

## أثر الخصائص التشغيلية للشركة علي قرار إعادة شراء أسهمها وانعكاس ذلك على الأداء المالي: دراسة تطبيقية علي الشركات المقيدة بالبورصة المصرية د/ سناء ماهر مجدي مسعود (\*)

### ملخص البحث

**هدف البحث:** دراسة أثر الخصائص التشغيلية للشركة علي قرار إعادة شراء أسهمها وانعكاس ذلك على الأداء المالي وذلك بالتطبيق علي الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

**التصميم والمنهجية:** اعتمدت الدراسة علي مدخل تحليل المحتوي في فحص التقارير السنوية لعينة مكونة من (49) شركة مقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة من عام (2011) حتى عام (2020)، لاختبار فروض البحث، وذلك باستخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية.

**النتائج والتوصيات:** تشير نتائج هذا البحث إلي وجود علاقة ارتباط معنوية إيجابية بين بعض الخصائص التشغيلية للشركة والتي تتمثل في حجم الشركة وربحية الشركة والتدفقات النقدية الحرة وبين قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، بينما توجد علاقة ارتباط معنوية سلبية لبعض الخصائص التشغيلية للشركة والتي تتمثل في تركيز الملكية ودرجة الرفع المالي وبين قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، في حين توجد علاقة ارتباط معنوية إيجابية بين قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها والأداء المالي. **واستناداً إلي ذلك توصي الباحثة** بضرورة قيام لجنة المعايير المهنية الدائمة بجمعية المحاسبين والمراجعين المصرية المسؤولة عن إصدار معايير المحاسبة بتطوير شكل ومحتوي الإفصاح المحاسبي عن عمليات إعادة شراء الأسهم، بحيث تلزم الشركات بالإفصاح عن الآثار المحاسبية الناتجة عن تنفيذ تلك العمليات أو عدم التزامها بخطة إعادة الشراء أو تنفيذها بشكل مخالف للخطة المعلن عنها سابقاً على المؤشرات المالية، مما يساعد مستخدمي التقارير المالية علي معرفة الوضع الحقيقي للأداء المالي للشركات.

**الأصالة والإضافة:** تقدم هذه الدراسة مساهمة وإضافة للأدب المحاسبي في هذا المجال من خلال تحليلها لأهم الخصائص التشغيلية التي تؤثر علي قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، وتحليلها بشكل متكامل للعلاقة بين قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها والأداء المالي في بيئة الأعمال المصرية، كمثال لاقتصاديات الدول الناشئة.

**الكلمات المفتاحية:** الخصائص التشغيلية - قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها - الأداء المالي.

(\*) مدرس بقسم المحاسبة بكلية التجارة - جامعة بنها sanaamaher13@yahoo.com

## **The Impact of Operational Characteristics of The Company on Share Repurchases Decision and its Reflection on Financial Performance: An Empirical Study on Companies listed in the Egyptian Stock Exchange**

### **Abstract:**

**Research objective:** Studying The Impact of Operational Characteristics of The Company on Share Repurchases Decision and its Reflection on Financial Performance, applying that on companies listed in the Egyptian Stock Exchange.

**Research Methodology:** The study is based on the content analysis approach in annual reports examination for a sample of (49) listed companies in the Egyptian Stock Exchange during the period from (2011) to (2020), to test the research hypotheses using a set of statistical methods.

**Results and Recommendations:** The results of this research indicate that there is a positive significant correlation between some of Operational Characteristics of The Company represented in size of the company, profitability of the company, and free cash flows, and the company decision to Share Repurchases, While there is a negative correlation for some of operational characteristics of the company, which is represented in the concentration of ownership and the degree of financial leverage, and the company decision to Share Repurchases, While there is a positive significant correlation between the company decision to Share Repurchases and financial performance. And Based on that, the researcher recommends, that It is necessary that the permanent professional standards committee of The Egyptian Society of Accountants and Auditors, which is responsible for issuing accounting standards, to develop the form and content of the accounting disclosure for share repurchases, So that companies are required to disclose the accounting effects resulting from: the implementation of these operations, their failure to comply with the repurchase plan or implement it in violation of the previously announced plan on the financial indicators, this will help users of financial reports to know the real situation of the financial performance of companies.

**Originality and Addition:** This study presents contribution and addition to the accounting literature in this field through its analysis of the most important operational characteristics that affect the company decision to share repurchases, and its integrated analysis of the relationship between the company decision to share repurchases and financial performance in the Egyptian business environment, as an example of the economies of emerging countries.

**Key words:** Operational Characteristics, share repurchases, Financial Performance.

## 1- الإطار العام للبحث:

### 1/1 المقدمة:

تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بموضوع إعادة شراء الشركات لأسهمها Share Repurchase or Buybacks، ويطلق علي الأسهم التي يعاد شرائها بأسهم الخزينة Treasury Stocks، فمنذ أول الثمانينات وحتى الآن انتشرت عمليات إعادة شراء الأسهم بشكل كبير في مختلف أسواق دول العالم، خاصة بعد أن خففت الولايات المتحدة الأمريكية عام 1982 من الشروط والضوابط لإتمام عمليات إعادة شراء الأسهم، ويتبعها في ذلك كل من المملكة المتحدة، كندا، اليابان، وألمانيا، كما انتشرت في العديد من الدول النامية ومنها مصر، وبالتالي أصبحت عمليات إعادة شراء الأسهم ظاهرة عالمية (حفيضة، 2018)، وزاد انتشار هذه الظاهرة بصورة كبيرة في مصر منذ مارس 2020 كرد فعل على الاضطرابات المالية العالمية التي سببها انتشار فيروس كورونا (كوفيد- 19). ومع هبوط المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية (EGX30) لأدني مستوي له منذ ثلاث سنوات ونصف، وتسجيله خسائر يومية غير مسبوقه منذ عام 2012، سارعت العديد من الشركات المسجلة بالبورصة المصرية إلي القيام بإعادة شراء أسهمها وذلك لدعم أسهمها في ظل تراجعها بشكل كبير بسبب التداعيات السلبية من انتشار الفيروس، ودعم تعزيز ذلك التوجه إصدار الهيئة العامة للرقابة المالية قرارات استثنائية تبسط إجراءات شراء أسهم الخزينة من خلال إلغاء إلزام الشركات بالإخطار المسبق والتي كانت مقرره بثلاثة أيام عمل على الأقل قبل الموعد المقترح للتنفيذ، إضافة إلي السماح للشركات بإخطار البورصة في ذات اليوم المقترح لإتمام عملية شراء أسهم الخزينة من السوق المفتوح، وذلك لمواجهة تداعيات فيروس كورونا ولحماية سوق الأوراق المالية المصري والحفاظ على حقوق المتعاملين فيه (<https://www.febgate.com>)، وبالتالي أصبحت عمليات إعادة شراء الأسهم بالنسبة للسوق المصري إجراء تصحيحي جديد نسبياً لمواجهة الأزمات المالية التي تؤدي إلي هبوط حاد في أسعار الأسهم.

وقد أشارت العديد من الدراسات السابقة (Varma et al., 2018; Pirgaip & Karacaer, 2017; Abdou & Gupta, 2019; Janssen, 2021) إلي أن هناك العديد من الدوافع التي تفسر سبب قيام الشركات بإعادة شراء أسهمها ومن أهمها : توزيع فائض النقدية على المساهمين للحد من مشاكل الوكالة، تحسين هيكل رأس المال للوصول إلي هيكل رأس المال الأمثل، إرسال إشارة إلي المستثمرين في السوق بأن أسهم الشركة تتداول بأقل من قيمتها الحقيقية

مما يعمل على تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين ويساعد على ارتفاع أسعار أسهم الشركة، مكافئة العاملين بالشركة، تجنب الشركة من الاستحواذ عليها، تحسين بعض النسب المالية الخاصة بالشركة، كما أشارت دراسة (Aris,2020) إلي أن إعادة شراء الشركة لأسهمها يترتب عليه انخفاض عدد الأسهم القائمة في السوق مما يؤدي إلي ارتفاع كل من ربحية السهم ونصيب السهم من التوزيعات النقدية.

ونظراً لتأثير عمليات إعادة شراء الأسهم على أسعار الأسهم وأحجام تداولها في سوق المال وانعكاسها على قيمة الشركة وأدائها المالي، فقد حاولت أدبيات الفكر المحاسبي (Andriosopoulos & Hoque, 2013; Abraham et al.,2018; Chasiotis,2021) تحليل المحددات التي تؤثر علي قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها، ومن أهم هذه المحددات الخصائص التشغيلية للشركة لأنها تؤثر علي درجة حرية الشركة في الاختيار بين البدائل المحاسبية. وعلي ذلك تتضح أهمية البحث الحالي من خلال التعرف علي أثر الخصائص التشغيلية للشركة علي قرار إعادة شراء أسهمها وانعكاس ذلك على الأداء المالي في بيئة الأعمال المصرية.

## 2/1 مشكلة البحث:

يُعد توجيه مصادر أموال الشركة إلي الاستخدام الأمثل لها عاملاً رئيسياً لتحقيق أهدافها وتعظيم قيمتها السوقية، كما أن بقاء أي شركة واستمرارها يقاس بكفاءة أدائها بصفة عامة والأداء المالي لها بصفة خاصة، لذلك يجب على إدارة الشركة أن تسعى دائماً لاختيار أفضل البدائل المتاحة لاستخدامات الأموال (حفيضة، 2018)، وتُعد عمليات إعادة شراء الأسهم إحدى أدوات إدارة رؤوس الأموال وأداة إستراتيجية مهمة من أدوات السياسة المالية في الشركة، فهي تمثل إحدى أنواع التوزيعات التي يمكن أن تستخدمها الشركة لدفع فائض النقدية إلى المساهمين في حالة وجود فائض نقدي في الشركة ولا يتوافر أمامها فرص لاستثماره، بالإضافة إلي أنها تعتبر مؤشراً هاماً لجمهور المستثمرين الحاليين والمرقبين للتعرف على كفاءة الأداء المالي بالشركة، وفي ذات السياق إشارة العديد من الدراسات (Oliver & Moffeit, 2000; Li & Hwang, 2011; Gupta,2016) إلي أن عمليات إعادة شراء الأسهم تساعد على تحقيق المرونة المالية للشركة من خلال إمكانية إجراء تعديلات جوهرية في هيكل رأس المال الشركة، إمكانية تصحيح

أسعار أسهم الشركة في حالة انخفاضها عن قيمتها الحقيقية، بالإضافة إلي إمكانية زيادة سيولة أسهم الشركة، وهو ما يؤدي إلي تعظيم قيمة الشركة وتحسين أدائها المالي.

وعلي الرغم من وجود العديد من الأسباب والمزايا التي تدفع الشركات بإعادة شراء أسهمها، إلا أن هذه العمليات قد تعرضت للانتقادات بسبب قيام الشركات بإنفاق الأموال بطريقة غير فعالة في تمويل عمليات إعادة شراء الأسهم بدلا من توجيهها إلي البحوث والتطوير وزيادة حجم التوظيف بالشركة، أو تحويل هذه الأموال إلي الأرباح المحتجزة لإعادة استثمارها في مشروعات استثمارية تساعد على نمو الشركة في الأجل الطويل (Lazonick, 2014; Almeida et al., 2016)، بالإضافة إلي ذلك قد تستغل إدارات الشركات المعلومات المتاحة لديها وغير متاحة للجمهور لتحقيق مكاسب غير عادية لتعظيم مصالحها على حساب المستثمرين في السوق من ناحية، وإخفاء جوانب الضعف في أداء هذه الإدارات من ناحية أخرى، من خلال محاولة استخدام عمليات إعادة شراء الأسهم لتجميل النسب المالية وإعطاء إشارات إيجابية عن أدائها بما يخالف الواقع الحالي للشركة (مطاوع، 2012)، ونتيجة لهذه الانتقادات أصبحت إعادة شراء الأسهم مصدر قلق لبعض الأفراد مثل المحللين الماليين وحملة الأسهم والسلطات التنظيمية والمستثمرين (Aris et al., 2020).

وقد اهتمت الدراسات السابقة بتحليل وتفسير اثر الخصائص التشغيلية على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وقد توصلت هذه الدراسات إلي نتائج متباينة، فتوصلت دراسة (Lee & Suh, 2011; Abraham et al., 2018; Aris et al., 2020) إلي وجود علاقة إيجابية وذات دلالة معنوية بين كل من حجم الشركة والربحية والتدفقات النقدية والأرباح المحتجزة وبين عمليات إعادة شراء الأسهم، بينما توصلت دراسة كل من (Lee & Alam, 2004; Andriosopoulos & Hoque, 2013; Chasiotis, 2021) إلي وجود علاقة سلبية وذات دلالة معنوية بين كل من فرص النمو وتركز الملكية والرفع المالي والعائد على السهم وبين عمليات إعادة شراء الأسهم، في حين توصلت دراسة (Teng & Hachiya, 2013) إلي أن الرافعة المالية لم يكن لها تأثير علي عمليات إعادة شراء الأسهم.

ومن ناحية أخرى يوجد تباين في نتائج الدراسات السابقة التي اهتمت بتحليل أثر قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها علي الأداء المالي، حيث توصلت دراسة كل من (Oliver & Moffeit, 2000; Caster et al., 2006; Punwosi & Brijlal, 2016; Gupta, 2016; Chong et al., 2015; Li et al., 2019; Janssen, 2021) إلي وجود علاقة إيجابية بين

المتغيرين حيث يترتب علي عمليات إعادة شراء الأسهم العديد من الآثار الإيجابية بالنسبة للوضع المالي للشركة، وهو ما ينعكس علي تحسين العديد من النسب المالية الخاصة بالشركة، بينما توصلت دراسة كل من (Lee & Alam, 2004; Miller & Prondzinski, 2017) إلي وجود علاقة سلبية بين عمليات إعادة شراء الأسهم والأداء المالي، في حين وجدت دراسة (Albaity & Said, 2016) أن عمليات إعادة شراء الأسهم لا تؤثر من قريب أو بعيد على القوة الإيرادية للشركة، حيث إنه من المتوقع أن يؤدي انخفاض عدد الأسهم القائمة إلي ارتفاع ربحية السهم بافتراض ثبات الأرباح بعد إعادة الشراء.

ونظراً لعدم اتفاق الأدبيات المحاسبية على تحديد أثر الخصائص التشغيلية للشركة على قرار إعادة شراء أسهمها وانعكاس ذلك على الأداء المالي، بالإضافة إلى ندرة الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع في البيئة المصرية وبالتطبيق على الشركات المسجلة في البورصة المصرية - في حدود علم الباحثة- كما أن معظم الدراسات تمت في بيئات متقدمة.

**وفي ضوء ذلك يمكن صياغة مشكلة البحث في الإجابة على التساؤلات التالية:**

- ما هو أثر الخصائص التشغيلية للشركة علي قرار إعادة شراء أسهمها في بيئة الأعمال المصرية؟
- ما هي الانعكاسات المحاسبية لإعادة شراء الشركة لأسهمها علي الأداء المالي للشركات المسجلة في البورصة المصرية؟

### **3/1 أهداف البحث:**

يتمثل الهدف الرئيسي للبحث في تحليل أثر الخصائص التشغيلية للشركة علي قرار إعادة شراء أسهمها وانعكاس ذلك على الأداء المالي للشركات المسجلة بالبورصة المصرية، وينبثق عن هذا الهدف الأهداف الفرعية التالية:

- تحديد مدي تأثير الخصائص التشغيلية للشركة علي قرار إعادة شراء أسهمها.
- تحليل الانعكاسات المحاسبية لعمليات إعادة شراء الشركة لأسهمها علي الأداء المالي للشركات.

#### 4/1 أهمية البحث:

يستمد البحث أهميته من أهمية الموضوع الذي يتناوله، ومن ثم تتمثل أهمية البحث في:

##### أولاً: الأهمية العلمية:

- تزايد انتشار عمليات إعادة شراء الأسهم في مختلف أسواق دول العالم خاصة بعد الاضطرابات المالية العالمية التي سببها انتشار فيروس كورونا (كوفيد-19)، نظراً لاعتبارها أحد الأدوات التي تستخدم لمواجهة الأزمات المالية التي تتعرض لها الأسواق المالية للمحافظة علي استقرار هذه الأسواق والحد من انهيار أسعار أسهم الشركات بتلك الأسواق، بالإضافة إلي أنها أداة مهمة من أدوات الهندسة المالية تساعد الشركات في تحقيق العديد من الأهداف الخاصة بها.
- تُعد الدراسة الحالية امتداد للأدبيات المحاسبية والتمويلية التي تناولت مجال عمليات إعادة شراء الأسهم، وذلك بالتركيز على دراسة العلاقة بين الخصائص التشغيلية للشركة وعمليات إعادة شراء الأسهم وأثر ذلك على الأداء المالي للشركات المسجلة بالبورصة المصرية، وهو ما قد يتسم بالندرة في الدراسات المحاسبية التطبيقية في البيئة المصرية في حدود علم الباحثة.

##### ثانياً: الأهمية العملية:

- تحاول الدراسة الحالية تقديم دليلاً عملياً من بيئة الأعمال المصرية علي أهم الخصائص التشغيلية التي تؤثر علي قرار الشركات بإعادة شراء أسهمها ومدى انعكاس ذلك على الأداء المالي للشركات المسجلة في البورصة المصرية، وذلك من خلال بناء نموذجين متعددة المتغيرات تمثل فروض الدراسة، الأول لاختبار أثر الخصائص التشغيلية للشركة علي قرار إعادة شراء أسهمها، والثاني لقياس أثر قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها علي الأداء المالي، من خلال إدخال متغيرات جديدة إلى النماذج التي سبق وقدمتها الدراسات السابقة مما يعكس مؤشرات جديدة ذات دلالة إحصائية في تفسير العلاقة التأثيرية بين المتغيرات البحثية المقترحة بالدراسة.
- نتائج الدراسة الحالية قد توفر معلومات هامة من شأنها مساعدة الجهات الرقابية والتنظيمية بأسواق رأس المال في إعادة النظر في الضوابط والتعليمات المنظمة لعمليات إعادة شراء الأسهم للحد من أثارها السلبية، كما تساعد الشركات علي اتخاذ القرارات الرشيدة بشأن إعادة شراء أسهمها، كما تساعد نتائج هذه الدراسة في دعم وترشيد قرارات المستثمرين

والمساهمين في اتخاذ قرار شراء أو بيع الأسهم عندما تعلن الشركة عن إعادة شراء أسهمها.

### 5/1 منهج البحث:

اعتمدت الباحثة على المنهج الاستقرائي في مراجعة الأدب المحاسبي المتعلق بموضوع البحث بهدف الاستفادة منها في صياغة الإطار النظري، والمنهج الاستنباطي لاستكشاف وتفسير أثر الخصائص التشغيلية للشركة علي قرار إعادة شراء أسهمها وانعكاس ذلك علي الأداء المالي . كما قامت الباحثة بدراسة تطبيقية باستخدام أسلوب تحليل المحتوى في فحص التقارير السنوية لعينة من الشركات المسجلة في البورصة المصرية وذلك خلال الفترة من عام (2011) حتى عام (2020)، بغرض تطوير نماذج لقياس هذه العلاقات واختبار فروض البحث، وقد تم استخدام مصفوفة الارتباط ونموذج الانحدار في تفسير نتائج الدراسة التطبيقية.

### 6/1 حدود البحث:

- لم يتناول البحث أثر الخصائص التشغيلية الأخرى ( مثل: عمر الشركة، نوع الصناعة، معدل نمو المبيعات، حجم مكتب المراجعة، التسجيل في البورصات الأجنبية) علي قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها.
- لم يتناول البحث بعض مؤشرات قياس الأداء المالي (مثل: نسبة سعر السهم إلي ربحيته (P/E)، نسبة القيمة السوقية إلي القيمة الدفترية (M/B)، قيمة الشركة (Tobin's Q))، حيث اقتصر البحث علي استخدام معدل العائد علي الأصول (ROA)، ومعدل العائد علي حقوق الملكية (ROE)، ربحية السهم الواحد (EPS).
- لم يتناول البحث قياس التأثيرات المحاسبية لقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها علي بعض الجوانب المحاسبية والمالية الأخرى ( مثل: الأداء التشغيلي للشركات، جودة الأرباح، تجنب الضريبي، كفاءة القرارات الاستثمارية) إلا بالقدر الذي يخدم البحث.

### 7/1 خطة البحث:

- تم تقسيم الجزء المتبقي من البحث كما يلي:
- 2- عمليات إعادة شراء الأسهم في الفكر المحاسبي.
  - 3- الانعكاسات المحاسبية لإعادة شراء الشركة لأسهمها علي الأداء المالي.



4- الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث.

5- الدراسة التطبيقية.

6- النتائج والتوصيات ومجالات البحث المستقبلية.

2- عمليات إعادة شراء الأسهم في الفكر المحاسبي:

يُعد قرار إعادة شراء الأسهم من القرارات المالية الهامة بالشركة، نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولانعكاسها على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وهي تمثل إحدى أنواع التوزيعات التي يمكن أن تستخدمها الشركة لدفع فائض النقدية إلى المساهمين وذلك بشراء جزء من أسهم رأس مال الشركة، فضلاً على أنها تعتبر مؤشراً هاماً لجمهور المستثمرين الحاليين والمرتقبين للتعرف على كفاءة الأداء المالي بالشركة، ويمكن للباحثة إلقاء الضوء على عمليات إعادة شراء الأسهم من المنظور المحاسبي من خلال العناصر التالية:

1/2 مفهوم إعادة شراء الشركة لأسهمها:

يطلق على الأسهم التي يتم إعادة شرائها بواسطة الشركة (Share Repurchases or Buybacks) بأسهم الخزينة، وقد ظهرت العديد من التعريفات لإعادة شراء الشركة لأسهمها (أسهم الخزينة)، حيث عرفتھا دراسة (Peyer & Vermaelem, 2009) بأنها "عقد بيع بين الشركة وحاملي الأسهم تحصل الشركة بموجبه على الأسهم المباعة بسعرها في السوق، وبعد انتهاء عملية البيع تنتقطع صلة المساهم بالشركة بشكل نهائي". وعرفتھا دراسة (Varma et al., 2018) بأنها "قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها المصدرة من السوق لإعادة هيكلة هيكل رأس مالها أو لإعادة الأموال الزائدة إلى المساهمين، وينتج عنها انخفاض في عدد الأسهم المعروضة في السوق مما يؤدي إلى تحسين ربحية السهم". كما عرفتھا دراسة (Abdou & Gupta, 2019) بأنها "قيام الشركة بشراء أسهمها التي سبق إصدارها وبالتالي الحد من عدد الأسهم المتداولة في السوق وهذه الأسهم لا يحق لها الحصول على توزيعات ولا التصويت في الجمعية العمومية خلال فترة ملكية الشركة المصدرة لها". وعرفتھا هيئة سوق المال بأنها "أسهم الشركة التي تم إصدارها ثم أعيد شرائها مرة أخرى من قبل الشركة والاحتفاظ بها دون إعدامها" (هيئة سوق المال، 2007)، كما عرفتھا المعيار المحاسبي المصري رقم (25) المعدل عام 2019 بعنوان الأدوات المالية: العرض بأنها "أسهم رأس مال المنشأة والتي تحتفظ بها المنشأة ذاتها أو التي تحتفظ بها الشركات الشقيقة أو التابعة" (معايير المحاسبة المصرية المعدلة، 2019). كما

عرفتها دراسة (Janssen, 2021) بأنها "قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها من السوق، ويمكن النظر إلى هذه العملية وكأن الشركة تستثمر في نفسها، حيث تقوم الشركة باستخدام الأموال الفائضة لشراء أسهمها، وكأن الشركة تعطي انطباعاً بأنها لم تجد فرصة استثمارية أفضل من الاستثمار في أسهمها". كما عرفتها دراسة (حبيبة، 2021) بأنها "عملية قيام الشركات بإعادة شراء أسهمها المصدرة من سوق الأوراق المالية، أو من المساهمين بصورة مباشرة، والاحتفاظ بها كأسهم خزينة لمدة محددة، بسبب ظهور بعض الأسباب التي تدفع الشركة لهذه العملية أو لتحقيق غرض معين من الشراء".

**ومما سبق تخلص الباحثة أن علمية إعادة شراء الأسهم هي عبارة عن معاملة تقوم بموجبها الشركة بإعادة شراء أسهمها التي سبق إصدارها من خلال سوق الأوراق المالية أو من المساهمين بصورة مباشرة، وذلك عند انخفاض ثمن أسهمها في السوق، أو لتخفيض عدد الأسهم القائمة في السوق، مما يؤدي إلى ارتفاع ربحية السهم وهو ما ينعكس على رفع القيمة السوقية للأسهم المتبقية، وتحتفظ الشركة بهذه الأسهم كأسهم خزينة لمدة محددة، ويحق لها إعادة إصدارها أو إلغائها وفقاً لشروط محددة، بينما لا يكون لهذه الأسهم حق في الحصول على توزيعات نقدية أو حق في التصويت في الجمعية العمومية خلال مدة ملكية الشركة لها، وقد تقوم الشركة بإعادة شراء أسهمها لتحقيق هدف معين من الشراء أو لظهور أسباب تدفعها للقيام بهذه العملية.**

## 2/2 طرق إعادة شراء الشركة لأسهمها:

تتعدد طرق إعادة شراء الشركة لأسهمها ومن أهمها ما يلي (حبيبة، 2021؛ فراج، 2014; Janssen, 2021; Lailiyah et al., 2020; Jena et al., 2020):

- **إعادة الشراء من السوق المفتوح Open Market:** في هذه الطريقة تتجه الشركة لشراء أسهمها مباشرة من سوق الأوراق المالية، حيث يتم شراء السهم بسعر السوق الحالي، ويؤدي إعلان الشركة عن نيتها بإعادة الشراء إلى إعطاء إشارة إيجابية بارتفاع أسعار أسهم تلك الشركة في السوق.
- **إعادة الشراء عن طريق المناقصة المحدودة (عروض العطاء) Tender Offers:** وفقاً لهذه الطريقة تقدم الشركة عرضاً تعلن فيه عن رغبتها في شراء عدد معين من أسهمها في نطاق سعري محدد، وعادة ما يكون هذا السعر أعلى من السعر السوقي للسهم، كما تحدد الفترة الزمنية لتنفيذ عملية إعادة الشراء، وبناءً على هذا العرض يقوم المساهمون الراغبون في البيع بتقديم عروضهم محددين عدد الأسهم التي يرغبون ببيعها، وسعر البيع المناسب لهم، وبعد

انتهاء مدة العرض تقوم الشركة بمراجعة تلك العروض واختيار عدد الأسهم التي ترغب في شرائها وبأقل تكلفة من ضمن الأسعار المعروضة.

- **إعادة الشراء عن طريق التفاوض Negotiated Basis:** وفقاً لهذه الطريقة تقوم الشركة بالتفاوض مع بعض المساهمين الرئيسيين لشراء عدد كبير من الأسهم وبسعر مناسب يتم التفاوض عليه، وعادة يتم استخدام هذه الطريقة عندما يكون السوق أقل سيولة.
- **إعادة الشراء عن طريق المزاد العلني Auction:** تمثل طريقة المزاد العلني شكل بديل للمناقصة، وبموجب تلك الطريقة يتم الإعلان عن كمية الأسهم التي ترغب الشركة لإعادة شرائها، ومن ثم يتم شراء أقل الأسعار للكميات المعروضة من قبل المساهمين المشتركين في المزاد إلى حين إكمال الكمية المعلن عنها (Brealy et al., 2007).

وقد أشارت العديد من الدراسات (Peyer & Vermaelen, 2008; Boudry et al., 2013; Chen & Lu, 2015; Jena et al., 2020) إلى أن طريقة إعادة الشراء من السوق المفتوح وطريقة عروض المناقصة (العطاء) هما أكثر الطرق شيوعاً لعمليات إعادة شراء الأسهم على المستوى الدولي. أما على المستوى المحلي في جمهورية مصر العربية فلم يحدد المشروع المصري طريقة تنفيذ برنامج الشراء، ومن ثم يمكن أن يتم التنفيذ بواسطة عرض الشراء أو بواسطة الشراء من البورصة أي من السوق المفتوح بحسب الغرض من الشراء ونسبة الأسهم المطلوب شرائها (الهيئة العامة للرقابة المالية، 2010).

### 3/2 النظريات المفسرة للقيام بعمليات إعادة شراء الأسهم:

قدم الأدب المحاسبي العديد من النظريات التي تفسر دوافع قيام الشركات بإعادة شراء أسهمها، ومن أهمها ما يلي: (Yarram, 2014; Varma, 2018; Ota et al., 2019; Aris et al., 2020; Jena et al., 2020; Torbjornsson, 2020)

- **نظرية الوكالة Agency theory:** توضح نظرية الوكالة الصراع بين المديرين (الوكيل) وحملة الأسهم (الأصيل)، ويرجع ذلك إلى فصل الملكية عن الإدارة، وينشأ الصراع بسبب وجود تعارض في المصالح بين الطرفين وهو ما يخلق مشاكل الوكالة ونتيجة لعدم تماثل المعلومات المتاحة للطرفين، حيث أن المديرين (الوكيل) عادة ما يكون لديهم المزيد من المعلومات حول الشركة بالمقارنة بملك الشركة (الأصيل)، ومن ثم قد يتصرف الوكيل بشكل انتهازي بما يتفق مع مصالحه على حساب تحقيق مصالح الأصيل

(Bebchuk & Fried, 2003)، ووفقاً لهذه النظرية قد تستخدم الشركات التي تعاني من مشاكل وكالة طريقة إعادة شراء الأسهم لتقليل تكلفة الوكالة وتخفيض عدم تماثل المعلومات، وذلك من خلال إعادة النقدية الزائد للمساهمين بدلاً من استثمارها في مشاريع سلبية (Wronska & Kazmierska, 2017)، وقد أشارت دراسة (Mitchell & Dharmawan, 2013; Andriosopoulos & Hoque 2007) إلى أن تخفيض تكلفة الوكالة هو الدافع وراء قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها.

■ **نظرية الإشارة Signaling Theory**: تشير هذه النظرية إلى أن المديرين الذين لديهم معلومات خاصة بشأن شركتهم يستخدمون هذه المعلومات لتصحيح الخطأ في تسعير أسعار أسهمهم، وأحد هذه الطرق هي إعادة شراء الأسهم، باعتبارها أداة لتوصيل توقعات المديرين للمستثمرين وحملة الأسهم بانخفاض قيمة أسهم الشركة في السوق خاصة إذا كانت الإدارة تمتلك معلومات عن مستقبل الشركة غير معلنة للمستثمرين، وبالتالي وفقاً لهذه النظرية يستخدم المديرين إعادة شراء الأسهم لإرسال إشارة للمستثمرين عن الربحية المستقبلية للشركة، مما يساعد على تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين ويساعد على ارتفاع أسعار أسهم الشركة (Aris et al., 2020; Ota & Lau 2021).

■ **نظرية التدفق النقدي الحر Free cash flow Theory**: تفترض هذه النظرية أن عمليات إعادة شراء الأسهم ترتبط بمستوى التدفقات النقدية لدى الشركة، أي مع زيادة مستوى التدفقات النقدية سيزداد ميل الشركة إلى الإعلان عن إعادة شراء الأسهم، وبالتالي يمكن للشركة إعادة النقدية الفائضة إلى المساهمين، مما يقلل من ميل إدارة الشركة لإساءة استخدام التدفقات النقدية الزائدة وسيؤدي ذلك إلى زيادة قيمة الشركة وتخفيض مشاكل الوكالة الناتجة من التدفقات النقدية الحرة (Posner et al., 2009; Ota & Lau 2021).

■ **نظرية تحويل الثروة Wealth Transfer Theory**: تشير هذه النظرية أن حملة الأسهم يصادرون الثروة من حملة السندات، حيث تقوم الشركة بإصدار سندات واستخدام حصيلتها في عمليات إعادة شراء الأسهم مما يؤدي إلى ارتباط عكس بين التغيرات في قيمة الأسهم والسندات (حببية، 2021).

■ **نظرية التفضيل الضريبي Tax Preference Theory**: وفقاً لهذه النظرية فإن الشركات تفضل إعادة شراء الأسهم مقارنة بتوزيع الأرباح النقدية بسبب المرونة المالية والميزة الضريبية

التي تحققها عمليات إعادة شراء الأسهم، حيث يترتب على شراء الشركة لأسهمها ارتفاع أسعار تداولها وزيادة العائد على السهم ومن ثم تحقيق أرباح رأسمالية من وجهة نظر المساهمين والتي قد تكون معفاة ضريبياً، على عكس توزيعات الأرباح النقدية المباشرة التي تخضع إلى معدلات ضريبية أعلى (Jacob, 2013).

#### 4/2 دوافع وآثار قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها:

أوضحت العديد من الدراسات (مطواع، 2012؛ أبو العلا، 2020، عوض وآخرون، 2015; Gu & Schinski, 2003; Pirgaip & Karacaer, 2017; Alghamdi, 2018; 2015 (Varma et al., 2018, Fried, 2019; Abdou & Gupta, 2019; Janssen, 2021 دوافع قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها ومن أهمها ما يلي:

- **توزيع النقدية الفائضة على المساهمين:** في حالة وجود فائض نقدي في الشركة ولا يتوافر أمامها فرص لاستثماره، فإن الشركة تعمل على توزيعه على المساهمين لتخفيف مشاكل الوكالة التي قد تنتج من استخدام المديرين فائض النقدية لتحقيق مصالحهم الشخصية أو استخدامه في مشروعات ذات عائد سلبي للشركة، ويعتبر استخدام إعادة شراء الأسهم كوسيلة لتوزيع النقدية الفائضة أفضل من عمل توزيعات أرباح نقدية خاصة عندما يكون غير متوقع تحقيق مثل هذه التوزيعات بشكل منتظم خلال الفترات القادمة.
- **إعطاء إشارات إيجابية للسوق:** تستخدم الشركة إعادة شراء الأسهم لإرسال إشارات إلي السوق بأن أسهم الشركة تتداول بسعر أقل من قيمتها الحقيقية مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركة، وبالتالي يساعد على تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، وهو ما ينعكس على ارتفاع أسعار أسهم الشركة.
- **تحقيق مزايا ضريبية للمساهمين:** تعتبر عملية إعادة شراء الأسهم بديلاً لعملية توزيع الأرباح النقدية على المساهمين، حيث يترتب على شراء الشركة لأسهمها ارتفاع أسعار تداولها ومن ثم تحقيق أرباح رأسمالية من قبل مساهميها والتي قد تكون معفاة ضريبياً، على عكس توزيعات الأرباح النقدية المباشرة التي تخضع إلى معدلات ضريبية عالية.
- **تحسين هيكل رأس المال:** تفيد عملية إعادة شراء الأسهم في إحداث تغييرات جوهرية في هيكل رأس المال وبالتالي تساعد الإدارة للوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل، وذلك من خلال تخفيض قيمة حقوق الملكية وزيادة نسبة الرفعة المالية بالشركة.

- **مكافآت وتحفيز العاملين بالشركة:** يمكن أن تستخدم الإدارة إعادة شراء الأسهم كوسيلة لمكافأة أو كعلاوة لتحفيز العاملين في الشركة، وذلك من خلال توزيع أسهم الخزينة عليهم كأسهم مجانية بدلاً من إصدار أسهم جديدة.
  - **تجنب الشركة من الاستحواذ عليها:** قد تستخدم إعادة شراء الأسهم كوسيلة للدفاع عن الشركة ضد محاولات الاستيلاء العدائي عليها من قبل الغير، فهي تزيد من نسبة الرافعة المالية فيها وتخفض من سيولتها، كما أنها تخفض من عدد الأسهم المتداولة في السوق والتي يمكن أن تكون هدفاً للشراء من الآخرين.
  - **تحسين بعض النسب المالية للشركة:** تسعى إدارة الشركة في أغلب الأوقات إلى تحسين بعض النسب المالية للشركة مثل: معدل العائد على الأصول، ربحية السهم، ومعدل العائد على حقوق الملكية، والقيمة السوقية إلى عائد السهم، باعتبار أن هذه النسب دائماً تكون تحت الرقابة من قبل المستثمرين في أسواق المال، الذين يخضعون أداء أسهم الشركة للتحليل من واقع هذه النسب المالية، ولهذا السبب تفرض جميع الجهات الرقابية على أسواق المال قيوداً وضوابط على عملية شراء الشركة لأسهمها، حتى لا يتم استخدام هذه الآلية من قبل إدارة الشركة للتأثير على النسب المالية، دون الأخذ بعين الاعتبار تعظيم ثروة المساهمين.
  - تستخدم طريقة إعادة الشراء كآلية لشراء أسهم المساهمين الراغبين في الخروج من الشركة والمتضررين من الشطب الاختياري كما هو الحال في قواعد القيد والشطب بالبورصة المصرية.
  - تستخدم عمليات إعادة شراء الأسهم في حالة الطروحات الثانوية الجديدة، حيث تستخدم أسهم الخزينة في ضبط سعر الأوراق المالية المصدرة من الشركة وخلق نوع من التوازن بين الطلب والعرض.
- وفي ضوء ما سبق يتضح للباحثة وجود عدة دوافع لقيام الشركة بإعادة شراء أسهمها تنشأ عن احتياجات مختلفة للشركة مثل: توزيع فائض النقدية على المساهمين لتعظيم ثروتهم والحد من مشاكل الوكالة، بالإضافة إلى تحقيق مزايا ضريبية للمساهمين، تحسين هيكل رأس المال للوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل، إعطاء إشارات إيجابية للسوق تعزز الثقة في أسهم الشركة مما يزيد من الطلب عليها وزيادة أسعارها، مكافأة وتحفيز العاملين، الحد من الاستحواذ على الشركة، تحسين بعض النسب المالية التي تؤدي إلى تحسين الأداء المالي للشركة.**

وفي ذات السياق أشارت العديد من الدراسات (Li & Hawang, 2011; Mintz, 2012; Chong et al., 2015; Pirgaip & Karacaer, 2017; العبد، 2002) أن قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها ينتج عنها العديد من الآثار الإيجابية والسلبية،

وتختلف أهميتها وخطورتها بحسب دوافع الشركة لإعادة شراء أسهمها والهدف المراد تحقيقه من هذه العملية، وتتمثل أهم الآثار الإيجابية لعمليات إعادة شراء الأسهم فيما يلي: تتيح عمليات إعادة الشراء لكل مستثمر تحقيق ما يريده، فالمستثمر الذي بحاجة إلى نقدية يمكنه بيع بعض ما يمتلكه من أسهم، أما المستثمر الذي لا يحتاج إلى نقدية بصورة عاجلة فيمكنه الاحتفاظ بأسهمه والحصول على توزيعات الأرباح المقررة، تساعد إعادة شراء الأسهم في تحقيق المرونة المالية للشركة من خلال إمكانية إحداث تعديلات جوهرية في هيكل رأس مال الشركة وبالتالي تساعد الإدارة في الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل، زيادة ربحية السهم من خلال تخفيض عدد الأسهم القائمة وبالتالي تخفيض مضاعف الربحية مما يجعل سعر السهم ذو جاذبية للمستثمرين، زيادة نسبة توزيعات الأرباح النقدية نتيجة لانخفاض عدد الأسهم القائمة التي ستوزع عليها الأرباح المقرر توزيعها من الأرباح القابلة للتوزيع، فضلاً إلى تحقيق مزايا ضريبية للمساهمين مما يؤدي إلى تعظيم ثروتهم، بالإضافة إلى حماية الشركة من السيطرة عليها من الشركات الأخرى (الهيئة العامة للرقابة المالية، 2010).

وعلى الرغم من وجود العديد من الآثار الإيجابية والمزايا التي تدفع الشركة للقيام بإعادة شراء أسهمها، إلا أن هناك العديد من الآثار السلبية التي يمكن أن تحدث نتيجة قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها في ضوء عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين على الأسهم بالسوق وبين إدارة الشركة ومن أهمها ما يلي:

- **استغلال الإدارة للمعلومات الداخلية:** حيث أن إدارة الشركة تمتلك دائماً معلومات خاصة غير منشورة للجمهور مما يسمح لها باستغلال المعلومات المتاحة لديها والاستفادة من آلية إعادة شراء أسهمها لتحقيق مكاسب غير عادية على حساب المستثمرين في السوق (Masaya & Hidetomo, 2011).
- **قيد سعر غير حقيقي:** في ظل الممارسات غير القانونية أو المرتبطة بالتلاعب، قد تستخدم إدارة الشركة آلية إعادة شراء أسهمها للوصول بالسهم إلى مستوى سعري غير حقيقي، ويتم ذلك من خلال إعلان الشركة عن عمليات إعادة شراء أسهمها بأسعار مرتفعة عن الأسعار الحقيقية المتعامل بها في السوق، وذلك بهدف إرسال إشارة إلى المساهمين في السوق بأن أسعار التداول الحالية في السوق لا تعبر عن القيمة الحقيقية للسهم مما يزيد من حجم الطلب ومن ثم يرتفع سعر السهم، ولكن هذا التصرف يعد خداع للمستثمرين، ويجب أن يوجه إلى إدارة هذه الشركة تهمة التلاعب بأسعار الأسهم بغرض تحريك أسعار تداولها في الأسواق المالية (Bruce & Halit, 2012).

■ **إعطاء إشارات خاطئة للسوق:** قد تستخدم العديد من الشركات آلية إعادة شراء الأسهم كنوع من أنواع الخداع للمساهمين ولخلق طلب وهمي على أسهمها في فترات معينة بما يتوافق مع أغراض إدارة الشركة مما يجعل الشركة تقوم بوظيفة أخرى بالإضافة إلى وظائفها الأساسية وهي وظيفة صانع السوق لأسهمها، ويتم ذلك من خلال قيام الشركة بالإعلان عن خطة إعادة شراء الأسهم ويترتب على ذلك تحريك أسعار الأسهم للارتفاع بما يغري المستثمرين بعمليات الشراء وانتظار تنفيذ الشركة خطة إعادة الشراء للحصول على الأرباح، ولكن قد تتراجع الشركة عن التنفيذ مما يؤثر على أسعار الأسهم بالسالب وحدث خسائر غير عادية للمستثمرين وانخفاض حقوق الملكية نتيجة بيع أسهم الخزينة بخسارة (الهيئة العامة للرقابة المالية، 2010).

■ **تواطؤ الإدارة بالشراء من مساهمين محددين:** في بعض الحالات التي تواجه فيها الشركة خسائر أو مشاكل مستقبلية تقوم الإدارة التنفيذية بالشركة بالاتفاق مع بعض كبار المساهمين فيها مع شراء جزء من الأسهم المتداولة في السوق لحسابهم والذي يكون بأسعار منخفضة نظراً لتأثير الأخبار السيئة عن الشركة، ثم تعلن الشركة عن شراء أسهم خزينة بسعر مرتفع ويقوم المساهمون ببيع هذه الأسهم للشركة بالسعر المتفق عليه مما يجعل هؤلاء المساهمين يحققون منافع بصورة غير عادية على حساب باقي المستثمرين بالشركة والذين لا تتوافر لديهم المعلومات المستقبلية الخاصة بالشركة والتي يترتب على نشرها إلى اطمئنان المتعاملين على الأسهم بأن الآثار السلبية هي مجرد حالة مؤقتة أو عارضة (مطاوع، 2012).

وفي ذات السياق أشارت دراسة (Lazonick, 2014; Almeida et al., 2016) إلى أن من ضمن الانتقادات التي وجهت إلى عمليات إعادة شراء الأسهم، أن الأموال التي تستخدم في عمليات إعادة شراء الأسهم كان من الممكن توجيهها إلى البحوث والتطوير وزيادة حجم التوظيف بالشركات، كما أنها تؤثر سلباً على العمليات الاستثمارية لأنها تستخدم الأموال التي يمكن تحويلها إلى الأرباح المحتجزة ثم إعادة استثمارها في المشروعات الاستثمارية التي تساعد على نمو الشركات في الأجل الطويل، ومن ثم فإن عمليات إعادة شراء الأسهم تمثل خيارات تحد من استثمارات الأصول المحتملة وتخلق أرباحاً قصيرة الأجل، الأمر الذي يؤدي إلى وجود آثار سلبية على النمو في الأجل الطويل. كما أشارت دراسة (Bonaime et al., 2016) إلى أن مرونة عمليات إعادة الشراء ترتبط بالعديد من التكاليف المرتفعة ولا تضيف قيمة للمساهمين في الأجل الطويل، وذلك لعدم قدرة الإدارة على تأجيل تقلبات السوق وجعل عملية إعادة شراء الأسهم عندما يكون سعر السهم منخفضاً، لا سيما على المدى الطويل.



**وفي ضوء ما سبق تخلص الباحثة أن عمليات إعادة شراء الأسهم تُعد إحدى الأدوات التي تحقق العديد من المزايا والآثار الإيجابية للمساهمين والمستثمرين من ناحية ولأسواق المال من ناحية أخرى، ولكن على الجانب الآخر لها العديد من الآثار السلبية التي تضر بمصالح المساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح بالشركة، لذلك يجب اقتصار استخدام هذه الآلية خلال فترات الأزمات التي تهدد سوق المال، وذلك ضمن شروط وقواعد محددة تضعها الجهات الرقابية والمشرفة على أسواق المال لعمليات إعادة شراء الشركات لأسهمها وكيفية التصرف فيها، حتى لا تستخدم كوسيلة للمضاربة لأن الشركة تمتلك جميع المعلومات المتعلقة بنشاطها وخططها المستقبلية قد لا تكون متاحة لجميع المستثمرين في أسواق المال.**

## **5/2 الإصدارات المهنية التي تناولت عمليات إعادة شراء الأسهم في جمهورية مصر العربية:**

كانت قوانين معظم دول العالم لا تسمح للشركات بإعادة شراء أسهمها، خاصة في الدول النامية، وذلك نظراً إلى أن أسواق رأس المال فيها غير متطورة، والإطار القانوني والمؤسسي فيها غير متكامل، بالإضافة إلى ذلك أن عمليات إعادة شراء الأسهم كانت مقيدة وممنوعة في بعض الدول المتقدمة التي يوجد فيها أسواق مال متطورة، وأيضاً بسبب الآثار السلبية لعمليات إعادة شراء الأسهم وتأثيراتها الجوهرية سواء على أداء الشركة ومؤشراتها المالية أو تأثيرها على تغيير طبيعة وتركيب المساهمين في الشركة، وإمكانية استغلال الشركة لهذه الآلية كوسيلة للمضاربة للتلاعب بمصالح المساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح بالشركة، وفي الآونة الأخيرة قد تم السماح للشركات بإعادة شراء أسهمها، ولكن ضمن ضوابط وشروط محددة وصارمة من قبل الجهات الرقابية، بحيث تنظم هذه العملية بما يخدم المصلحة الكلية لجميع الأطراف أصحاب المصالح في أسواق المال (<http://www:febgate.com>).

**وفي هذا السياق تتمثل الجهود المبذولة التي تنظم عملية قيام الشركات بإعادة شراء أسهمها للحد من آثارها السلبية، فعلى المستوى الدولي، مثلاً في الولايات المتحدة الأمريكية وضعت الجهات الرقابية على أسواق المال في الولايات المتحدة الأمريكية ممثلة بلجنة الأوراق المالية (SEC) قيوداً وشروطاً على عمليات إعادة شراء الشركة لأسهمها، فأصدرت في عام 1982 القاعدة (18- 106) الاختيارية التي تعطي للشركات حدود آمنة من القضايا والمسائل القانونية بتهمة التلاعب بأسعار السهم إذا قامت الشركة بإتباع متطلبات هذه القاعدة، وتهدف هذه القاعدة إلى تقليل أثر إعادة شراء الشركة لأسهمها على السعر السوقي للسهم، وذلك بما يسمح بأن**

تحدد قوى السوق أسعار الأسهم من غير تأثير مفتعل من الشركة (SEC, 2003)، ومن أهم الضوابط والشروط التي وضعتها القاعدة (18-106) ما يلي (Cook et al., 2003): يجب أن تستخدم الشركة وسيطاً واحداً لتنفيذ عمليات الشراء في اليوم الواحد، وذلك بهدف عدم إشعار السوق بأن هناك نشاطاً واسعاً في التعامل في أسهم الشركة من قبل المتعاملين في السوق، كما يمكن الشراء مباشرة عن طريق شبكة الاتصالات الإلكترونية، يجب أن لا يتم الشراء في آخر عشر دقائق من جلسة التداول، كذلك أن لا تكون عملية إعادة الشراء أول صفقة تداول في الجلسة؛ يجب أن لا يكون سعر الشراء أعلى من أعلى سعر معروض خلال الجلسة أو أعلى من آخر سعر في آخر جلسة تداول، يجب أن لا يتجاوز الحجم اليومي لعملية إعادة الشراء ربع معدل حجم التداول اليومي للأسابيع الأربعة السابقة. وقد تم تعديل تلك الشروط في عام 2004 حيث نص التعديل المضاف إلى أنه يجب على الشركة الإفصاح عن عمليات إعادة الشراء الفعلية وكمياتها الشهرية ومتوسط سعر الشراء ضمن تقاريرها الربعية والسنوية (Kim et al., 2005). وفي كندا سمح قانون الشركات بإعادة شراء أسهمها، وفقاً للشروط الآتية (Hughes & Hewat, 2007): الحصول على موافقة مجلس الإدارة، أن تتم جميع عمليات الشراء عن طريق السوق المفتوحة فقط، إصدار نشرة إعلامية تحدد فيها عدد الأسهم المرغوب إعادة شرائها وطرق التصرف في الأسهم المشتراة وأسباب إعادة الشراء، لا يجوز القيام بعمليات الشراء خلال وجود طلب رسمي لشراء أسهم الشركة في عملية سيطرة، لا يجوز أن يقوم السماسر بطلب أسهم الشركة التي سيقوم هو بعرض نفس الأسهم للبيع؛ أي ألا يبيع السماسر من مخزونه من أسهم الشركة، يجب ألا تتعدي كمية الشراء في اليوم الواحد عن 25% من حجم التداول في اليوم أو 1000 سهم، ولا يجوز أن تتعدي عملية الشراء 10% من أسهم الشركة خلال العام، كما لا يجوز خلال شهر واحد إعادة شراء أكثر من 2% من أسهم الشركة المتداولة. كما أنه قد سمحت العديد من الدول الأخرى للشركات بإعادة شراء أسهمها منها علي سبيل المثال اليابان عام 1994، ألمانيا وفرنسا عام 1998، والدنمرك والسويد وتايوان عام 2000، مع وضع التشريعات والقوانين المنظمة لذلك (مطاوع، 2012).

**أما على المستوى المحلي في جمهورية مصر العربية** فقد سمح قانون الشركات المصري 159 لسنة 1981 للشركات بإعادة شراء أسهمها حيث نصت المادة (48) من هذا القانون على أنه إذا حصلت الشركة بأية طريقة على جانب من أسهمها، وجب عليها أن تتصرف في هذه الأسهم للغير في مدة أقصاها سنة من تاريخ حصولها عليها، وإلا التزمت الشركة بإنقاص رأسمالها بمقدار

القيمة الاسمية لتلك الأسهم بإتباع الإجراءات المقررة لذلك، ويجوز للشركة شراء بعض أسهمها لتوزعها على العاملين بها كجزء من نصيبهم من الأرباح.

وقد تم تعديل على هذا القانون السابق بموجب القانون رقم 3 لسنة 1998 وتضمن التعديل حذف المادة (48) وإضافة ثلاث مواد جديدة تضمنت ما يلي: (<https://www.mohasba.info>)

**المادة (1):** إذا حصلت شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم بأية طريقة علي جانب من أسهمها وجب عليها إخطار الهيئة العامة لسوق المال بذلك، كما يتعين عليها عند إعداد قوائمها المالية وفي جميع حالات الإفصاح التي تنشرها أو تعلنها أن توضح ما حصلت عليه من أسهمها ونسبته إلي رأس المال المصدر وتاريخ الحصول عليه. **المادة (2):** لا يكون لأسهم الخزينة أية حقوق في الأرباح التي توزعها الشركة، ويقتصر استحقاق الربح الذي يقرر توزيعه علي الأسهم القائمة في تاريخ قرار التوزيع، كما أنها تُستبعد عند تشكيل الجمعية العامة للشركة ومن التمثيل فيها. **المادة (3):** علي الشركة أن تتصرف في أسهم الخزينة قبل مضي مدة لا تزيد عن سنة ميلادية من تاريخ حصولها عليها، وإلا التزمت بدعوة الجمعية العامة غير العادية للشركة خلال الثلاثين يوماً التالية لمضي المدة لتخفيض رأس المال بمقدار القيمة الاسمية لتلك الأسهم، وفقا للإجراءات المقررة لدعوة الجمعية ولتخفيض رأس المال.

كما تضمنت المادة (29) من قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية بعض الضوابط لتنظيم عمليات إعادة شراء الأسهم، من أهمها: يجب إخطار هيئة سوق المال ببرنامج إعادة الشراء علي النموذج المعد بمعرفة الهيئة ويجب أن يتضمن الإخطار توضيح لأسباب إعادة الشراء، ومصادر التمويل والأثر المتوقع علي المؤشرات المالية، وتقديم محضر اجتماع مجلس الإدارة والذي يتضمن الموافقة علي عملية إعادة الشراء، وإذا رغبت الشركة في تجاوز كمية أسهم الخزينة المطلوب شرائها أو تجاوز الكمية المحتفظ بها نسبة 5% من أسهمها يجب أن يكون الشراء من جميع المساهمين الراغبين في بيع أسهمهم، كما يجب إخطار هيئة سوق المال والبورصة بعمليات إعادة الشراء التي تم تنفيذها ومتوسط أسعار التنفيذ أسبوعياً وأسباب عدم التصرف في أسهم الخزينة حتى نهاية السنة المالية.

ولكن نتيجة لقيام بعض الشركات بالعديد من الممارسات غير الصحيحة والتي تستغل فيها سماح القانون للقيام بعمليات إعادة الشراء مثل قيام بعض الشركات بالإعلان عن إعادة الشراء لتتسبب في زيادة سعرها وفي النهاية لا تنفذه أو تنفذ كمية أقل عن الكمية المعلن عنها وبالتالي

يكون ارتفاع سعر السهم ارتفاعاً وهمياً وسيخفض سعر السهم بعد أن يثبت عدم جدية الشركة في تنفيذ عملية إعادة الشراء مما يؤدي إلي إلحاق الضرر بالمستثمرين، فأصدر مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية القرار رقم (60) لسنة 2011 وتضمنت المادة الأولى من القرار تعديل أحكام المادة رقم (29) من قواعد القيد والشطب في البورصة المصرية، ونص التعديل على ما يلي (الهيئة العامة للرقابة المالية، 2020): تلتزم الشركات التي ترغب في شراء جانب من أسهمها سواء كانت في صورة أسهم محلية أو شهادات إيداع أن تخطر البورصة برغبتها وفقاً للنموذج المعد لذلك بالبورصة والمعتمد من الهيئة وذلك قبل البدء في إجراءات التنفيذ بثلاثة أيام عمل على الأقل ويجب أن يشمل الإخطار أسباب الشراء وسعر الشراء وكمية الأسهم المطلوبة والأثر المتوقع لعمليات إعادة الشراء على مؤشرات الأداء بالشركة، أن تتم عملية الشراء من السوق المفتوح بعد صدور موافقة مجلس إدارة الشركة، ويجب أن لا تتجاوز نسبة أسهم الخزينة المطلوب شرائها أو التي تحتفظ بها الشركة لمدة تزيد عن سنة ميلادية نسبة 10% من إجمالي أسهم الشركة المقيدة في البورصة.

**وفي ضوء الأحداث والتطورات الأخيرة التي طرأت على الأسواق المالية العالمية وموجة الهبوط الحادة التي شاهدها البورصات العربية والأجنبية نتيجة انتشار فيروس كورونا(كوفيد-19) العالمي، وحرصاً من الهيئة العامة للرقابة المالية على حماية الأسواق المالية المصرية وحماية حقوق المتعاملين فيها، فلقد أصدر مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية في أول مارس 2020 تعديلاً للأحكام المنظمة للتعامل على أسهم الخزينة والواردة بالمادة رقم (51) من قواعد القيد بالاستثناء من مدة الأخطار المسبق والتي كانت مقررة بثلاثة أيام عمل على الأقل قبل الموعد المقترح وتضمن التعديل صدور إجراءات استثنائية بصفة مؤقتة لسماح للشركات بإخطار البورصة في ذات اليوم المقترح لتنفيذ الشراء من خلال السوق المفتوح، وبسعر الورقة المالية خلال جلسة التداول، وعلى ألا تتجاوز الكمية المطلوب شرائها للنسبة المقررة قانوناً 10% من أسهم الشركة، ويجب على الشركة أن تفصح للهيئة والبورصة في نهاية كل يوم عمل بما وصلت إليه نسبة أسهم الخزينة المشتراة، والتوقف عن الشراء عند الوصول للحد الأقصى المسموح به قانوناً والإفصاح فوراً عن ذلك وفقاً للقواعد والإجراءات المتبعة في هذا الشأن، وسوف تعلن الهيئة عن موعد انتهاء العمل بتلك الإجراءات الاستثنائية، كما يحق لها إيقاف تلك الإجراءات لأي من الشركات بما يضمن صحة وسلامة التعاملات على الورقة المالية (https:// www. Febgate.Com).**

**وبالنسبة للمعايير المحاسبية المصرية التي تناولت عمليات إعادة شراء الأسهم (أسهم الخزينة)، فقد أشادت الفقرة (33) من معيار المحاسبة المصري رقم (25) المعدل عام 2019م**

**بعنوان "الأدوات المالية - العرض":** إلى أنه إذا قامت المنشأة بإعادة شراء أدوات حقوق الملكية الخاصة بها (أسهم الخزينة) فيتم عرض تلك الأدوات مخصومة من حقوق الملكية ولا يجوز الاعتراف بأي ربح أو خسارة في الأرباح أو الخسائر الناتجة عن شراء أو بيع أو إصدار أو إلغاء أدوات حقوق ملكية هذه المنشأة. ويمكن أن تقوم المنشأة أو أي منشأة أخرى تكون ضمن المجموعة بشراء تلك الأسهم والاحتفاظ بها ويتم الاعتراف بالقيمة المدفوعة أو المحصلة مباشرة في حقوق الملكية. **كما أشارت الفقرة (34) من نفس المعيار السابق ذكره:** يتم الإفصاح بصورة منفصلة عن أسهم الخزينة التي تحتفظ بها المنشأة وذلك إما في صلب قائمة المركز المالي أو في الإيضاحات المرفقة بالقوائم المالية وذلك وفقاً لمعيار المحاسبة المصري رقم (1) "عرض القوائم المالية". وإذا أعادت المنشأة شراء أدوات حقوق الملكية الخاصة بها من أطراف ذوي علاقة فإنها تقوم بالإفصاح وفقاً لمعيار المحاسبة المصري رقم (15) "الإفصاح عن الأطراف ذوي العلاقة" (معايير المحاسبة المصرية المعدلة، 2019).

### 3- الانعكاسات المحاسبية لإعادة شراء الشركة لأسهمها علي الأداء المالي:

يحظى الأداء المالي بكثير من الاهتمام من جانب المحللين الماليين وأصحاب الشركات وذلك لكونه يمثل أحد وأهم المؤشرات التي يمكن الاعتماد عليها في الحكم على مدى قدرة الشركة على البقاء والمنافسة في السوق، بالإضافة إلى أنه يساهم في قياس مدى قدرة الشركة على الاستغلال الأمثل لمواردها المتاحة من خلال بلوغ الأهداف المالية بأقل تكاليف ممكنة، فضلاً على أنه يعكس قوة الشركة أو ضعفها، كما يُمكنها من مقارنة أدائها بمثيلها من الشركات العاملة في نفس المجال، بالإضافة إلى أنه يساهم في اتخاذ العديد من القرارات من قبل الأطراف المهتمة داخل وخارج الشركة (بعيو وآخرون، 2020)، وتتمثل أهمية الأداء المالي في أنه يلقي الضوء على كلاً من ربحية ومبيعات وسيولة الشركات بالإضافة إلى تقييم النشاط والمديونية وتطور ونمو حجم الشركات خلال فتراتها المختلفة (يوسف، 2021).

ويتم تقييم الأداء المالي من خلال العديد من النسب والمؤشرات المالية التي تساعد علي الحكم علي الوضع المالي للشركة خلال فترات زمنية معينة **ومن أهمها** (مخلوف، 2019، الملاح، 2018): **نسب الربحية** والتي تشير إلي مدي قدرة الشركة علي توليد الأرباح، ومن أهم هذه النسب) **العائد علي الأصول**، **العائد علي حقوق الملكية**، **نسبة مجمل الربح**، **ونسبة هامش الربح**)، **نسب السيولة** والتي تشير إلي مدي قدرة الشركة علي تلبية الالتزامات في المدى القصير، ومن أهم هذه

النسب (نسبة التداول، نسبة السيولة السريعة)، **نسب الرفع المالي** والتي تشير إلي مدي استخدام الشركة لأموال الديون، ومن أهم هذه النسب (نسبة المديونية، ونسبة الديون إلي حقوق الملكية)، **نسب معدل الدوران** والتي تشير إلي مدي كفاءة الشركة في إدارة أصولها واستغلالها والمساهمة في زيادة المبيعات والإيرادات، ومن أهم هذه النسب (معدل دوران رأس المال العامل، معدل دوران المدينين، معدل دوران الأصول، معدل دوران المخزون السلعي)، **النسب الخاصة بالاستثمار في البورصة** والتي تشير إلي النسب التي تتعلق مباشرة بقرارات المستثمرين، ومن أهم هذه النسب (ربحية السهم، مضاعف الربحية، نسبة التوزيع النقدي).

وتلعب عمليات إعادة شراء الأسهم دوراً استراتيجياً في تحسين الأداء المالي للشركات حيث تساهم في تحسين بعض النسب المالية مثل معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، نصيب السهم من الأرباح، بالرغم من عدم تأثيرها على القوة الإيرادية للشركة، علماً بأن قيمة الإيرادات هي المحرك الرئيسي للنسب المالية الخاصة بأداء الشركات (Gupta,2016).

وفي ذات السياق أوضحت العديد من الدراسات (Gu & Schinski, 2003; Miller & Prondzinski, 2017 ; Varma et al., 2018; Li et al., 2019; Rozycki & Suh, 2019; Janssen, 2021) أن من أهم دوافع قياس الشركة بإعادة شراء أسهمها هو تحسين النسب المالية الخاصة بها ومن ثم تحسين أدائها المالي، باعتبار أن هذه النسب دائماً تكون تحت الرقابة من قبل المستثمرين في أسواق المال، الذين يخضعون أداء أسهم الشركة للتحليل، من خلال هذه النسب المالية، كما أوضحت هذه الدراسات أن العامل الرئيسي الذي يؤثر على النسب المالية نتيجة شراء أسهم الخزينة يأتي من خلال تخفيض عدد الأسهم القائمة.

وفي نفس السياق أظهرت نتائج دراسة (Hribar et al., 2006; Punwosi & Brijlal, 2016) إلى أن عمليات إعادة شراء الأسهم تؤدي إلى زيادة نصيب السهم من الأرباح من خلال تخفيض عدد الأسهم القائمة، وبالتالي تخفيض مضاعف الربحية مما يجعل سعر السهم ذو جاذبية معينة للمستثمرين هو ما ينعكس على تحسين الأداء المالي للشركة، وقد جاءت هذه النتائج متوافقة مع ما توصلت إليه دراسة (Gupta,2016) إلي أنه توجد علاقة إيجابية بين عمليات إعادة شراء الأسهم والأداء المالي من خلال معدل العائد علي السهم (EPS)، حيث تؤدي عمليات إعادة شراء الأسهم إلي ارتفاع العائد علي السهم بسبب انخفاض عدد الأسهم القائمة مما يؤدي إلي انخفاض نسبة القيمة السوقية إلي العائد للسهم (مضاعف الربحية) (P/E) ، حيث تحسب هذه النسبة بقسمة القيمة السوقية

للسهم على العائد للسهم الواحد، وبسبب ارتفاع قيمة المقام في هذه النسبة مع بقاء البسط ثابتاً تنخفض نسبة القيمة السوقية إلى العائد للسهم، وتعتبر هذه النسبة (P/E) من النسب المالية الهامة التي تقيس مدي تكلفة السهم، وكلما انخفضت هذه النسبة كلما اعتبر ذلك مؤشراً إيجابياً للسهم.

كما أكدت دراسة (Li & Hwang, 2011) على أن عمليات إعادة شراء الأسهم تؤدي إلى إرسال إشارات إيجابية تعزز الثقة في أسهم الشركة مما يشجع المستثمرين للإقبال على شراء ذلك الأسهم وبالتالي زيادة الطلب عليها والمحافظة على المستويات السعرية لها خاصة في أوقات الأزمات، كما أكدت دراسة (Caster et al., 2006) على أن عمليات إعادة شراء الأسهم تؤدي إلى تخفيض قيمة حقوق الملكية مما يحسن من نسبة العائد على حقوق الملكية.

وفي نفس السياق أوضحت دراسة (Janssen, 2021) أن عمليات إعادة شراء الأسهم تؤثر إيجابياً على الأداء المالي للشركة من خلال تحسين بعض النسب المالية لديها، حيث تساهم عمليات إعادة شراء الأسهم (أسهم الخزينة) على زيادة نسبة العائد على الأصول (ROA)، وذلك بسبب انخفاض قيمة الأصول في قائمة المركز المالي (حيث تقوم الشركة بتسديد قيمة أسهم الخزينة نقداً فتقل قيمة النقدية في الأصول)، وبقاء الإيرادات ثابتة. ويرتفع أيضاً نسبة العائد على حقوق الملكية (ROE)، لأنه بمجرد قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها تنخفض عدد الأسهم القائمة، مع بقاء الإيرادات ثابتة وبالتالي يؤدي إلى ارتفاع نسبة العائد على حقوق الملكية نتيجة تخفيض القيمة الإجمالية لحقوق الملكية بقيمة شراء أسهم الخزينة في قائمة المركز المالي. كما أوضحت دراسة (Oliver & Moffeit, 2000) أن من أسباب قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها هو إرسال إشارة إلى السوق بأن أسهم الشركة تتداول بسعر أقل من قيمتها الحقيقية مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركة، وإمكانية إعادة بيعها بسعر أعلى، مما يوفر تمويلاً إضافية للشركة بتكلفة أقل، وهو ما ينعكس على تحسين الأداء المالي للشركة.

كما أوضح دليل المستثمر لتنظيم تعاملات الشركات على أسهمها المتداولة بالسوق "أسهم الخزينة" والذي أصدرته الهيئة العامة للرقابة المالية في يوليو 2010 الآثار المالية التي تترتب على قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها والتي تؤدي إلى تحسين الأداء المالي للشركة، ويمكن توضيحها من خلال الجدول التالي (الهيئة العامة للرقابة المالية، 2010):

### جدول رقم (1) الآثار المالية لعمليات إعادة شراء الأسهم

البند	الأثر
ربحية السهم	زيادة ربحية السهم أي نصيب السهم الواحد من صافي الربح القابل للتوزيع وذلك نظراً لانخفاض عدد الأسهم القائمة بافتراض الثبات النسبي للأرباح المستقبلية للشركة بعد إعادة شراء أسهمها.
مضاعف ربحية السهم	ينخفض مضاعف ربحية السهم نتيجة لزيادة ربحية السهم مما يجعل سعر السهم أكثر جاذبية للمستثمرين، حيث يتم حسابه بقسمة السعر السوقي للسهم على نصيب السهم من الأرباح.
توزيعات الأرباح	يزيد نصيب السهم الواحد من التوزيعات النقدية وذلك لأن أسهم الخزينة لا يحق لها الحصول على توزيعات أرباح وبالتالي فإن مبالغ الأرباح المقرر توزيعها سوف توزع على عدد أقل من الأسهم القائمة.
حقوق الملكية	تنخفض القيمة الإجمالية لحقوق الملكية بمقدار قيمة الاستحواذ على أسهم الخزينة، التي يتم شرائها، حيث يتم خصم قيمة شرائها من إجمالي حقوق الملكية بقائمة المركز المالي، مما يؤدي إلى زيادة العائد على حقوق الملكية.
القيمة الدفترية للسهم	ترتفع القيمة الدفترية للسهم إذا كانت تكلفة شراء السهم تقل عن قيمته الدفترية والعكس تنخفض إذا كانت تكلفة شراء السهم تزيد عن قيمته الدفترية.
سعر السهم السوقي	يرتفع سعر السهم السوقي نتيجة لانخفاض عدد الأسهم المعروضة للتداول، وكذلك نتيجة لزيادة ربحية السهم أو لزيادة التوزيعات النقدية.

**وتخلص الباحثة مما سبق أن قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها يؤدي إلى تخفيض عدد الأسهم القائمة، وتخفيض قيمة أصول الشركة وقيمة حقوق الملكية بقيمة الأسهم التي تم إعادة شرائها (أسهم الخزينة) مع ثبات القوة الإيرادية للشركة، مما ينعكس إيجابياً على تحسين بعض النسب المالية مثل معدل العائد على السهم، معدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على الأصول، نسبة توزيعات الأرباح، مما يعتبر مؤشراً إيجابياً حول أداء السهم، ويعزز من جاذبية السهم الاستثمارية، وهو ما يؤدي إلى تحسين الأداء المالي للشركة وتعظيم قيمتها.**

#### 4- الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث:

تقوم الباحثة في هذا القسم بتحليل أدبيات الفكر المحاسبي التي اهتمت بأثر الخصائص التشغيلية على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وانعكاس ذلك على الأداء المالي، وذلك كمحاولة لتحديد الفجوة البحثية وتطوير فروض البحث، وفي إطار استكمال جهود تلك الدراسات سيتم تناولها كما يلي:



#### 1/4 الدراسات التي اهتمت بأثر الخصائص التشغيلية على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها:

تؤثر الخصائص التشغيلية للشركات على دوافع الإدارة ودرجة حريتها عند اختيارها بين البدائل المحاسبية التي تسمح بها المعايير المحاسبية، بالإضافة إلى تأثيرها على بقاء ونمو الشركات والمخاطر التي تتعرض لها وقدرتها على المنافسة في الأسواق (Narktabtee & Patpanichchot, 2011)، لذلك تمثل الخصائص التشغيلية للشركة أحد المحددات التي تؤثر على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، وفي هذا الصدد، تناولت العديد من الدراسات السابقة تحليل واختبار العلاقة بين الخصائص التشغيلية للشركة وعمليات إعادة شراء الأسهم ومن أهمها ما يلي: تمثل الهدف الرئيسي لدراسة (Lee & Suh, 2011) في دراسة أنماط ومحددات إعادة شراء الأسهم بالتطبيق على سبع دول رئيسية: أستراليا وفرنسا وكندا وألمانيا واليابان والمملكة المتحدة والولايات المتحدة، وذلك خلال الفترة (1998 – 2006)، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن الشركات تستخدم عمليات إعادة شراء الأسهم كوسيلة مرنة لتوزيع الأرباح، وذلك لتقليل فائض النقدية وبالتالي التخفيف من مشاكل التدقيق النقدي الحر أو من مشاكل الاستثمار المفرط، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين التوقعات النقدية الحرة وبين عمليات إعادة شراء الأسهم (أسهم الخزينة)، وأن التدفقات النقدية وحجم الشركة هما الخصائص الرئيسية للشركات التي ترتبط بشكل كبير بإعادة شراء الأسهم في جميع البلدان، وتعتبر إعادة شراء الأسهم أفضل وسيلة لتوزيع فائض النقدية بدلاً من عمل توزيعات أرباح على المساهمين خصوصاً عندما يكون غير متوقع تحقيق هذه التوزيعات بشكل منتظم خلال السنوات التالية.

وتناولت دراسة (Andriosopoulos & Hoque, 2013) اختبار أثر خصائص الشركة على قرار الشركة بإصدار إعلان عن قيامها بإعادة شراء أسهمها في ثلاث دول أوروبية وهم المملكة المتحدة، وفرنسا وألمانيا، وقد بلغ إجمالي المشاهدات 970 مشاهدة من الشركات منهم 513 مشاهدة من المملكة المتحدة، و263 مشاهدة من فرنسا، و194 مشاهدة من ألمانيا، وذلك خلال الفترة (1997 – 2006)، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية بين حجم الشركة وعمليات إعادة شراء الأسهم، ووجود علاقة سلبية بين كل من هيكل الملكية المرتكزة والرفع المالي وبين عمليات إعادة شراء الأسهم.

وقامت دراسة (Yarram, 2014) بفحص العوامل التي تؤثر على إعادة شراء حصة السوق في أستراليا، ودور كل من حجم مجلس الإدارة واستقلالية المجلس وازدواجية الرئيس التنفيذي في قرار

إعادة شراء الأسهم في السوق من قبل الشركات الأسترالية، وقد تم إجراء دراسة تطبيقية على جميع الشركات غير المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية الأسترالية، وتتكون عينة إعادة الشراء من (104) عملية شراء قامت بها (62) شركة مدرجة في مؤشر البورصة الأسترالي (AOL) خلال الفترة (2004 - 2010)، وقد توصلت الدراسة إلى أن حوكمة الشركات تلعب دوراً مهماً في تحسين فعالية عمليات إعادة شراء الأسهم، حيث يوفر المدراء المستقلون كلاً من المراقبة والانضباط مما يساعد على ضمان أن الشركات لديها دوافع صحيحة في إجراء عمليات إعادة شراء الأسهم وأنها تتبع سياسات مالية مناسبة تساعد على حل نزاعات الوكالات ومشاكل عدم تماثل المعلومات، كما توجد علاقة إيجابية معنوية بين كل من مجلس الإدارة واستقلالية مجلس الإدارة وبين قرار قيام الشركات بإعادة شراء الأسهم في أستراليا.

**كما هدفت دراسة (Abraham et al., 2018)** إلى دراسة محددات ونتائج قرارات إعادة شراء الأسهم في الشركات المقيدة في البورصة الأمريكية وقد أجريت الدراسة على عينة من 76 شركة من الشركات المقيدة في البورصة الأمريكية، وبلغ عدد المشاهدات (10773) مشاهدة، وذلك خلال الفترة (2004 - 2015)، وقد صنفت الدراسة محددات إعادة شراء الأسهم في حجم الشركة، والملكية المؤسسية، والتدفقات النقدية الحرة، ومراحل دورة حياة المنتج، والعضوية في قطاع التكنولوجيا، والأرباح المحتجزة، والرفع المالي، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين كل من حجم الشركة والأرباح المحتجزة والتدفقات النقدية الحرة وبين عمليات إعادة شراء الأسهم، ووجود علاقة سلبية بين كل من هيكل الملكية المؤسسية ونسبة الرفع المالي وبين عمليات إعادة شراء الأسهم.

**وحاولت دراسة (Alghamdi, 2018)** توضيح مبررات ودوافع ومحددات قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها في السعودية، وقد تم إجراء دراسة ميدانية بالاعتماد على توزيع قائمة استقصاء على المديرين الماليين وأعضاء هيئة التدريس الأكاديميين، وقد أظهرت نتائج الدراسة إلى وجود أربعة محددات لقيام الشركة بإعادة شراء أسهمها هي: جودة حوكمة الشركات، وخبرة أعضاء مجلس الإدارة وحجم الشركة، وهيكل الملكية، ووجود خمس مبررات ودوافع لقيام الشركة بإعادة شراء أسهمها وهي: ارتفاع سعر السهم، وتحسين ربحية السهم، والإشارة إلى ثقة الإدارة في مستوى الأرباح وأسعار الأسهم المستقبلية، وتخفيض المصاريف الإدارية لصغار حملة الأسهم عن طريق التخلص من حقوق الأقلية والتخلص من حملة أسهم معينين.

**كما تناولت دراسة (Jena et al., 2020)** تحديد المحددات التي لها تأثير على اختيار طرق إعادة شراء الأسهم في الهند، من خلال النظر إلى خصائص الشركة لمعرفة تأثيرها على

الاختيار بين عرض المناقصة وطريقة السوق المفتوحة، وذلك من خلال دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة الهندية، وقد بلغ إجمالي عدد عمليات إعادة الشراء 430 عملية منها 176 عملية تمت عن طريق المناقصة، والباقي 254 تمت عن طريق السوق المفتوحة، وذلك خلال الفترة (1998 - 2018)، وقد تم استخدام الانحدار اللوجيستي لاختبار فروض الدراسة، وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي لديها احتياطي نقدي ضخم وتدفع نقدي أعلى مع فرص استثمار أقل تفضل طريقة المناقصة لإعادة شراء الأسهم لتقليل تكلفة الوكالة، كما تفضل الشركات عروض المناقصة لإجراء تعديل سريع في هيكل رأس المال، في حين تفضل الشركات التي تدفع توزيعات أرباح ولديها سيولة عالية طريقة السوق المفتوحة لإعادة شراء الأسهم.

**في حين هدفت دراسة (Aris et al., 2020) إلى اختبار تأثير الأرباح على إعادة شراء الأسهم للشركات المدرجة في بورصة ماليزيا من خلال استخدام ثلاث مقاييس لقياس الأرباح وهي (توزيعات الأرباح لكل سهم، وريح السهم، والدخل التشغيلي، وقد أجريت الدراسة على عينة مكونة من (50) شركة مدرجة في بورصة ماليزيا خلال الفترة (2014 - 2018)، وقد أظهرت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لربح السهم والدخل التشغيلي على عمليات إعادة شراء الأسهم، بينما يوجد تأثير عكسي معنوي لتوزيعات الأرباح على عمليات إعادة شراء الأسهم.**

**وتناولت دراسة (Chasiotis et al., 2021) أثر محددات إعادة شراء الأسهم على الشركات في بورصة نيويورك، وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة الشركات المقيدة في بورصة نيويورك بعدد مشاهدات 4281 مشاهدة، خلال الفترة (2000 - 2018)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين التدفقات النقدية الحرة وعمليات إعادة شراء الأسهم، فكلما زادت التدفقات النقدية كلما زادت عمليات إعادة شراء الأسهم، كما يوجد علاقة سلبية بين فرص النمو وعمليات إعادة شراء الأسهم، فكلما زادت الفرص الاستثمارية للشركة كلما انخفضت عمليات إعادة شراء الأسهم، كما يوجد علاقة سلبية بين تركيز الملكية وبين إعادة شراء الأسهم فكلما كانت الملكية مركزة كلما انخفضت عمليات إعادة شراء الأسهم، وأيضاً يوجد علاقة سلبية بين نسبة الرفع المالي وبين عمليات إعادة شراء الأسهم، فكلما زادت نسبة الرفع المالي كلما انخفضت عمليات إعادة شراء الأسهم.**

**2/4 الدراسات التي تناولت أثر قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها على الأداء المالي:**  
تعتبر عمليات إعادة شراء الأسهم أداة إستراتيجية مهمة من أدوات السياسة المالية في الشركة، حيث أنها تؤثر علي قيمة الشركة ووضعها المالي من خلال العديد من القرارات مثل التوزيعات

النقدية وهيكل رأس المال والاستثمارات وسياسات حوافز الإدارة (حبيبية، 2021)، كما أنها تؤثر على أسعار الأسهم وأحجام تداولها في سوق المال، مما ينعكس على قيمة الشركة وأدائها المالي. وقد تناولت العديد من الدراسات السابقة أثر عمليات إعادة شراء الأسهم على الأداء المالي للشركات ومن أهمها ما يلي:

**تمثل الهدف الرئيسي لدراسة (Lie, 2005) في اختبار تأثير الإعلان على إعادة شراء الأسهم في السوق المفتوحة على الأداء التشغيلي، وقد تم إجراء الدراسة على قاعدتي بيانات Compustat & CRSP خلال الفترة (1981 – 2000)، وقد أظهرت نتائج الدراسة بأن هناك تحسن في الأداء التشغيلي للشركات التي قامت بالإعلان عن عمليات إعادة شراء أسهمها. وإن سوق الأوراق المالية يستجيب بشكل إيجابي نتيجة الإعلان عن عمليات إعادة شراء الأسهم.**

**وهدفت دراسة (Croce et al., 2008) إلى اختبار أثر عمليات إعادة شراء الأسهم على الأداء التشغيلي والمستقبلي للشركات الصناعية المدرجة في البورصة الإيطالية، وقد تم إجراء الدراسة على ثلاث عينات مختلفة هم 160 شركة أعلنت عن إعادة شراء الأسهم لأول مرة، 99 شركة قامت بالفعل بإعادة الشراء بعد الإعلان، 61 شركة لم تشارك بشكل فعال في عملية إعادة الشراء، وذلك خلال الفترة (1989 – 2000)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تدهور كبير في الأداء التشغيلي بعد الإعلان عن عملية إعادة الشراء.**

**وحاولت دراسة (Decesari et al, 2011) اختبار أثر إعادة شراء الأسهم ومبيعات أسهم الخزينة علي كل من السيولة وتقلب العوائد لأسهم الشركات، من خلال دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المقيدة في البورصة الإيطالية خلال الفترة (1997 – 2004)، وقد توصلت الدراسة إلى أن عمليات إعادة شراء الأسهم أو بيع أسهم الخزينة تؤدي إلى زيادة السيولة واستقرار أسعار الأسهم.**

**وهدفت دراسة (فراج، 2014) إلى قياس أثر برامج إعادة شراء الشركات لأسهمها على القيمة السوقية للمنشأة، وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من (25) شركة مقيدة في البورصة المصرية قامت بالإعلان عن إعادة شراء أسهمها، خلال الفترة (2004 – 2011)، وقد توصلت الدراسة إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركات بعد قيام الشركة بالإعلان عن إعادة شراء أسهمها.**

**وتناولت دراسة (Chong et al., 2015) أثر عمليات إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركة في ماليزيا، وذلك من خلال دراسة تطبيقية على عينة من (100) شركة مقيدة في بورصة ماليزيا أعلنت عن عمليات إعادة الشراء، خلال الفترة (2007 – 2011)، وقد توصلت الدراسة إلى**

وجود أثر إيجابي على ثروة المنشأة الناتج عن الإعلان عن عمليات إعادة شراء الأسهم، ووجود تأثير إيجابي على أسعار الأسهم، كما وضحت الدراسة أن عمليات إعادة شراء الأسهم تعد أداة مفيدة لتثبيت الأسعار وتقديمها كإشارة للسوق إذا تم تنفيذها بشكل صحيح.

**كما تناولت دراسة (Gupta,2016)** اختبار تأثير إعادة شراء الأسهم على أسعار الأسهم والأداء المالي باستخدام معدل ربحية السهم (EPS) ومعدل العائد علي حقوق الملكية (ROE)، وذلك بتطبيق على عينة من (34) شركة مقيدة في بورصة الأوراق المالية الهندية، وذلك خلال الفترة (2010 – 2014)، وقد توصلت الدراسة إلي وجود علاقة إيجابية بين عمليات إعادة شراء الأسهم والأداء المالي.

**وحاولت دراسة (Albaity & Said, 2016)** اختبار تأثير عمليات إعادة شراء الأسهم على عوائد الأسهم في الأجل طويلة في السوق المفتوحة في ماليزيا، وقد أجريت الدراسة على عينة مكونة من (221) حدثاً لإعادة شراء الأسهم نفذتها (132) شركة مدرجة في بورصة ماليزيا قامت بإعادة شراء أسهمها في السوق المفتوحة، وذلك خلال الفترة (2009 – 2010)، وقد أظهرت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لعمليات إعادة شراء الأسهم على عوائد الأسهم في الأجل الطويل بعد إعادة الشراء الفعلي، في حين تؤدي عمليات شراء الأسهم إلى تخفيض قيمة حقوق المساهمين في الأجل الطويل، وأن عمليات إعادة شراء الأسهم لا تؤثر من قريب أو بعيد على القوة الإيرادية للشركة.

**كما حاولت دراسة (Miller & Prondzinski, 2017)** تقييم تأثير إعادة شراء الأسهم على قيمة المنشأة والأداء المالي باستخدام ربحية السهم (EPS) ونسبة السعر إلي القيمة الدفترية والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، وذلك بتطبيق على عينة من (433) شركة مقيدة في مؤشر البورصة الأمريكية (S&P500) خلال الفترة (2004 – 2014)، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة سلبية بين إعادة شراء الأسهم وقيمة المنشأة والأداء المالي، و تؤدي عمليات إعادة شراء الأسهم إلى انخفاض القيمة بمرور الوقت.

**في حين هدفت دراسة (حفيضة، 2018)** إلي اختبار تأثير كل من إعادة شراء الأسهم والأرباح المحتجزة على أسعار الأسهم، وذلك من خلال دراسة تطبيقية على عينة مكونة من 16 شركة مقيدة في مؤشر البورصة المصرية EGX 100 قامت بإعادة شراء أسهمها، خلال الفترة (2010 – 2015)، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير إيجابي معنوي لكل من إعادة شراء الأسهم والأرباح المحتجزة على أسعار الأسهم، وإن إعادة شراء الأسهم أقوى تأثيراً على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية.

**وقامت دراسة (Odion & Murad, 2019)** باختبار العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح والأداء المالي وذلك بالتطبيق على عينة من (15) بنك مدرج في بورصة الأوراق المالية بنيجيريا، وذلك خلال الفترة (2009 إلى 2014)، وقد تم استخدام تحليل الانحدار لاختبار فروض الدراسة، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين نسبة توزيع الأرباح والأداء المالي، كما يوجد علاقة سلبية بين عائد توزيعات الأرباح والأداء المالي.

**وتناولت دراسة (أبو العلاء، 2020)** اختبار أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وذلك من خلال دراسة تطبيقية على عينة من 24 شركة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة (2000-2019)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي سلبي للتحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها.

**وهدف دراسة (حبيبة، 2021)** إلى اختبار أثر عمليات إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركة في بيئة الأعمال المصرية في ظل جائحة كوفيد-19 واختبار الأثر التفاعلي لعمليات ودوافع إعادة شراء الأسهم المتمثلة في (الانخفاض في قيمة الأسهم، وربحية الأسهم، والرفع المالي) على قيمة الشركة، وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من (57) شركة مقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة (2008-2018) بالإضافة إلى إجراء تحليل الحساسية لعدد (16) شركة قامت بإعادة شراء أسهمها بعد جائحة كوفيد-19 فيما يتعلق بالربعين الثاني والثالث لعامي (2019 - 2020)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لعمليات إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركة، بينما لا يوجد تأثير لعمليات إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركة بعد جائحة كوفيد-19.

### **3/4 الفجوة البحثية:**

طبقاً لما انتهت إليه الدراسات السابقة يمكن للباحثة الإشارة إلى أهم ما تتميز به الدراسة الحالية ومساهمتها في الأدب المحاسبي لتقليل الفجوة البحثية كما يلي:

1- عدم اتفاق الدراسات السابقة بشأن الخصائص التشغيلية المؤثرة على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، حيث أشارت دراسة (Lee & Suh, 2011) إلى أن حجم الشركة والتدفقات النقدية هما المحددان الرئيسيان المؤثرة على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، وجدت دراسة (Andriosopoulos & Hoque, 2013; Alghamdi, 2018) أن حجم الشركة وهيكل الملكية والرفع المالي والأرباح المحتجزة هي المحددات المؤثرة على عمليات إعادة شراء الأسهم، بينما أشارت دراسة (Yarram, 2014; Alghamdi, 2018) إلى أن جودة حوكمة

الشركات وخبرة أعضاء مجلس الإدارة، واستقلالية المجلس، وازدواجية الرئيس التنفيذي هي المحددات المؤثرة على قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها، بالإضافة إلي تباین نتائج هذه الدراسات حول أثر الخصائص التشغيلية على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، كما أنها لم تتناول بشكل كافي تحليل طبيعة العلاقة التآثيرية بين الخصائص التشغيلية للشركة وعمليات إعادة شراء الأسهم وانعكاسها على الأداء المالي للشركات، وهو ما سوف تحاول الدراسة الحالية تقديمه في ضوء النظريات المفسرة للقيام بهذا النشاط.

2- وجود تباین في نتائج الدراسات السابقة التي اهتمت بتحليل أثر قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها على الأداء المالي، حيث توصلت دراسة كل من (Gupta,2016; Chong et al., 2015) إلي وجود علاقة إيجابية بين المتغيرين، بينما توصلت دراسة (Miller & Prondzinski, 2017) إلي وجود علاقة سلبية بين عمليات إعادة شراء الأسهم والأداء المالي، في حين وجدت دراسة (Albaity & Said, 2016) أن عمليات إعادة شراء الأسهم لا تؤثر من قريب أو بعيد على القوة الإيرادية للشركة، لذا تحاول الدراسة الحالية تقديم دليلاً عملياً من البيئة المصرية عن أثر قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها على الأداء المالي في ضوء بعض النظريات التفسيرية التي استخدمت في هذا المجال، وبما يساهم في تقليل الجدل والنقاش حول العلاقة بين هذين المتغيرين.

3- اقتصرت بعض الدراسات السابقة (Chong et al., 2015; Miller & Prondzinski, 2017؛ فراج، 2014؛ حبيبة، 2021) على تناول أثر عمليات إعادة شراء الأسهم على قيمة المنشأة إلا أنها لم تتطرق إلي أثر قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها على الأداء المالي، وهو ما يبرز أهمية الدراسة الحالية.

4- كما اقتصرت بعض الدراسات على قياس أثر عمليات إعادة شراء الأسهم والأرباح المحتجزة على أسعار الأسهم (حفيضة، 2018)، واقتصرت دراسة (Albaity & Said, 2016; Decesari et al., 2011) على تناول أثر عمليات إعادة شراء الأسهم على عوائد الأسهم، كما اقتصرت دراسة (Odion & Murad, 2019) على قياس أثر توزيع الأرباح على الأداء المالي للشركات، واقتصرت دراسة (أبو العلا، 2020) على اختبار أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، إلا أنها لم تتطرق إلي أثر الخصائص التشغيلية على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وانعكاس ذلك على الأداء المالي للشركات في ضوء النظريات المفسرة لذلك، وهو ما يميز الدراسة الحالية.

- 5- ندرة الدراسات التي تناولت أثر الخصائص التشغيلية على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وانعكاس ذلك على الأداء المالي بالتطبيق على الشركات المسجلة في البورصة المصرية - في حدود علم الباحثة - كما أن غالبية الدراسات تمت في بيئات أجنبية، مما يتطلب أهمية اختبار هذه العلاقة التأثيرية في البيئة المصرية والتي تختلف في سماتها وخصائصها عن البيئات الأجنبية، لذلك تعد الدراسة الحالية امتداداً للدراسات السابقة وتتميز عنها بتحليلها بشكل متكامل للعلاقة بين الخصائص التشغيلية وعمليات إعادة شراء الأسهم وأثرها على الأداء المالي للشركات.
- 6- تعتمد منهجية الدراسة الحالية على توضيح أثر الخصائص التشغيلية على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وانعكاس ذلك على الأداء المالي على أسلوب تحليل المحتوى للتقارير المالية للشركات المسجلة في البورصة المصرية خلال الفترة من عام (2011) حتى عام (2020)، وهي بذلك تختلف عن دراسة كلاً من (حبيبة،2021؛ Chasiotis,2021؛ Abraham et al.,2018; Miller & Prondzinski, 2017; Gupta,2016). Chong et al., 2015;

#### 4/4 تطوير فروض البحث:

هدفت الدراسة إلى استكشاف أثر الخصائص التشغيلية على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها من ناحية، وتحليل انعكاس ذلك على الأداء المالي للشركات المقيدة في البورصة المصرية، وفي ظل اختلاف نتائج الدراسات السابقة بشأن الخصائص التشغيلية المؤثرة على عمليات إعادة شراء الأسهم وعلاقتها بأداء الشركة، لذلك تحاول الباحثة الاستفادة من هذه النتائج ونظريات الأدب المحاسبي في تطوير فروض البحث كما يلي.

#### 1/4/4 الخصائص التشغيلية وعمليات إعادة شراء الأسهم:

##### ▪ حجم الشركة Corporate size:

يُعد حجم الشركة من أكثر الخصائص التشغيلية استخداماً في الدراسات السابقة لتفسير المحددات المؤثرة على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، فطبقاً لنظرية الوكالة فإن عمليات إعادة شراء الأسهم تعد وسيلة مناسبة للشركات كبيرة الحجم لتخفيض عدم تماثل المعلومات وتقليل مشاكل الوكالة، وهو ما ينعكس على جذب ثقة المستثمرين وزيادة فرص تمويلها لأنشطتها المختلفة (Abraham et al., 2018). ووفقاً لنظرية الإشارة فإن الشركات الكبيرة تستخدم عمليات إعادة شراء الأسهم لإرسال إشارة للسوق بانخفاض قيمتها السوقية عن القيمة العادلة وتوصيل معلومات



جيدة عن قيمة الشركة في المستقبل (Hamouda et al., 2020). وبالإضافة إلى ذلك فإن الشركات التي تعلن باستمرار عن شراء أسهمها تتميز بأنها شركات كبيرة وذات عوائد مستقرة وتدفع توزيعات مرتفعة، بينما تتميز الشركات التي لا تكرر إعادة شراء أسهمها بأنها شركات صغيرة نسبياً وذات عائد متقلب وتقل نسبة الاستثمار المؤسسي فيها مقابل زيادة نسبة ملكية الإدارة (Jagannathan & Stephens, 2003). وقد أظهرت الدراسات السابقة نتائج مختلطة تجاه العلاقة بين حجم الشركة وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، حيث كانت العلاقة موجبة وذات دلالة معنوية في كل من دراسة (Abraham et al., 2018; Andriosopoulos & Hoque, 2013) بينما توصلت دراسة (أبو العلا، 2020؛ الرزين، 2012) إلى عدم وجود علاقة معنوية بينهما، وبالتالي يمكن صياغة الفرض الأول للبحث في صورة الفرض البديل كما يلي:

توجد علاقة ارتباط معنوية إيجابية بين حجم الشركة وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها.

#### ▪ ربحية الشركة Profitability:

تمثل الربحية مؤشراً هاماً لنجاح الشركة، باعتبارها مقياس للحكم على كفاءة وفعالية الأداء المالي بالشركة (مخولف، 2019)، وقد قدمت النظريات المحاسبية تفسيراً لطبيعة العلاقة بين قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وربحية الشركة، حيث أوضحت نظرية الإشارة أن الشركات ذات الربحية المرتفعة يكون لديها حافز أكثر للقيام بإعادة شراء أسهمها لإرسال إشارة إلى السوق بأن أسهم الشركة تتداول بأقل من قيمتها الحقيقية مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركة، وهو ما ينعكس إيجابياً على ربحية السهم الواحد (Verma, 2018). ووفقاً لنظرية الوكالة فإن الشركات الأكثر ربحية قد يكون لديها فائض من التدفق النقدي الحر، وبالتالي قد يختار مديري الشركات عمليات إعادة شراء الأسهم للحد من مشاكل الوكالة وتخفيض عدم تماثل المعلومات من خلال إعادة الأموال الزائدة إلى المساهمين بدلاً من استثمارها في مشاريع سلبية (Guffey & Schneider, 2004). وقد أوضحت الدراسات السابقة نتائج متباينة تجاه العلاقة بين الربحية وعمليات إعادة شراء الأسهم، حيث توصلت دراسة كل من (Guffey & Schneider, 2004; Aris et al., 2020؛ الرزين، 2012) إلى وجود علاقة معنوية إيجابية بين الربحية وعمليات إعادة شراء الأسهم، حيث أن الشركات ذات الربحية المرتفعة هي الأكثر قدرة على إعادة شراء أسهمها نظراً لزيادة قدرتها على توليد النقدية الحرة، بينما توصلت دراسة (Lee & Alam,

(2004) إلى وجود علاقة معنوية سلبية بين عمليات إعادة شراء الأسهم والعائد على السهم، وبالتالي يمكن صياغة الفرض الثاني للبحث في صورة الفرض البديل كما يلي:  
توجد علاقة ارتباط معنوية إيجابية بين ربحية الشركة وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها.

#### ▪ تركيز الملكية Ownership Concentration:

تشير تركيز الملكية إلى درجة المشاركة في ممتلكات الشركة التي تحدد توزيع أدوار السلطة والقوة داخل الشركة (Romero et al., 2017)، وطبقاً لنظرية أصحاب المصالح فإن احتمالات تضارب المصالح بين الأصيل والوكيل تكون أعلى في الشركات التي لديها انتشار في الملكية بسبب اختلاف المصالح بين الأطراف التعاقدية، فانتشار الملكية بين عدد كبير من المساهمين قد يؤدي إلى زيادة مشاكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات، وفي المقابل فإن الشركات التي تتسم بتركيز الملكية في عدد قليل من المساهمين فمن المتوقع أن تنخفض فيها مشاكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين، حيث تحاول تلك الشركات إرسال إشارة بأن المديرين يعملون على تحقيق احتياجات أصحاب المصالح.

وقد أشارت دراسة (Chasiotis et al., 2021) إلى أن تركيز الملكية كأحد الآليات الرئيسية للحوكمة، قد تلعب دوراً هاماً في تحسين فعالية عمليات إعادة شراء الأسهم، كما توصلت دراسة (Andriosopoulos & Hoque, 2013; Chasiotis et al., 2021) إلى وجود علاقة سلبية بين تركيز الملكية وبين قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها فكلما كانت الملكية مركزة كلما انخفضت عمليات إعادة شراء الأسهم في الشركة. كما وجدت دراسة (Abraham et al., 2018) وجود علاقة سلبية بين هيكل الملكية المؤسسية وبين عمليات إعادة شراء الأسهم، وبالتالي يمكن صياغة الفرض الثالث للبحث في صورة الفرض البديل كما يلي:

توجد علاقة ارتباط معنوية سلبية بين تركيز الملكية وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها.

#### ▪ التدفقات النقدية الحرة Free Cash Flows:

ظهر التدفق النقدي الحر في أدبيات الفكر المحاسبي تحت مسميات عديدة منها التدفق النقدي الفائض (Surplus Cash Flow)، والتدفق النقدي الإضافي (Excess Cash Flow)، والتدفق النقدي القابل للتوزيع (Distributable Cash Flow)، والتدفق النقدي القابل للإنفاق (Disposable Cash Flow)، والغرض من وراء كل هذه المسميات هي كيفية قياس النقدية

المتولدة من الأنشطة خلال الفترة المالية والتي يمكن توزيعها على المساهمين أو استثمارها دون التأثير في النمو المستقبلي للشركة (سالم، خشارمة، 2007)، ويعرف التدفق النقدي الحر بأنه صافي التدفق النقدي من العمليات التشغيلية بعد دفع كافة النفقات اللازمة لإدارة الشركة وتشغيلها والمتاح للتوزيع على المساهمين، ولسداد الديون والتوسع الاستثماري (بعيو وآخرون، 2020).

وفي ضوء التأثير الإيجابي المتوقع للتدفقات النقدية الحرة على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، أكدت دراسات (أبو العلا، 2020؛ Chasiotis et al., 2021; Li et al., 2019) أنه في حالة وجود فائض نقدي في الشركة، فإن الشركة تعمل على توزيعه على المساهمين بغرض تحقيق مشاكل للوكالة التي يمكن أن يستخدمها المديرون أو الأطراف الداخلية لتحقيق مصالحهم الشخصية سواء على المكافآت أو الاستثمار في مشروعات ذات عائد سلبي للشركة، كما أكدت على أن استخدام عمليات إعادة شراء الأسهم يعتبر وسيلة لتوزيع الفائض النقدي أفضل من عمل توزيعات أرباح نقدية خاصة عندما يكون غير متوقع تحقيق مثل هذه التوزيعات بشكل منتظم خلال الفترات القادمة. وطبقاً لنظرية التدفق النقدي فإن الشركات تقوم بتوزيع الفائض النقدي في صورة إعادة شراء الأسهم وذلك بهدف تخفيض مشاكل الوكالة (Kim et al., 2016)، وفي ذات السياق أشارت نظرية الوكالة إلى أن توزيعات الأرباح في صورة إعادة شراء الأسهم تستخدم كألية لتخفيض مشاكل الوكالة لأنها تخفض مقدار التدفقات النقدية الحرة المتاحة لإدارة الشركة والتي قد تستغل لتحقيق منافع خاصة على حساب المساهمين، كما أن عمليات إعادة شراء الأسهم تعرض الشركة لمزيد من رقابة سوق رأس المال وتقييم المستثمرين المحتملين ومن ثم تخفيض مشاكل الوكالة (Giriati, 2016)، وقد توصلت دراسة (أبو العلا، 2020؛ Chasiotis et al., 2021; Abraham et al., 2018; Lee & Suh, 2011) إلى وجود علاقة إيجابية بين التدفقات النقدية الحرة وقيام الشركة بإعادة شراء أسهمها، فكلما زادت التدفقات النقدية الحرة كلما زاد قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها، وبالتالي يمكن صياغة الفرض الرابع للبحث في صورة الفرض البديل كما يلي:

توجد علاقة ارتباط معنوية إيجابية بين التدفقات النقدية الحرة وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها.

#### ▪ نسبة الرفع المالي Leverage:

يشير الرفع المالي إلى مدى اعتماد الشركات على الديون في تمويل نشاطاتها المختلفة، كما أن مستوى الرفع المالي للشركات يعكس المخاطر المالية ومخاطر الإفلاس التي قد تتعرض لها الشركات في حالة عدم قدرتها على الوفاء بديونها (Li & Hawang, 2011)، وقد أشارت دراسة

(Kim et al., 2016) إلي أن من دوافع قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها هو زيادة نسبة الرفع المالي، حيث تلجأ العديد من الشركات إلى تمويل عملية إعادة شراء الأسهم عن طريق الاقتراض الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض رأس مالها، ويتم ذلك عن طريق قيام الشركة بإصدار سندات واستخدام حصيلتها في إعادة شراء الأسهم ومن ثم يترتب عليها زيادة في نسبة الرفع المالي والتي تسمح بالحصول على مزايا ضريبية، لأن وجود الديون يضمن للشركة التمتع بمزايا ضريبية لأنها تخفض من دخلها الخاضع للضريبة، وفي ذات السياق إشارة دراسة (Siew-Peng & Lsa, 2015) إلى أن عمليات إعادة شراء الأسهم تزيد من نسبة الديون إلى حقوق الملكية بالنسبة للشركات ذات نسبة الرفع المالي المنخفضة.

وقد توصلت دراسة (حبيبة، 2021) إلى وجود علاقة معنوية بين الرافعة المالية وحجم عمليات إعادة شراء الأسهم، بينما توصلت دراسة (Andriosopoulos & Hoque, 2013; Abraham et al., 2018; Chasiotis et al., 2021) إلى وجود علاقة معنوية سلبية بين نسبة الرفع المالي وبين عمليات إعادة شراء الأسهم، فكلما زادت نسبة الرفع المالي كلما انخفض قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها حتى لا تتعرض الشركة لصعوبات مالية وإفلاس، كما وجدت دراسة (Lailiyah et al., 2020) أن الرافعة المالية لها تأثير سلبي غير معنوي على عمليات إعادة شراء الأسهم، في حين توصلت دراسة (Teng & Hachiya, 2013) أن الرافعة المالية لم يكن لها تأثير على إعادة شراء الأسهم، وفي ضوء التباين في نتائج الدراسات السابقة يمكن صياغة الفرض الخامس للبحث في صورة الفرض البديل كما يلي:

توجد علاقة ارتباط معنوية سلبية بين نسبة الرفع المالي وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها.

#### 2/4/4 عمليات إعادة شراء الأسهم والأداء المالي للشركات:

يمثل تعظيم ثروة المساهمين الهدف الرئيسي الذي تسعى إليه منشآت الأعمال، وتعتبر عمليات إعادة شراء الأسهم هي إحدى الأدوات الرئيسية لتحقيق هذا الهدف، فإعادة شراء الأسهم تعد بمثابة أداة إستراتيجية هامة من أدوات السياسة المالية في الشركة، وأحد القرارات الهامة في صنع القرار الاستثماري والمالي للشركة، كما أنها مؤشراً لجمهور المستثمرين الحاليين والمرتقبين حول كفاءة الأداء المالي بالشركة (Rozycki & Suh, 2019)، وقد أشارت دراسة (Li et al., 2019) إلى أن من دوافع الشركة لإعادة شراء أسهمها هو تحسين الأداء المالي للشركة من خلال

تحسين بعض النسب المالية للشركة مثل ربحية السهم، ومعدل العائد على حقوق الملكية، معدل العائد على الأصول.

وقد فسرت نظريات الأدب المحاسبي العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم والأداء المالي، حيث أشارت **نظرية الوكالة** إلى أن عمليات إعادة شراء الأسهم تساهم في تخفيض تكاليف الوكالة، من خلال الحد من التدفقات النقدية الحرة التي قد يستخدمها المديرين في الاستثمار في مشروعات غير مربحة مما يؤدي إلى زيادة أداء وقيمة الشركة ومن ثم تعظيم ثروة المساهمين (Gim & Jang, 2020)، كما أشارت **نظرية الموارد** إلى أن عمليات إعادة شراء الأسهم تمكن أصحاب المصالح من فهم عملية تكوين الثروة، وتقلل من سوء تقييم أسهم الشركة، حيث يعد تقييم الأداء المالي للشركات عاملاً هاماً لأصحاب المصالح لاتخاذهم القرارات في المستقبل (Rozycki & Suh, 2019)، في حين ترى **نظرية الإشارة** بأن عمليات إعادة شراء الأسهم تمثل إرسال إشارة إيجابية لأصحاب المصالح والتي تتمثل في الحد من عدم تماثل المعلومات وزيادة ربحية السهم وتحسين الأداء المستقبلي للشركة (Hamouda et al., 2020).

وقد أوضحت الدراسات السابقة نتائج متباينة تجاه العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم والأداء المالي للشركة، حيث توصلت دراسة (Oliver & Moffeit, 2000; Hribar et al., 2006; Punwosi & Brijlal, 2016) إلى وجود أثر إيجابي لعمليات إعادة شراء الأسهم علي الأداء المالي باستخدام العائد علي السهم الواحد، استناداً إلي أن عمليات إعادة شراء الأسهم قد تستخدمها الشركات كوسيلة لإدارة نصيب السهم من الأرباح، حيث يعتبر العائد علي السهم الواحد من أهم المؤشرات التي تعبر عن الأداء المالي للشركة والتي تعكس أرباح الشركة، ويستخدمها المستثمرين الحاليين والمرقبين من أجل قياس ربحية الشركة، فكلما قل عدد الأسهم المتداولة كلما تحسن العائد علي السهم الواحد، ومما يزيد هذا الأمر أهمية ربط كثير من الشركات مكافآت كبار التنفيذيين بمدى التحسن في العائد علي السهم، كما توصلت دراسة (Gupta, 2016) إلي وجود علاقة إيجابية بين عمليات إعادة شراء الأسهم والأداء المالي باستخدام العائد علي السهم الواحد ومعدل العائد علي حقوق الملكية، وتوصلت دراسة (Caster et al., 2006) إلي وجود علاقة معنوية بين عمليات إعادة شراء الأسهم والأداء المالي باستخدام معدل العائد علي حقوق الملكية حيث تؤدي عمليات إعادة شراء الأسهم إلي تخفيض قيمة حقوق الملكية مما يحسن من نسبة العائد علي حقوق الملكية، كما توصلت دراسة (Pieloch-Babiarz, 2017; 2021) حبيبة، إلي وجود علاقة إيجابية

معنوية بين إعادة شراء الأسهم وقيمة الشركة، بينما توصلت دراسة (Miller & Prondzinski, 2017) إلي وجود علاقة عكسية بين عمليات إعادة شراء الأسهم والأداء المالي وقيمة المنشأة باستخدام ربحية السهم (EPS) ونسبة السعر إلي القيمة الدفترية والقيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، كما توصلت دراسة (Lee & Alam, 2004) إلي وجود علاقة معنوية سلبية بين عمليات إعادة شراء الأسهم والعائد علي السهم، في حين توصلت دراسة (عوض، وآخرون، 2015) إلى عدم وجود أثر معنوي لعمليات إعادة شراء الأسهم على الأداء المالي باستخدام نصيب السهم من الأرباح، كما توصلت دراسة (Croce et al., 2008) إلى وجود تدهور كبير في الأداء التشغيلي بعد الإعلان عن إعادة شراء الأسهم، وبالتالي يمكن صياغة الفرض السادس للبحث في صورة الفرض البديل كما يلي:

توجد علاقة ارتباط معنوية إيجابية بين قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها والأداء المالي.

#### 5 - الدراسة التطبيقية:

يتناول هذا الجزء من البحث إجراء دراسة تطبيقية لاختبار فروض البحث باستخدام البيانات المنشورة للشركات المسجلة بالبورصة المصرية وذلك لقياس أثر الخصائص التشغيلية للشركة علي قرار إعادة شراء أسهمها وانعكاس ذلك على الأداء المالي باستخدام أسلوب المحتوى Content Analysis وتتمثل مقومات الدراسة التطبيقية لاختبار فروض البحث فيما يلي:

#### 1/5 مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من كافة الشركات المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية وذلك خلال الفترة من عام (2011) حتى عام (2020) وقد تم تحديد العينة وفقاً للشروط التالية:

- أن تكون الشركة مقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية.
  - توافر التقارير المالية السنوية للشركة خلال فترة الدراسة.
  - حدوث عملية واحدة على الأقل من عمليات إعادة شراء الأسهم (أسهم الخزينة)، وقيام الشركة بالإفصاح عنها في قائمة المركز المالي ضمن حقوق الملكية خلال فترة الدراسة.
  - ألا تنتمي الشركة إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية، نظراً لوجود قواعد تنظيمية خاصة بهما.
- وقد نتج عن تطبيق المعايير السابقة اختيار (49) شركة تمثل عينة الدراسة بواقع (74) مشاهدة خلال الفترة من عام (2011) حتى عام (2020).

سواء ماهر, أثر الخصائص التشغيلية للشركة علي قرار إعادة شراء أسهمها وانعكاس ذلك على الأداء المالي

ويوضح الجدول التالي رقم (2) عدد ونسبة الشركات الممثلة لعينة الدراسة وفقاً للقطاعات التي تنتمي إليها تلك الشركات.

جدول رقم (2) عدد ونسبة الشركات الممثلة لعينة الدراسة حسب القطاعات التي تنتمي إليها

م	القطاع	عدد الشركات #	النسبة المئوية %
1	قطاع السياحة والترفيه	5	0.10
2	قطاع الموزعين وتجارة التجزئة	3	0.06
3	قطاع الإعلام	1	0.02
4	قطاع التكنولوجيا	1	0.02
5	قطاع الاتصالات	1	0.02
6	قطاع التشييد والبناء	6	0.12
7	قطاع العقارات	11	0.22
8	قطاع الغاز والبتروول	2	0.04
9	قطاع الكيماويات	3	0.06
10	قطاع الموارد الأساسية	2	0.04
11	قطاع منتجات منزلية وشخصية	5	0.10
12	قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	3	0.06
13	قطاع الرعاية الصحية والأدوية	1	0.02
14	قطاع الأغذية والمشروبات	5	0.10
	إجمالي عدد الشركات	49	100

## 2/5 مصادر الحصول على البيانات:

اعتمدت الباحثة في جمع البيانات اللازمة للدراسة التطبيقية على تحليل القوائم والتقارير المالية للشركات محل الدراسة خلال الفترة من عام (2011) حتى عام (2020) والمنشورة في المواقع الإلكترونية للشركات، وموقع البورصة المصرية [www.egx.com.eg](http://www.egx.com.eg)، وموقع شركة مصر لنشر المعلومات [www.egidegypt.com](http://www.egidegypt.com)، وموقع معلومات مباشر [www.mubasher.info](http://www.mubasher.info).

### 3/5 توصيف وقياس متغيرات الدراسة:

استناداً إلى فروض البحث، يمكن تحديد متغيرات الدراسة وتوصيفها وكيفية قياسها كما يلي:  
1/3/5 المتغيرات المرتبطة بنموذج الدراسة الأول: أثر الخصائص التشغيلية للشركة علي قرار إعادة شراء أسهمها:

أولاً: المتغير التابع: قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها:

اعتمدت الباحثة في قياس قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها علي قسمة عدد الأسهم التي تم إعادة شرائها ( أسهم الخزينة والمفصح عنها بقائمة المركز المالي ضمن حقوق الملكية) على إجمالي عدد الأسهم في الشركة، تماشياً مع دراسات (Lailiyah et al., 2020; Aris et al., 2020; Ota & Lau 2021)؛ حبيبة، 2021؛ حفيضة، 2018.

ثانياً: المتغيرات المستقلة: الخصائص التشغيلية للشركة:

ويمكن توضيح المتغيرات المستقلة من خلال نموذج الدراسة الأول، كما يتضح

من الجدول التالي:

جدول رقم (3) متغيرات نموذج الدراسة الأول وطريقة قياسها

المتغيرات	الرمز	طريقة القياس	العلاقة المتوقعة
أولاً: المتغير التابع (قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها)			
قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها	SR	عدد الأسهم التي تم إعادة شرائها (أسهم الخزينة والمفصح عنها بقائمة المركز المالي ضمن حقوق الملكية) مقسوماً على إجمالي عدد الأسهم في الشركة.	
ثانياً: المتغيرات المستقلة (الخصائص التشغيلية للشركة)			
حجم الشركة	SIZE	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام.	+
ربحية الشركة	PROF	بقسمة صافي الربح بعد الضريبة على إجمالي الأصول في نهاية العام.	+
تركز الملكية	OC	نسبة ملكية كبار المساهمين (أفراد أو مؤسسات) في أسهم الشركة والتي تكون في حدود 5% أو أكثر من رأس مال الأسهم.	-
التدفقات النقدية الحرة	CASH	صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية مقسوماً علي إجمالي الأصول.	+
درجة الرفع المالي	LEV	قسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول في نهاية العام.	-



## 2/3/5 المتغيرات المرتبطة بنموذج الدراسة الثاني: أثر قرار الشركة بإعادة شراء

### أسهمها علي الأداء المالي:

#### أولاً: المتغير التابع: الأداء المالي للشركات:

اعتمدت الباحثة في قياس الأداء المالي للشركات علي بعض المؤشرات ذات القبول في الدراسات السابقة ومن أهمها: معدل العائد علي الأصول (ROA)، معدل العائد علي حقوق الملكية (ROE)، ربحية السهم الواحد (EPS).

#### ثانياً: المتغير المستقل: قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها:

ويتم قياسه من خلال قسمة عدد الأسهم التي تم إعادة شرائها (أسهم الخزينة والمفصح عنها بقائمة المركز المالي ضمن حقوق الملكية) على إجمالي عدد الأسهم في الشركة.

#### ثالثاً: المتغيرات الرقابية:

قامت الباحثة بإضافة بعض المتغيرات الرقابية إلى نموذج الدراسة والتي قد تؤثر على المتغير التابع (الأداء المالي)، وذلك بهدف ضبط العلاقة بين المتغير المستقل (قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها) والمتغير التابع، كما يتضح من الجدول التالي:

#### جدول رقم (4) متغيرات نموذج الدراسة الثاني وطريقة قياسها

المتغيرات	الرمز	طريقة القياس	العلاقة المتوقعة
أولاً: المتغير التابع : الأداء المالي للشركات			
الأداء المالي للشركات	FP	1- <u>معدل العائد علي الأصول (ROA):</u> قسمة صافي الربح بعد الضرائب علي إجمالي الأصول في نهاية العام	
		2- <u>معدل العائد علي حقوق الملكية (ROE):</u> قسمة صافي الربح بعد الضرائب علي إجمالي حقوق الملكية في نهاية العام	
		3- <u>ربحية السهم الواحد (EPS):</u> قسمة صافي الربح بعد الضرائب علي عدد الأسهم المكتتب فيها في نهاية العام	
ثانياً: المتغير المستقل : قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها			
قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها	SR	عدد الأسهم التي تم إعادة شرائها (أسهم الخزينة والمفصح عنها بقائمة المركز المالي ضمن حقوق الملكية ) مقسوماً على إجمالي عدد الأسهم في الشركة.	+

سواء ماهر، أثر الخصائص التشغيلية للشركة علي قرار إعادة شراء أسهمها وانعكاس ذلك على الأداء المالي

المتغيرات	الرمز	طريقة القياس	العلاقة المتوقعة
<b>ثالثاً: المتغيرات الرقابية</b>			
حجم الشركة	SIZE	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام.	+
درجة الرفع المالي	LEV	قسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول في نهاية العام.	-
جائحة كورونا (كوفيد-19)	COVID-19	تم قياسها من خلال مستوي انتشار فيروس كورونا، تأخذ القيمة (1) في انتشار الفيروس، والقيمة (0) في عدم الانتشار (أبو يوسف، سراج، 2021).	-

#### 4/5 نماذج الدراسة:

سوف يتم استخدام تحليل الانحدار متعدد المتغيرات لاختبار فروض البحث وذلك على النحو التالي:

**أولاً: النموذج الأول: أثر الخصائص التشغيلية للشركة علي قرار إعادة شراء أسهمها:**

يستخدم هذا النموذج لاختبار الفرض الأول والثاني والثالث والرابع والخامس، والذي يختبر وجود علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها كمتغير تابع وكل من: حجم الشركة، وربحية الشركة، وتركز الملكية، والتدفقات النقدية الحرة، ودرجة الرفع المالي كمتغيرات مستقلة. ويأخذ النموذج المقترح الشكل التالي:

$$SR = \beta_0 + \beta_1 SIZE + \beta_2 PROF + \beta_3 OC + \beta_4 CASH + \beta_5 LEV + \varepsilon \quad (1)$$

**حيث أن:**

**SR:** تشير إلى قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها. **B<sub>0</sub>:** ثابت نموذج الانحدار. **SIZE:** تشير إلى حجم الشركة. **PROF:** تشير إلى ربحية الشركة. **OC:** تشير إلى تركز الملكية. **CASH:** تشير إلى التدفقات النقدية الحرة. **LEV:** تشير إلى درجة الرفع المالي. **ε:** تشير إلى حد الخطأ العشوائي.

**ثانياً: النموذج الثاني: أثر قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها علي الأداء المالي:**

يستخدم هذا النموذج لاختبار الفرض السادس، والذي يختبر وجود علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين الأداء المالي للشركة كمتغير تابع وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها كمتغير مستقل وحجم الشركة، ودرجة الرفع المالي، وجائحة كورونا (كوفيد-19) كمتغيرات رقابية.

ويأخذ النموذج المقترح الشكل التالي:

$$FP = \beta_0 + \beta_1SR + \beta_2SIZE + \beta_3LEV + \beta_4(COVID - 19) + \varepsilon \quad (2)$$

حيث أن:

**FP:** تشير إلى الأداء المالي للشركات (معدل العائد علي الأصول  $(ROA)$ ، معدل العائد علي حقوق الملكية  $(ROE)$ ، ربحية السهم الواحد  $(EPS)$ ).  
**COVID-19:** تشير إلى جائحة كورونا (كوفيد-19).  
وباقى المتغيرات كما سبق تعريفها.

### 5/5 الأساليب الإحصائية المستخدمة لاختبار فروض البحث:

استخدمت الباحثة أسلوب تحليل الانحدار متعدد المتغيرات لاختبار فروض البحث، حيث استخدمت نموذجان انحدار لاختبار فروض البحث والتي سبق عرضهما. كما تم تحديد مستوى المعنوية  $Significance level$  المقبول على أنه يساوي (0.05) أو أقل. ولتقدير هذه النماذج تم استخدام برنامج (SPSS) الإصدار (25)، وبرنامج تحليل مشاهدات الاقتصاد القياسي (E-Views) الإصدار (11)، واللذان يعتبران من أهم البرامج المناسبة والأكثر استخداماً في مثل هذه الدراسات.

### 6/5 تحليل نتائج الدراسة التطبيقية:

في ضوء فروض الدراسة، وبناءً علي نتائج التحليل الإحصائي التي تم التوصل إليها في هذه الدراسة، سوف يتم عرض النتائج وتفسيرها وذلك على النحو التالي:

### 1/6/5 اختبار صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي:

للتحقق من صلاحية بيانات الدراسة للتحليل الإحصائي وتقدير نماذج الدراسة تم إجراء الاختبارات التالية:

### 1/1/6/5 اختبار اعتدالية المتغيرات Test of Normality:

قامت الباحثة باستخدام اختبار Kolmogorov-Smirnov للتحقق من مدى تبعية بيانات متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي، بحيث أنه إذا كانت قيمة (Sig.) لمتغير ما أكبر من (0.05)، فإن هذا يدل على أن بيانات المتغير تتوزع توزيعاً طبيعياً، أما إذا كانت أقل من (0.05)، فإن هذا

يدل على أن بيانات المتغير لا تتوزع توزيعاً طبيعياً (أمين،2013). والجدول رقم (5) يوضح نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة.

جدول رقم (5) نتائج اختبار Kolmogorov-Smirnov لاختبار اعتدالية متغيرات الدراسة

النموذج الثاني			النموذج الأول			المتغيرات
.Sig	Df	Statistic	.Sig	Df	Statistic	
0.189	74	*0.474	0.189	74	*0.474	SR
0.098	74	*0.157	0.098	74	*0.157	SIZE
			0.196	74	*0.481	PROF
			0.231	74	*0.509	OC
			0.167	74	*0.433	CASH
0.134	74	*0.382	0.134	74	*0.382	LEV
0.196	74	*0.481				ROA
0.229	74	*0.506				ROE
0.125	74	*0.335				EPS
0.742	74	*0.457				19-COVID

المصدر: (الجدول من إعداد الباحثة من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

\* العلاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05) أو أقل.

يتضح من الجدول رقم (5) أن القيمة المعنوية (Sig.) لجميع متغيرات الدراسة في النموذجين: الأول، والثاني، أكبر من (0.05)، وهذا يعني أن جميع المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي.

#### 2/1/6/5 اختبار التداخل الخطي Multi-Collinearity:

للتحقق من مدى وجود مشكلة التداخل الخطي بين متغيرات الدراسة المفسرة (المستقلة، والرقابية)، باستخدام مقياس *Collinearity Diagnostics*، وذلك من خلال حساب معامل التباين المسموح به *Tolerance* لكل متغير من تلك المتغيرات المفسرة، ومن ثم إيجاد معامل تضخم التباين *Variance Inflation factor (VIF)*، وهذا الاختبار يعد مقياساً لتأثير التداخل الخطي (أي الارتباط) بين المتغيرات المستقلة والرقابية. ويرى الإحصائيون المختصون مثل (Kutner et al.,2005)، أنه كلما كانت قيمة معامل *Tolerance* أكبر من (0.1)، وقيمة

(VIF) أقل من (10)، فإن ذلك يعد كافياً للحكم على أن المتغيرات المفسرة لا تعاني من وجود مشكلة التداخل الخطي المتعدد. والجدول رقم (6) يعرض نتائج هذا الاختبار:

### جدول رقم (6)

نتائج اختبار التداخل الخطي المتعدد بين المتغيرات المفسرة

باستخدام مقياس *Collinearity Diagnostics*

Collinearity Diagnostics				المتغيرات المفسرة
النموذج الثاني		النموذج الأول		
VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	
1.038	0.964			SR
1.047	0.955	1.098	0.911	SIZE
		1.005	0.995	PROF
		1.017	0.983	OC
		1.081	0.925	CASH
1.021	0.979	1.003	0.997	LEV
1.105	0.905			19-COVID

المصدر: (الجدول من إعداد الباحثة من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

بفحص قيم معامل *Tolerance* الواردة في جدول رقم (6) لجميع المتغيرات المفسرة (المستقلة والرقابية) والمتعلقة بكل النماذج، تبين للباحثة أنها أكبر من (0.1)، كما أن جميع قيم معامل تضخم التباين (VIF) أقل من القيمة (10)، 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.

### 3/1/6/5 اختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات الدراسة:

قامت الباحثة باستخدام مصفوفة الارتباط الخطي البسيط لبيرسون *Pearson Correlation Matrix* من أجل اختبار علاقات الارتباط الأحادية *Univariate Correlation* بين متغيرات الدراسة. ويوضح الجدول رقم (7) نتائج اختبارات علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات الدراسة.

جدول رقم (7)

مصفوفة الارتباط الخطي البسيط لبيرسون لقياس علاقة الارتباط الأحادية بين متغيرات الدراسة

المتغيرات		SR	SIZE	PROF	OC	CASH	LEV	ROA	ROE	EPS	COVID-19
SR	.Corr	1									
	.Sig										
SIZE	.Corr	*0.410	1								
	.Sig	0.001									
PROF	.Corr	*0.522	0.361	1							
	.Sig	0.000	0.203								
OC	.Corr	*0.430-	0106-	0.038-	1						
	.Sig	0.000	0.081	0.342							
CASH	.Corr	*0.853	0.267	0.006	0.035	1					
	.Sig	0.000	0.359	0.149	0.321						
LEV	.Corr	*0.506-	0.048	0.014-	0.021-	0.024	1				
	.Sig	0.000	0.076	0.192	0.350	0.293					
ROA	.Corr	*0.422	*0.369	0.195-	0.085	0.087	0.014-	1			
	.Sig	0.002	0.000	0.271	0.211	0.430	0.104				
ROE	.Corr	*0.528	0.082	0.184-	0.112	0.176	0.021-	0.113	1		
	.Sig	0.000	0.190	0.110	0.075	0.253	0.093	0.060			
EPS	.Corr	*0.435	0.264	0.095-	0.085	0.187	0.095-	0.055	0.087	1	
	.Sig	0.001	0.160	0.051	0.239	0.410	0.071	0.231	0.430		
COVID-19	.Corr	*0.488-	0.212-	0.146-	0.222-	0.161-	0.144-	0.212-	0.101-	0.099-	1
	.Sig	0.003	0.063	0.310	0.093	0.271	0.210	0.073	0.231	0.098	

\*العلاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05) أو أقل.

يتضح من جدول رقم (7) أنه توجد علاقة ارتباط إيجابية وذات دلالة معنوية بين قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها (SR) وبين كل من: حجم الشركة (SIZE)، ربحية الشركة (PROF)، التدفقات النقدية الحرة (CASH)، بينما توجد علاقة ارتباط سلبية وذات دلالة معنوية بين قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها (SR) وبين كل من: تركيز الملكية (OC)، درجة الرفع المالي (LEV). كما يتضح أنه توجد علاقة ارتباط إيجابية وذات دلالة معنوية بين قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها (SR) وبين كل من: معدل العائد علي الأصول (ROA)، معدل العائد علي حقوق الملكية (ROE)، ربحية السهم الواحد (EPS). بينما باقي العلاقات الارتباط الأحادية سواء بين المتغيرات المستقلة، أو الرقابية، مع بعضها البعض، أو مع متغير قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها (SR)، كلها علاقات ارتباط غير معنوية.

سواء ماهر، أثر الخصائص التشغيلية للشركة علي قرار إعادة شراء أسهمها وانعكاس ذلك على الأداء المالي

وهكذا، يتضح من قيم وإشارات معاملات الارتباط الأحادية أنها تتسق مع ما تتوقعه الدراسة الحالية، حيث وجدت مؤشرات مبدئية على احتمال ظهور أثر للخصائص التشغيلية للشركة علي قرار إعادة شراء أسهمها وانعكاس ذلك على الأداء المالي للشركة، مما يمثل أساساً مناسباً لإمكانية اختبار فروض الدراسة الحالية من الناحية الإحصائية باستخدام نماذج الانحدار الخطي متعدد المتغيرات.

#### 4/1/6/5 اختبار استقلال السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة:

للتحقق من استقرار السلاسل الزمنية *Time Series Stationary* لمتغيرات الدراسة، قامت الباحثة باستخدام اختبارات جذور الوحدة *Unit Root Tests* لمعرفة مدى استقرار السلاسل الزمنية عبر الزمن، بحيث تكون السلسلة الزمنية مستقرة *Stationary* إذا كان هناك ثبات في قيمة الوسط الحسابي والتباين عبر الزمن. وقاعدة القرار في هذه الحالة هو قبول فرض الدراسة (وهو بأن السلسلة الزمنية مستقرة)، إذا كانت القيمة الاحتمالية *P-value* أقل من (0.05)، والعكس صحيح. ويوضح جدول رقم (8) نتائج اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة.

#### جدول رقم (8) نتائج اختبار استقلال السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

<i>Unit Root Tests</i>						المتغيرات المفسرة	
<i>PP-Fisher (Chi<sup>2</sup>)</i>		<i>Augmented Dick-Fuller</i>		<i>Levin, Lin &amp; Chu t values</i>			
<i>P-value</i>	<i>value</i>	<i>P-value</i>	<i>Value</i>	<i>P-value</i>	<i>Value</i>		
0.003	*248.61	0.001	*202.74	0.000	*19.36-	SIZE	المتغيرات المفسرة للنموذج الأول
0.000	*92.97	0.007	*83.52	0.002	*2.66-	PROF	
0.001	*201.36	0.020	*217.43	0.006	*10.16-	OC	
0.003	*175.21	0.000	*123.53	0.000	*9.12-	CASH	
0.000	*316.82	0.000	*218.36	0.001	*26.96-	LEV	
0.000	*126.87	0.004	*135.78	0.010	*6.08-	SR	المتغيرات المفسرة والنقابية للنموذج الثاني
0.000	*189.69	0.000	*174.12	0.000	*7.98-	SIZE	
0.001	*101.14	0.000	*67.95	0.001	*3.64-	LEV	
0.000	*240.31	0.000	*301.64	0.000	*20.03-	COVID-19	

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحثة من واقع نتائج التحليل الإحصائي).
- \* العلاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05) أو أقل.

يتضح من جدول رقم (8)، أن القيمة الاحتمالية  $P$ -value لجميع متغيرات الدراسة أقل من (0.05)، وهو ما يشير إلى أن علاقات الانحدار بين متغيرات الدراسة، ليست علاقات انحدار زائفة *Spurious Regression*، أي أنها صالحة لتطبيق نماذج الانحدار الخطي متعدد المتغيرات عليها، ومن ثم رفض الفرض العدمي بأن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة ليست مستقرة.

## 2/6/5 الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

في هذا البند سيتم عرض أهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة التطبيقية. ويوضح الجدول رقم (9) المتوسط الحساب والانحراف المعياري وأعلى وأدنى قيمة لمتغيرات الدراسة عن فترة الدراسة مجتمعة. وتشير الإحصاءات الوصفية الواردة بجدول (9) أن المتوسط الحسابي لمتغير قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها عن فترة الدراسة مجتمعة بلغ (7.6734)، يضاف إلى ذلك أن هناك فرقاً كبيراً بين أعلى قيمة وأدنى قيمة، حيث بلغت أعلى قيمة وأدنى قيمة (410.00)، (0.01) على التوالي، لذلك فقد بلغ الانحراف المعياري لمتغير قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها (47.47948). وبالنسبة لحجم الشركة، فتشير الإحصاءات الوصفية بجدول رقم (9) إلى أن المتوسط الحسابي لهذا المتغير بلغ (8.9298)، وأن الانحراف المعياري لهذا المتغير بلغ (1.915)، وأن أعلى قيمة وأدنى قيمة بلغت (19.99)، (5.64) على التوالي. أما بالنسبة لمتغير ربحية الشركة، فتشير الإحصاءات الوصفية بجدول رقم (9) إلى أن المتوسط الحسابي لهذا المتغير بلغ (1.5650)، وأن الانحراف المعياري له قد بلغ (10.9447)، وأن هناك فرق كبير بين أعلى قيمة وأدنى قيمة حيث بلغتا (93.52)، (0.00) على التوالي. أما بالنسبة لتركز الملكية، فتشير الإحصاءات الوصفية بجدول رقم (9) إلى أن المتوسط الحسابي لهذا المتغير بلغ (514.3256)، وأن الانحراف المعياري له قد بلغ رقماً يفوق ثلاثة أضعاف المتوسط الحسابي حيث بلغ (1569.51)، وأن هناك فرقاً كبيراً بين أعلى قيمة وأدنى قيمة حيث بلغتا (7469.00)، (4.23) على التوالي. (0.4267)، (0.3424) على التوالي. أما بالنسبة لمتغير التدفقات النقدية الحرة، فتشير الإحصاءات الوصفية بجدول رقم (9) إلى أن المتوسط الحسابي لهذا المتغير بلغ (0.6545)، وأن الانحراف المعياري له قد بلغ (1.79636)، وأن قيمتي أعلى قيمة وأدنى بلغتا (8.67)، (0.00) على التوالي. أما متغير درجة الرفع المالي، فتشير الإحصاءات الوصفية بجدول رقم (9) إلى أن المتوسط الحسابي لهذا المتغير بلغ (0.6112)، وأن الانحراف المعياري له قد بلغ (0.93579)، وأن قيمتي أعلى قيمة وأدنى بلغتا (8.32)، (0.05) على التوالي. وبالنسبة لمعدل



سواء ماهر، أثر الخصائص التشغيلية للشركة علي قرار إعادة شراء أسهمها وانعكاس ذلك على الأداء المالي

العائد علي الأصول، فتشير الإحصاءات الوصفية بجدول رقم (9) إلى أن المتوسط الحسابي لهذا المتغير بلغ (1.5650)، وأن الانحراف المعياري له قد بلغ (10.9447)، وأن قيمتي أعلى قيمة وأدنى بلغتا (93.52)، (0.00) على التوالي. وبالنسبة لمعدل العائد علي حقوق الملكية، فتشير الإحصاءات الوصفية بجدول رقم (9) إلى أن المتوسط الحسابي لهذا المتغير بلغ (2.7408)، وأن الانحراف المعياري له قد بلغ (14.96299)، وأن قيمتي أعلى قيمة وأدنى بلغتا (93.52)، (0.00) على التوالي. وبالنسبة لربحية السهم الواحد، فتشير الإحصاءات الوصفية بجدول رقم (9) إلى أن المتوسط الحسابي لهذا المتغير بلغ (1.8822)، وأن الانحراف المعياري له قد بلغ (4.42209)، وأن قيمتي أعلى قيمة وأدنى بلغتا (29.16)، (0.00) على التوالي. وهذه النتائج المتباينة تعتبر طبيعية في ظل عينة من صناعات مختلفة.

#### جدول رقم (9) بعض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة عن فترة الدراسة مجتمعة\*

الحد الأعلى	الحد الأدنى	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	الإحصاءات الوصفية المتغير
410.00	0.01	47.47948	7.6734	قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها
19.99	5.64	1.915	8.9298	حجم الشركة
93.52	0.00	10.9447	1.5650	ربحية الشركة
7469.00	4.23	1569.51	514.3256	تركز الملكية
8.67	0.00	1.79636	0.6545	التدفقات النقدية الحرة
8.32	0.05	0.93579	0.6112	درجة الرفع المالي
93.52	0.00	10.9447	1.5650	معدل العائد علي الأصول
93.52	0.00	14.96299	2.7408	معدل العائد علي حقوق الملكية
29.16	0.00	4.42209	1.8822	ربحية السهم الواحد

\* عدد المشاهدات لفترة الدراسة مجتمعة 74 مشاهدة.

#### 7/5 نتائج اختبار فروض البحث:

تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فروض الدراسة السابق عرضها، حيث استخدمت الباحثة نموذجي الانحدار السابق عرضها. ويعرض الجدول رقم (10) ملخص نتائج التحليل الإحصائي لاختبار فروض الدراسة:

جدول رقم (10) نتائج التحليل الإحصائي لنموذجي الانحدار

النموذج	المتغير التابع	المتغيرات التفسيرية	معاملات الانحدار ( $\beta$ )	قيمة اختبار ( $t$ )	مستوى الدلالة الفعلية $P$ -value	قيمة اختبار ( $F$ ) للنموذج	مستوى الدلالة الفعلية للنموذج	$Adjusted (R^2)$
الأول **	SR	Constant	4.302	*0.147	0.034	*9.165	0.004	0.512
		SIZE	0.587	*0.182	0.015			
		PROF	0.108	*0.199	0.008			
		OC	0.001-	*0.219-	0.027			
		CASH	1.594	*0.468	0.041			
		LEV	0.194-	*0.031-	0.007			
الثاني ***	FP	Constant	0.310	*0.050	0.006	*0.458	0.001	0.351
		SR	0.015	*0.535	0.004			
		SIZE	0.090	*0.131	0.008			
		LEV	0.536-	*0.387-	0.017			
		COVID-19	5.542-	*1.831-	0.001			
الثاني ***	FP	Constant	2.086	*0.243	0.009	*0.301	0.006	0.417
		SR	0.016	*0.386	0.001			
		SIZE	0.493	*0.517	0.000			
		LEV	0.603-	*0.312-	0.007			
		COVID-19	3.342-	*0.795-	0.002			
الثاني ***	FP	Constant	0.147	*0.058	0.005	*0.518	0.002	0.279
		SR	0.001	*0.096	0.024			
		SIZE	0.199	0.7108	0.012			
		LEV	0.516-	*0.912-	0.007			
		COVID-19	1.293-	*1.047-	0.009			

\* - العلاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05) أو أقل.

\*\* - تم الاقتصار على عرض المتغيرات الخاصة بالنموذج الأول والتي تعتبر محل اهتمام الباحثة لاختبار الفروض: الأول والثاني والثالث والرابع والخامس.

\*\*\* - تم الاقتصار على عرض المتغيرات الخاصة بالنموذج الثاني والتي تعتبر محل اهتمام الباحثة لاختبار الفروض السادس.

### 1/7/5 نتائج اختبارات الفروض المتعلقة بنموذج الانحدار الأول:

توضح نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (10) لنموذج الانحدار الأول أن معامل التحديد ( $Adjusted R^2$ ) بلغ (0.512)، أي أن المتغيرات المستقلة (حجم الشركة، ربحية الشركة، تركيز الملكية، التدفقات النقدية الحرة، درجة الرفع المالي)، يفسرون حوالي (51.2%) من التغير الكلي في قيمة المتغير التابع (قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها). وفيما يتعلق بمدى معنوية نموذج الانحدار، فقد بلغت قيمة (F) المحسوبة للنموذج (9.165) وهي قيمة معنوية حيث بلغ مستوى الدلالة الفعلية للنموذج (0.004) وهي قيمة أقل من مستوى المعنوية المفترض (0.05). وهذا يشير إلى أن النموذج ككل يتمتع بمعنوية إحصائية عالية.

### 1/1/7/5 نتيجة اختبار الفرض الأول:

استهدف الفرض الأول وجود علاقة ارتباط معنوية إيجابية بين حجم الشركة وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها. وتوضح نتائج التحليل بجدول رقم (10) أن معامل الانحدار لمتغير حجم الشركة قد بلغ (0.587)، وقيمة اختبار (t) بلغت (0.182)، وقيمة  $P-value$  بلغت (0.015)، ويشير ذلك إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لحجم الشركة على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها. وبالتالي يتم قبول الفرض الأول للبحث بأنه توجد علاقة ارتباط معنوية إيجابية بين حجم الشركة وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، وتتفق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Abraham et al., 2013; Andriosopoulos & Hoque, 2018)، والتي أكدت علي أن كلما كبر حجم الشركة كلما زاد قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها، كما تدعم تلك النتيجة كل من نظرية الوكالة ونظرية الإشارة التي تفترض بأن الشركات كبيرة الحجم تستخدم عمليات إعادة شراء الأسهم لتخفيض عدم تماثل المعلومات وتقليل مشاكل الوكالة وتوصيل معلومات جيدة عن قيمة الشركة في المستقبل، وهو ما ينعكس علي جذب ثقة المستثمرين وارتفاع أسعار أسهم الشركة، وأن كان ذلك يختلف مع دراسة كل من (الرزين، 2012؛ أبو العلا، 2020) التي توصلت إلي عدم وجود علاقة معنوية بين حجم الشركة وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها.

### 2/1/7/5 نتيجة اختبار الفرض الثاني:

استهدف الفرض الثاني وجود علاقة ارتباط معنوية إيجابية بين ربحية الشركة وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها. وتوضح نتائج التحليل بجدول رقم (10) أن معامل الانحدار لمتغير ربحية الشركة قد بلغ (0.108)، وقيمة اختبار (t) بلغت (0.199)، وقيمة  $P-value$  بلغت (0.008)،

ويشير ذلك إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لربحية الشركة على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها. وبالتالي يتم قبول الفرض الثاني للبحث بأنه توجد علاقة ارتباط معنوية إيجابية بين ربحية الشركة وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، وهذا يتفق مع ما توصلت إليه دراسة كل من (Aris et al., 2020)؛ الرزين، 2012، ويرجع ذلك إلى أن الشركات ذات الربحية المرتفعة هي الأكثر قدرة على إعادة شراء أسهمها نظراً لزيادة قدرتها على توليد النقدية الحرة، كما تدعم تلك النتيجة نظرية الإشارة بأن الشركات ذات الربحية المرتفعة يكون لديها حافز أكثر للقيام بإعادة شراء أسهمها لإرسال إشارة إلى السوق بأن أسهم الشركة تتداول بأقل من قيمتها الحقيقية مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركة، وهو ما ينعكس إيجابياً على ربحية السهم الواحد (Varma, 2018).

#### 3/1/7/5 نتيجة اختبار الفرض الثالث:

استهدف الفرض الثالث وجود علاقة ارتباط معنوية سلبية بين تركيز الملكية وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها. وتوضح نتائج التحليل بجدول رقم (10) أن معامل الانحدار لمتغير تركيز الملكية قد بلغ (-0.001)، وقيمة اختبار ( $t$ ) بلغت (-0.219)، وقيمة  $P$ -value بلغت (0.027)، ويشير ذلك إلى وجود تأثير سلبي ومعنوي لتركيز الملكية على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها. وبالتالي يتم قبول الفرض الثالث للبحث بأنه توجد علاقة ارتباط معنوية سلبية بين تركيز الملكية وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، وهذا يتفق مع ما توصلت إليه دراسة كل من (Andriosopoulos & Hoque, 2013; Chasiotis et al., 2021)، حيث كلما كانت الملكية مركزة كلما انخفضت عمليات إعادة شراء الأسهم في الشركة.

#### 4/1/7/5 نتيجة اختبار الفرض الرابع:

استهدف الفرض الرابع وجود علاقة ارتباط معنوية إيجابية بين التدفقات النقدية الحرة وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها. وتوضح نتائج التحليل بجدول رقم (10) أن معامل الانحدار لمتغير التدفقات النقدية الحرة قد بلغ (1.594)، وقيمة اختبار ( $t$ ) بلغت (0.468)، وقيمة  $P$ -value بلغت (0.041)، ويشير ذلك إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي للتدفقات النقدية الحرة على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها. وبالتالي يتم قبول الفرض الرابع للبحث بأنه توجد علاقة ارتباط معنوية إيجابية بين التدفقات النقدية الحرة وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، وهذا يتفق مع ما توصلت إليه دراسات (أبو العلا، 2020؛ Abraham et al., 2018; Lee & Suh, 2011).

النقدية الحرة كلما زاد قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها، وذلك لتوزيع فائض التدفق النقدي علي المساهمين وتخفيض مشاكل الوكالة.

#### 5/1/7/5 نتيجة اختبار الفرض الخامس:

استهدف الفرض الخامس وجود علاقة ارتباط معنوية سلبية بين درجة الرفع المالي وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها. وتوضح نتائج التحليل بجدول رقم (10) أن معامل الانحدار لمتغير حجم الشركة قد بلغ (-0.194)، وقيمة اختبار (*t*) بلغت (-0.031)، وقيمة *P-value* بلغت (0.007)، ويشير ذلك إلى وجود تأثير سلبي ومعنوي لدرجة الرفع المالي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها. وبالتالي يتم قبول الفرض الخامس للبحث بأنه توجد علاقة ارتباط معنوية سلبية بين درجة الرفع المالي وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، وهذا يتفق مع ما توصلت إليه دراسة كل من (Andriosopoulos & Hoque, 2013; Abraham et al., 2018; Chasiotis et al., 2021)؛ أبو العلا، 2020، وتفسر الباحثة ذلك أنه كلما زادت نسبة الرفع المالي كلما انخفض قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها حتى لا تتعرض الشركة لصعوبات مالية وإفلاس، وأن كان ذلك يختلف مع دراسة (Teng & Hachiya, 2013) التي توصلت إلي أن الرافعة المالية لم يكن لها تأثير على إعادة شراء الأسهم.

ومما سبق يمكن صياغة نموذج الانحدار لأثر الخصائص التشغيلية علي قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها كما يلي:

$$SR = 4.302 + 0.587(SIZE) + 0.108(PROF) - 0.001(OC) + 1.594(CASH) - 0.194(LEV)$$

#### 2/7/5 نتائج اختبارات الفروض المتعلقة بنموذج الانحدار الثاني:

فيما يخص نموذج انحدار معدل العائد على الأصول (*ROA*) - كأحد طرق قياس الأداء المالي للشركات (*FP*) - فإن نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (10) توضح أن معامل التحديد (*Adjusted R<sup>2</sup>*) قد بلغ (0.351)، أي أن المتغير المستقل (قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها)، والمتغيرات الرقابية (حجم الشركة، درجة الرفع المالي، جائحة كورونا (كوفيد-19)، يفسرون حوالي (35.1%) من التغير الكلي في قيمة المتغير التابع (معدل العائد على الأصول باعتبار أنه أحد طرق قياس الأداء المالي للشركات). وفيما يتعلق بمدى معنوية نموذج الانحدار، فقد

بلغت قيمة ( $F$ ) المحسوبة للنموذج (0.458) وهي قيمة معنوية حيث بلغ مستوى الدلالة الفعلية للنموذج (0.001) وهي قيمة أقل من مستوى المعنوية المفترض (0.05). وهذا يشير إلى أن النموذج ككل يتمتع بمعنوية إحصائية عالية. وفيما يخص نموذج انحدار معدل العائد على حقوق الملكية ( $ROE$ ) - كأحد طرق قياس الأداء المالي للشركات ( $FP$ ) - فإن معامل التحديد ( $Adjusted R^2$ ) قد بلغ (0.417)، أي أن المتغير المستقل (قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها)، والمتغيرات الرقابية (حجم الشركة، درجة الرفع المالي، جائحة كورونا (كوفيد-19))، يفسرون حوالي (41.7%) من التغير الكلي في قيمة المتغير التابع (معدل العائد على حقوق الملكية باعتباره أحد طرق قياس الأداء المالي للشركات). وفيما يتعلق بمدى معنوية نموذج الانحدار، فقد بلغت قيمة ( $F$ ) المحسوبة للنموذج (0.301) وهي قيمة معنوية حيث بلغ مستوى الدلالة الفعلية للنموذج (0.006) وهي قيمة أقل من مستوى المعنوية المفترض (0.05). وهذا يشير إلى أن النموذج ككل يتمتع بمعنوية إحصائية عالية. بينما نموذج انحدار ربحية السهم الواحد ( $EPS$ ) - كأحد طرق قياس الأداء المالي للشركات ( $FP$ ) - فإن معامل التحديد ( $Adjusted R^2$ ) قد بلغ (0.279)، أي أن المتغير المستقل (قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها)، والمتغيرات الرقابية (حجم الشركة، درجة الرفع المالي، جائحة كورونا (كوفيد-19))، يفسرون حوالي (27.9%) من التغير الكلي في قيمة المتغير التابع (ربحية السهم الواحد باعتباره أحد طرق قياس الأداء المالي للشركات). وفيما يتعلق بمدى معنوية نموذج الانحدار، فقد بلغت قيمة ( $F$ ) المحسوبة للنموذج (0.518) وهي قيمة معنوية حيث بلغ مستوى الدلالة الفعلية للنموذج (0.002) وهي قيمة أقل من مستوى المعنوية المفترض (0.05). وهذا يشير إلى أن النموذج ككل يتمتع بمعنوية إحصائية عالية.

#### 1/2/7/5 نتيجة اختبار الفرض السادس:

استهدف الفرض السادس وجود علاقة ارتباط معنوية إيجابية بين قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وبين الأداء المالي للشركات متمثلاً في (معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم الواحد).

- بخصوص نموذج انحدار معدل العائد على الأصول ( $ROA$ )، توضح نتائج التحليل بجدول رقم (10) أن معامل الانحدار لمتغير قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها قد بلغ (0.015)، وقيمة اختبار ( $t$ ) بلغت (0.535)، وقيمة  $P$ -value بلغت (0.004)، ويشير ذلك إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها على معدل العائد على الأصول كأحد طرق قياس الأداء المالي للشركات.

▪ وبخصوص نموذج انحدار معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)، توضح نتائج التحليل بجدول رقم (10) أن معامل الانحدار لمتغير قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها قد بلغ (0.016)، وقيمة اختبار (t) بلغت (0.386)، وقيمة *P-value* بلغت (0.001)، ويشير ذلك إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها على معدل العائد على حقوق الملكية كأحد طرق قياس الأداء المالي للشركات.

▪ أما بخصوص نموذج انحدار ربحية السهم الواحد (EPS)، توضح نتائج التحليل بجدول رقم (10) أن معامل الانحدار لمتغير قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها قد بلغ (0.001)، وقيمة اختبار (t) بلغت (0.096)، وقيمة *P-value* بلغت (0.024)، ويشير ذلك إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها على ربحية السهم الواحد كأحد طرق قياس الأداء المالي للشركات.

وبالنظر إلى ما تقدم من نتائج، فإنه يتم قبول الفرض السادس للبحث بأنه توجد علاقة ارتباط معنوية إيجابية بين قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وبين الأداء المالي، وهذا يتفق مع ما توصلت إليه دراسة (Punwosi & Brijlal, 2016; Gupta, 2016; Li et al., 2019; Janssen, 2021)، وتفسر الباحثة ذلك بأن قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها له العديد من الآثار الإيجابية بالنسبة للوضع المالي للشركات في سوق الأوراق المالية المصرية، والتي ينعكس علي زيادة ربحية السهم وبالتالي تخفيض مضاعف الربحية مما يجعل سعر السهم السوقي أكثر جاذبية للمستثمرين، وزيادة نصيب السهم من التوزيعات النقدية، وزيادة العائد علي الأصول والعائد علي حقوق الملكية، نتيجة لانخفاض عدد الأسهم القائمة وتخفيض قيمة النقدية في أصول الشركة وقيمة حقوق الملكية بقيمة الأسهم التي تم إعادة شرائها (أسهم الخزينة)، كما أن قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها يؤدي إلي تخفيض عدم تماثل المعلومات والحد من مشاكل الوكالة الناتجة من التدفقات النقدية الحرة، وهو ما ينعكس بشكل إيجابي علي تحسين الأداء المالي للشركات. وأن كان ذلك يختلف مع دراسة كل من (Lee & Alam, 2004; Miller & Prondzinski, 2017) التي توصلت إلي وجود علاقة سلبية بين عمليات إعادة شراء الأسهم والأداء المالي للشركات.

#### 2/2/7/5 النتائج المتعلقة بالمتغيرات الرقابية:

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية في نموذج الانحدار الثاني، فتشير نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (10) إلى وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين متغير حجم الشركة وبين

الأداء المالي للشركات (معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم الواحد)، بينما تشير النتائج أيضاً إلى وجود علاقة سلبية ومعنوية بين باقي المتغيرات الرقابية، وهي: درجة الرفع المالي، وجائحة كورونا (كوفيد-19)، وبين الأداء المالي للشركات (معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم الواحد)، وتتفق تلك النتيجة مع دراسة كل من ( Ramelli et al., 2020 ؛ يوسف، 2021) التي أكدت على أن جائحة كورونا (كوفيد-19) أثرت علي جميع مؤشرات الأداء المالي في الأسواق المتقدمة والنامية بسبب الاضطرابات المالية العالمية التي سببها انتشار فيروس كورونا، ونتيجة لذلك قامت العديد من الشركات المصرية بإعادة شراء أسهمها لمواجهة الأداء المتراجع الذي تتعرض له البورصة خلال فترات متباعدة، بهدف دعم أسهمها من خلال تلك الآلية، إضافة إلى ضخ سيولة جديدة في السوق ستعود بالنفع على جاذبية الأسهم المقيدة، وهو ما يُعد بالنسبة للسوق المصرية إجراء تصحيحي جديد نسبياً لمواجهة الأزمات المالية التي تؤثر سلبياً علي الأداء المالي للشركات.

ومما سبق يمكن صياغة نموذج الانحدار لأثر قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها علي

الأداء المالي كما يلي:

$$\begin{aligned} \text{ROA} &= 0.310 + 0.015(\text{SR}) + 0.090(\text{SIZE}) - 0.536(\text{LEV}) - 5.542(\text{COVID-19}) \\ \text{ROE} &= 2.086 + 0.016(\text{SR}) + 0.493(\text{SIZE}) - 0.603(\text{LEV}) - 3.342(\text{COVID-19}) \\ \text{EPS} &= 0.147 + 0.001(\text{SR}) + 0.199(\text{SIZE}) - 0.516(\text{LEV}) - 1.293(\text{COVID-19}) \end{aligned}$$

## 6- النتائج والتوصيات ومجالات البحث المستقبلية:

### 1/6 النتائج:

في إطار هدف ومنهج البحث تتمثل أهم نتائج البحث فيما يلي:

1- تُعد عمليات إعادة شراء الأسهم إحدى أدوات إدارة رؤوس الأموال وأداة مهمة من أدوات الهندسة المالية، فهي تساعد الشركات في تحقيق العديد من الأهداف الخاصة بها مثل: توزيع فائض النقدية علي المساهمين للحد من مشاكل الوكالة الناتجة من التدفقات النقدية الحرة، تحسين هيكل رأس المال للوصول إلي هيكل رأس المال الأمثل، إرسال إشارة إلي المستثمرين في السوق بأن أسهم الشركة تتداول بأقل من قيمتها الحقيقية مما يعمل على تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين ويساعد علي زيادة كل من ربحية السهم ونصيب السهم من التوزيعات النقدية نتيجة لانخفاض عدد الأسهم القائمة، تحسين بعض النسب المالية الخاصة بالشركة، بالإضافة إلى حماية الشركة من السيطرة عليها من الشركات الأخرى.



- 2- وجود علاقة ارتباط معنوية إيجابية بين حجم الشركة وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، حيث كانت القيمة الاحتمالية (P.value) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وهو ما يثبت صحة **الفرض الأول**، وهذا يتفق مع ما توصلت إليه دراسة (Abraham et al., 2018; Andriosopoulos & Hoque, 2013).
- 3- هناك علاقة ارتباط معنوية إيجابية بين ربحية الشركة وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، حيث كانت القيمة الاحتمالية (P.value) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وهو ما يثبت صحة **الفرض الثاني**، وهذا يتفق مع ما توصلت إليه دراسة كل من (Aris et al., 2020؛ الرزين، 2012).
- 4- وجود علاقة ارتباط معنوية سلبية بين تركيز الملكية وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، حيث كانت القيمة الاحتمالية (P.value) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وهو ما يثبت صحة **الفرض الثالث**، وهذا يتفق مع ما توصلت إليه دراسة كل من (Andriosopoulos & Hoque, 2013; Chasiotis et al., 2021).
- 5- هناك علاقة ارتباط معنوية إيجابية بين التدفقات النقدية الحرة وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، حيث كانت القيمة الاحتمالية (P.value) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وهو ما يثبت صحة **الفرض الرابع**، وهذا يتفق مع ما توصلت إليه دراسات (أبو العلا، 2020؛ Lee & Suh, 2011; Abraham et al., 2018; Chasiotis et al., 2021; Root et al., 2020).
- 6- هناك علاقة ارتباط معنوية سلبية بين درجة الرفع المالي وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، حيث كانت القيمة الاحتمالية (P.value) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وهو ما يثبت صحة **الفرض الخامس**، وهذا يتفق مع ما توصلت إليه دراسات (Andriosopoulos & Hoque, 2013; Abraham et al., 2018; Chasiotis et al., 2021).
- 7- توجد علاقة ارتباط معنوية إيجابية بين قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وبين الأداء المالي للشركات متمثلا في (معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم الواحد)، حيث كانت القيمة الاحتمالية (P.value) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وهو ما يثبت صحة **الفرض السادس**، وهذا يتفق مع ما توصلت إليه دراسات (Punwosi & Brijlal, 2016; Gupta, 2016; Li et al., 2019; Janssen, 2021) وتفسر الباحثة

ذلك بأن قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها يؤدي إلي زيادة كل من ربحية السهم، والسعر السوقي للسهم، ونصيب السهم من التوزيعات النقدية، نتيجة لانخفاض عدد الأسهم القائمة، كما يؤدي قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها إلي تخفيض عدم تماثل المعلومات وتخفيض مشاكل الوكالة، مما ينعكس إيجابية علي تحسين الأداء المالي للشركات.

8- وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين حجم الشركة والأداء المالي للشركات (معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم الواحد)، بينما توجد علاقة سلبية ومعنوية بين كل من درجة الرفع المالي، وجائحة كورونا (كوفيد-19) والأداء المالي للشركات (معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حقوق الملكية، وربحية السهم الواحد).

## 2/6 التوصيات:

في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها في كل من الدراسة النظرية والتطبيقية توصي الباحثة بما يلي:

1- ضرورة إدراك الشركات لأهمية قرار إعادة شراء الأسهم كأحد القرارات الهامة المؤثرة علي أسعار الأسهم وأحجام تداولها في سوق المال وانعكاسها علي قيمة الشركة ووضعها المالي، فقد يستخدمها المديرين لإرسال إشارة إلي المستثمرين في السوق بأن أسهم الشركة تتداول بأقل من قيمتها الحقيقية مما يساعد علي تخفيض عدم تماثل المعلومات، كما يتم استخدامها كوسيلة لتوزيع فائض النقدية على المساهمين للحد من مشاكل الوكالة، والحد من عملية الاستحواذ التي قد تتعرض لها الشركة من قبل الشركات الأخرى، وإجراء تعديلات جوهرية في هيكل رأس المال الشركة.

2- ضرورة قيام لجنة المعايير المهنية الدائمة بجمعية المحاسبين والمراجعين المصرية المسؤولة عن إصدار معايير المحاسبة بتطوير شكل ومحتوي الإفصاح المحاسبي عن عمليات إعادة شراء الأسهم، بحيث تلزم الشركات بالإفصاح عن الآثار المحاسبية الناتجة عن تنفيذ تلك العمليات أو عدم التزامها بخطة إعادة الشراء أو تنفيذها بشكل مخالف للخطة المعلن عنها سابقاً على المؤشرات المالية، مما يساعد مستخدمي التقارير المالية علي معرفة الوضع الحقيقي للأداء المالي للشركات.

3- ضرورة قيام الهيئة العامة للرقابة المالية بوضع ضوابط وإجراءات رقابية لتنظيم عمليات إعادة شراء الأسهم للحد من أثارها السلبية علي سوق المال والمتعاملين فيه، ولضمان عدم استخدام

تلك العمليات كوسيلة للتلاعب والاحتيايل أو استغلالها لتحقيق مصلحة البعض علي حساب البعض الآخر، مع ضرورة توفير نشرات لتوعية المستثمرين بصفة دورية توضح كافة الجوانب الخاصة بعمليات إعادة شراء الأسهم تساعدهم علي اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.

4- يجب على إدارة الشركات الإفصاح في قوائمها المالية عن كافة المعلومات المتعلقة بعمليات إعادة شراء أسهمها مثل: أسباب ودوافع القيام بإعادة شراء الأسهم، مصادر تمويل إعادة الشراء، عدد الأسهم المطلوب شرائها، خطة إعادة الشراء، البرنامج الزمني لتنفيذ خطة إعادة الشراء، الكمية المنفذة فعلاً من البرنامج حتى تاريخ آخر قوائم مالية مصدرة، وطرق التصرف في هذه الأسهم، وهو ما ينعكس علي تعزيز ثقة المستثمرين في التقارير المالية المنشورة وزيادة قيمتها وتحسين الوضع المالي للشركات.

5- ضرورة توجيه إدارات الشركات بتطبيق الآليات القوية لحوكمة الشركات، تنعكس علي سياسة إعادة شراء الأسهم، وتساعد علي الحد من حرية التصرف والسلوك الانتهازي للمديرين التنفيذيين وتقلل من استغلالهم للمعلومات الداخلية التي يمتلكونها عن مستقبل الشركة والغير معلنه للمستثمرين، وتقلل من تأثيرهم المتعمد لاختيار سياسات محاسبية معينة بهدف تحقيق مصالحهم الشخصية، الأمر الذي يساهم في تخفيض الأضرار التي قد تلحق بأصحاب المصالح المختلفة.

### 3/6 مجالات البحث المستقبلية:

تري الباحثة في ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج وجود العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية من أهمها:

- إدخال خصائص تشغيلية جديدة لم تتناولها الدراسة الحالية (مثل: عمر الشركة، نوع الصناعة، معدل نمو المبيعات، حجم مكتب المراجعة، التسجيل في البورصات الأجنبية، البيئة القانونية) ودراسة علاقتها التأثيرية علي قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها.
- دراسة أثر حوكمة الشركات علي قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وانعكاس ذلك على الأداء المالي.
- دراسة العلاقة بين هيكل الملكية وعمليات إعادة شراء الأسهم وأثرها علي قيمة المنشأة.
- قياس أثر جائحة كورونا (كوفيد-19) علي عمليات إعادة شراء الأسهم والأداء المالي والتشغيلي للشركات.

- أثر الثقة الإدارية الزائدة للمدير التنفيذي علي قرار إعادة شراء الأسهم وانعكاس ذلك القيمة السوقية للمنشأة.

## المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية:

- أبو العلا، أسامة مجدي فؤاد، (2020)، "أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري"، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الثالث، المجلد 4، ص ص 1- 46.
- أبو يوسف، نيفين عزت، سراج، أسماء عبدالمنعم، (2021)، " استخدام مدخل منفعة المعلومات في قياس انعكاسات أزمة كورونا علي جودة التقارير المالية مع دراسة تطبيقية علي قطاع السياحة في مصر"، المؤتمر العلمي الخامس " أثر أزمة كورونا علي الاقتصاد القومي: المقترحات والحلول"، كلية التجارة، جامعة طنطا، ص ص 1 - 58.
- أسهم الخزينة ودورها في الحد من الآثار السلبية لجائحة كورونا لشركات التأمين، بوابة اتحاد بنوك مصر، 14 سبتمبر، 2020. متاح على: <http://www.febgate.com>
- أمين، أسامة ربيع، (2013)، "التحليل الإحصائي للمتغيرات المتعددة باستخدام برنامج SPSS"، كلية التجارة، جامعة المنوفية، بدون ناشر، ص ص 135-150.
- بعيو، مفتاح محجوب، رجب، طاهر عبدالسلام على، الجبو، إسراء رمضان على، (2020)، "أثر التدفق النقدي الحر على الأداء المالي للشركات"، مجلة البحوث الأكاديمية (العلوم التطبيقية)، العدد 16، ص ص 36- 45. متاح على: [www.lam.edu.ly](http://www.lam.edu.ly)
- حبيبه، محمد محمد محمد، (2021)، "العلاقة بين قرار إعادة شراء الأسهم وقيمة الشركة من منظور محاسبي في ظل جائحة "كوفيد- 19" - دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية"، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الأول، المجلد 5، ص ص 1613- 1674.
- حفيضة، نسرین محمد، (2018)، "اختبار تأثير كل من إعادة شراء الأسهم والأرباح المحتجزة على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الأول، ص ص 519 - 566.

- سالم، عبدالرازق حسين، خشارمة، حسين علي، (2007)، " المحتوي المعلوماتي للتدفق النقدي الحر: دراسة تطبيقية علي الشركات المساهمة العامة الأردنية"، دراسات، العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، العدد 2، المجلد 34، ص ص 348-362.
- عوض، أسامة محمد محي الدين، زغلول، أحمد حسن محمد، صقر، أحمد علي غازي، الطنبولي، راجيا نبيل محمد، (2015)، "دراسة لأثر استخدام أسهم الخزينة على نصيب السهم من الأرباح"، *المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة المنصورة، العدد الأول، المجلد 39، ص ص 337 - 361.*
- فراج، أحمد فاروق السعيد محمد، (2014)، "قياس أثر برامج إعادة شراء الشركات لأسهمها على قيمة المنشأة: دراسة تطبيقية"، *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، جامعة قناة السويس، كلية التجارة بالإسماعيلية، العدد الأول، المجلد 5، ص ص 319 - 342.*
- قانون الشركات المساهمة رقم 159 لسنة 1981 المعدل بالقانون 3 لسنة 1998. متاح على: <https://www.mohasba.info>
- مخلوف، وسيم سليمان، (2019)، "أثر سياسة توزيع الأرباح على ربحية الشركات - دراسة على المصارف في سوق عمان للأوراق المالية"، *رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الافتراضية السورية، ص ص 2 - 25.*
- معايير المحاسبة المصرية المعدلة 2019، وزارة الاستثمار والتعاون الدولي قرار رقم 69 لسنة 2019 بتعديل بعض أحكام معايير المحاسبة المصرية الصادرة بقرار وزير الاستثمار رقم 110 لسنة 2015، الوقائع المصرية، ملحق الجريدة الرسمية، العدد 81 تابع (أ) في 7 أبريل، 2019.
- الملاح، شيرين شوقي السيد، (2018)، " تحليل العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن انبعاثات غازات الاحتباس الحراري والأداء المالي للشركات المسجلة في البورصة المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد 8، المجلد 22، ص ص 1043 - 1098.*
- الهيئة العامة للرقابة المالية، يوليو 2010، دليل المستثمر لتنظيم تعاملات الشركات على أسهمها المتداولة بالسوق "أسهم الخزينة"، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال. متاح على: <http://www.iinvest.org.eg>

- الهيئة العامة للرقابة المالية،(2020)، قواعد قيد وشطب الأوراق المالية في البورصة المصرية. متاح علي: <https://www.fra.gov.eg>.
- هيئة سوق المال، موسوعة التشريعات والقرارات المنظمة لسوق المال المصري، 2007.
- يوسف، نهاد حسني، (2021)، "الأثار المدركة لجائحة كورونا (كوفيد -19) على الأداء المالي والتشغيلي للشركات المصرية: دراسة مسحية"، *مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الرابع، المجلد 58، ص ص 279 - 300.*

#### ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:

- Abdou, K., & Gupta, P. (2019). "How are stock repurchases being used? A long-term study", **Banking & Finance Review**, 11(1): 1-30.
- Abraham, R., Harris, J., & Auerbach, J. (2018). "Determinants and consequences of share repurchase decisions", **Modern Economy**, 9(05): 966- 979.
- Albaity, M., and Said, D,S. (2016). " Impact of open-market share repurchases on long-term stock returns: Evidence from the Malaysian market". **SAGE Journal**, 1–12, Article at: <https://doi.org/10.1177/2158244016670199>.
- Alghamdi, S. A. (2018). " An empirical investigation into motivations for and determinants of share repurchases activity: The case of Saudi Arabia", **Arab Journal of Administrative Sciences**, 25(1):73-91.
- Almeida, H., Fos, V., & Kronlund, M. (2016). "The real effects of share repurchases", *Journal of Financial Economics*, 119(1):168-185. Article at: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.08.008>
- Andriosopoulos, D., & Hoque, H. (2013). " The determinants of share repurchases in Europe", **International Review of Financial Analysis**, 27: 65-76.
- Aris, N. M., Aidi, M. A., Jais, M., & Anuar, R. (2020). "The Effects of Earnings on Share Repurchase: Evidence in Malaysia", **International Journal of Academic Research in Accounting Finance and Management Sciences**, 10(4), 22–39.
- Bonaime, A,A., Hankins, K, W.,& Jordan, B, D.( 2016). "The cost of financial flexibility: Evidence from share repurchases", **Journal of Corporate Finance**, 38: 345–362. Article at: <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.02.002>

- Brealy,R. , Myers,S. , and Marcus, A. (2007) "**Fundamentals of Corporate Finance**", (Mcgraw-hill/Irwin Series in Finance, Insurance, and Real Estate) 9th Edition, United States.
- Bruce,s.,& Halit, G.(2012)."Issuing and Repurchasing: The Influence of Mispricing Corporate Life Cycle and Financing Waves", **Journal of Multinational Financial Management**, 22(3): 66-81.
- Chasiotis, I.,Georgantopoulos, A. G., and Eriotis, N.(2021)."Determinants of share repurchases: A quantile regression approach", **Economics and Business Letters**,10(1): 27-36. Article at: doi: 10.17811/ebl.10.1.2021.27-36
- Chong, L.Y., Annuar, M,N., & Zariyawati, M,A.(2015)." The Wealth Effect of Share Buybacks: Evidence from Malaysia", **International Journal of Economics and Management** ,9(2):312 – 340.
- Cook,D.O., Krigman,L., and Leach,J.C. (2003)." An analysis of SEC Guidelines for Executing Open Market Repurchases", **The Journal of Business**, 76(2):289-316.
- Croce,A., Daminelli,D., and Giudici, G. (2008)." Stock repurchases and future operating performance: empirical evidence from Italy". **Investment Management and Financial Innovations**, 5(1):74-83.
- Decesari,A. , Susanne, E., and Arif, K. (2011) . "Stock Repurchases and Treasury Share Sales : Do they Stabilize Price and Enhance Liquidity ", **Journal of Corporate Finance** , 17: 1558-1579.
- Fried, M, J. (2019). "Examining corporate Priorities: the Impact of Stock Buybacks on Workers, Communities, and Investment",Available at: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/10/22>
- Gim, J., & Jang, S. S. (2020). "Share repurchases and stock market reactions: Messages from the restaurant industry", **International Journal of Hospitality Management**, 86(1), 1-9.
- Giriati, Z. (2016). "free cash flow, dividend policy, investment opportunity set, opportunistic behavior and firm's value (A study about agency theory)", *Procedia–Social and Behavioral Sciences*, 219: 248-254, Article at: <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.013>
- Gu,A. & Schinski, M. (2003)." Patriotic Stock Repurchases: The Two Weeks Following the 9-11 Attack", **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 20(3):267-276.
- Guffey, D,M., Schneider, D,K.(2004)."Financial Characteristics of Firms Announcing Share Repurchases",**Journal of Business and Economic Studies**, 10(2): 13-27.

- Gupta,V.(2016)." Impact of buyback of shares on stock prices and financial performance of companies in India", **journal of social and management sciences**,45(1): 61-82.
- Hamouda, F., Riahi ,R., and Sadraoui,T.(2020)." The Nexus between Buyback, Business Cycle, and Stock Market Volatility", **International Journal of Econometrics and Financial Management**, 8(2):61-65, Article at:doi: 10.12691/ijefm-8-2-3
- Hribar, P., Jenkins, N. T., & Johnson, W. B. (2006)." Stock repurchases as an earnings management device", *Journal of Accounting and Economics*, , 41(1-2): 3-27.
- Hughes, P., and Hewat,C.(2007). "TSX Amends Rules on Normal Course Issuer Bids, *Blakes Bulletin on Securities Law*.
- Jacob, M. (2013)." Taxation, dividends, and share repurchases: taking evidence global", **Journal of Financial & Quantitative Analysis**, 48(4):23-85.
- Jagannathan, M. and Stephens, C.(2003)."Motives for Multiple Open-Market Repurchase Programs, **Financial Management**,32(2):71-91.
- Janssen, c. (2021)."Stock Buybacks: A Breakdown", Available at: <https://www.investopedia.com/stock-trading-strategy>.
- Jena,K,S., Mishra,C,S., & Rajib,P. (2020)." Determinants of the choice of share buyback methods: A study in India", **Cogent Economics & Finance**, 8: 1-25, Article at: <https://doi.org/10.1080/23322039.2020.1782073>.
- Kim ,K. S., Chung, C. Y., Lee, J. H., and Park, S. Y. (2016). "Opportunistic stock repurchases for owner–manager control: Evidence from the Korean stock market", *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* , 45(2): 309–335, Article at: <https://doi.org/10.1111/ajfs.12131>.
- Kim, J., Schremper, R., & Varaiya, N. (2005). "Open Market Repurchase Regulations: A Cross-Country Examination",**Corporate Finance Review**, 9(4): 29–38.
- Kutner, Micheal H. et al. (2005). "**Applied Linear Statistical Models**", 5th Edition, McGraw Hil/Irwin, New York.
- Lailiyah, E. H., Purwanti, I and Sulton, M. (2020). "Misprice, leverage and stock buyback: Evidence in Indonesia". **Jurnal Ekonomi Bisnis dan Kewirausahaan (JEBIK)**, 9(2):98-108.
- Lazonick, W.(2014)." Profits without prosperity: Stock buybacks manipulate the market and leave most Americans worse off", **Harvard Business Review**, 92(9):46-55.



- Lee, B. S., & Suh, J. (2011). "Cash holdings and share repurchases: International evidence", **Journal of Corporate Finance**, 17(5): 1306-1329.
- Lee, C-H., Alam, P.(2004)." Stock Option Measures and the Stock Repurchase Decision",**Review of Quantitative Finance and Accounting**,23 (4): 329-352.
- Li, M. Y. L., & Hwang, N. C. R. (2011)." Effects of firm size, financial leverage and R&D expenditures on firm earnings: An analysis using quintile regression approach", **ABACUS**, 47(2):182-204, Article at: <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2011.00338.x>
- Li, W. X., He, T. T., Marshall, A., & Tang, G. Y. (2019). "An empirical Analysis of Accounting Conservatism Surrounding Share Repurchases", **Eurasian Business Review**, 1-19,Article at: <https://doi.org/10.1007/s40821-019-00145-6>
- Lie, E.( 2005). "Operating performance following open market share repurchase announcements", **Journal of Accounting and Economics**, 39(2): 411-436.
- Lobo, G. J., Robin, A., & Wu, K. (2020). "Share repurchases and accounting conservatism", **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 54(2), 699-733.
- Lobo, G. J., Robin, A., & Wu, K. (2020)." Share repurchases and accounting conservatism", **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 54(2): 699-733.
- Masaya, I., & Hidetomo,T.(2011). " Testing the managerial timing ability: Evidence from stock repurchases in Japan", **Finance Research Letters, Elsevier**, 8(1): 21-27.
- Miller M., and D. Prondzinski.( 2017)." Stock repurchases: Do they add to shareholder value over the time?", **Journal of accounting and finance**, 17(4): 231-253.
- Mintz, S.L.( 2014)." Share buybacks slow as scrutiny raises, retrieved from", Article at :: <http://www.institutionalinvestor.com/article/3382148/asset-management-equities/share-buybacksslow-as-scrutiny-rises.html#.Vrn>
- Narktabtee, K., & Patpanichchot, S. (2011). "The impact of country-level vs firm-level factors on the effectiveness of IFRS adoption: The case of European Union". **International Business & Economics Research Journal**,10 (10): 79-92.

- Odion, I.E., & Murad, B.A. (2019). " Dividend policy and financial performance : a study of selected deposit money banks in Nigeria ", **African Journal of Business Management** , 13(7) :239-255.
- Oliver, J., and Moffeit, K.(2000)."Corporate Share Buybacks", **The CPA Journal**, 70(8):56-58.
- Ota, K., & Lau, D.( 2021). " Share repurchases on the Tokyo Stock Exchange Trading Networ ", **Journal of The Japanese and International Economies**, 61:1-17.
- Ota, K., Kawase, H & Lau, D.( 2019). "Does reputation matter? Evidence from share repurchases", **Journal of Corporate Finance**, 58(C):287-306.
- Peyer, U., & Vermaelen, T. (2009)." The Nature and Persistence of Buyback Anomalies",*The Review of Financial Studies*, 22(4): 1693-1745.
- Pieloch-Babiarz, A.( 2017)."Economic results and attractiveness of investing in shares of the companies paying dividend and conducting buy-backs". *Economic Studies*. Scientific papers of University of Economics in Katowice, 322.
- Pirgaip, B. Karacaer, S. (2017). "Why do Firms Repurchase their Stocks? Evidence from an Emerging Market", **Eurasian Journal of Business and Management**, 5 (3): 26- 34.
- Posner, R. A. , Jensen, M. C. , & Posner, R. A. (2009). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers", **Corporate Bankruptcy**, 11–16, Article at: <https://doi.org/10.1017/cbo9780511609435.005>
- Punwasi, K. and Brijlal, P. (2016). "The market reactions to share repurchase announcements on the JSE: An event study", *Investment Management and Financial Innovations*, 13(1): 191-205.
- Ramelli, S.,Wagner, A.F. (2020)."Feverish Stock Price Reactions to COVID-19". **Review of Corporate Finance Studies**, 9(3):622-655, Available at: <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa012>
- Romero, Francisca Tejedo et al. (2017). "Corporate Governance Mechanisms and Intellectual Capital", **Review of Business Management**, 19(65):394-414.
- Root, T.,Rozycki,J.,& Suh,I.(2020)."Share Repurchases and Long-term Dilution: Firm Characteristics and Industry Differences", **Quarterly Journal of Finance and Accounting**. 5(2):1-51.

- Rozycki, J. and Suh, I. (2019). "Share Repurchases: Analyzing Short-Term and Long-Term Wealth Effects", **Managerial Finance**, 45 (3): 430- 444, Article at: <https://doi.org/10.1108/MF-06-2018-0258>
- Securities Exchange Commission (SEC).(2003). Purchases of Certain Equity Securities by the Issuer and Others; Direct Final Rule. SEC: Washington.
- Siew-Peng, I., & Lsa, M.(2015)."Management Perceptions of Share repurchases in emerging markets: the case for Malaysia", **Asian Academy of Management Journal of Accounting and finance**,11(1):97-212.
- Teng, M., & Hachiya, T. (2013)." Agency Problems and Stock Repurchases: Evidence from Japan", **Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies**, 16(3):1-30.
- Varma, U; Singh, H; and Munjal, A.(2018)." Corporate Restructuring through Share buybacks: An Indian Experience", **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, 12(2), 117-133. Article at: doi:10.14453/aabfj.v12i2.8
- Yarram, S,R. (2014), "Factors influencing on-market share repurchase decisions in Australia", **Studies in Economics and Finance**,3(31): 255-271. Article at: <https://doi.org/10.1108/SEF-02-2013-0021>