضح النتائج ان قيمة معامل التحديد (R^2) تبلغ ١٩,٧٪، وهو ما يشير إلى أن القوة التفسيرية للنموذج متوسطه نسبيا وان متغيرات نموذج اختبار الفرض الثالث يمكنها تفسير ١٩,٧٪ من التغير في المتغير التابع دقة توقعات المحللين في ظل وجود المتغير التفاعلي بين تغطية المحللين والتضليل البيئي (Gw* AnalystCoverage) والمتغيرات الرقابية، وبالتالي فإن النموذج يمكنه تفسير العلاقة بين المتغيرات الداخلة فيه، كما يتضح معنوية قيمة F للنموذج حيث تبلغ، ٢,٩٨٥، وهى معنوية عند مستوى معنوية ٥٪ حيث أن تبلغ المعنوية ٠,٠٣١ كما يتضح إن النموذج لا يُعاني من مشكلة التداخل الخطي، حيث تبلغ قيمة اختبار Durbin Watson (٢,٣٠٢)، وهو ما يشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين متغيرات مما يدل على صلاحية النموذج لاختبار العلاقة بين المتغيرات للنموذج الثالث.

كما يتضح من الجدول (٧) وجود علاقة ارتباط ايجابية ومعنوية بين تغطية المحللين الماليين ودقة توقعات المحللين الماليين، حيث بلغ معامل الانحدار (٠,٢٠٣)، ومستوى المعنوية (٠,٠٢٨) وهي أقل من (٠,٠٥)، مما يشير إلى ان زيادة مستوى تغطية المحللين الماليين يؤدي الى ارتفاع دقة توقعات المحللين، ويمكن تفسير تلك النتيجة في أن تغطية المحللين تؤدي الى تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات، وتحسين شفافية المعلومات الخاصة بالشركات، مما ينعكس على تحسين دقة توقعات المحللين، مما يتفق مع دراسة (Jing Wei (2023). كما يتضح ان التأثير السلبي للتضليل البيئي على دقة توقعات المحللين انخفض بشكل ملحوظ حيث انخفض معامل انحدار التضليل البيئي من (-٠,٠٦٣) في الجدول (٦) ليصبح (-٠,٠١٣) بعد ادخال المتغير التفاعلي لتغطية المحللين الماليين والتضليل البيئي، نظرا لان تغطية المحللين يمكنها التأثير في كلا المتغيرين، حيث تؤثر سلبا على التضليل البيئي وايجابيا على دقة توقعات المحللين، مما يؤدي الى خفض مستوى التضليل البيئي وفي نفس الوقت تحسين دقة توقعات المحللين الماليين وهذا ما يؤكد معامل انحدار المتغير التفاعلي Gw* (AnalystCoverage) الضئيل ويكاد لا يذكر والذي بلغ (-٠,٠٠١)، وتشير تلك النتيجة الى ان تغطية المحللين الماليين يمكنها الحد من التأثير السلبي للتضليل البيئي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة على دقة توقعات المحللين من خلال خفض عدم تماثل المعلومات والذي يمثل السبب الرئيسي للتضليل البيئي، وهذا ما يتوافق مع العديد من الدراسات (Sun Z., et al., 2023 ; Su et al., 2021; Zhang 2021) التي تشير إلى أن تغطية المحللين تقلل من التضليل البيئي وتحد من السلوك الانتهازي والاحتياطي، رغم ما زال هناك تأثير سلبي ضعيف وقد يرجع في تفسير الباحث الى عدم قدرة المحللين على ادراك واكتشاف ممارسات التضليل البيئي بشكل تام وكامل.

وبناء على ما سبق يمكن القول أن تغطية المحللين الماليين يمكنها لعب دورا ووسيطا هاما، حيث يعطى المحللون المزيد من الاهتمام للشركات التي تقيس وتفصح عن المعلومات في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة، ولديها درجة أعلى من الافصاح عن هذه المعلومات أو قياسها، مما يحسن بشكل كبير من دقة توقعاتهم، وهذا ما يتفق مع دراسات (Sun Z., et al., 2023; Jing Wei 2023) وبالتالي يتم قبول الفرض الثالث.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية، بلغ معامل انحدار متغير حجم الشركة (٠,٠٦٦)، مما يشير الى استمرار علاقة الارتباط الايجابية المعنوية بين حجم الشركة ودقة توقعات المحللين الماليين، وبالتالي تعتبر حجم الشركة عاملا هاما في الحد من تأثير التضليل البيئي السلبي على دقة توقعات المحللين الماليين، اما بالنسبة للرافعة المالية فما زالت العلاقة غير معنوية.

٣|٧|٤|٦ اختبار صحة الفرض الرابع والخامس:

اعتمد الباحث على النموذج الرابع والخامس لاختبار صحة الفرض الرابع القائل أنه "توجد علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية بين التضليل البيئي وأسعار الأسهم، والفرض الخامس والقائل "توجد علاقة ارتباط ذات دلالة احصائية للتفاعل بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين الماليين على أسعار الأسهم"، وفيما يلي عرض وتحليل نتائج اختبار الفرضين كما بالجدول (٨):

جدول رقم (٨)									
نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لاختبار العلاقة بين التضليل البيئي وأسعار الأسهم انعكاس العلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين الماليين على أسعار الأسهم									
DepVariable: Sp المتغير التابع: أسعار الأسهم								رمز المتغير	المتغيرات المستقلة Indep-Varialbles
بعد ادخال المتغير التفاعلي Gw* FAccuracy				قبل ادخال المتغير التفاعلي Gw* FAccuracy					
.Sig	T	معاملات الانحدار Coefficients		.Sig	T	معاملات الانحدار Coefficients			
		Std. Error	B			Std. Error	B		
0.502	-.621	1.164	-2.041	0.518	-0.649	1.468	-2.860	(Constant)	ثابت الانحدار
.040	2.213	.038	.079					FAccuracy	دقة توقعات المحللين
.032	-2.144	.053	-.0021	0.017	-2.306	.036	-.0098	Gw	التضليل البيئي
.042	1.004	.097	.0082					Gw* FAccuracy	المتغير التفاعلي
0.028	1.709	.136	0.038	0.030	2.103	.031	0.082	SIZE	حجم الشركة
.037	-1.138	.062	-.057	.049	-2.010	.049	-.043	LEV	الرافعة المالية
0.178				0.186				معامل التحديد المعدل Adjusted R ²	
0.217				0.221				معامل التحديد R ²	
3.131				3.743				قيمة F	
0.036				0.033				مستوى الدلالة P-Value	
2.007				1.898				قيمة ديربن واتسون statistics DW	

يعرض الجدول (٨) نتائج نموذج انحدار اختبار الفرض الرابع والخاص بقياس تأثير التضليل البيئي للشركات على أسعار الأسهم ثم نتائج نموذج انحدار الفرض الخامس الخاص بانعكاس العلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين على أسعار الأسهم، وتوضح النتائج ان معامل التحديد (R^2) للنموذجين الرابع والخامس بلغ (٢٢,١٪)، (٢١,٧٪) على التوالي، وهو ما يشير إلى القوة التفسيرية للنموذجين، وان المتغيرات بنموذجي اختبار الفرضين يمكنها تفسير التباين الكلي في أسعار الأسهم وأن المتغير المستقل يُفسر (٢٢,١٪) من التغير في المتغير التابع أسعار الأسهم في ظل وجود المتغيرات الرقابية وقبل ادخال المتغير التفاعلي بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين الماليين $Gw^* FAccuracy$ ، (٢١,٧٪) بعد ادخال المتغير $Gw^* FAccuracy$ وبالتالي فإن نموذجي اختبار الفرضين يمكنهما تفسير العلاقة بين المتغيرات الداخلة فيه، كما يتضح معنوية قيمة F للنموذجين، حيث تبلغ، ٣,٧٤٣، ٣,١٣١ على التوالي وهي معنوية عند مستوى معنوية ٥٪ وتبلغ المعنوية ٠,٠٣٦، ٠,٠٣٣ على التوالي، كما يتضح إن النموذجين لا يُعانيان من مشكلة التداخل الخطي حيث تبلغ قيمة اختبار $D-W$ (١,٨٩٨)، (٢,٠٠٧) وهو ما يدل على صلاحية النموذجين لاختبار العلاقة بين المتغيرات.

فيما يتعلق بالفرض الرابع يوضح الجزء الأول في الجدول السابق التأثير المباشر للتضليل البيئي على أسعار الأسهم قبل ادخال اثر العلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين (اثر المتغير التفاعلي $Gw^* FAccuracy$)، وفي ظل وجود المتغيرات الرقابية يكشف معامل التحديد عن وجود ارتباط سلبي طفيف بين التضليل البيئي وأسعار الأسهم قيمته (-٠,٠٠٩٨)، مما يشير إلى أن التضليل البيئي له تأثير سلبي على أسعار الأسهم، وأن زيادة التضليل البيئي تؤدي إلى انخفاض طفيف في أسعار أسهم الشركات التي تنخرط في ممارسات التضليل البيئي في مجال ESG وخاصة الشركات التي تقصح اختياريًا عن هذه المعلومات، النتيجة ذات دلالة إحصائية عند مستوى ٥٪، وهذا ما يتفق مع ما توقعه الفرض الرابع من وجود علاقة بين التضليل البيئي وأسعار الأسهم رغم ضعف هذه العلاقة، مما يتفق مع نتائج دراسة (Pieter Ledebouer 2023؛ Talia Songur 2024؛ Alizadeh et al., 2024) التي استنتجت أن انخفاض التضليل البيئي يدعم مستويات أسعار الأسهم، وزيادة خطر انهيار أسعار اسهم الشركة التي تنخرط في ممارسات التضليل البيئي، ولا تتوافق مع دراسة Liao et al., (2023)

ويمكن تفسير العلاقة السلبية بين التضليل البيئي وأسعار الأسهم في ان التضليل البيئي يؤثر سلبيًا على قيمة الشركة لأنه يرتبط سلبيًا بالعوائد غير الطبيعية التراكمية، كما يؤدي الى عدم تماثل المعلومات بين الشركات والمستثمرين من خلال تقديم ادعاءات كاذبة أو مضللة حول اداء وممارسات الشركة في مجال ESG مما يؤدي إلى إثارة مشاعر المستثمرين ودفعهم إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة، وانخفاض الثقة في السوق، كما تلحق السياسات البيئية المضللة الضرر بانطباع وصورة الشركة في السوق، وهذه المظاهر لها تأثير غير عادي على أسعار الأسهم، وقد تؤدي الى تسعير الأسهم بشكل خاطئ، وبالتالي، قد يؤدي الكشف عن التضليل البيئي إلى تقلب أسعار الأسهم وانحرافها عن قيمتها الفعلية، مما يفسر الارتباط السلبي الذي يظهر بين التضليل البيئي وأسعار الأسهم، وهذا يتفق مع دراسات (Xin Gao 2024؛ Marco et al., 2024؛ Alizadeh et al., 2024؛ Pieter Ledebouer 2023) ايضا، قد يرجع الارتباط السلبي بين التضليل البيئي وأسعار الأسهم بسبب التأثير غير المباشر المتمثل في تأثير التضليل البيئي السلبي على أداء الشركات، حيث يتم معاقبة الشركات

التي تمارس التضليل البيئي في السوق عند اكتشافها، مما ينعكس على أسعار أسهمها نتيجة ردود الفعل السلبية من المستثمرين والمجتمع ككل، مما يتفق مع دراسة (Giuliana et al., (2024

هذا ويمكن للباحث تفسير اسباب ضعف وانخفاض تأثير التضليل البيئي السلبي على أسعار الأسهم في صعوبة اكتشاف التضليل البيئي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة (عكس التضليل البيئي المتعلق بالمنتجات أو الخدمات)، حيث انه أكثر خفاءً بسبب عدم تماثل المعلومات، كما يتوقع أن تتمكن الشركات ذات الأداء البيئي المنخفض من إخفاء ممارسات التضليل البيئي، وكذلك، قد لا يتفاعل السوق مع هذا النوع من المعلومات، وهذا ما اشار اليه (Emanuele et al., (2024 ويضيف الباحث، انه غالباً يتم اكتشاف التضليل البيئي فقط عند فرض عقوبات من لجنة تنظيم الأوراق المالية، وقد يرجع سبب انخفاض أثر التضليل البيئي على أسعار الأسهم الى انخفاض مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في تقارير الشركات المدرجة بالبورصة المصرية كما اتضح من نتائج التحليل الوصفي، كذلك من الصعب على المستثمرين والمتعاملين في البورصة المصرية تحديد التناقض بين الإفصاح في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة والأداء الفعلي وكشف سلوك التضليل البيئي، وبالتالي يؤدي عدم ادراكهم لممارسات التضليل البيئي الى انخفاض التأثير على أسعار الأسهم وهذا ما يتفق مع نتائج دراسة (Guangrui et al., (2024

وفيما يتعلق بالفرض الخامس يُظهر القسم الثاني من الجدول (..) تأثير التفاعل بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين الماليين على أسعار الأسهم، ويتضح وجود علاقة ارتباط ايجابية ومعنوية بين دقة توقعات المحللين الماليين وأسعار الأسهم، حيث بلغ معامل الانحدار (٠,٠٧٩)، ومستوى المعنوية (٠,٠٤٠)، وهي أقل من (٠,٠٥)، مما يشير إلى ان دقة توقعات المحللين لها تأثير هام على أسعار الأسهم، وأن زيادة دقة توقعات المحللين يؤدي الى ارتفاع أسعار الأسهم، حيث تؤثر أي معلومات ينقلها المحللون على قرارات الاستثمار التي يتخذها المشاركون في السوق، وكلما زادت المعلومات الايجابية الواردة في تقارير المحللين، كلما زاد سعر سهم الشركة وهذا ما يتفق مع دراسات (Onipe (2021؛ Adabenege 2024؛ Huan Luo 2024). كما يلعب المحللين الماليين دوراً هاماً في الحد من عدم تماثل المعلومات الناتج عن التضليل البيئي وأن خفض عدم تماثل المعلومات يزيد من ثقة السوق في تقارير توقعات المحللين بالنسبة للأرباح والأسعار مما يدعم أسعار الأسهم، خاصة وان دقة توقعات المحللين مرتبطة بشكل إيجابي بأسعار الأسهم، وهذا ما يتفق مع نتائج دراسة (Pieter Ledeboer (2023

وبالتالي يمكن تفسير التأثير الإيجابي لدقة توقعات المحللين على أسعار الأسهم، في أن دقة توقعات المحللين تؤدي الى تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات، وتحسين شفافية المعلومات، ووفقاً لنظرية الإشارة، عندما تشير توقعات المحللين إلى مستقبل إيجابي للشركة، فإن هذا يشجع المستثمرين على استثمار أموالهم، مما يؤدي إلى ارتفاع سعر السهم، اما إذا تنبأت هذه التوقعات بفترة صعبة للشركة، فسوف يميل المستثمرون إلى بيع أسهمهم، مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم. وهذا يتفق مع نتائج دراسات (Yahaya 2021؛ Ikram & Abderrazak 2024)، التي اظهرت أن أسعار الأسهم تتأثر بشدة باتجاهات توقعات المحللين، واستنتجت وجود علاقة هامة بين خطأ توقعات المحللين وتقلبات أسعار الأسهم.

وتظهر النتائج أن تأثير التضليل البيئي على أسعار الأسهم كاد ان يتلاشى رغم انه مازال سلبياً ويكاد لا يذكر، حيث انخفض معامل الانحدار بشكل كبير ليبلغ (-٠,٠٠٢١) بعد ادخال تأثير التفاعل

(التضليل البيئي * دقة توقعات المحللين (Gw* FAccuracy)) مما يشير الى أن دقة توقعات المحللين تحد من أثر التضليل البيئي السلبي على أسعار الأسهم الذي كان في الأساس تأثير منخفض قبل ادخال المتغير التفاعلي، كما ان التأثير الإيجابي لدقة توقعات المحللين على أسعار الأسهم اقوى من التأثير السلبي للتضليل البيئي على أسعار الأسهم، مما ادى الى خفض تأثير التضليل البيئي السلبي، وهذا ما يؤكد وجود علاقة ارتباط ايجابية بين المتغير التفاعلي (Gw* FAccuracy) وأسعار الأسهم، حيث بلغ معامل انحدار (٠,٠٠٨٢)، وبالتالي فان دقة توقعات المحللين يمكنها الحد من التأثير السلبي للتضليل البيئي على أسعار الأسهم من خلال خفض عدم تماثل المعلومات، والذي يمثل السبب الرئيسي للتضليل البيئي، وهذا ما يتفق مع العديد من الدراسات التي تشير إلى أن دقة توقعات المحللين الماليين تخفض التضليل البيئي وتحد من السلوك الانتهازي والاحتياطي (Huan؛ Xu W. 2023) Luo 2024 Sun Z., et al., 2023 وبالتالي يتضح ان ادخال المتغير التفاعلي ادى الى خفض اثر التضليل البيئي على أسعار الأسهم حيث انخفض معامل الارتباط السالب بين التضليل البيئي وأسعار الأسهم وهذا يشير الى ان وجود المحللين عامل هام في الحد من التضليل البيئي بشكل فعال، مما يتفق مع دراسات (Liu et al. 2023؛ Dica et al., 2023) وبالتالي يمكن قبول الفرض الخامس.

ويمكن للباحث تفسير تلك النتيجة في الضغوط التي يمارسها المحللون الماليون على الشركات، وتؤدي الى الحد من ممارسات التضليل البيئي، مما يترتب عليه انخفاض وضعف التأثير السلبي للتضليل البيئي على أسعار الأسهم، وكذلك تأثر دوافع الشركات للإفصاح الطوعي عن التقارير في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة بتوقعات المحللين الماليين وبالتالي يمكن الحد من ممارسات التضليل البيئي عندما يزداد ضغط المحللين الماليين، وهذا ما يتفق مع دراسة (Xu W, (2023) ايضا، ووفقا لنظرية عدم تماثل المعلومات، تعتبر مشكلة التضليل البيئي في نهاية المطاف مشكلة عدم تماثل المعلومات، حيث يؤدي التضليل البيئي الى زيادة عدم تماثل المعلومات وخفض جودة الإفصاح عن المعلومات، كما يؤثر سلبا على الأداء المالي للشركات، وبالتالي يسعى المستثمرون الى بيع الأسهم، لتقليل الخسائر الناجمة عن الأداء المالي السلبي، مما يؤدي الى ردود فعل سلبية في أسعار الأسهم وهنا يلعب المحللون دورا في الحد من هذه الآثار، حيث يؤدي زيادة اهتمام المحللين الى خفض عدم تماثل المعلومات والحد من ممارسات واثار التضليل البيئي على أسعار الأسهم، وهذا ما يتفق مع دراسات Huan Luo (Xu W. 2023؛2024)

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية، بلغ معامل انحدار حجم الشركة (٠,٠٨٢)، (٠,٠٣٨)، قبل وبعد ادخال المتغير التفاعلي Gw* FAccuracy على التوالي، مما يشير لوجود علاقة ارتباط ايجابية معنوية بين حجم الشركة وأسعار الأسهم، لذلك يعتبر حجم الشركة عاملا هاما في الحد من التأثير السلبي للتضليل البيئي على أسعار الأسهم، ويرجع ذلك في تفسير الباحث الى ان الشركات كبيرة الحجم لديها حوافز كبيرة للحد من مخاوف المستثمرين من خلال خفض مستوى التضليل البيئي للحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات وزيادة الشفافية، فغالبا ما يُفترض أن حجم الشركة عامل يحد من التضليل البيئي وأثاره السلبية، وبالتالي جذب المزيد من المستثمرين مما ينعكس ايجابيا على أسعار الأسهم، أما بالنسبة للرافعة المالية، فتشير النتائج الى وجود علاقة سالبة ومعنوية بين الرافعة المالية وأسعار الأسهم، حيث بلغ معامل انحدار متغير الرافعة المالية (-٠,٠٤٣)، (-٠,٠٥٧)، قبل وبعد ادخال المتغير التفاعلي Gw* FAccuracy على التوالي، مما يشير الى وجود علاقة ارتباط سلبية معنوية بين الرافعة المالية وأسعار الأسهم، فكما ارتفعت درجة الرافعة المالية كلما زاد تعرض الشركة للمخاطر، مما ينعكس سلبا على أسعار الأسهم، كما، يُطلب من الشركات التي تعتمد على الديون الإفصاح عن مزيد من المعلومات عن أدائها البيئي والمالي ونظرا لانخفاض التمويل الكافي لتنفيذ الأداء البيئي فقد يتسبب هذا في زيادة احتمالية التضليل البيئي وهذا ما يتفق مع (محمدي، الطوخي،

٢٠٢٤، Marco et al., 2024) ويختلف مع نتائج دراسة (على، ٢٠٢٠)، والتي استنتجت وجود علاقة سالبة بين حجم الشركة وأسعار الأسهم، وموجبة بين الرافعة المالية وأسعار الأسهم.

٥|٦ النتائج والتوصيات والتوجيهات البحثية المقترحة.

فحصت الدراسة الحالية العلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين وانعكاسها على أسعار الأسهم، وفي ضوء ما أسفرت عنه الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي، يخلص الباحث الى مجموعة من النتائج والتوصيات، بالإضافة الى اقتراح بعض مجالات البحث، وذلك كما يلي:

١|٥|٦ النتائج

١- أن التضليل البيئي ظاهرة غامضة وحتى تعريفها غير متفق عليه ويعتبر شكل من أشكال الاتصال المضلل، ويمكن للشركات أن تمارس التضليل البيئي بطرق مختلفة وعلى مستويات مختلفة، ولذلك تمثل هذه الظاهرة تحدياً للمحللين الماليين، حيث تخلق الشركات انطباعاً خاطئاً وتضلل اصحاب المصالح بشأن أدائها الفعلي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة، وهناك العديد من الأسباب التي تدفع الشركات إلى الانخراط في التضليل البيئي، ولأن العديد من المستثمرين لا يتمتعون بالمعرفة المالية المهنية، فمن الصعب تحديد التضليل البيئي.

٢- انه من الصعب التحقق في تأثير التضليل البيئي في بيئة الاعمال المصرية الغامضة نسبياً، حيث لا يوجد معلومات عن الشركات المتهمه بالتضليل البيئي وان وجد فمن الصعب الحصول عليها، كما ان مصر من الاقتصاديات الناشئة، حيث لا تزال اللوائح البيئية في طور التطوير.

٣- يعتبر الإفصاح الطوعي والإفصاح الانتقائي من اهم اسباب ممارسة التضليل البيئي، وتتمثل اهم اثار التضليل البيئي في عدم تماثل المعلومات وعدم شفافية الإفصاح.

وفي ضوء الدراسة التطبيقية، يمكن إبراز النتائج التي توصل اليها الباحث على النحو التالي :

١- انخفاض مستوى الإفصاح عن المعلومات في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة بالشركات المصرية خلال فترة الدراسة نظراً لانخفاض ضغط اصحاب المصالح على الشركات للاضطلاع بمسئولتها الاجتماعية، وتشير تلك النتيجة إلى أن الشركات المصرية لم تدرك حتي الآن أهمية التوسع في الإفصاح عن هذه المعلومات مقارنة ببيئات الأعمال الأكثر تقدماً.

٢- اتضح من نتائج اختبار الفرض الاول: هناك علاقة سلبية معنوية ضعيفة بين التضليل البيئي في مجال في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة ESG ودقة توقعات المحللين الماليين FAccuracy وهو ما يمثل مؤشر على قيام الشركات المدرجة في البورصة المصرية بممارسة التضليل البيئي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة، كما اتضح هناك علاقة إيجابية ومعنوية بين حجم الشركة ودقة توقعات المحللين الماليين كما تبين وجود علاقة سلبية وغير معنوية بين الرافعة المالية ودقة توقعات المحللين الماليين، وعليه تم قبول الفرض الأول.

٣- اتضح من نتائج اختبار الفرض الثاني والثالث: هناك علاقة سلبية ومعنوية بين تغطية المحللين الماليين والتضليل البيئي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة كما اتضح أن هناك علاقة إيجابية ومعنوية بين تغطية المحللين الماليين ودقة توقعات المحللين الماليين وبالتالي ادى الاثر التفاعلي بين تغطية المحللين الماليين والتضليل البيئي الى خفض التأثير السلبي للتضليل البيئي على دقة توقعات المحللين الماليين، وعليه تم قبول الفرض الثاني والثالث.

٤- اتضح من نتائج اختبار الفرض الرابع والخامس: هناك علاقة سلبية ومعنوية بين التضليل البيئي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة وأسعار الأسهم ولكنها ضعيفة وتكاد لا تذكر، مما يشير الى عدم

وجود ارتباط ذي مغزى بين التضليل البيئي وأسعار الأسهم، مما يعني أنه لا توجد ردود أفعال واضحة للمستثمرين تجاه التضليل البيئي اما لعدم ادراكهم به او لعدم اهتمامهم بآثاره والتركيز على العوائد المالية وإهمال الجوانب البيئية والاجتماعية او احتمال افتقار المستثمرين إلى المعرفة أو الوعي اللازمين لمحاسبة الشركات على التضليل البيئي، او قد لا يكون للتضليل البيئي تأثير واضح ومباشر على تقارير الشركات، كما اتضح أن هناك علاقة إيجابية ومعنوية بين دقة توقعات المحللين الماليين وأسعار الأسهم، وبالتالي ادى التأثير التفاعلي بين دقة توقعات المحللين الماليين والتضليل البيئي الى تلاشى التأثير السلبي للتضليل البيئي على أسعار الأسهم، وتؤكد هذه النتائج على حقيقة مفادها أن دقة توقعات المحللين لها تأثير قوي على أسعار الأسهم، حيث تؤثر أي بيانات ينقلها المحللون على قرارات الاستثمار التي يتخذها المستثمرون، وعليه فيتم قبول الفرض الرابع والخامس.

٥- يتضح من نتائج التطبيق انخفاض تأثير التضليل البيئي على دقة توقعات المحللين الماليين وأسعار الأسهم وهذا يرجع في رأى الباحث الى عدم اهتمام اصحاب المصالح بمثل هذه القضايا وبالتالي عدم وجود ضغوط على الشركات، مما ادى الى عدم الاهتمام الكافي للشركات بقضايا البيئة والمجتمع والحوكمة، وبالتالي انخفاض مستوى الاداء والافصاح المتعلق بها، ومن ناحية اخرى عدم ادراك اصحاب المصالح من محللين ومستثمرين وغيرهم بممارسات التضليل البيئي، وتركيز اهتمامهم على العائد بغض النظر عن قيام الشركات بالتضليل البيئي، وهو ما يساعد على انخراط الشركات في سلوك التضليل البيئي.

٦- لم تتوصل النتائج الى تفاعل واضح للسوق تجاه التضليل البيئي وبالتالي، لا يمكن استنتاج أن التضليل البيئي أثر على أسعار الأسهم على الأقل في الاجل القصير، نظراً لأن المستثمرين لا يدركون الفرق بين التقارير المضللة بيئياً والتي لا تضلل بيئياً.

٧- تظهر النتائج أن الإفصاح والتوكيد الإلزامي للمعلومات في مجال ESG. وتغطية المحللين والإشراف الخارجي الفعال يمكنها الحد من ممارسات التضليل البيئي مما يؤدي الى زيادة دقة توقعات المحللين، وخفض الاثار السلبية على أسعار الأسهم، كما ينخفض التأثير السلبي للتضليل البيئي على دقة توقعات المحللين وأسعار الأسهم في الشركات كبيرة الحجم.

٢٠١٦ التوصيات:

في ضوء ما توصل اليه البحث من نتائج، توصي الدراسة بما يلي:

- ١- ينبغي تطوير دليل حوكمة الشركات الصادر عام ٢٠١٦ ليتضمن افصاحات تفصيلية عن التضليل البيئي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة.
- ٢- ينبغي على الجهات والمنظمات المعنية كهيئة سوق المال توعية الشركات واصحاب المصالح بمخاطر واثار التضليل البيئي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة، وضرورة اهتمام الجهات التنظيمية والرقابية كهيئة الرقابة المالية بضرورة تشديد الجانب الرقابي على الشركات، وزيادة الحوافز الممنوحة لهم وفرض عقوبات على الشركات المخالفة.
- ٣- العمل على إنشاء مؤسسات مستقلة (حكومية، خاصة)، ونظام معلومات بيئية رقابي ومنصات اعلامية تابعة له تُعنى باكتشاف والإعلام عن الشركات المنخرطة في ممارسات التضليل البيئي ونشر تقاريرها بشكل دوري، ومشاركة المحللين في هذا المجال.
- ٤- ينبغي وجود أجنحة دولية ومحلية لمكافحة التضليل البيئي في مجال ESG تعمل على تطوير المعايير المحاسبية المتعلقة بالإفصاح في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة للوصول الى إطار شامل ينظم عملية الإفصاح، مع التحول نحو الإفصاح والتوكيد الإلزامي، خاصة وان العديد من

- البورصات مازالت تناقش لوائح الإفصاح في مجال ESG كما في لجنة الأوراق المالية والبورصات في أمريكا كما تهتم المؤسسات العالمية بتحسين الإفصاح البيئي الإلزامي
- ٥- قيام البورصة المصرية بإدخال تعديلات جوهرية في مؤشر البيئة والحوكمة والمسؤولية الاجتماعية للشركات (مؤشر S&P EGX ESG) أو بناء مؤشر خاص يراعى ابعاد التضليل البيئي والاداء والإفصاح في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة
- ٦- ضرورة مطالبة الشركات بتوفير المزيد من المنصات عبر الإنترنت للمستثمرين والمحللين للتعبير عن آرائهم وتشجيع المستثمرين والمحللين على إجراء زيارات ميدانية منتظمة للشركات المدرجة للحد من التضليل البيئي والاجتماعي والحوكمة.
- ٧- يجب على المحللين الماليين تدعيم كفاءتهم المهنية والحصول على المعرفة المحاسبية الضرورية المتعلقة بإنتاج واستخدام المعلومات في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة، لضمان دقة وفعالية وموضوعية توقعاتهم، وإدراك أهمية التقييم الموضوعي لفعالية الإفصاح والتحقق من محتوياته وصدقه، وأن يتعاملوا مع الإفصاح في مجال ESG في تكوين توقعاتهم.
- ٨- على الهيئة العامة للرقابة المالية دراسة العوامل التي تقود الشركات للقيام بممارسات التضليل البيئي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة واتخاذ الاجراءات اللازمة نحو توجيه الشركات للحد منها، التركيز على الإفصاح في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة عن كذب لما لذلك من العديد من الآثار السلبية على دقة توقعات المحللين الماليين وبالتالي قرارات المستثمرين.

٦/٥/٣ أبحاث مستقبلية

- ١- أثر التحول الرقمي على العلاقة بين التضليل البيئي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة وخطر انهيار أسعار الأسهم بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية .
- ٢- قياس أثر التحول الرقمي على العلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين الماليين.
- ٣- أثر الإفصاح الإلزامي عن معلومات البيئة والمجتمع والحوكمة على جودة التقارير المالية وغير المالية وانعكاس ذلك على دقة توقعات المحللين الماليين.
- ٤- أثر توكيد تقارير الاستدامة على العلاقة بين التضليل البيئي في مجال ESG وإدارة الارباح وانعكاسها على ودقة توقعات المحللين، بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
- ٥- دراسة دور آليات الرقابة الداخلية والخارجية من حيث تأثيرها على العلاقة بين التضليل البيئي في مجال في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة ESG ودقة توقعات المحللين الماليين
- ٦- دراسة أثر الإفصاح الإلزامي في مجال البيئة والمجتمع والحوكمة ESG على طبيعة العلاقة بين إدارة الارباح ودقة توقعات المحللين الماليين.
- ٧- أثر حوكمة الشركات وفعالية أنظمة الرقابة الداخلية على العلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين، دراسة تطبيقية على الشركات المصرية المقيدة بالبورصة.
- ٨- أثر خصائص مجلس الإدارة على العلاقة بين التضليل البيئي والاداء المالي للشركات.
- ٩- أثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين التضليل البيئي ودقة توقعات المحللين، دراسة تطبيقية على الشركات المصرية المقيدة بالبورصة.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

١. أبو النيل، سميرة عباس (٢٠٢٤)، أثر الإفصاح عن ممارسات مكافحة الفساد على دقة توقعات المحللين الماليين وإدارة الأرباح – دراسة تطبيقية، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، قسم المحاسبة، كلية إدارة الأعمال بنها، المجلد ٣٨، العدد (١)، ١٥١ – ٢٢٢.
٢. احمد حامد محمود، عبير عبد الكريم، سيدة احمد، (٢٠٢٤)، الاثر التفاعلي بين خصائص لجنة المراجعة والإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية للشركات للحد من عدم تماثل المعلومات : دليل تطبيقي من البيئة المصرية، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية جامعة قناة السويس، المجلد (١٥)، العدد الاول، ص ٣٥ - ١١٠.
٣. الزكى، رحاب كمال، (٢٠٢٠)، قياس أثر جودة المراجعة على دقة تنبؤات المحللين الماليين بأسعار الأسهم في ظل التحول الرقمي للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مجلة الفكر المحاسبي، تجارة عين شمس، المجلد ٢٤، العدد ٢، ص، ٨١٦ - ٨٧٢.
٤. الصباغ، أحمد عبده، (٢٠٢٢)، أثر قابلية التقارير المالية للقراءة على دقة تنبؤات المحللين الماليين: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالمؤشر المصري لمسؤولية الشركات EGX 100، مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة جامعة طنطا، العدد الثاني، ٥٤٦ – ٦١٣.
٥. تامر محمود محمد صالح، (٢٠٢٢)، اثر جودتي المراجعة والارباح على أسعار الأسهم دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، تجارة الاسكندرية، المجلد السادس، العدد الاول، ص ٤٣٧ - ٤٩٦.
٦. فريد، حنان هارون، (٢٠١٦)، اثر الإفصاح المحاسبي عن المعلومات غير المالية للمسؤولية الاجتماعية والاستدامة علي دقة تنبؤات المحللين الماليين، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال- المجلد ٢ / العدد ٣، ص ٨ - ٢١.
٧. عبد الله، هدى محمد، (٢٠٢٤)، تفسير العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة وسياسات توزيعات الأرباح وانعكاس ذلك على مخاطر إنهيان أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية، كلية التجارة، جامعة السادات، المجلد السادس عشر، العدد الثاني، ٩٠ – ١٣٥.
٨. عبد الواحد، جيهان أحمد، (٢٠٢٢)، أثر الإفصاح المحاسبي لتقارير الأعمال المتكاملة على دقة تنبؤات المحللين الماليين – دراسة ميدانية"، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية التجارة – جامعة السويس.
٩. على، محمود أحمد، (٢٠٢٠)، أثر جودة المراجعة المدركة على أسعار الأسهم كمؤشر لقيمة الشركة – دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، العدد الثالث - المجلد الرابع، ١ - ٥٩.
١٠. عمرو حسين عبد البر، كريم مصطفى جوهر، وليد محمود محمد أحمد، (٢٠١٧)، أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في تقارير الشركات على أسعار أسهم الشركات المدرجة في البورصة المصرية دراسة تطبيقية، مجلة العلوم البيئية معهد الدراسات والبحوث البيئية – جامعة عين شمس، المجلد التاسع والثلاثون، الجزء الثالث، ص ٣٩٠ – ٣٨٩.

١١. عوض، محمد حمدين — عبد الناصر، محمد، (٢٠٢٣)، تأثير ممارسات إدارة الأرباح من خلال التبيوب الخاطئ لبنود قائمة الدخل على دقة تنبؤات المحللين الماليين وقيمة المنشأة: دراسة تطبيقية، المجلد الخامس، العدد الثالث، ١٨١-٢٨٨.
١٢. العيسوي، عبد الحميد محمود، (٢٠٢٣)، أثر ممارسات إدارة الأرباح من خلال إدارة عرض بنود قائمة التدفقات النقدية على دقة توقعات المحللين الماليين بأسعار الأسهم مع دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المصرية، مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية قسم المحاسبة والمراجعة ، كلية تجارة الاسكندرية، العدد الثاني — المجلد السابع، ٤٧ — ١١٤.
١٣. محمدي، سناء ماهر — الطوخي، هبة بشير، (٢٠٢٤)، تحليل العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة والإفصاح عن مخاطر الأمن السيبراني وأثره على أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية - العدد الاول- المجلد الثامن، ص: ٦٢-١.

ثانياً: المراجع باللغة الاجنبية

1. Alizadeh, L., Liscio, M. C., & Sospiro, P. (2024). The phenomenon of greenwashing in the fashion industry: A conceptual framework. *Sustainable Chemistry and Pharmacy*, 37, 101416. <https://doi.org/10.1016/j.scp.2023.101416>
2. Anna D'Ambrosio (2023), Greenwashing: Corporate Financial Performance Effects, Master Thesis, Politecnico Di Torino Department of Management and Production Engineering MSC in Management and Engineering, pp. 1-60.
3. Bae, J., Yang, X. and Kim, M.-I. (2021). ESG and stock price crash risk: Role of financial constraints, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 50(5): 556–581.
4. Bernini, F., Giuliani, M. & La Rosa, F. (2023). Measuring greenwashing : A systematic methodological literature review. *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 1–19. <https://doi.org/10.1111/beer.12631>
5. Cao Zhipeng, Liang Jiaping, & Li Shuting. (2023), Peer MD & A tone, information disclosure and analyst earnings forecast deviation. *Friends of the Accounting*, (11): 10-16.
6. Carolina Sverner, Andrea Minardi, Fernando Tassinari Moraes, (2023), The impact of ESG momentum in stock prices, *Brazilian Review of Finance, Sustainable Financing and Development*, Vol. 21, No. 1: 77–105
7. Célia Santos, Arnaldo Coelho, Beatriz Lopes Cancela, (2024), The impact of greenwashing on sustainability through green supply chain integration: the moderating role of information sharing, *Environment*,

-
-
- Development and Sustainability, <https://doi.org/10.1007/s10668-024-05009-2>
8. Chen, Y. (2025), Greenwashing and Audit Fees: Moderating Roles of Media Attention, Digitalization, and Cash Flow Volatility, *Journal of System and Management Sciences*, Vol. 15 No. 1, pp. 146-165
 9. Choi, M., & Hong, S. (2022). Another form of greenwashing: The effects of chaebol firms' corporate governance performance on the donations. *Sustainability*, 14(6).
 10. Dai, Y., Chao, Y., & Wang, L. (2021). The brain gain of CFOs in China: The case of analyst forecasts. *International Review of Financial Analysis*, 75, 101744. 200- 250.
 11. Dica Yulinar Sari; Windijarto, (2023), The Mitigating Factors of Greenwashing: A Systematic Literature Review, *JIMEA | Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi, dan Akuntansi)* Vol. 7 No. 3, pp. 1693-1704.
 12. Emanuele Teti, Leonardo L. Etro, Lorenzo Pausini (2024) Does greenwashing affect Company's stock Price? Evidence from Europe, *International Review of Financial Analysis*, Volume 93,
 13. European Securities and Markets Authority (ESMA). 2023. Progress Report on Greenwashing Response to the European Commission's request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies". ESMA30–1668416927-2498.
 14. Faccini and Skiadopoulos (2021). Dissecting Climate Risks: Are they Reflected in Stock Prices SSRN. [dx.doi.org/10.2139/ssrn.3795964](https://doi.org/10.2139/ssrn.3795964).
 15. Francesca Bernini, Fabio La Rosa, (2024), Research in the greenwashing field: concepts, theories, and potential impacts on economic and social value, *journal of Management and Governance*, 28: 405–444. <https://doi.org/10.1007/s10997-023-09686-5>
 16. Giuliana Birindelli, Helen Chiappini, Raja Nabeel-Ud-Din Jalal, (2024), Greenwashing, bank financial performance and the moderating role of gender diversity, *Research in International Business and Finance* 69, 102235, <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2024.102235>
 17. Guangrui Liu, Hao Qian, Yong Shi, Yu Zhang & Fengyuan Wu (2024): Does ESG report greenwashing increase stock price crash risk?, *China Journal of Accounting Studies*, 1-26.

18. He Dexu & Xia Fanshe (2024), Star analyst attention corporate investment behavior and company value. *Research in Financial Economics*, 1-14.
19. Hu X., Hua R., Liu Q., Wang, C., 2023. The green fog: Environmental rating disagreement and corporate greenwashing. *Pac. -Basin Financ. J.* 78, 101952 <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.101952>.
20. Huan Luo, (2024), The Impact of Analysts' Forecast Behavior on Companies, *Highlights in Business, Economics and Management*, Volume 40, pp. 267-273.
21. Ikram Benomar, Abderrazak El Hiri, (2024), Analyzing The Impact Of Analysts' Forecast Accuracy On Stock Returns: A Meta-Analytic Approach, *Journal of Namibian Studies*, 40: 592-606.
22. Jing Wei, (2023), Does the “Greenwashing” and “Brownwashing” of Corporate Environmental Information Affect the Analyst Forecast Accuracy?, *Sustainability*, 15, 11461, pp. 1 – 28.
23. Jinna Zhang, (2023), Greenwashing and Analyst Forecast Accuracy, Thesis of MRES Year 2, Macquarie University Business School Department of Applied Finance
24. Jose Elias Feres De Almeida, Dante Viana, JR, Devendra Kale, (2022), Disentangling the Association between ESG and Analysts' Forecasts, 22 USP International Conference in Accounting, Accounting in Favor for Sustainable Development, www.congressosp.fipecafi.org
25. Lee, M. T., & Raschke, R. L. (2023). Stakeholder legitimacy in firm greening and financial performance: What about greenwashing temptations? *Journal of Business Research*, 155, 113393. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2022.113393>
26. Li, W., Li, W., Seppänen, V., & Koivumäki, T. (2023). Effects of greenwashing on financial performance: Moderation through local environmental regulation and media coverage. *Business Strategy and the Environment*, 32, 820–841.
27. Liao, F., Sun, Y., & Xu, S. (2023). Financial report comment letters and greenwashing in environmental, social and governance disclosures: Evidence from China. *Energy Economics*, 107122. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2023.107122>
28. Lin, X., Zhu, H., & Meng, Y. (2023). ESG greenwashing and equity mispricing: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 58, 104606. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104606>

- 29.Liu, J.M.; Wang, C.F. (2021), Can investors Understand the Tone of Text Information? *Nankai Bus. Rev.*, 24, 105–117.
- 30.Liu, Y., Zhang, J., & Dai, Y. (2023). Analyst following and greenwashing decision , *Finance Research Letters*, 58. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023>.
- 31.Lu, Yingjun, and Indra Abeysekera. (2021). Do investors and analysts value strategic corporate social responsibility disclosures? Evidence from China. *Journal of International Financial Management & Accounting* 32: 147–81
- 32.Marco Ghitti, Gianfranco Gianfrate, Lorenza Palm, (2024), The agency of greenwashing, *Journal of Management and Governance*, 28:905–941 <https://doi.org/10.1007/s10997-023-09683-8>.
- 33.Maud Kornreich, (2022), How does greenwashing affect firm value? Empirical analysis from stock market reaction and companies' performance. Louvain School of Management, Université catholique de Louvain, Prom. : Thewissen, James
- 34.Naqvi S., Shahzad F., Rehman I., & Laique, U. (2021). Corporate social responsibility performance and information asymmetry: The moderating role of analyst coverage. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(6), 1549–1563.
- 35.Onipe Adabenege Yahaya, (2021), Analysts' Forecasts and Stock Prices in Nigeria, Yahaya. *IJAAF: Vol. 5 No. 2 spring 2021*.
- 36.Peng Yixuan, & Huang Zheng. (2023), Analyst research report on negative information content and stock price synchronization. *Modern Finance*, (10): 12-21.
- 37.Pieter Ledeboer, (2023), The effects of a company's greenwashing practices on stock liquidity & stock price volatility: Evidence from the S&P 500, Erasmus University, Erasmus School of Economics
- 38.Quine Yicheng (2024), CSR rating divergence and analyst earnings forecast behavior. *Finance and Economics Science*, 2024, (01): 47-62.
- 39.Roger, T. (2024). Do financial analysts care about ESG. *Finance Research Letters*, 63,. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2024.105289>
- 40.Salem, R. I. A., Ghazwani, M., Gerged, A. M., & Whittington, M. (2023). Anti-corruption disclosure quality and earnings management in the United Kingdom: the role of audit quality. **International Journal of Accounting & Information Management**.

- 41.Santos, C., Coelho, A., & Marques, A. (2023). A systematic literature review on greenwashing and its relationship to stakeholders: State of art and future research agenda. *Management Review Quarterly*, 1–25.
- 42.Sebastião Vieira de Freitas Netto, Marcos Felipe Falcão Sobral, Ana Regina Bezerra Ribeiro and Gleibson Robert da Luz (2020), Concepts and forms of greenwashing: a systematic review, de Freitas Netto et al. *Environ Sci Eur*, 32:19, <https://doi.org/10.1186/s12302-020-0300-3>
- 43.Sheehan N., Vaidyanathan G., Fox, K., & Klassen (2023). Making the invisible, visible: Overcoming barriers to ESG performance with an ESG mindset. *Business Horizons*, 66(2), 265–276.
- 44.Sun Z. Sun X. Wang W., & Wang W (2023) Digital transformation and greenwashing in environmental, social, and governance disclosure: Does investor attention matter? *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, 00, 1–22., pp. 1-23.
- 45.Talia Songur, (2024), The Financial Impact of Greenwashing: Insights from Fashion Companies, Master Thesis U.S.E., Sustainable Finance & Investments MSc, Utrecht University.
- 46.Tan Yong (2023), Effects of Greenwashing on Financial Performance in Malaysia, Bachelor of International Business (Honours), Universiti Tunku Abdul Rahman Faculty of Accountancy and Management Department of Business.
- 47.Tarjo Tarjo, Alexander A, Jamaliah Said, Eklamsia Sakti (2024), Environmental, Social, and Governance (ESG) Fraud: A bibliometric study and systematic literature review, *E3S Web of Conferences* **499**, 01002 (2024),pp. 1-13,
- 48.Tseng Tzu-Yun & Nien-Su Shih (2022). The Effects of CSR Report Mandatory Policy on Analyst Forecasts: Evidence from Taiwan. *Journal of Risk and Financial Management* 15: 256. <https://doi.org/10.3390/jrfm15060256>
- 49.Venkatesh Kumar, R., and C. Suresh.(2024), “A Study on Corporate Greenwashing on Manufacturing of Lithium Batteries of Electric Vehicle (EV).” *Shanlax International Journal of Arts, Science and Humanities*, vol. 11, no. S3, pp. 10–13.
- 50.Wei Li, Weining Li, Veikko Seppänen, Timo Koivumäki (2023), Effects of greenwashing on financial performance: Moderation through local environmental regulation and media coverage, *Business Strategy and environment*;32:820–841

51. Wu Y., Zhang & Xie J. (2020). Bad greenwashing good greenwashing: Corporate social responsibility and information transparency, *Management Science* 66(7), 3095–3112.
52. Xiangqiang Liu, Jiajie Dai, Xiaohong Dong, Jia Liu, (2024), ESG rating disagreement and analyst forecast quality, *International Review of Financial Analysis*, Volume 95, Part B
53. Xie, J., Chen, L., Liu, Y., & Wang, S. (2023). Does Fintech inhibit corporate greenwashing behavior?-Evidence from China. *Finance Research Letters*, 55, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104002>
54. Xin Gao (2024), The Interaction Between Greenwashing and Chinese ESG Investors: Analyzing from the Perspectives of Credibility and Investment Decision-making, *Proceedings of the 3rd International Conference on Business & Policy Studies*, 129- 134.
55. Xu W, Li M, Xu S (2023) Unveiling the “Veil” of information disclosure: Sustainability reporting greenwashing and shared value. *PLoS ONE* 18(1): <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0279904>
56. Yahaya F. (2021). Compressive informed (semi-) nonnegative matrix factorization methods for incomplete and large-scale data: with application to mobile crowd-sensing data. *Université du Littoral Côte d'Opale*
57. Yuan George and Joey Wenling, Junru Zhang, Millicent Chang, (2022), Analyst forecast quality and corporate social responsibility: the mediation effect of corporate governance, *Meditari Accountancy Research*, © Emerald Publishing Limited. 1- 31.
58. Yue J., & Li Y. (2023). Media attention & corporate greenwashing behavior: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 55.
59. Yuxi W, Fangjia Hu, Yunyun Wang, (2024), Analyst coverage and greenwashing: Evidence from Chinese A-Share listed corporations, *International Review of Economics and Finance*, **94**, pp. 1-14.
60. Zhang, G. (2023). Regulatory-driven corporate greenwashing: Evidence from “low-carbon city” pilot policy in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 78.
61. Zhi Y., Thi Nguyen, Nam Nguyen, Thi Nga, Thi Thanh CAO (2020). Greenwashing Behaviours: Causes, Taxonomy and Consequences Based on A Systematic Literature Review, *Journal of Business Economics and Management*, Volume 21 Issue 5: 1486–1507

Analyzing of the Relationship between Greenwashing in environmental, social, and governance disclosure and Analysts' Forecasts Accuracy and its Reflection on Stock Prices: An Applied Study on Companies Listed in the Egyptian Stock Exchange.

Abstract:

Purpose: To investigate the relationship between environmental, social and governance (ESG) greenwashing and Analyst Forecasts Accuracy, and its reflection on Stock Prices, and examine the mediating role played by analyst coverage in that relationship, by applying to companies listed on the Egyptian Stock Exchange.

Design and methodology: The study relied on the multiple regression analysis method for sample of (21) companies listed on the Egyptian Exchange (105 views), during the period (2019-2023), for the purpose of testing study hypotheses by using the (SPSS) statistical analysis program.

Findings and recommendations: The study reached to the existence of a weak inverse correlation between environmental, social and governance (ESG) greenwashing and both, Analyst Forecasts Accuracy and Stock Prices, In the same context, the results showed positive correlation between Analyst Forecasts Accuracy and Stock Prices, also showed a statistically significant relationship between ESG greenwashing and Analyst Forecasts Accuracy on Stock Prices, Moreover, the results revealed that the analysts' coverage have a mediating effect, and can mitigates the negative impact of ESG greenwashing on Analyst Forecasts Accuracy and Stock Prices, **Based on** the results, the study proposes practicable recommendations for preventing the ESG greenwashing behaviour, **and** recommend to work on applying mandatory (ESG) disclosure, and the professional bodies and organizations responsible to issue an accounting standard that regulates (ESG) disclosure, to mitigate effects of greenwashing.

Originality/value – To the researcher' knowledge, this study is the first in the Egyptian business environment to investigate the effect of (ESG) greenwashing on Analyst Forecasts Accuracy, and its reflection on Stock Prices, and to reveal that the strength of this effect varies depending on analysts' coverage level, Moreover, the practical implication of study reveal in addressing the need for effective regulation and legal enforcement, not only to improve mandatory (ESG) disclosure but also to develop an audit process of such disclosure

Keywords: ESG Greenwashing, Analyst Forecasts Accuracy, Stock Prices, Analyst coverage.