

العلاقة بين قرار إعادة شراء الأسهم وقيمة الشركة من منظور محاسبي في ظل جائحة "كوفيد-١٩" دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية

د/محمد محمد محمد حبيبة

مدرس بقسم المحاسبة والمراجعة

كلية التجارة - جامعة دمهور

ملخص البحث

تعتبر ممارسات إعادة شراء الأسهم إحدى أدوات إدارة رؤوس الأموال والتي يتعين على الإدارة أن تخصصها بشكل أكثر كفاءة لإدارة رأس المال الذي أوكل لها. وعلى مدى العقدين الماضيين، نمت عمليات إعادة شراء الأسهم بصورة هائلة في العديد من الأسواق العالمية. كما ازدهرت هذه العمليات في مصر منذ مارس ٢٠٢٠ كردة فعل للاضطرابات المالية العالمية التي سببها انتشار فيروس "كوفيد-١٩".

وفي ظل وجود العديد من الآراء المختلطة فيما يتعلق بأثر قرارات إعادة شراء الأسهم على الوضع المالي للشركات فقد استهدف هذا البحث دراسة ما إذا كانت الزيادات الضخمة في عمليات إعادة الشراء قد أثرت بالسلب على نمو الشركات وتكوين رأس المال، أم أن هذا الأمر له آثار إيجابية على رؤوس الاموال وقيمة الشركة؟، لذلك استهدف البحث اختبار تأثير عمليات إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركة في بيئة الأعمال المصرية واختبار الأثر التفاعلي لعمليات ودوافع إعادة شراء الأسهم - المتمثلة في كل من الإنخفاض في قيمة الأسهم، وربحية الأسهم، والرفع المالي - على قيمة الشركة.

وقد تضمنت عينة الدراسة ٥٧ شركة باجمالى ٦٢٧ مشاهدة للفترة من ٢٠٠٨-٢٠١٨. بالإضافة إلى ذلك فقد تم اجراء تحليل الحساسية لعدد ١٦ شركة قامت بإعادة شراء أسهمها بعد جائحة "كوفيد-١٩" بواقع ٣٢ مشاهدة فيما يتعلق بالربعين الثانى والثالث لعامى ٢٠١٩ و ٢٠٢٠. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير إيجابى ومعنوى لعمليات إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركة، مع وجود تأثير إيجابى ومعنوى للمتغيرات التفاعلية لعمليات إعادة شراء الأسهم وكل من زيادة ربحية السهم، وانخفاض أسعار الأسهم على قيمة الشركة. كما أوضحت النتائج عدم وجود تأثير معنوي للمتغير التفاعلي لعمليات إعادة شراء الأسهم والرفع المالي على قيمة الشركة. وقد أظهر النموذج المجمع أن متغيرات زيادة ربحية السهم وانخفاض أسعار الأسهم والرفع المالي - على التوالي - حسب قوة تأثيرها على حجم عمليات شراء الأسهم. كما أظهرت النتائج عدم وجود تأثير لعمليات إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركة بعد جائحة "كوفيد-١٩" وذلك لعدم وجود فترة زمنية كافية لتفاعل المستثمرين مع عمليات إعادة شراء الأسهم، حيث كان الدافع الاقوى لقرار إعادة شراء الأسهم هو الإنخفاض الكبير في أسعار الأسهم.

الكلمات المفتاحية: عملية إعادة شراء الأسهم، دوافع إعادة شراء الأسهم، قيمة الشركة ، الرافعة المالية، ربحية الأسهم، انخفاض أسعار الأسهم، جائحة "كوفيد-١٩".

The Relationship between Shares Repurchases Decision and Firm Value from Accounting Prespective in the Light of "Covid-19" Pandemic An Applied Study on Egyptian Stock Exchange Listed Companies

Abstract

Shares repurchase practices are among the capital management tools that management should allocate more efficiently to manage the capital entrusted to it. Over the past two decades, share repurchase transactions have grown tremendously in many global markets, and these operations have also flourished in Egypt since March 2020 in response to the global financial turmoil caused by the spread of the "Covid-19" virus.

In the light of the presence of many mixed opinions regarding the impact of share repurchase decisions on the companies' financial situation, this research aimed to study whether the huge increases in repurchase operations negatively affected the growth of companies and capital formation, or whether this issue had positive effects on companies' capital and firm value?, Therefore the research aimed to test the effect of share repurchase operations on firm value in the Egyptian business environment and test the interactive effect of the repurchasing shares operations and its motives – share market value reduction, earning per share, and the financial leverage – on firm value.

The study sample included 57 companies with 627 observations for the period 2008–2018. In addition a sensitivity analysis is conducted, using a sample of 16 companies that repurchased their shares after the "Covid-19" pandemic, with 32 observations in relation to the second and third quarters of 2019 and 2020. The results of the study showed that there is a positive and significant effect of share repurchases operations on firm value, and the existence of a positive and significant effect of interactive variables for share repurchases and both the earning per share and share market value reduction on firm value. The results showed a lack of a significant effect of the interactive variable of share repurchases operations and financial leverage on firm value. The combined model showed that the variables of earning per share, share market value reduction and financial leverage are arranged in succession according to the strength of their effect on the volume of stock repurchases. The effect of share repurchases on firm value has not appeared after the "Covid-19" pandemic, due to the lack of sufficient time for investors to interact with share repurchases, and the strongest motivation for the decision to shares repurchase is the significant reduction in share prices.

Key words: Shares repurchase process; Shares repurchase motives, firm value, financial leverage, earning per share, share market value reduction, and "Covid-19" pandemic.

١- مقدمة

أصبحت عمليات إعادة شراء الأسهم تستخدم من قبل الشركات كأداة مهمة من أدوات الهندسة المالية، حيث أنها تؤثر على قيمة الشركة من خلال العديد من القرارات مثل التوزيعات النقدية وهيكل رأس المال والاستثمارات وسياسات حوافز الإدارة ، وبالتالي أصبحت عمليات إعادة شراء الأسهم متزايدة الأهمية في الأسواق المالية سواء العالمية أو الناشئة. (Chatterjee & Rakshit, 2012; Andriosopoulos & Lasfer. 2015)

ويقصد بعملية إعادة شراء الشركة لأسهمها Share Repurchases or Buybacks عمليات أسهم الخزينة، حيث يطلق على الأسهم التي يتم إعادة شرائها بواسطة الشركة أسهم الخزينة Treasury stocks (Isa & Lee, 2015). وتعد عمليات إعادة شراء الأسهم من العمليات المهمة والمؤثرة جدا على رأس المال لأنها تمثل طريقة أخرى لإعادة الأموال إلى المساهمين، مثل سياسة توزيعات الأرباح (Högholm & Högholm, 2017)، حيث انه إذا كانت الموارد المالية المتاحة للمنشأة تفوق احتياجاتها فقد يكون من الأفضل توزيع الفائض النقدي على المساهمين. وقد يتم هذا التوزيع من خلال إعادة شراء جزء من الأسهم التي يتكون منها رأس مال الشركة ذاتها، خاصة في ظل غياب فرص الاستثمار الجيده فيما يتعلق بالحالة النقدية الحالية للشركة (هندي، ٢٠٠٨).

وعلى مدى العقدين الماضيين، نمت عمليات إعادة شراء الأسهم بصورة هائلة في العديد من الأسواق العالمية، حيث تزايدت ممارسات عمليات إعادة شراء الأسهم بعد أن خففت الولايات المتحدة الأمريكية من التعليمات في عام ١٩٨٢، ليتبعها كل من اليابان في عام ١٩٨٤ وألمانيا في عام ١٩٨٦ (أبو صالح، ٢٠٠٦). وقد تمت عمليات متعددة لإعادة شراء الأسهم في أوروبا بعد الولايات المتحدة الأمريكية، لتصبح إجراءً شائع الحدوث في الأسواق المالية العالمية (Denning, 2018).

وعلى عكس ما يجري عالميا، كانت عمليات إعادة شراء الأسهم أمرا نادرا في السوق المصرية وليس أمرا معتادا، وذلك حتى أصدرت الهيئة العامة للرقابة المالية في بداية مارس ٢٠٢٠ إجراءات استثنائية بصفة مؤقتة والتي تسمح للشركات المقيدة بالبورصة المصرية بإخطار إدارة البورصة في ذات اليوم المقترح لتنفيذ إعادة شراء الأسهم بدلا من إخطارها قبلها بثلاثة أيام، وذلك وسط تقلبات أسعار الأسهم في خضم الذعر المتنامي بالأسواق المالية العالمية آنذاك بسبب جائحة "كوفيد-١٩". وبالتالي، فقد ساهمت أزمة تفشي فيروس كورونا المستمرة في إتجاه

شريحة كبيرة من الشركات المصرية نحو خيار اللجوء لشراء أسهم الخزينة لدعم أسهمها في ظل تراجع أسعارها بشكل كبير بسبب التداعيات السلبية الناتجة عن إنتشار الفيروس، وبهدف خلق الطلب على السهم والحد من تراجع سعره، وتقليل حجم المعروض منه للتداول (كتاب دورى رقم ١٣ لسنة ٢٠٢٠ الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية).

مما سبق، يتضح أن قضية إعادة شراء الشركات لأسهمها من الموضوعات الجديرة بالإهتمام الشديد لما له من تأثير قوى على كل من الشركات المصدرة والمدرج أسهمها بالبورصة وكذلك المساهمين في هذه الشركات والمتعاملين في أسواق رأس المال.

ومع استمرار وتزايد هذا الإتجاه الدولى والمحلى لعمليات إعادة شراء الأسهم، فقد كان من المهم الحصول على رؤية أكبر لطبيعة عمليات إعادة شراء الأسهم فى بيئة الأعمال المصرية، من حيث التعرف على الأساس النظرى والمفاهيمى الذى تقوم على أساسه منطق هذه العمليات، وتحليل الدوافع الكامنة وراء القيام بعمليات إعادة شراء الأسهم، وطرق القيام بهذه العمليات. يضاف إلى ذلك إختبار التأثير الناتج عن ممارسات إعادة شراء الأسهم على الاداء المالى وقيمة الشركة بعد القفزة التى حدثت فى عمليات إعادة شراء الأسهم جراء جائحة كورونا.

٢ - مشكلة البحث

أدت عمليات إعادة الشراء إلى تكبد نفقات رأسمالية في السنوات الأخيرة بمقدار كبير جداً بما يدل على دورها المحورى فى المساهمة في صعود مستويات الأسواق، بالإضافة إلى مساعدة إدارة الشركات فى تحقيق العديد من الاهداف الخاصة بها.

وعلى الجانب الآخر، يبدو أن الحجم الكبير والهائل لعمليات إعادة شراء الأسهم في العالم بدأت في إثارة العديد من المخاوف ودق ناقوس الخطر. فعلى سبيل المثال، تتمثل أكبر أزمة لعمليات إعادة شراء الأسهم فى قيام الشركات بضخ المليارات، بما في ذلك الجزء الأكبر من الأرباح التي تم تحقيقها ليس في القدرة الإنتاجية (فرص الاستثمار) ولكن في أسهمها الخاصة. ولهذه الاسباب ظهرت في الآونة الأخيرة انتقادات كثيرة لعمليات إعادة الشراء، فيما يتعلق بإنفاق أرباح الشركات بطريقة غير فعالة عن طريق إعادة شراء الأسهم بدلاً من الاستفادة من فرص الاستثمار المتاحة لتسهيل النمو طويل الأجل للشركة (Lazonick, 2014).

ومن هنا تتبع مشكلة البحث الرئيسية من أن هناك آراءً مختلفة فيما يتعلق بالأثار المترتبة على قرارات إعادة شراء الأسهم بالنسبة لكل من الوضع المالي وقيمة الشركة. إذ يرى البعض (e.g.: Mordvintseva, 2010; Andriosopoulos & Lasfer, 2015 and Abraham et al., 2018) أن ممارسات إعادة شراء الأسهم لها العديد من المزايا والجوانب الايجابية بالنسبة للوضع المالي للشركة، والذي ينعكس في تحسن العديد من النسب المحاسبية والمقاييس الاقتصادية. في حين يرى البعض الآخر (e.g.: Yook, 2010; Prisacariu & Patrascu 2013 ; Rama, 2017 and Wang, et al., 2020) أن عمليات إعادة شراء الأسهم تمثل تدميرًا لقيمة الشركة إذا حدثت إعادة الشراء بسعر أعلى من القيمة الحقيقية لسعر السهم، بالإضافة إلى استغلال إدارة الشركات المعلومات المتاحة لديها وغير المتاحة للغير لتحقيق مكاسب غير عادية على حساب المستثمرين في السوق فضلاً عن احتمالية تواطؤ مجالس الإدارة بالشراء من مساهمين محددين. ويرى فريق ثالث (e.g.: Bonaime, 2012; Akyol & Foo, 2013; and Albaity & Said, 2016) أن سياسة إعادة شراء الأسهم لا تؤثر من قريب أو بعيد على القوة الإيرادية للشركة حيث أنه من المتوقع أن يؤدي انخفاض عدد الأسهم القائمة إلى ارتفاع ربحية السهم في ظل فرضية ثبات العائد المحقق بعد شرائها. وقد أشار بعض الدراسات (Chatterjee & Dutta, 2015 and Chee & Hisyam, 2018) إلى أنه كان هناك تراجعاً في مستويات إعادة شراء الشركات لأسهمها «كأسهم خزينة» وذلك قبل جائحة فيروس (كوفيد-19)، رغم توافر سيولة فائضة لدى قطاع كبير من الشركات، معزین ذلك إلى مجموعة أسباب لعل أبرزها رؤية مجالس الإدارات بأن إعادة الشراء ستؤدي إلى تأجيل المضاربات من جهة، فضلاً عن تفضيل فرص استثمارية أخرى يرونها أكثر جدوى .

وبناء على ما سبق، فإنه يمكن تلخيص القضايا السابقة في التساؤلات البحثية التالية:

- ما هو الأساس النظري والمفاهيمي لعمليات إعادة شراء الأسهم؟
- إلى أي مدى تتجه كل من الشركات العالمية والمصرية إلى عمليات إعادة شراء الأسهم قبل وبعد جائحة "كوفيد 19"؟
- ما هي أهم الطرق الخاصة بعمليات إعادة شراء الشركة لأسهمها؟
- ما هي أهم المزايا والعيوب المرتبطة بعمليات إعادة شراء الأسهم؟
- ما هي أهم الدوافع (المحددات) الخاصة بعمليات إعادة شراء الأسهم بوجه عام، وفي بيئة الأعمال المصرية بوجه خاص؟ وما هي أهم النظريات المفسرة لها؟

- إلى أى مدى تؤثر عمليات إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركة؟
- كيف تؤثر دوافع عملية إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركة؟
- أى من دوافع عمليات إعادة شراء الأسهم تكون أكثر أهمية وتفسيراً لقرارات إعادة الشراء بالنسبة للشركات فى بيئة الأعمال المصرية؟

٣- هدف البحث

يكمن **الهدف الرئيسى** لهذا البحث فى تحليل وإختبار العوامل المؤثرة على القرارات الخاصة بعمليات إعادة شراء الأسهم فى بيئة الأعمال المصرية، وانعكاس ذلك على قيمة الشركة بالنسبة للشركة مع تحليل المحتوى المعلوماتى الإضافى لدوافع عملية إعادة شراء الأسهم بهدف تحديد الدوافع الأكثر تفسيراً لمستوى عمليات إعادة شراء الأسهم، ومدى انعكاس ذلك على قيمة الشركة فى بيئة الأعمال المصرية قبل وبعد جائحة "كوفيد-١٩".

٤- دوافع وأهمية البحث

تتبع **دوافع** إجراء هذا البحث من الحاجة إلى الحصول على رؤية أوضح لعمليات إعادة شراء الأسهم فى بيئة الأعمال المصرية، ومدى وكيفية انعكاس ذلك على الاداء المالى وقيمة الشركة.

وينبع **السبب الرئيسى** الاول للبحث من الاتجاه العالمى المتزايد لممارسات إعادة شراء الأسهم وخاصة بعد جائحة "كوفيد ١٩"، وما يترتب عليه من آثار مباشرة على الاداء المالى للشركة فى ظل وجود العديد من الدوافع لدى إدارة الشركات للقيام بمثل هذه الممارسات.

يتمثل **السبب الثانى** لإجراء البحث فى أن الأغلبية العظمى من الدراسات السابقة - فى حدود علم الباحث- لم تحدد طبيعة وخصائص عمليات إعادة شراء الأسهم بصورة واضحة، كما لم يتم **حسم** أثر هذه **الدوافع** على الاداء المالى للشركات بصورة قاطعة فى بيئة الأعمال المصرية. إذ لا توجد أى دراسة - على حد علم الباحث - قامت بإختبار العلاقة بين دوافع عمليات إعادة شراء الأسهم وقيمة الشركة فى الشركات التى تقوم بهذه الممارسات.

وبشأن **الأهمية الاكاديمية للبحث**، يعتقد الباحث أن هذا البحث يساهم بشكل كبير فى تقييم الممارسات الخاصة بعمليات إعادة شراء الأسهم فى بيئة الأعمال المصرية وآثارها على الاداء المالى وقيمة الشركة. كما يساهم فى تحليل النظريات الخاصة بعمليات إعادة شراء الأسهم،

بالإضافة إلى تطلع الباحث إلى تقديم لمحة عامة عن مدى اختلاف أسباب إعادة الشراء، وأثر كل منها على أداء وقيمة الشركة.

وبشأن الأهمية العملية للبحث، فنظراً لأن هذا البحث يهتم بدراسة الارتباط بين دوافع إعادة شراء الأسهم وقيمة الشركة، فإن الباحث يعتقد بأن هذه الدراسة يمكن أن تكون مفيدة بشكل خاص للمستثمرين غير المحترفين الذين يقومون بتقييم فرص الإستثمار دون مساعدات مهنية في اتخاذ قرار الإستثمار، وبالتالي يمكن أن تساعد نتائج هذا البحث المستثمرين والمساهمين في اتخاذ قرار شراء و/ أو بيع الأسهم عندما تعلن الشركة عن إعادة الشراء.

٥ - حدود البحث

يقتصر هذا البحث على دراسة واختبار العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم والدوافع الخاصة بها وتأثيرها على قيمة الشركة في بيئة الأعمال المصرية من منظور محاسبي دون التطرق إلى مصادر التمويل الخاصة بعمليات إعادة الشراء، كما يخرج عن سياق هذا البحث مناقشة واستعراض أهم القوانين والتشريعات الخاصة بعمليات إعادة شراء الأسهم إلا بمقدار ما يلزم لمعالجة مشكلة البحث.

٦ - خطة البحث

سيتم استكمال البحث على النحو التالي:

- ٦-١ طبيعة عمليات إعادة شراء الأسهم: الأساس النظري، والمداخل، والمزايا والعيوب.
- ٦-٢ دوافع قيام الشركات بعمليات إعادة شراء الأسهم.
- ٦-٣ تأثير عمليات إعادة شراء الأسهم على الأداء المالي وقيمة الشركة: المنظور المحاسبي.
- ٦-٤ منهجية الدراسة التطبيقية.
- ٦-٥ النتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة.

٦-١ طبيعة عمليات إعادة شراء الأسهم: الأساس النظري، والمداخل، والمزايا

والعيوب

في الرابع والعشرين من أكتوبر عام ١٩٢٩، انهيار سوق الأسهم الأمريكي، وتبخرت مليارات الدولارات من الثروة بين عشية وضحاها، كما تأكلت قيمة العديد من الشركات، لكن كان لدى بعض المسؤولين التنفيذيين فكرة ستستمر لعقود من شأنها جعلهم أثرياء. إذ بدأ مسؤولو الشركات المدرجة

بالبورصة الأمريكية والتي انهارت أسهمها بفعل الأزمة آنذاك، شراء الأسهم الخاصة بشركاتهم من المستثمرين، بما يعني أن المعروض من هذه الأسهم المتداول قد أصبح أقل. وبطبيعة الحال عندما يقل عرض الشيء يرتفع سعره. في هذه الأثناء، اكتُشف ما يمكن وصفه بالخدعة السحرية، حيث وجدت الشركات أنه بإمكانها رفع قيمة الأسهم دون فعل أي شيء في الحقيقية، فكل ما عليها هو استخدام النقدية للحد من الأسهم المتاحة للتداول. وقد كانت هذه بداية الممارسة المعروفة حاليًا بـ"إعادة شراء الأسهم" (Dittmar, 2000).

ولقد أوضح العديد من الدراسات (e.g.: Friedman et al., 2011; Baldwin, 2012; Lazonick, 2014; Farre-Mensa et al., 2014; Dittmar & field, 2015) أن هناك ازدياد في عدد الشركات الأمريكية المدرجة بمؤشر (ستاندارد آند بورز ٥٠٠) التي مارست عمليات إعادة شراء الأسهم منذ منتصف الثمانينات وحتى عام ٢٠١٥ بنسبة ٥٩٠٪. ولم يقتصر الأمر فقط على عدد الشركات، بل ارتفع أيضًا إجمالي قيمة الدولارات التي يتم انفاقها لتمويل عمليات شراء الأسهم، من أقل من ١٠٠ مليار دولار في الثمانينات إلى ٦٠٠ مليار دولار في عام ٢٠١٥. وبالتالي فقد ارتفعت قيمة ممارسات إعادة شراء الأسهم بنسبة ٦٣٠٪ خلال تلك الفترة (Bessler et al., 2016).

وفي السنوات الأخيرة، ووفقًا لبيانات بلومبرج، شهد عام ٢٠١٨ تحقيق رقم قياسي قدره ٨٠٠ مليار دولار من عمليات إعادة شراء الأسهم في الشركات الأمريكية، وهو مستوى قياسي يزيد عن إجمالي عمليات إعادة الشراء التي تم تنفيذها في ٢٠١٧ و٢٠١٦ بمقدار ٥٥٠ مليار و٥٢٩ مليار دولار على التوالي. وفي عام ٢٠١٩، أي قبل جائحة كورونا مباشرة سجلت الشركات عمليات شراء قيمتها ٧٤٠ مليار دولار لأسهمها، وهو ما سيكون ثاني أعلى مستوى قياسي في السوق الأمريكي (Baker et al., 2020).

وفيما يتعلق بالوضع في مصر، فلقد ازدهرت عمليات إعادة شراء الأسهم في مصر منذ مارس ٢٠٢٠ كرد فعل للاضطرابات المالية العالمية التي سببها انتشار فيروس "كوفيد-١٩". ومع هبوط المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية في هذا التاريخ لأدنى مستوى له منذ ثلاث سنوات ونصف، وتسجيله خسائر يومية غير مسبوقه منذ عام ٢٠١٢، سارعت الشركات المدرجة بالبورصة إلى إعادة شراء أسهمها، والذي يعد بالنسبة للسوق المصرية إجراءً تصحيحي جديد نسبيًا لمواجهة الأزمات المالية. وقد أصدرت الهيئة العامة للرقابة المالية قرارًا يُبسط إجراءات شراء أسهم الخزينة من خلال

إلغاء إلزام الشركات بالإخطار المسبق، إضافة إلى السماح للشركات بإخطار البورصة في ذات اليوم المقترح لتنفيذ الشراء من خلال السوق المفتوح، وبسعر الورقة المالية خلال جلسة التداول، وعلى ألا تتجاوز الكمية المطلوب شراؤها للنسبة المقررة قانوناً وهي ١٠% من أسهم الشركة (كتاب دورى رقم ١٣ لسنة ٢٠٢٠ الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية). ولقد أدى قرار الهيئة إلى موجة شراء غير مسبوقه : أكثر من ٢٠ شركة مدرجة بالبورصة المصرية سارعت بإعادة شراء أسهمها من السوق، بنسب تراوحت من ٠.٥% إلى ٢.٥% من الأسهم المطروحة منذ قرار "الرقابة المالية". وشمل ذلك العديد من الشركات الكبرى بالبورصة مثل أوراسكوم للتنمية مصر، والسويدي إليكتريك، وجي بي أوتو، وبالم هيلز، ومدينة نصر للإسكان (موقع البورصة المصرية ٢٠٢٠ ونشرة «إنتربرايز» الإخبارية ٢٠٢٠).

وفيما يلي استعراض للاساس النظرى والمفاهيمى لعمليات إعادة شراء الأسهم، بالإضافة إلى تحليل النظريات والمزايا والعيوب الخاصة بعمليات إعادة شراء الأسهم.

٦-١-١ الاساس النظرى والمفاهيمى لعمليات إعادة شراء الأسهم

يطلق على ممارسات إعادة شراء الشركة لأسهمها عمليات أسهم الخزينة (Isa & Lee, 2015). ولقد وردت عدة تعريفات لممارسات شراء الشركة لأسهمها، فهناك العديد من الدراسات (e.g.: Chan et al., 2004; Chang et al., 2013 and Punwasi & Brijlal, 2016) التي حاولت اعطاء صورة عامة ومبسطة لشراء الشركة لأسهمها. ومن الدراسات من عرفها على انها "عملية تقوم الشركة من خلالها بشراء بعض اسهمها المصدرة من المساهمين" (Banyi & Caplan, 2016. p.42). وهناك احد الدراسات التي ركزت على الصلة بين الشركة والمساهمين بعد هذه الممارسات فعرفتها بانها "عقد بيع بين الشركة والمساهمين تحصل الشركة بموجبه على الأسهم المباعة بسعرها في السوق، وبمجرد إتمام البيع تتقطع صلة المساهم بالشركة بشكل نهائي" (Peyer & Vermaelen, 2009. p.1695).

ومن ناحية اخرى اعتمدت دراسة (Sun et al., 2014. p.847) فى تعريفها لعمليات إعادة شراء الأسهم على الهدف من هذه العمليات فعرفتها على انها "عملية تقوم بها الشركة، من خلال شرائها لأسهمها من السوق او من المساهمين بصورة مباشرة، وذلك عند انخفاض ثمن أسهمها في سوق الأوراق المالية، أو لتقليل عدد الأسهم القائمة في السوق". وفى ذات السياق، اشارت دراسة (الحناوي والعبد، ٢٠٠٢) إلى أن أسهم الخزينة تنشأ عندما تقوم الشركة بشراء جزء من أسهمها،

بهدف توزيع الأرباح أو بهدف إعادة هيكلة رأس مال الشركة، حيث انه عندما يتاح للشركة أموال نقدية لتوزيعها على المساهمين، فانها تقوم بتوزيع هذه الأموال من خلال شراء الأسهم بدلا من دفع توزيعات نقدية.

ومما سبق، يمكن أن نُعرف عمليات إعادة شراء الشركة لأسهمها بأنها عملية قيام الشركات بإعادة شراء اسهمها المصدرة من سوق الاوراق المالية، أو من المساهمين بصورة مباشرة، والاحتفاظ بها كأسهم خزينة لمدة محدده، بسبب ظهور بعض الاسباب التي تدفع الشركة لهذه العملية أو لتحقيق غرض معين من الشراء.

وفيما يتعلق بالاساس المنطقي لعمليات إعادة شراء الأسهم، أشارت دراسة (Chintrakarn et al., 2018) إلى انه عندما ترغب الشركات في ادرارة رأس المال الخاص بها، فانه يوجد بديلان لإدارة رأس المال : البديل الاول، قيام الشركات بالاستثمار من خلال الإنفاق الرأسمالي، أو رأس المال العامل، أو عمليات الدمج والاستحواذ. أما البديل الثاني، فيتمثل في إعادة رأس المال إلى الملاك من خلال توزيعات أرباح الأسهم وعمليات إعادة شراء الأسهم. ولقد أوضحت الدراسة أن عددا قليلا جدا من المديرين التنفيذيين ومجالس إدارة الشركات يفكرون بإعادة رأس المال إلى الملاك بدلا من قيامهم باستثمار هذه الاموال في المشروعات الاستثمارية.

ويرى الباحث أن مديري الشركات يجب أن يعملوا على الاستخدام الأفضل لرأس المال من خلال التقييم المستمر للمفاضلات بين الاستثمار في الأعمال التجارية وبين العائدات النقدية للمالكين. وغالبا ما يكون لدى الإدارة حافز لتوسيع نطاق الأعمال مقارنة بإعادة الأموال إلى المساهمين.

ومن ناحية اخرى، أوضح العديد من الدراسات مثل (الركابي، ٢٠٢٠)، & (Bonaime, 2015) (Bessler et al., 2016) فشل مجالس ادارات الكثير من الشركات في تحديد النقطة الحاسمة التي يكون من الافضل عندها قيام الشركات بإعادة شراء اسهمها بدلا من استثمار الاموال في مشروعات جديدة، وذلك بسبب التحيز الضمني لإدارة الشركة لاستثمار الاموال في مشروعات اضافية.

ويرى الباحث انه من المفارقات، أنه رغم أن الإدارة هي المسؤولة عن إدارة فرص الاستثمار يجب أن تكون أكثر قدرة على تقييم الشركات بشكل صحيح، الا ان خيار إعادة شراء أسهم الشركة غالبا

ما يتم رفضه لصالح فرص الاستثمار الخارجي الأصعب في تقييمها والتي تتضمن العديد من نسب المخاطرة.

وللاسباب السابقة قامت دراسة (Peyer & Vermaelen, 2009. p.1702) بتحديد مبدأ ليكون من وجهة نظرها بمثابة مقياس موضوعي للحكم على الأساس المنطقي والجذاب لعمليات إعادة الشراء وهو كالتالي: "يجب على الشركة إعادة شراء أسهمها فقط عندما يتم تداول أسهمها دون القيمة المتوقعة، وعندما لا تتوفر فرص استثمارية أفضل".

ويشير الجزء الأول من هذا المبدأ - "يجب على الشركة إعادة شراء أسهمها فقط عندما يكون تداول أسهمها بأقل من قيمتها المتوقعة" - إلى أنه يجب أن تعمل الإدارة كمستثمر جيد عن طريق شراء سهم الشركة عندما يكون سعره أقل من القيمة المتوقعة، حيث انه من المفترض أن يكون لدى المديرين درجات مرتفعة من الفهم والادراك لطبيعة أعمال الشركة مقارنة بالاطراف من خارج الشركة. ولذلك إذا كان سعر السهم أقل من قيمته الحقيقية، فإن إعادة الشراء ينقل الثروة من المساهمين المؤقتين إلى حملة الأسهم الدائمين. وبذلك فإن الزيادة الناتجة في القيمة المتوقعة للسهم الواحد تحقق هدف الإدارة بتحويل الزيادة في قيمة الأسهم إلى مساهمها الدائمين.

وينص الجزء الثاني من المبدأ السابق على انه، "لا تتوفر فرص استثمارية أفضل". ويدل هذا الجزء على ضرورة وجود أولويات في توزيع رأس المال لدى الشركة. فعلى الرغم من أن عمليات الشراء قد تبدو جذابة، ولكن إعادة الاستثمار في المشروعات الاستثمارية المربحة قد يكون فرصة أفضل للشركة مقارنة بعملية إعادة شراء الأسهم. ولذلك ينبغي على الشركات أن تقوم بتمويل العمليات ذات قيمة العائد الأعلى أولاً.

ويخلص الباحث مما سبق أنه على الرغم من أن إدارة رأس المال يعتبر من أهم الأنشطة لدى الإدارة العليا، إلا أن العديد من الشركات والمستثمرين قد يفشلون في التفكير بوضوح في كيفية تخصيص رأس المال على نحو أفضل، وعلى نحو سليم على المدى الطويل. ولذلك يستنتج الباحث من المبدأ السابق أن معدل عائد عمليات إعادة شراء الأسهم يعتمد على أن المساهمين يحصلون على عائد يزيد على تكلفة حقوق الملكية. ويمكن للمدراء مقارنة معدل عائد المساهمين هذا بمعدل عائد الاستثمارات البديلة لرأس المال. وبدلاً من التركيز على مدى انخفاض القيمة السوقية للأسهم، فإنه إذا قامت الشركة بإعادة شراء الأسهم المنخفضة القيمة، فسوف يؤدي إعادة شراء الأسهم المقومة بأقل من قيمتها إلى زيادة قيمة السهم بالنسبة للأسهم المتبقية.

وفيما يتعلق بالنظريات المفسرة لعمليات إعادة شراء الأسهم، فلقد اشار العديد من الدراسات (e.g.; Haw et al., 2013; Huang, 2015 and Bhattacharya & Jacobsen, 2016) إلى أن النظريات الأكاديمية الثلاث الأكثر قبولاً حول تفسير سبب قيام الشركات بعمليات إعادة الشراء تتضمن كلا من، نظرية الإشارة signaling theory، ونظرية التدفق النقدي الحر free cash flow theory، ونظرية تحويل الثروة wealth transfer theory. وتشير نظرية الإشارة إلى أن الإدارة تستخدم عمليات إعادة شراء الأسهم كطريقة لاطهار معلومات جديدة وملائمة عن قيمة الشركات في المستقبل (e.g.; Ofer & Thakor, 1987; Hung & Chen, 2010 and Reddy et al., 2013). وتفترض نظرية التدفق النقدي الحر قيام الشركات بتوزيع الفائض النقدي في صورة إعادة شراء الأسهم وذلك بهدف التخفيف من مشكلات الوكالة (Grullon (e.g.; Ikenberry, 2005 and Kim et al., 2016). وبينما تشير نظرية تحويل الثروة إلى أن حملة الأسهم يصادرون الثروة من حملة السندات، حيث تقوم الشركة بإصدار سندات واستخدام حصيلتها في إعادة شراء الأسهم ومن ثم يتسببون في ارتباط سلبي بين التغيرات في قيمة الأسهم والسندات (Maxwell & Stephens, 2003 and Tong & Bremer, 2016).

٦-١-٢ طرق إعادة شراء الشركة لأسهمها

تعدد طرق إعادة شراء الشركة لأسهمها، حيث توجد على وجه التحديد أربعة طرق رئيسية لعمليات شراء الأسهم كما أوضحها العديد من الدراسات (e.g., Leng & Noronha, 2013; Ben-Rephael, et al., 2014; Liang, 2016 and Högholm & Högholm, 2017).

أولاً، طريقة إعادة الشراء في السوق المفتوح. وفي ظل هذه الطريقة تعلن الشركة عن قيامها بإعادة شراء بعض الأسهم في السوق المفتوح من وقت لآخر، حيث يتم شراء السهم بسعر السوق الحالي. ويمكن لعملية إعادة الشراء من السوق المفتوح أن تمتد شهوراً أو حتى سنوات.

ثانياً، يمكن للشركة إجراء إعادة شراء الأسهم من خلال طريقة عرض المناقصة المحدودة، وفيه تقدم الشركة عرضاً توضح فيه رغبتها في شراء عدد محدد من أسهمها في نطاق سعري محدد، وعلى حملة الأسهم الراغبين في البيع تقديم عروضهم متضمنة عدد الأسهم المراد بيعها، والأسعار المقبولة لهم خلال فترة زمنية محددة. ثم تقوم الشركة بمراجعة تلك العروض واختيار عدد الأسهم التي ترغب في شرائها عند أقل الأسعار.

ثالثاً، طريقة المزاد العلني، ويحدد عرض المزاد العلني نطاقاً سعرياً يتم من خلاله شراء الأسهم في نهاية المطاف. ودعوة المساهمين للمزايدة في شراء هذه الأسهم إذا رغبوا بذلك بأي ثمن داخل النطاق المحدد. ثم تجمع الشركة الردود المطروحة، وتخلق منحى الطلب للسهم. وسعر الشراء بأدنى سعر للسماح للشركة بشراء عدد من الأسهم بسعر العرض.

وأخيراً، إعادة الشراء بطريقة انتقائية، حيث يمكن للشركة القيام بعملية إعادة شراء مستهدفة مباشرة من أحد المساهمين الرئيسيين بسعر يتم التفاوض عليه. ويتم استخدام هذه الطريقة عادة عندما يكون السوق اقل سيولة، ويرغب المساهمون الرئيسيون في بيع عدد كبير من الأسهم.

وفيما يلي يستخلص الباحث بعض نماذج طرق شراء الشركات لأسهمها في عدد من الدول التي تناولتها بعض الدراسات (e.g.; Babenko, et al., 2012, Graham & Harvey, 2013, and Chen & Lu, 2015) : في أمريكا: لا يلزم تقديم عرض شراء وإنما يمكن تنفيذ البرنامج عن طريق الشراء من السوق المفتوح أو البورصة. وفي إنجلترا: إذا زادت الكمية المشتراة عن ١٥% من رأس المال يلزم تقديم عرض شراء، أما إذا قلت الكمية عن هذا الحد، فيمكن تنفيذ برنامج الشراء من خلال البورصة. وفي فرنسا: يمكن تنفيذ البرنامج عن طريق عرض شراء، أو من خلال الشراء من البورصة أو السوق المفتوحة. وفي ألمانيا: يتم من خلال عرض شراء أو الشراء من البورصة. وفي اليابان: يلزم تنفيذ البرنامج من خلال الشراء من البورصة. أما فيما يتعلق بيئة الأعمال المصرية فلم يحدد المشرع المصري طريقة تنفيذ برنامج الشراء، ومن ثم يمكن أن يتم التنفيذ بواسطة عرض شراء، أو بواسطة الشراء من البورصة أي من السوق المفتوح بحسب الغرض من الشراء ونسبة الأسهم المطلوب شرائها. وفي ضوء ما سبق، يخلص الباحث إلى أن هناك طريقتين شائعتين لعمليات إعادة شراء الأسهم على المستوى الدولي، وهما طريقة الإعلان عن عرض المناقصة وطريقة إعادة الشراء في السوق المفتوح.

٦-١-٣ المزايا والعيوب الخاصة بعمليات إعادة شراء الأسهم

تعتبر عملية شراء الشركة المساهمة العامة لأسهمها من الموضوعات التي أثارت الكثير من الجدل، نظراً لما تنطوي عليه هذه العملية من إيجابيات وسلبيات تتلخص في المنافع والمساوئ الاقتصادية الناجمة عنها بالنسبة لدائني الشركة والمساهمين فيها وحتى بالنسبة للشركة نفسها. وتفاوتت أهميتها وخطورتها بحسب ما ترمي إليه الشركة من وراء شرائها لأسهمها، والغرض المراد تحقيقه من هذه العملية. وإذا كان بعض التشريعات قد أجازتها، فإنها لم تُجزأها إلا بشروط وضوابط

صارمة تضمن عدم انحراف الشركة عن غرضها الفعلي وانصرافها إلى المضاربة في شراء الأسهم، بدلاً من ممارسة نشاطها الحقيقي الذي قامت من أجله (الفكي، ٢٠١٥ : ابو العلا ، ٢٠٢٠).

وعادة ما يعتبر المستثمرون عمليات إعادة شراء الأسهم إشارة إيجابية، حيث تعتبر عمليات إعادة شراء الأسهم سياسة دفع أكثر مرونة من توزيعات أرباح الأسهم (Grullon & Ikenberry, 2005) ولذلك تفضلها الإدارة غالبًا، حيث أنه في ظل هذه العملية ينتهي لكل مستثمر تحقيق ما يريد. فالمستثمر الذي يكون بحاجة للأموال يمكنه بيع بعض ما يمتلكه من أسهم، بينما المستثمر الذي لا يحتاج للأموال بصورة عاجلة يمكنه الاحتفاظ بما لديه من أسهم والحصول على توزيعات الأرباح المقررة (الحنوي والعبد، ٢٠٠٢).

وتوضح دراسة (Brav et al., 2005) أن الإدارة يمكن أن تستخدم مرونة سياسة إعادة الشراء في الوقت المحدد للسوق. ويعنى هذا ان تقوم الشركات بعملية إعادة الشراء عندما تكون قيمة الأسهم منخفضة، في حين انها تخفض من عمليات إعادة الشراء عندما تكون هناك مشاريع جيدة متاحة لاستثمار النقد الفائض فيها. ولقد أوضح (Mintz, 2014) أن هناك العديد من المزايا التي ترتبط بعمليات إعادة الشراء مثل إمكانية خلق قيمة للمساهمين، ومرونة إجراء تغييرات في هيكل رأس المال، بالإضافة إلى تحسن الوضع النسبي للمساهمين مع انخفاض إجمالي عدد الأسهم القائمة. ويتفق هؤلاء الباحثين (e.g., Chong, et al., 2015; Gan et al., 2017 and Cooper et al., 2018) على انه قد يكون لممارسات إعادة شراء الأسهم اثر ايجابي على أسعار الأسهم ومواجهة عروض الشراء العدائية وخلق مزايا ضريبية، حيث أن المكاسب المحققة عن طريق ارتفاع قيمة السهم لا تخضع للضريبة بخلاف الأرباح الموزعة نقدًا.

الا أنه على الجانب الاخر، وعلى الرغم من أهمية عمليات إعادة شراء الأسهم بالنسبة للشركات والمستثمرين، الا أنها ليست بمنأى عن إمكانية استغلالها لتحقيق مصلحة البعض على حساب البعض الاخر، حيث تتسم عملية إعادة شراء الشركة لأسهمها بالخطورة لما قد تفتحه من باب للتلاعب في أسعار هذه الأسهم، ومن ثم الإضرار بحقوق المساهمين والمستثمرين الراغبين في شراء الأسهم. ويشير حجم عمليات إعادة الشراء والاتجاه المتزايد لها على مستوى العالم إلى اثاره العديد من المخاطر والتهديدات. إذ انه من بين الانتقادات المرتبطة بإعادة شراء الأسهم هو ما اتفق عليه العديد من الدراسات (e.g.: Lin, et al., 2011; Yang, 2013; Russolillo 2013 & Lazonick, 2014) من أن المبالغ الكبيرة التي تم إنفاقها على عمليات إعادة الشراء في السنوات

الآخيره قد خفضت موازنة البحوث والتطوير، حيث أشارت الإحصاءات إلى أن بعض الشركات الأمريكية العملاقة مثل (i.e., IBM, ExxonMobil) قد أنفقت مبالغ مضاعفة على عمليات إعادة شراء الأسهم مقارنة بالاستثمارات المخصصة للبحث والتطوير. يضاف إلى ذلك أن عمليات إعادة الشراء تمثل خيارات تحد من استثمارات الأصول المحتملة وتخلق أرباحاً قصيرة الأجل. كما تقلل الأموال المخصصة لإعادة شراء الأسهم من الموارد التي تتطلبها عمليات الاستحواذ ورؤوس الأموال، مع وجود آثار سلبية على النمو في المدى الطويل.

ويشير (Bonaimé et al., 2016) إلى أن مرونة إعادة شراء الأسهم ترتبط بالعديد من التكاليف ولا تضيف قيمة للمساهمين على المدى الطويل، حيث أن الإدارة نادراً ما تكون قادرة على تأجيل التقلبات في السوق وجعل إعادة الشراء عندما يكون سعر السهم منخفضاً، لا سيما على المدى الطويل. وعادة ما تشارك الشركات في عمليات إعادة شراء الأسهم بعد أن تشهد نمواً هائلاً، بما يعني أن التكاليف المرتبطة بها مرتفعة. لذلك، تتطوي عمليات إعادة الشراء على تكلفة فرصة بديلة كبيرة (Market Watch, 2016).

وقد أوضح (Mietzner, 2017) أن هناك خطراً آخرًا لعمليات إعادة شراء الأسهم الا وهو أن الإدارة وكبار الموظفين والأشخاص المطلعين على مجريات الأمور داخل الشركات يمكنهم استخدام هذه العمليات لزيادة أجورهم، حيث إن شراء أسهم الشركة يمكنه مساعدة الشركات بأن تحقق أهدافها من الأرباح للسهم الواحد الذي يزيد من دفعات الحوافز طويلة الأجل للمديرين، ويزيد من قيمة المكافأة التي يتم تقديمها عبر الأسهم أو خيارات الأسهم. كما تساعد هذه الممارسة في تحقيق أرباح طائلة عبر بيع الأسهم الموجودة بحيازتهم عند تفعيل برامج إعادة الشراء، لعلمهم الدقيق بمواعيدها. وهذا هو ما ايدته دراسة (Fried and Wang, 2018) والتي أوضحت أن هناك سببين لانتقاد ممارسة إعادة شراء الأسهم، أحدهما أنها تعود بالنفع الكبير على المساهمين في حين تضيع حق العمال، لأنها تهدر الأموال التي يجب إعادة استثمارها في النشاط التجاري أو دفعها للموظفين. أما السبب الآخر الأقل نكرًا، فهو أنها ليست جيدة للمساهمين على الدوام، حيث تحقق مكاسب كبيرة للمديرين التنفيذيين الذين يستفيدون غالبًا من ارتفاع سعر السهم، بفضل حصتهم من الأسهم التي تلقوها عبر نظام المكافآت، أو في صورة خيارات.

وفي ضوء ما سبق يخلص الباحث إلى اتفاق الدراسات السابقة على وجود العديد من المزايا الخاصة بعمليات إعادة شراء الأسهم، حيث تعكس عمليات إعادة شراء الأسهم ثقة إدارات الشركات

في أعمالها، كما تكون عادة محركا لارتفاع أسعار أسهم هذه الشركات. كما تحد عمليات إعادة الشراء من سعي بعض مالكي الأسهم للحصول على حصص ذات سيطرة، مع مساعدة الشركات في الوصول إلى الهيكل المالي المنشود، بالإضافة إلى التأثير على البيانات والنسب المالية للشركة بما يرتفع ربح السهم بعد إعادة الشراء حيث ينخفض عدد الأسهم القائمة. كما يترتب على ذلك تحسن نسب الاداء والتقييم بعد عمليات إعادة الشراء مثل مكرر الربحية / العائد على حقوق المساهمين / العائد على الاصول ، بالإضافة إلى ان عملية إعادة الشراء تخفف من أثر إصدار أسهم للموظفين. الا انه على الجانب الاخر فان عمليات إعادة الشراء لا تخلو من انتقادات. فغالبا ما يرى منتقدو عمليات إعادة الشراء أنها آلية تعزز أسعار الأسهم بشكل مصطنع في حين لا تضيف قيمة حقيقية مكتسبة. إذ يرى الباحث انه يمكن أن تكون عمليات إعادة الشراء داعمه لأسعار الأسهم على المدى القصير، ولكنها تقلل أيضا من نسبة أسهم التداول الحر، وهو الأمر الذي يمكن أن يكون سلبيا على المدى الطويل. كما تجدر الإشارة إلى تكلفة الفرصة البديلة، وكيف أنه كان من الممكن استثمار تلك الأموال في أمور أخرى. وبذلك يكون من الأفضل للاقتصاد أن تستثمر الشركات في الأصول الثابتة - لتخلق بذلك المزيد من فرص العمل وتعزز الطلب الحقيقي - بدلا من الأصول المالية. ولذلك يجب اقتصار استخدام ممارسات إعادة شراء الأسهم خلال فترات الأزمات فقط حتى لا تستخدم كوسيلة للمضاربة نظرا لان الشركة لديها جميع المعلومات المتعلقة بنشاطها وخططها المستقبلية والتي يجهلها المستثمرون.

٦-٢ دوافع قيام الشركات بعمليات إعادة شراء الأسهم

اهتم الكثير من الأكاديميين والممارسين بتحليل دوافع قيام الشركات بعمليات إعادة شراء الأسهم، خاصة في ضوء تزايد اتجاه الشركات نحو تلك العمليات. وهناك العديد من الدوافع المختلفة للشركات لاستخدام عمليات إعادة شراء الأسهم لدفع مبالغ نقدية لمستثمريها. وتتووع الأسباب التي تجعل الشركات تضطر إلى إعادة شراء الأسهم، وهو ما سيتم توضيحه فيما يلي. (Strobl, 2014) and Abraham et al., 2018).

فمن ناحية اختلاف تفضيلات المستثمرين لإعادة شراء الأسهم، يرى (Miller & Prondzinski, 2017 and Autore, et al., 2019) انه قد يختلف الدافع تجاه عمليات إعادة شراء الأسهم باختلاف أنواع المستثمرين. ويتوقف هذا على آفاق الاستثمار (قصير أو طويل الاجل) لدى المستثمرين. فالشركات التي لديها نسبة أكبر من أموال المستثمرين قصيرة الاجل تميل إلى اختيار القيام بإعادة الشراء بدلاً من دفع الأرباح. ويستجيب كل من المستثمرين على المدى الطويل

والقصير على نحو إيجابي لإعلانات إعادة الشراء، ولكن رد الفعل الإيجابي يكون أكبر بالنسبة للمستثمرين على المدى الطويل. ويكون لدى المستثمرين على المدى القصير حافز للضغط على الشركات للقيام بعمليات إعادة الشراء حيث يمكنهم الاستفادة من رد فعل السوق على إعلان إعادة الشراء الأمر الذي قد يؤثر على قيمة الشركة. وبالتالي، قد لا يكون التأثير المباشر لعملية إعادة الشراء كبيرًا بالنسبة للشركات التي تتمتع بحصة كبيرة من المستثمرين على المدى القصير مقارنة بالشركة ذات النسبة الأكبر من المستثمرين على المدى الطويل.

ويعتبر تعديل هيكل رأس المال للوصول إلى المستوى الأمثل من الدوافع الأخرى لعمليات إعادة شراء الأسهم (Hung & Chen, 2010 and Daugvila, 2017). ولقد اكدت درأستا كل من (Dixon et al., 2008 and Reimers & Singleton, 2010) على أن الدافع الرئيسي للشركات البريطانية لإعادة شراء الأسهم هو الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل، وذلك من خلال استخدام عمليات إعادة شراء الأسهم كوسيلة لإدارة الميزانية العمومية للشركة، والتي تعتبر جوهر سياسة إدارة رأس المال بالنسبة للعديد من الشركات.

وهناك دافع آخر مهم لعمليات إعادة شراء الأسهم الا وهو القدرة على تحييد التهديدات المتمثلة في محاولات الاستيلاء غير المرغوب فيها، خاصة عندما يتعلق الأمر بالاستحوادات العدائية أو المستثمرين العدوانيين وذلك عن طريق تخفيض الأسهم القائمة، مما يجعلها أقل عرضة لعمليات الاستحواذ (Mohanty and Panda, 2011). كما يمكن أن يؤدي إعادة شراء الأسهم إلى زيادة تكلفة عملية الاستحواذ. وبذلك يكون دافع الشركات لإعادة شراء الأسهم وهو تجنب عمليات الاستحواذ المحتملة (e.g.; Dittmar, 2000; Billett & Xue, 2007 and Walker, 2011)

وتشير دراسة (Grullon and Michaely, 2004) إلى أن الشركات التي لديها المزيد من السيولة والقليل من فرص الاستثمار تميل إلى انشطة إعادة شراء الأسهم، حيث انه عندما يكون لدى الشركة رأس مال يفوق فرصها الاستثمارية، فإنها توزع الفائض النقدي على المساهمين في صورة إعادة شراء الأسهم. وهذا ما أيدته درأستا (Strobl, 2014 and Root et al., 2020) واللتان وجدتا علاقة إيجابية بين مستوى التدفق النقدي وعمليات إعادة الشراء.

ومن ناحية أخرى، تفضل الشركات إعادة شراء الأسهم مقارنة بتوزيع الأرباح بسبب المرونة المالية والميزة الضريبية التي توفرها عمليات إعادة شراء الأسهم (Jacob, 2013 and

(Daugvila, 2017). ويوضح (Grullon and Michaely, 2002) أن تزايد شعبية عمليات إعادة شراء الأسهم ناتج عن مزايا ضريبية وأنظمة مفيدة جعلت من السهل على الشركات تطبيق إعادة شراء الأسهم. ويعني هذا أن أي مكاسب رأسمالية يتم توزيعها على المساهمين لا تخضع للضريبة حتى تكون المكاسب ملموسة ويكون معدل الضريبة أدنى من المعدل المرتبط بالدخل العادي (Siegel, 2006).

كما أرجعت دراسة (Brav et al., 2005) السبب في انتشار عمليات إعادة شراء للاسهم إلى رفع الكثير من القيود المرتبطة بعمليات إعادة شراء الأسهم، بالإضافة إلى التغييرات المرتبطة بالنظم الضريبية، وتعظيم قيمة حملة الأسهم التي يُنظر إليها على أنها هدف تجاري مهم، حيث تهدف قرارات إعادة شراء الأسهم إلى تعظيم قيمة حملة الأسهم بدلاً من تشجيع الابتكار أو خلق فرص العمل. كما يوضح (الطنبولي، ٢٠١٥؛ Cheng & Wang, 2012) أن الشركات غالباً ما تعيد شراء الأسهم عندما ينظر إلى أسعار الأسهم على أنها أقل من قيمتها الحقيقية.

وبالإضافة إلى توزيع الفائض النقدي والميزة الضريبية وانخفاض فرص الاستثمار، هناك ايضاً احد الدوافع الأخرى لإعادة شراء الأسهم، الا وهو تعويض إصدارات الأسهم التي يسببها منح الموظفين من خلال ممارسة حق بيع خيارات الأسهم التي حصلوا عليها، حيث يؤدي زيادة استخدام خيارات الأسهم كوسيلة للتعويض إلى إصدار المزيد من الأسهم التي تضعف وتخفف من أسعار وربحية الأسهم. ولتحديد هذا التأثير، يمكن ان تقوم الشركات بإعادة شراء الأسهم (Babenko, 2009).

ومن ناحية اخرى، يوجد دافع آخر لإعادة شراء الأسهم يتمثل في تمويل خيارات الموظفين، حيث تسعى الشركة في الحصول على الأسهم اللازمة لتعويض الموظفين عن طريق إعادة شرائها. ويمكن أن تؤثر الشركة أيضًا على نسبة الرافعة المالية بإعادة شراء اسهمها الامر الذي يخفف من رأس مالها، حيث تقوم الشركة بإصدار سندات واستخدام حصيلتها في إعادة شراء الأسهم ومن ثم يتسببون في زيادة نسبة الرافعة المالية التي تسمح بمزايا ضريبية (Hung & Chen, 2010).

وفي ضوء ما سبق، يرى الباحث أن قرار الشركة لإعادة شراء الأسهم الخاصة بها ينتج عن أسباب متنوعة تنشأ عن احتياجات مختلفة للشركة، ولذلك كان هناك اتفاق بين الدراسات السابقة على وجود العديد من أسباب إعادة شراء الأسهم والتي يمكن تقسيمها إلى فئات رئيسية، على النحو التالي: ١- اختلاف تفضيلات المستثمرين لإعادة شراء الأسهم، ٢- الوصول إلى هيكل رأس المال

الأمتل، ٣- تجنب عمليات الاستحواذ المحتملة، ٤- الاستعاضة عن توزيعات الأرباح كخيار أفضل للتوزيع النقدي للمساهمين، ٥- الآثار الضريبية؛ ٦- زيادة قيمة الرافعة المالية؛ ٧- إصدار أسهم جديدة؛ ٨- فرص استثمارية محدودة أو ٩- وجود فائض في النقد .

وبالإضافة إلى ما سبق ذكره من أسباب ودوافع عمليات إعادة شراء الأسهم في الدراسات السابقة، يرى الباحث انه بسبب الاحداث والتطورات الأخيرة التي طرأت على الأسواق المالية العالمية وموجة الهبوط الحادة التي شهدتها البورصات العربية والأجنبية جراء جائحة "كوفيد ١٩"، وحرصاً من الهيئة العامة للرقابة المالية على حماية الأسواق المالية المصرية وحماية حقوق المتعاملين فيها، وفي هذا الإطار فقد وافق مجلس إدارة الهيئة على تعديل الأحكام المنظمة للتعامل على أسهم الخزينة من خلال الشركات المدرجة بالبورصة كوسيلة رفع الكثير من القيود المرتبطة بعمليات إعادة شراء الأسهم وذلك بهدف مواجهة والحد من الآثار السلبية لجائحة كورونا. ولقد ساهمت أزمة تفشي فيروس كورونا المستمرة في إتجاه شريحة كبيرة من الشركات نحو خيار اللجوء لشراء أسهم الخزينة لدعم أسهمها من خلال خلق الطلب على السهم، والحد من تراجع سعره، وتخفيض حجم المعروض منه للتداول، وذلك في ظل تراجعها بشكل كبير بسبب التداعيات السلبية من إنتشار الفيروس.

٦-٣ تأثير عمليات إعادة شراء الأسهم على الاداء المالي وقيمة الشركة: المنظور

المحاسبى

اهتمت مجموعة من الدراسات بتحليل واختبار مجموعة من الاسباب والدوافع المؤثرة على قرار الشركة لإعادة شراء الأسهم، والتي من المتوقع أن يكون لها تأثير مختلف على قيمة الشركة. ولذلك، يستعرض الباحث فيما يلى مجموعتان من الدراسات السابقة، حيث تهتم المجموعة الاولى منها باختبار تأثير عمليات إعادة شراء الأسهم على الاداء المالي وقيمة الشركة، بينما تهتم المجموعة الثانية باختبار الأثر التفاعلى لدوافع عمليات شراء الأسهم على العلاقة بين عمليات إعادة الشراء وقيمة الشركة.

٦-٣-١ تحليل الدراسات السابقة بشأن تأثير عمليات إعادة شراء الأسهم على الاداء

المالى وقيمة الشركة واشتقاق الفرض الاول

تناول الكثير من الدراسات تأثير عمليات إعادة شراء الأسهم على ثروة المساهمين وقيمة الشركة. ولقد تباينت نتائج العديد من الدراسات السابقة (e.g.: Lie, 2005; Chan, et al., 2010;

Andriosopoulos and Lasfer, 2015; Pieloch–Babiarz, 2017(b) and Turco, (2018)، فيما يتعلق باستجابة أسواق تداول الأسهم للإعلان عن ممارسات إعادة شراء الأسهم، حيث تباينت المؤشرات بين وجود، وعدم وجود تحسن في الأداء التشغيلي والوضع المالي لتلك الشركات التي أعلنت وقامت بإعادة شراء أسهمها بالفعل، وذلك كما هو موضح أدناه.

فقد أوضحت دراسة (Hung & Chen, 2010) أن هناك أداءً كبيراً وإيجابياً على المدى الطويل للمؤسسات المقومة بأقل من قيمتها بعد الإعلان عن إعادة شراء الأسهم. واتفقت دراستا (Chang et al., 2013 and Punwasi & Brijlal, 2016) على وجود رد فعل إيجابي في سوق الأسهم كنتيجة للإعلانات عن إعادة الشراء والتي انعكست في شكل عوائد غير طبيعية إيجابية بنسبة 3-4٪ عند مجرد الإعلان عن إعادة شراء الأسهم. وبالمثل، وجدت دراسة (Miller & Prondzinski, 2017) أن الأداء التشغيلي بعد عمليات إعادة الشراء يتحسن فقط في الشركات ذات النمو المنخفض.

وقد ركز معظم الدراسات السابقة على مكاسب حملة الأسهم أو الأداء التشغيلي للشركة المرتبطة بإعادة شراء الأسهم، حيث قامت دراستا (Maxwell & Stephens, 2003 and Albaity & Said 2016) بالتركيز على اختبار عوائد حملة الأسهم الناتجة عن إعلانات إعادة شراء الأسهم. إذ اتفقت النتائج على وجود عائدات كبيرة بعد الإعلان عن إعادة الشراء. كما أظهرت النتائج العديد من الآثار المالية المترتبة على عمليات إعادة شراء الأسهم والمتمثلة في زيادة كل من ربحية السهم، وتوزيعات الارباح، والقيمة الدفترية للسهم، والسعر السوقي للسهم. وعلى الجانب الآخر، ينخفض كل من عدد الأسهم القائمة، وقيمة حقوق المساهمين الإجمالية، ومضاعف ربحية السهم.

ومن ناحية أخرى، أشارت دراسة (Jagannathan and Stephens, 2003) إلى أن تفاعلات سوق الأوراق المالية تختلف مع تكرار عمليات إعادة شراء الأسهم، حيث يتم استقبال عمليات إعادة الشراء غير المتكررة بردود فعل إيجابية أقوى بكثير من عمليات إعادة الشراء المتكررة. كما أفاد (Lie, 2005) بأن هناك تحسناً في الأداء التشغيلي للشركات التي تقوم بالإعلان عن عمليات إعادة شراء الأسهم. وبالمثل ركزت دراسة (Andriosopoulos and Lasfer, 2015) على اختبار ردود فعل المستثمرين على إعلانات إعادة الشراء في الشركات الأوروبية. وقد وجدت الدراسة تأثيراً إيجابياً كبيراً على قيمة الشركة. كما كان التأثير أقل بالنسبة للشركات الأوروبية مقارنة بالشركات الأمريكية. ولقد كانت ردود الفعل على إعلان إعادة الشراء الأولية أكبر من ردود

الفعل على عمليات إعادة الشراء التالية. ويبدو أن المعلومات التي يحملها إعلان إعادة الشراء يتم نقلها ضمن الإعلان الأول وبالتالي يكون لها التأثير الأكبر على قيمة الشركة، حيث تتسبب الإعلانات التالية في حدوث تفاعل أقل بين المستثمرين، ولذلك كان التأثير على قيمة الشركة أقل بكثير.

كما استهدفت دراسة (Pieloch-Babiarz, 2017(a)) اختبار العلاقة بين الأشكال المختلفة للتحويلات النقدية للمساهمين وجاذبية استثمارات الشركات العامة في ظل سياق بعض المحددات المختلفة لسياسة توزيع الأرباح. وقد تم إجراء العمليات الحسابية باستخدام منهجية المقياس التصنيفي لجاذبية الاستثمار، وكذلك علاوة توزيع الأرباح وعلاوة إعادة شراء الأسهم، حيث أظهرت النتائج أن الشركات التي تطبق سياسة الدفع بأشكال مختلفة من التحويل النقدي تختلف من حيث العديد من الخصائص مثل: الوضع المالي، والقيمة السوقية، وهيكمل الملكية، وحجم الشركة وعمرها. علاوة على ذلك، كان هناك علاقة ايجابية بين قيمة إعادة شراء الأسهم وقيمة الشركة اعتماداً على انتظام توزيع الأرباح.

وعلى الجانب الآخر، قامت دراسة (Turco, 2018) باختبار دور عمليات إعادة شراء الأسهم في تراجع الاستثمار بالنسبة للشركات الأمريكية غير المالية في الفترة من عام ١٩٩٢ وحتى عام ٢٠١٧. ولقد استهدفت الدراسة تحليل آثار عمليات إعادة شراء الأسهم على استثمار رأس المال، حيث وجدت الدراسة أن عمليات إعادة شراء الأسهم كان لها تأثير سلبي على الاستثمار الرأسمالي وكان هذا التأثير أقوى بين الشركات الكبيرة العاملة في أسواق غير تنافسية.

كما قامت دراسة (Wang, et al., 2020) باختبار تقنين عمليات إعادة الشراء الأسهم من عام ١٩٨٥ إلى عام ٢٠١٠ في جميع أنحاء العالم لمعرفة تأثيرها على سلوكيات الشركات. وأشارت النتائج أن عمليات إعادة شراء الأسهم لا تستخدم كبديل لتوزيعات الأرباح. ويتم تمويل عمليات إعادة شراء الأسهم من مصادر التمويل الذاتية أكثر من إصدار الديون الخارجية، مما يؤدي إلى انخفاض النفقات الرأسمالية ونفقات البحث والتطوير. كما اوضحت النتائج انه على الرغم من زيادة أسعار الأسهم نتيجة لعمليات إعادة الشراء الا ان هذه العمليات قد ادت إلى انخفاض قيمة الشركة Tobin's Q والربحية والنمو والابتكار على المدى الطويل، مصحوبة بانخفاض الملكية الداخلية للشركة. وتعد المزايا الضريبية ودفع الأرباح المؤقتة سببين رئيسيين لإعادة شراء الشركات.

وبناء على ما سبق، يلاحظ الباحث أن مجموعة الدراسات التي ركزت على اختبار العلاقة بين أسعار وعوائد الأسهم أو الأداء التشغيلي للشركة المرتبطة بممارسات إعادة شراء الأسهم قد اتفقت على وجود علاقة ايجابية وتحسن متفاوت في تلك المتغيرات في جميع الشركات التي أعلنت وقامت بإعادة شراء أسهمها بالفعل. الا أنه على الجانب الاخر قد تباين هذا التأثير وفقا لمدى تكرار ممارسات إعلان إعادة الشراء، حيث كان تأثير عمليات إعادة شراء الأسهم الأولية أكبر من ردود الفعل على عمليات إعادة الشراء التالية. ومن ناحية اخرى، لم تصل المجموعة الثانية من الدراسات التي اهتمت باختبار العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وقيمة الشركة إلى نتائج حاسمة. ففي حين اشار البعض إلى وجود علاقة ايجابية بين قيمة إعادة شراء الأسهم وقيمة الشركة، فقد وجد البعض الاخر أن عمليات إعادة شراء الأسهم كان لها تأثير سلبي على الاستثمار الرأسمالي وقيمة الشركة. وفيما يتعلق ببيئة الأعمال المصرية، فلا توجد اى دراسة - على حد علم الباحث - قد تناولت اختبار تأثير عمليات إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركة. ولذلك كان من الضروري اختبار تلك العلاقة في بيئة الأعمال المصرية وذلك من خلال اشتقاق الفرض الاول للبحث في صورته البديله على النحو التالي:

H₁: تؤثر عمليات إعادة شراء الأسهم ايجابا على قيمة الشركة في بيئة الأعمال المصرية.

٦-٣-٢ تحليل الدراسات السابقة بشأن تأثير دوافع عمليات إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركة واشتقاق الفرض الثاني وفروعه

هناك العديد من الأسباب التي تدفع الشركات إلى القيام بإعادة شراء أسهمها منها ما هو يتعلق بزيادة حقوق المساهمين، ومنها ما يتعلق بأداء أسهم الشركة في الأسواق المالية عن طريق دعم سعر السهم، والتأثير على بعض المؤشرات المالية للشركة. ونظراً لأن قرار الشركة لإعادة شراء الأسهم الخاصة بها ينتج عن أسباب متنوعة والتي تنشأ عن احتياجات مختلفة للشركة، لذلك يعتقد الباحث أن الأسباب المختلفة التي قد تدفع الشركة إلى إعادة شراء أسهمها قد يكون لها تأثير مختلف على قيمة الشركة. وبالتالي، يكون من الضروري أن يتم اختبار كل دافع من دوافع إعادة شراء الأسهم، كل على حدة، لتحديد اى من هذه الدوافع له تأثير ذو دلالة احصائية على قيمة الشركة في بيئة الأعمال المصرية. وبالتالي يمكن اشتقاق فرض البحث الرئيسي الثاني في صورته البديله على النحو التالي:

H₂: تؤثر دوافع قيام الشركات بعمليات إعادة شراء الأسهم على العلاقة بين إعادة شراء الأسهم وقيمة الشركة في بيئة الأعمال المصرية.

ولاختبار أثر كل دافع من دوافع إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركة، تم تحديد أهم الدوافع الخاصة بقيام الشركات بإعادة شراء أسهمها والتي تتمثل في أربعة دوافع، وهي: ١- انخفاض القيمة السوقية للسهم، ٢- زيادة ربحية السهم، ٣- زيادة الرفع المالي. (e.g.: Jagannathan & Stephens, 2003; Dixon et al., 2008 and Liu, 2019) وسيتم تناول هذه الدوافع ببعض التفصيل أدناه.

٦-٣-٢-١ انخفاض القيمة السوقية للسهم

تساعد عمليات إعادة شراء الأسهم في دعم سعر سهم الشركة وذلك من خلال تخفيض عدد الأسهم المتاحة للتداول بين جميع المستثمرين في السوق، بما يؤدي إلى زيادة ربحية السهم، ويرفع الطلب عليه، ومن ثم يؤدي ذلك إلى زيادة في سعر السهم وتصحيح الإنخفاض في قيمته.

ولقد اتفق العديد من الدراسات (e.g.: Yakimenko, 2009; Sun et al., 2014; Strobl, 2014; Daugvila, 2017 and Baker et al., 2020) على أن انخفاض القيمة السوقية للسهم أو عدم تقدير قيمة أسهم الشركة بشكل ملائم يعتبر أحد أهم الدوافع السائدة والتي تجعل الشركة تعلن عن إعادة شراء الأسهم، إلى جانب الادعاءات بأنها "استثمار جيد". وقد يكون سبب ذلك هو عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين، حيث يمكن للمديرين الحصول على معلومات داخلية لا تتوافر للمستثمرين.

وفي بيئة الأعمال المصرية، أدى تراجع أسعار الأسهم إلى جعل إعادة الشراء أمراً مغرباً في حد ذاته، حيث قام بعض الشركات باستخدام عمليات إعادة الشراء للاستثمار في نفسها عندما وجدت أن الأسهم مقومة بأقل من قيمتها. فعلى سبيل المثال، أعادت شركة مدينة نصر للإسكان والتعمير شراء ٧ ملايين سهم، تمثل ٠.٥% من إجمالي رأس مال الشركة منذ انهيار السوق في مارس ٢٠٢٠ جراء جائحة "كوفيد-١٩". وقال مدير علاقات المستثمرين بشركة مدينة نصر للإسكان "نعتقد أنها كانت فرصة جيدة للشراء، حيث كان السعر منخفضاً للغاية، وكان لدينا أموال إضافية" (انتربرايز، يوليو ٢٠٢٠).

ولذلك يرى الباحث انه عندما تجد الشركات ذات الانشطة المتميزة، والمراكز المالية القوية أن أسهمها يتم بيعها بأقل بكثير من القيمة الحقيقية في السوق، فانه لا يمكن لأي عمل بديل أن يفيد حملة الأسهم بالتأكيد مثل وضع عمليات إعادة الشراء. وبناءً على ما سبق، يظهر التساؤل التالي، هل يؤثر الإنخفاض في قيمة الأسهم على قوة واتجاه العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وقيمة

الشركة؟ وللاجابة على هذا السؤال، تم اشتقاق الفرض الفرعى الاول من الفرض الرئيسى الثانى فى صورته البديله على النحو التالى:

H₂₁: يؤثر انخفاض القيمة السوقية للسهم بصورة ايجابية على العلاقة بين إعادة شراء الأسهم وقيمة الشركة فى بيئة الأعمال المصرية.

٦-٣-٢-٢ زيادة ربحية السهم

يعتبر مؤشر ربحية السهم من أهم العناصر المحاسبية التى تحدد قيمة الشركة. وتتضمن عملية إعادة شراء الأسهم انخفاضاً فى عدد الأسهم القائمة؛ لذلك، فإن ربحية السهم سترتفع، رغم أن مستوى الأرباح لم يتغير (Baldwin, 2012).

وقد اكد العديد من الدراسات (e.g.; Chan, et al., 2010, Andriosopoulos & Hoque, 2013 and Almeida, et al., 2016) على أن عمليات إعادة شراء الأسهم تكون غالباً مدفوعة من قبل الإدارة رغبة فى زيادة ربحية السهم. كما أن الشركات التى ترغب فى زيادة سعر السهم تجعل إعادة الشراء تتم بعلاوة سريعة. وبهذه الطريقة ترسل اشارة إلى المستثمرين بأن هناك سوء فى تسعير الأسهم. ونتيجة لذلك، يتفاعل السوق بشكل إيجابي مع الإعلان عن إعادة شراء الأسهم مما ينتج عنه زيادة فى قيمة الشركة (Bravet al., 2005). ووفقاً لدراسة (Durden, 2013)، ساهمت عمليات إعادة شراء الأسهم بصورة كبيرة فى نمو ربحية الأسهم لمؤشر ستاندر اند بورز ٥٠٠ بين الربع الثالث من عام ٢٠١١ والربع الأول من عام ٢٠١٣، حيث تم تحقيق ٦٠٪ من المكاسب من خلال إعادة شراء الأسهم، فى حين أن ٤٠٪ قد رجعت إلى النمو التشغيلى للشركات.

كما أظهرت مجموعة من الدراسات (e.g.: Bens, et al., 2003; Sun et al., 2014 and Punwasi & Brijlal, 2016) انه عندما تعلن الإدارة عن إعادة شراء الأسهم بغرض إدارة أرباح السهم، فإن رغبة الإدارة فى تخفيض توزيعات الأرباح وغرض إعادة الشراء فى لزيادة ارباح الأسهم غالباً ما يتعارضان. ومع ذلك، تستمر إدارة الشركة فى جهودها لزيادة أرباح السهم إلى الحد الأقصى، وفى بعض الأحيان على حساب تعظيم قيمة الشركة. ويرجع السبب فى ذلك إلى ارتباط العديد من خطط المكافآت للإدارة العليا بأهداف تحقيق الأرباح. ولذلك فإن مديري الشركات يسخرون عمليات إعادة الشراء بغرض تطوير ربحية السهم، وعادةً ما يسلطون الضوء على اتجاه صعودي يظهر معدل نمو لربحية السهم. وفى ذات السياق استهدفت دراسة (Turco, 2018)

تحليل التفاعل بين راتب الرئيس التنفيذي القائم على الأسهم واحتمالية إعادة شراء الأسهم على مدار ٢٥ عام. وقد أوضحت النتائج أن تعظيم قيمة المساهمين، مدفوعًا بمكافآت المديرين على أساس الأسهم، قد دفع الشركات الأمريكية إلى تحويل الموارد من الاستثمار الحقيقي إلى الاتجاه إلى إعادة شراء الأسهم بهدف زيادة أسعار الأسهم. كما أشارت النتائج إلى أن تحديد مكافآت المديرين على أساس ربحية الأسهم يخلق دوافع لدى المديرين للتركيز على زيادة قيمة المساهمين من خلال إعادة شراء الأسهم على حساب انخفاض الاستثمار الحقيقي والنمو على المدى الطويل.

واستناداً لما سبق، يكون من المهم اختبار العلاقة بين إدارة ربحية الأسهم وعمليات إعادة شراء الأسهم في بيئة الأعمال المصرية ومدى انعكاس ذلك على قيمة الشركة في بيئة الأعمال المصرية، ولذلك يمكن اشتقاق الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الثاني في صورته البديله على النحو التالي:

H₂₂: تؤثر إدارة ربحية السهم بصورة ايجابية على العلاقة بين إعادة شراء الأسهم وقيمة الشركة في بيئة الأعمال المصرية.

٦-٣-٢-٣ زيادة الرفع المالي

يمكن أن تلعب إعادة شراء الأسهم دوراً رئيسياً في تغيير هيكل رأس المال. وعلى وجه التحديد، تزيد عمليات إعادة شراء الأسهم من نسبة الديون إلى حقوق الملكية بالنسبة للشركات ذات نسبة الرفع المالي المنخفضة. ويؤدي المستوى المناسب للرافعة المالية إلى هيكل رأسمال مثالي - توازن جيد بين التجنب الضريبي النافع ومخاطر التعثر المالي. ويخفض هذا من تكلفة رأس المال، مما يعزز من قيمة المساهمين (Lee & Isa, 2015).

ورغم وجود أدلة على أن دمج الديون في هيكل رأس المال يمكن أن يزيد من قيمة الشركة، فإن الاقتراح بأن الرافعة المالية هي مصدر لخلق القيمة من خلال عمليات إعادة الشراء تعتبر أقل وضوحاً (Almeida et al., 2016). وعلاوة على ذلك، جعلت التغييرات في قانون الضرائب الديون أقل جاذبية نسبياً من الأسهم. وتقوم الشركات بإعادة شراء الأسهم كوسيلة لتعديل نسبة الديون إلى المستوى المستهدف بافتراض أن نسبة الديون المثلى محددة. وقد تؤدي زيادة الرافعة المالية أيضاً إلى نسبة أعلى من الملكية الداخلية (Hung & Chen, 2010).

وفى ظل إعادة شراء الأسهم يمكن للشركات أن تغير العديد من النسب، بما في ذلك نسبة الرافعة المالية، والتي توفر هذه النسبة للمستثمرين نظرة ثاقبة حول مقدار تمويل الشركة بالديون،

ومقدار التمويل بالأسهم. ويضمن وجود الديون مزايا ضريبية للشركة لأنها تخفض من دخلها الخاضع للضريبة. ومع ذلك، يؤدي الكثير من الديون أيضا إلى ظهور التعثر المالي. ويمكن لنسبة الرافعة المالية للشركة أن تلعب دورًا في تحديد الشركة التي يجب أن تستثمرها (Kim et al., 2016). ومع ثبات العوامل الأخرى، تميل الشركات ذات نسبة الرفع الأدنى إلى أن تكون خيارًا أكثر أمانًا لأنها أكثر قدرة على سداد ديونها (Kim and Choi, 2017).

ولقد استهدف دراسة (Lailiyah, et al., 2020) تحليل تأثير الأسهم المقيمة بأقل من قيمتها العادلة والرافعة المالية على حجم عمليات إعادة شراء الأسهم. وقد اعتمدت الدراسة على عينة من الشركات غير المالية المدرجة في بورصة إندونيسيا في الفترة من 2010 إلى 2017. وقد أظهرت النتائج أن التسعير المنخفض للأسهم كان له تأثير إيجابي على حجم عمليات إعادة الشراء. ومن ناحية الرافعة المالية فقد كان لها تأثير سلبي غير معنوي على عمليات إعادة شراء الأسهم. كما أوضحت الدراسة أن الهدف من عمليات إعادة شراء الأسهم لا يقتصر فقط على تصحيح أسعار الأسهم المقيمة بأقل من قيمتها العادلة ولكن أيضًا تعتبر عمليات إعادة شراء الأسهم مؤشراً للقيمة السوقية والوضع المالي للشركة.

مما سبق يمكن اشتقاق الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الثاني للبحث في صورته البديلة على النحو التالي:

H₂₃: تؤثر زيادة الرفع المالي بصورة ايجابية على العلاقة بين إعادة شراء الأسهم وقيمة الشركة في بيئة الأعمال المصرية.

٦-٤ منهجية الدراسة التطبيقية

يهدف الباحث من خلال الدراسة التطبيقية إلى تحليل العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وقيمة الشركة، بالإضافة إلى إختبار الدوافع المؤثرة على القرارات الخاصة بإعادة شراء الأسهم، وانعكاس ذلك على قيمة الشركة، وذلك لتحديد أي من هذه الدوافع له تأثير معنوي على هذه القرارات في بيئة الأعمال المصرية، ومردود ذلك على الاداء المالي، وقيمة الشركة بالنسبة للشركات. وتحقيقاً لهذا الهدف تم اختبار فروض البحث التي سيتم التوصل إليها في الدراسة النظرية في بيئة الممارسة العملية في جمهورية مصر العربية، وذلك بهدف الحصول على رؤية أكبر لعمليات إعادة شراء الأسهم في بيئة الأعمال المصرية في ظل تزايد الاتجاه الدولي تجاه عمليات إعادة شراء الأسهم خاصة بعد جائحة "كوفيد-19".

٦-٤-١ مجتمع وعينة الدراسة وأسلوب تجميع البيانات وفترة الدراسة

٦-٤-١-١ مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية. وقد تم اختيار العينة النهائية للدراسة وفقاً للشروط التالية قياساً على (Daugvila, 2017; Lailiyah, et al., 2020).

- أن تكون مفردات العينة من الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية على مدار فترة الدراسة.
- توافر المعلومات المحاسبية بشكل كامل في التقارير المالية السنوية لمفردات العينة طوال فترة الدراسة، والتي تشمل أسعار الأسهم، وربحية السهم، وعمليات إعادة شراء الأسهم، ومعلومات القيمة السوقية.
- حدوث عملية واحده على الاقل من عمليات إعادة شراء للاسهم خلال فترة الدراسة فى القوائم المالية للشركات، أو الايضاحات المتممة لها، أو تقارير مجلس الإدارة.
- أن تنتهى السنة المالية لمفردات العينة في ٣١ ديسمبر من كل عام خلال فترة الدراسة، وذلك لإستبعاد تأثير أى أحداث أخرى تقع خارج نطاق هذا التاريخ قد تؤثر على معلومات الشركات وأسعار بعض الأسهم.
- ألا تنتمى الشركة لقطاعى البنوك وشركات التأمين، نظراً لوجود قواعد تنظيمية خاصة بهما.

وقد بلغ عدد الشركات التى شملتها العينة بعد تطبيق المعايير السابقة ٥٧ شركة بواقع ٦٢٧ مشاهدة للفترة من ٢٠٠٨-٢٠١٨. وعلى الجانب الاخر، بلغ عدد مفردات العينة ١٦ بواقع ٣٢ مشاهد شركة قامت بإعادة شراء اسهمها بعد جائحة "كوفيد-١٩" فيما يتعلق بالربعين الثانى والثالث لعام ٢٠٢٠. ويوضح الجدول رقم (١) عدد شركات العينة مبوبة وفقاً لقطاعات السوق.

جدول ١: عدد شركات العينة ونسبتها المئوية إلى الشركات المقيدة وفقاً لقطاعات السوق

٢٠١٨-٢٠٠٨			السنة	قطاعات السوق
النسبة	العينة	الإجمالي		
٤٨%	١٣	٢٧		قطاع التشييد ومواد البناء
٢٣%	٦	٢٦		قطاع الأغذية والمشروبات
٥٠%	٧	١٤		قطاع الرعاية الصحية والأدوية
٢٥%	٤	١٦		قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات
٣١%	٩	٢٩		قطاع العقارات
١٠٠%	١	١		قطاع الاعلام
٤٠%	٤	١٠		قطاع المنتجات المنزلية والشخصية
٦٦.٧%	٢	٣		قطاع التكنولوجيا
٣٣.٤%	١	٣		قطاع الاتصالات
٦٦.٧%	١٠	١٥		قطاع السياحة والترفيه
٣٩.٦%	٥٧	١٤٤		إجمالي عدد الشركات

٦-٤-١-٢ أسلوب تجميع البيانات

لإختبار فروض الدراسة، اعتمد الباحث على القوائم المالية، وتقارير مجلس الإدارة للشركات المدرجة ببورصة الأوراق المالية المصرية وذلك بهدف الحصول على البيانات الخاصة بهذه الشركات عن قيمة عمليات إعادة شراء الأسهم، والقيمة الدفترية للسهم، وربحية الأسهم، وتوزيعات الأرباح، بالإضافة إلى أسعار وعدد الأسهم. وقد تم الحصول على هذه البيانات من المصادر التالية قياساً على (Bhattacharya and Jacobsen, 2016)

- المواقع الخاصة بنشر القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وحركات تداول الأسهم مثل كل من موقع شركة مصر لنشر المعلومات (EGID)، وموقع معلومات مباشر (MUBASHER Info)، وموقع شركة مصر لخدمات المعلومات (Misrnews)، وموقع البورصة المصرية.
- التقارير المالية السنوية المنشورة لبعض الشركات عبر مواقعها الالكترونية.
- كتب الإفصاح السنوية لأنشط ٥٠ شركة، بالإضافة إلى التقارير السنوية لبورصة الاوراق المالية المصرية للسنوات من ٢٠٠٨ وحتى ٢٠١٨.

٦-٤-١-٣ فترة الدراسة

تم تحديد فترة الدراسة لكي تشمل فترة احدى عشر سنة متصلة من ٢٠٠٨ وحتى ٢٠١٨ وذلك لإختبار فروض البحث، بالإضافة إلى الإعتماد على تقارير مجلس الإدارة، وعلى القوائم المالية الخاصة بالربع الثانى والثالث لعامى ٢٠١٩ و ٢٠٢٠ لإختبار فرض البحث الإضافى.

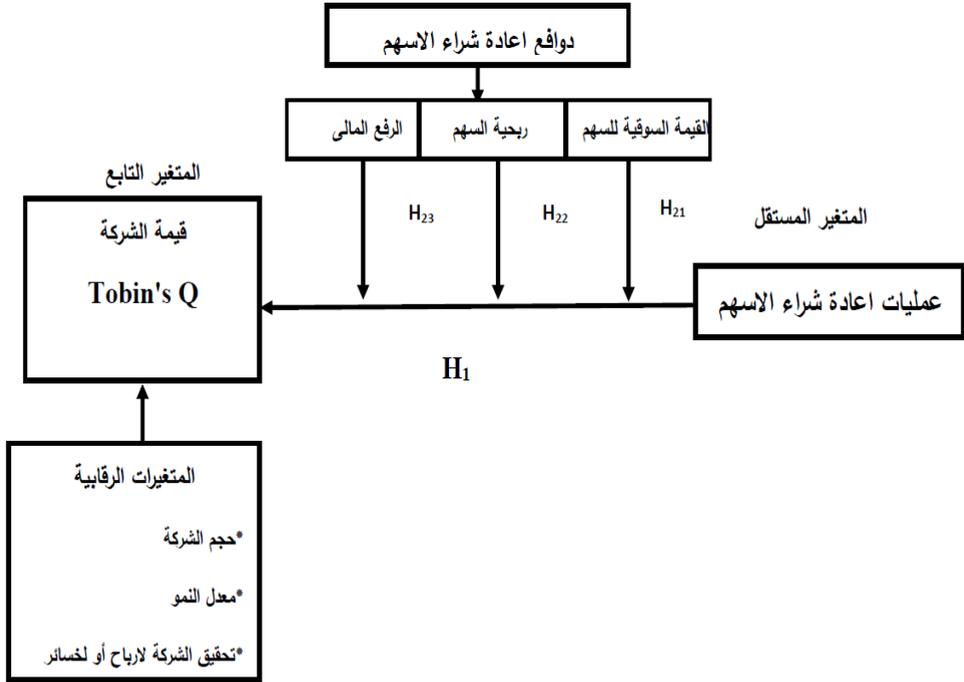
٦-٤-٢ نموذج الدراسة

يعتمد الباحث في إجراء الدراسة التطبيقية على التحليل الفعلى للقوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة لمجموعة من الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية (عينة الدراسة)، باستخدام مجموعة من نماذج الإنحدار البسيط والمتعدد، وبعض الأساليب الاحصائية الأخرى لإختبار فروض البحث. ويهدف نموذج الدراسة إلى تحليل الدوافع والاثار المترتبة عن عمليات إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركة. وعلى الجانب الآخر، سيقوم الباحث بتقييم أثر مجموعة من دوافع عمليات إعادة شراء الأسهم على قوة واتجاه العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وقيمة الشركة. وبذلك يتكون نموذج الدراسة الذي يهدف إلى تقييم منفعة عمليات إعادة شراء الأسهم من جزئين كما يلي:

الجزء الأول: تقييم اثر عمليات إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركة.

الجزء الثاني: تقييم الأثر التفاعلى لدوافع عمليات إعادة شراء الأسهم على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وقيمة الشركة.

ويوضح شكل رقم (٢) نموذج الدراسة .



شكل رقم (٢) نموذج الدراسة*

* المصدر: إعداد الباحث

٦-٤-٣ توصيف وقياس متغيرات الدراسة

تتمثل المتغيرات الرئيسية لهذا البحث في كل من حجم عمليات إعادة شراء الأسهم باعتبارها المتغيرات المستقلة، وقيمة الشركة في الشركات باعتبارها المتغير التابع، ودوافع عمليات إعادة شراء الأسهم باعتبارها المتغيرات التفاعلية. وسوف يعرض الباحث في هذا الجزء كيفية تحديد هذه المتغيرات، ونماذج القياس الخاصة بها، وذلك على النحو التالي:

٦-٤-٣-١ المتغير المستقل : ويتمثل في حجم عمليات إعادة شراء الأسهم

ويُقصد به إجمالي عدد الأسهم التي تم إعادة شرائها على مدار فترة الدراسة في القوائم المالية مفردات عينة الدراسة سواء بقائمة المركز المالي أو تقارير مجلس الإدارة. ومن الجدير بالذكر أن جميع عدد الأسهم التي تم إعادة شرائها على مستوى عينة الدراسة قد تم قسمتها على إجمالي عدد الأسهم في بداية كل عام وذلك لتجنب التحيز الذي قد ينشأ من اختلاف أحجام الشركات (Easton and Sommers, 2003).

وبالتطبيق على بيانات مفردات عينة الدراسة، وجد الباحث ان هناك العديد من الشركات التي كانت تقوم بعمليات إعادة شراء اسهمها اكثر من مرة خلال العام الواحد. وفي هذه الحالات قام الباحث بجمع عدد الأسهم التي تم إعادة شرائها خلال العام الواحد ليظهر إجمالي عدد الأسهم التي تم إعادة شرائها في رقم واحد لكل عام.

٦-٤-٣-٢ المتغير التابع : ويتمثل في قيمة الشركة:

هناك العديد من الدراسات التي قامت بقياس قيمة الشركة باستخدام طرق مختلفة، منها مقياس نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم (MTB)، والذي يعطى نظرة ثاقبة إلى أي مدى تستخدم الشركة مواردها بكفاءة وفعالية. ومنها من اعتمد على القيمة السوقية للاسهم، في حين ان الغالبية العظمى من الدراسات قد اعتمد على مقياس Tobin's Q وهو المقياس الذي اعتمد عليه الباحث لقياس قيمة الشركة قياساً على (Wang, et al., 2020 ; Brav et al., 2005):

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{القيمة السوقية لحقوق الملكية} + \text{القيمة الدفترية للالتزامات}}{\text{القيمة الدفترية لإجمالي الأصول}}$$

القيمة الدفترية لإجمالي الأصول

حيث:

القيمة السوقية لحقوق الملكية: عدد الأسهم المصدرة * سعر اقبال السهم فى نهاية السنة
وكلما كانت قيمة **Tobin's Q** اكبر من الواحد، كلما كان ذلك مؤشرا على ارتفاع قيمة الشركة.

٦-٤-٣ المتغيرات التفاعلية : وتشمل دوافع عمليات إعادة شراء الأسهم

وقد تم قياسها على النحو التالى:

(أ) انخفاض القيمة السوقية للسهم ((Market Value Reduction (MVR))

تم قياس هذا المتغير من خلال رصد انخفاض نسبة التغير فى الأسعار السوقية (الاکثر انخفاضاً) لاسهم شركات العينة التى قامت بعمليات إعادة شراء الأسهم خلال فترة الدراسة. ونظراً لانه قد لا تعكس أسعار الأسهم فى نهاية السنة المالية القيمة الحقيقية للشركة فى ظل ضعف كفاءة سوق الأوراق المالية، فقد قام الباحث باستخدام أسعار الأسهم فى نهاية شهر مارس من كل عام لضمان مراعاة انعكاس تأخر رد فعل سوق الاوراق المالية على أسعار الأسهم وذلك على غرار العديد من الدراسات السابقة (Cormier et al., 2009 ; Devalle & Magarini, 2012).

نسبة التغير فى أسعار الأسهم = (سعر السنة الحالية - سعر السنة السابقة) / سعر السنة السابقة.

(ب) إدارة ربحية السهم ((Earning Per Share (EPS) : ويقصد بها الزيادة فى قيم ربحية السهم لشركات العينة التى قامت بعمليات إعادة شراء الأسهم ولو مره واحد خلال فترة الدراسة . وتعكس ربحية الأسهم مقدار الأرباح المنسوبة إلى كل سهم من الأسهم العادية.

(ج) زيادة الرفع المالى ((Leverage (LEV) : والتى تم قياسها من خلال قسمة اجمالى الديون/ اجمالى الاصول.

٦-٤-٣ المتغيرات الرقابية

أوضحت مجموعة من الدراسات (e.g.: Dierkes et al., 2010; Dyskina, 2011; Krupka & Bachinskiy, 2014; Kalacheva, 2015 and Baranova & Bogatyreva, 2017) وجود بعض العوامل المرتبطة بالشركة التى قد تؤثر على قيمة الشركة. لذلك، تم تضمين مجموعة من المتغيرات الرقابية بنماذج الإنحدار . وتتمثل هذه المتغيرات فى:

أ- **حجم الشركة Size**: وقد تم قياسه بالوغاريتم الطبيعى لاجمالى الاصول الخاصة بكل شركة فى بداية السنة.

- ب- **معدل النمو Growth**: معدل نمو الشركة، والذي تم قياسه بنسبة التغير في المبيعات (مبيعات السنة الحالية-مبيعات السنة السابقة)/مبيعات السنة السابقة.
- ج- **تحقيق الشركة لأرباح أو لخسائر P/L**: يتم التعبير عنه في صورة متغير وهمي يأخذ القيمة صفر في حالة تحقيق الشركة أرباح، ويأخذ القيمة (1) بخلاف ذلك.

٦-٤-٤ النماذج المستخدمة في إختبار فروض البحث

تعتمد المنهجية المستخدمة في هذا البحث على تطبيق مجموعة من الاختبارات الاحصائية لإختبار فروض البحث من خلال حساب معاملات الإنحدار (β) والتي تشير إلى مقدار التغير في المتغير التابع عند تغير المتغير المستقل بوحدة واحدة، بالإضافة إلى حساب معاملات التحديد المعدله ($adjusted R^2$) باستخدام نماذج الإنحدار المتعدد ومقارنة تلك المعاملات مع بعضها البعض. وسوف يتم استخدام اختبارات القوة التفسيرية النسبية لتحديد اهم الدوافع الخاصة بإعادة شراء الأسهم. كما سيتم أيضا اختبار القوة التفسيرية الإضافية لتحديد أي من دوافع إعادة شراء الأسهم يكون له قوة تفسيرية تتجاوز تلك التي توفرها الدوافع الأخرى في تفسير قيمة الشركة. ويمكن قياس القوة التفسيرية الإضافية للأرقام المحاسبية من خلال تقييم الزيادة في قيمة معامل التحديد المعدل ($adjusted R^2$) الناتجة عن وجود هذه الأرقام. ويتم ذلك باتخاذها كمتغيرات تفسيرية إضافية في نماذج الإنحدار، وتحديد ما إذا كان معامل الإنحدار المقدر لها يختلف عن الصفر من عدمه (Yudkina & Yu, 2010).

٦-٤-٤-١ نموذج اختبار فرض البحث الاول

لاختبار فرض البحث الاول H_1 والذي يتناول مدى تأثير عمليات إعادة شراء الأسهم (S.repurch) كمتغير مستقل على قيمة الشركة كمتغير تابع، تم الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد رقم (1) (Brav et al., 2005 ; Wang, et al., 2020).

$$F.V._{it} = \beta_0 + \beta_1 S.repurch_{i,t} + \beta_2 loss*NI_{i,t} + \beta_3 size_{i,t} + \beta_4 growth_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad ..(1)$$

حيث:

$F.V._{it}$: قيمة الشركة i خلال الفترة t .

$S.repurch_{it}$: عدد الأسهم التي تم إعادة شرائها للشركة i مقسوما على إجمالي عدد الأسهم

خلال الفترة t

Loss*NI i,t : متغير تفاعل حيث **Loss** متغير وهمي (تخصص له القيمة (1) في حالة وجود خسائر، والقيمة (صفر) بخلاف ذلك) مضروباً في صافي دخل الشركة i خلال الفترة t .

Size i,t : حجم الشركة i خلال الفترة t .

Growth i,t : معدل النمو للشركة i خلال الفترة t .

٦-٤-٢ نموذج اختبار فرض البحث الثاني

لاختبار فرض البحث الثاني H_2 والذي يتناول اختلاف درجة تأثير عمليات إعادة شراء الأسهم كمتغير مستقل على قيمة الشركة كمتغير تابع باختلاف دوافع قيام الشركات بتلك العمليات كمتغير تفاعلي. تم الاعتماد على النماذج التالية لاختبار الفروض الفرعية للفرض الرئيسي الثاني:

(أ) نموذج اختبار الفرض الفرعي H_{21}

يختبر هذا الفرض H_{21} مدى تأثير الإنخفاض في القيمة السوقية للسهم على قوة واتجاه العلاقة بين إعادة شراء الأسهم وقيمة الشركة كمتغير تابع، وذلك من خلال الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد رقم (2) (Daugvila, 2017 ;Lailiyah, et al., 2020).

$$F.V. it = \beta_0 + \beta_1 S.repuch_{i,t} + \beta_2 MVR_{i,t} + \beta_3 (S.repuch_{i,t} * MVR_{i,t}) + \beta_4 loss*NI_{i,t} + \beta_5 size_{i,t} + \beta_6 growth_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots(2)$$

حيث:

MVR i,t : الإنخفاض في القيمة السوقية للشركة i خلال الفترة t .

S.repuch i,t * **MVR** i,t : الأثر التفاعلي لعمليات إعادة شراء الأسهم والإنخفاض في القيمة السوقية

باقي المتغيرات كما سبق .

(ب) نموذج اختبار الفرض الفرعي H_{22}

يختبر هذا الفرض H_{22} مدى تأثير إدارة ربحية السهم على قوة واتجاه العلاقة بين إعادة شراء الأسهم وقيمة الشركة كمتغير تابع ، وذلك من خلال الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد رقم (3) (Durden, 2013).

$$F.V. it = \beta_0 + \beta_1 S.repuch_{i,t} + \beta_2 EPS_{i,t} + \beta_3 (S.repuch_{i,t} * EPS_{i,t}) + \beta_4 loss*NI_{i,t} + \beta_5 size_{i,t} + \beta_6 growth_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots(3)$$

حيث:

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

$S.repuch_{i,t} * EPS_{i,t}$: الأثر التفاعلي لعمليات إعادة شراء الأسهم وإدارة ربحية السهم

باقي المتغيرات كما سبق.

(ج) نموذج اختبار الفرض الفرعي H_{23}

يختبر هذا الفرض H_{23} مدى تأثير زيادة الرفع المالي على قوة واتجاه العلاقة بين إعادة شراء

الأسهم وقيمة الشركة كمتغير تابع، وذلك من خلال الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد رقم (4)

(Lailiyah, et al., 2020).

$$F.V._{it} = \beta_0 + \beta_1 S.repuch_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 (S.repuch_{i,t} * LEV_{i,t}) +$$

$$\beta_4 loss * NI_{i,t} + \beta_5 size_{i,t} + \beta_6 growth_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots (4)$$

حيث :

$LEV_{i,t}$: حجم زيادة الرفع المالي للشركة i خلال الفترة t .

$S.repuch_{i,t} * LEV_{i,t}$: الأثر التفاعلي بين عمليات إعادة شراء الأسهم والرافعة المالية

باقي المتغيرات كما سبق.

ولإختبار أي من العوامل السابقة يكون له أكبر تأثير على قيمة الشركة، فقد تم الاعتماد على

النموذج التالي:

$$F.V._{it} = \beta_0 + (\beta_1 S.repuch_{i,t} * MTB_{it}) + \beta_2 (S.repuch_{i,t} * EPS_{it}) + \beta_3$$

$$(S.repuch_{i,t} * SO_{it}) + \beta_4 (S.repuch_{i,t} * LEV_{i,t}) + \beta_5 loss * NI_{i,t} + \beta_6 size_{i,t} +$$

$$\beta_7 growth_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots \dots \dots (Total)$$

٦-٤-٥ الإحصاءات الوصفية ومعاملات الارتباط لمتغيرات الدراسة

يستعرض الباحث فيما يلي نتائج الإحصاءات الوصفية الخاصة بمتغيرات الدراسة، بالإضافة

إلى توضيح معاملات الارتباط بين هذه المتغيرات، وذلك كما يلي:

٦-٤-٥-١ الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم (٢) أهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة بصورة مجمعة، حيث

يوضح الجدول المتوسط الحسابي والانحراف المعياري وأعلى قيمة وأدنى قيمة لمتغيرات الدراسة

(التابعة والمستقلة والتفاعلية) خلال فترة الدراسة من عام ٢٠٠٨ إلى عام ٢٠١٨.

جدول ٢: أهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة*

الحد الأعلى	الحد الأدنى	الانحراف المعياري	المتوسط	المتغير
4.21045	0.487023	2.33821	1.63229	قيمة الشركة
0.18451	000	0.028461	0.03896	نسبة عمليات إعادة شراء الأسهم
%90.65-	%3.30-	%62.5-	%53.57-	نسبة الإنخفاض فى أسعار الأسهم
72.23	5.33-	20.897	35.685	ربحية الأسهم
%59.01	%0.06	%23.4	%30.21	الرفع المالى

* اجمالى المشاهدات خلال فترة الدراسة ٦٢٧ مشاهدة

يشير الجدول السابق إلى أن متوسط قيمة الشركة بلغ **1.63229** وهو اكبر من 1 ، مما يشير إلى ان متوسط القيمة السوقية لحقوق الملكية لمفردات العينة كانت اكبر من قيمتها الدفترية. كما بلغ الانحراف المعياري لها **2.33821** مما يشير إلى وجود تشتت فى كبير بين شركات العينة فى القيمة السوقية وهو وضع طبيعي حيث تشمل العينة ٥٧ شركة (٦٢٧ مشاهدة) فى قطاعات مختلفة عن سنوات مختلفة من الازدهار والركود .

وفيما يتعلق بحجم عمليات إعادة شراء الأسهم، فقد بلغت نسبة متوسط عدد الأسهم المعاد شرائها **0.03896** بانحراف معياري بلغ **0.028461** والذي دل على وجود اتجاه تصاعدي لعمليات إعادة شراء الأسهم، حيث بلغت الحد الأدنى **000** ، فى حين بلغ الحد الأعلى نسبة **0.18451**. كما أوضحت الإحصاءات الوصفية أن المتوسط الحسابي لنسبة أسعار الأسهم الأكثر انخفاضاً الخاصة بمفردات العينة خلال فترة الدراسة مجتمعة قد بلغ - **53.57%** جنية للسهم. بينما بلغ الحد الأدنى لمتوسط انخفاض أسعار الأسهم قيمة **-3.30%** ، فى حين بلغ الحد الأعلى لها- **90.65%** بانحراف معياري كبير قدره **-62.5%** وهو اكبر من المتوسط بما يدل على التشتت الكبير وهو امر طبيعي لعينة بها شركات مختلفة فى الحجم والنشاط .

٧-٤-٥-٢ معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة للدراسة

تقدم الدراسة فى هذا الجزء عرض معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة المستخدمة فى نماذج الإنحدار، وذلك للتحقق من عدم وجود علاقات مرتفعة ارتباطاً بين المتغيرات المستقلة فى نماذج الإنحدار الخاصة باختبار فروض البحث بما قد يؤدي إلى مشكلة الارتباط الذاتى الخطى.

وقد قام الباحث باستخدام معامل ارتباط بيرسون لتحديد درجة الارتباط بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض وإذا كانت درجة الارتباط بين المتغيرات المستقلة أقل من 0.5 فإن هذا يعنى وجود ارتباط ضعيف بين المتغيرات المستقلة، وبالتالي لا توجد مشكلة الارتباط الخطى الذاتي. وقد تم استخدام معامل ارتباط بيرسون لأن بيانات الدراسة تتبع توزيعاً طبيعياً.

ويتضح من الجدول رقم (٣) أن درجة الارتباط بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض كانت أقل من 0.5 بمعنى أن درجة الارتباط بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض ضعيفة. ولكن وجد أن هناك علاقة ارتباط قوية وإيجابية بين قيمة الشركة وحجم عمليات إعادة شراء الأسهم والرافعة المالية حيث بلغ معامل الارتباط بينهما 0.634 و 0.237 على التوالي. كما كان هناك علاقة ارتباط قوية وإيجابية بين ربحية السهم وحجم عمليات إعادة شراء الأسهم حيث بلغ معامل الارتباط بينهما 0.694.

جدول ٣: مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة*

EPS	MVR	S.repuch	F.V.	المتغيرات
			1	F.V.
		1	**0.634	S.repuch
	1	0.062	0.017-	MVR
1	0.056	**0.694	0.115	EPS
0.055	0.456	0.055	**0.237	LEV

* - عدد المشاهدات للسنوات الاحدى عشر مجتمعة ٦٢٧ مشاهدة .

- يتبع توزيع البيانات توزيعاً طبيعياً .

- تم استخدام معامل ارتباط بيرسون .

- ** تشير إلى أن معامل الارتباط معنوى عند مستوى 1% أو أقل .

٦-٤-٦ نتائج اختبار فروض الدراسة

يقوم الباحث فى هذا الجزء باختبار فروض البحث وتفسير النتائج الخاصة بها.

٦-٤-٦-١ نتائج اختبار الفرض الاول

يوضح الجدول رقم (٤) نتائج نموذج الإنحدار الخاص باختبار الارتباط الاضافى لعمليات إعادة شراء الأسهم بالنسبة لقيمة الشركة، حيث تم تحديد كل من معاملات التحديد المعدل ومعاملات الإنحدار ومستويات المعنوية الخاصة بنموذج اختبار الفرض الاول، وذلك بهدف تحديد مدى تفسير عمليات إعادة شراء الأسهم لقيمة الشركة.

جدول ٤: القوة التفسيرية الإضافية لعمليات إعادة شراء الأسهم لقيمة الشركة

مستوى المعنوية P.Value	قيمة اختبار T	معامل الإنحدار β_1	المتغير التابع المتغير المستقل
0.001	3.140	0.173	Constant
0.000	2.742	0.362	S.repuch
0.005	2.837	0.007	Loss*NI
0.004	4.513	0.094	Size
0.000	12.720	0.874	Growth
0.000			مستوى المعنوية P.Value
0.357			معامل التحديد المعدل Adjusted R-Square
37.21			معنوية النموذج F-test
معادلة الانحدار المستخدمة:			
$F.V._{it} = \beta_0 + \beta_1 S.repuch_{i,t} + \beta_2 loss*NI_{i,t} + \beta_3 size_{i,t} + \beta_4 growth_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$(1)			

يوضح التحليل الاحصائي للنموذج رقم (١) ان معامل التحديد المعدل للنموذج بلغ 0.357 عند مستوى معنوية 0.000 وهو ما يشير إلى ان 35.7% من التغيرات التي تحدث في قيمة الشركة يمكن تفسيرها من خلال المتغير التابع (عمليات إعادة شراء الأسهم) والمتغيرات الرقابية (الأرباح والخسائر وحجم ونمو الشركة) . وتوضح نتائج التحليل الاحصائي بالجدول رقم (٤) وجود علاقة معنوية وايجابية بين قيمة الشركة وحجم عمليات إعادة شراء الأسهم ، حيث بلغت قيمة اختبار T 2.742 عند مستوى معنوية 0.000، وهو ما يتفق مع النتائج العامة لما توصلت اليه دراسات (e.g., Maxwell&Stephens, 2003; Albaity & Said 2016; Miller& Prondzinski, 2017-a) and Pieloch-Babiarz, 2017) الا انها تختلف مع ما توصلت اليه دراسات (e.g., Yook, 2010, Prisacariu& Patrascu 2013; Rama, 2017; Turco, 2018 and Wang, et al., 2020)

واستنادا إلى ذلك تم تأييد الفرض الاول للبحث بما يشير إلى وجود تأثير ايجابي ومعنوي لعمليات إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركة. وبالتالي يرى الباحث ان ممارسات اعادة شراء الاسهم كان لها رد فعل إيجابي على قيمة الشركة في سوق الأسهم المصرية والتي انعكست في شكل عوائد غير طبيعية إيجابية وزيادة كل من ربحية السهم، وتوزيعات الأرباح، والقيمة الدفترية

للسهم، والسعر السوقي للسهم وخاصة للشركات المقومة بأقل من قيمتها بعد الإعلان عن إعادة شراء الأسهم.

٦-٤-٦ نتائج اختبار الفرض الثانى

تستهدف الفروض الفرعية من الاول إلى الرابع للفرض الرئيسى الثانى اختبار المقدرة التفسيرية الإضافية للأثر التفاعلى بين عمليات إعادة شراء الأسهم وكل دافع من دوافع هذه العمليات كل على حدة بالنسبة لتفسير التغير فى قيمة الشركة. ولإختبار هذه الفروض، استخدم الباحث نماذج الانحدار أرقام (٢) و(٣) و(٤) لتفسير التغير فى قيمة الشركة. ولقد استخدم الباحث نموذج انحدار متعدد لكل دافع من دوافع عمليات إعادة شراء الأسهم، بحيث يكون فيه قيمة الشركة متغيراً تابعاً، ويكون الأثر التفاعلى لعمليات إعادة الشراء وكل من الإنخفاض فى قيمة الأسهم $(S.repuch_{i,t} * MVR)$ ، و($EPS_{i,t} * S.repuch_{i,t}$) والرفع المالى $(LEV_{i,t} * S.repuch_{i,t})$ ، متغيراً مستقلاً، حتى يتم تحديد الدافع الأهم والأكثر قدرة على تفسير المتغير التابع.

ويوضح الجدول رقم (٥) نتائج نماذج الإنحدار الخاصة باختبار القوة التفسيرية الإضافية لدوافع عمليات إعادة شراء الأسهم بصورة فردية بالنسبة لقيمة الشركة، حيث تم تحديد كل من معاملات التحديد ومعاملات الإنحدار ومستويات المعنوية الخاصة بكل نموذج، وذلك بهدف تحديد دوافع إعادة شراء الأسهم الأكثر ارتباطاً وتفسيراً لقيمة الشركة لتحديد الدوافع الأكثر أهمية بالنسبة للمستثمرين. وفى المقابل، تم تحديد دوافع إعادة شراء الأسهم الأضعف ارتباطاً بقيمة الشركة، والتي تعتبر مصدراً أقل أهمية بالنسبة للمستثمرين.

وتشير نتائج التحليل الاحصائى بالجدول رقم (٥) فيما يتعلق بالأثر التفاعلى لعمليات إعادة شراء الأسهم والدوافع الخاصة بها على قيمة الشركة إلى ما يلى:

جدول ٥: الأثر التفاعلي لدوافع عمليات إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركة

الرفع المالي			ربحية الاسهم			الانخفاض فى قيمة الاسهم			الدوافع
$F.V._{it} = \beta_0 + \beta_1 S.repuch_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 (S.repuch_{i,t} * LEV_{i,t}) + \beta_4 loss * NI_{i,t} + \beta_5 size_{i,t} + \beta_6 growth_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots(4)$			$F.V._{it} = \beta_0 + \beta_1 S.repuch_{i,t} + \beta_2 EPS_{i,t} + \beta_3 (S.repuch_{i,t} * EPS_{i,t}) + \beta_4 loss * NI_{i,t} + \beta_5 size_{i,t} + \beta_6 growth_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots\dots(3)$			$F.V._{it} = \beta_0 + \beta_1 S.repuch_{i,t} + \beta_2 MVR_{i,t} + \beta_3 (S.repuch_{i,t} * MVR_{i,t}) + \beta_4 loss * NI_{i,t} + \beta_5 size_{i,t} + \beta_6 growth_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots(2)$			معادلة الاتحادار
مستوى المعنوية P.Value	قيمة اختبار T	معامل الاتحادار β	مستوى المعنوية P.Value	قيمة اختبار t	معامل الاتحادار β	مستوى المعنوية P.Value	قيمة اختبار T	معامل الاتحادار β	المتغيرات
0.002	0.185	0.176	0.004	2.866	0.156	0.013	2.489	0.135	Constant
0.027	2.214	0.101	0.025	2.249	0.103	0.000	3.818	0.161	S.repuch
0.000	3.639	0.048	0.000	3.614	0.047	0.000	3.662	0.049	Loss*NI
0.006	2.791	0.047	0.014	2.464	0.056	0.033	2.138	0.045	Size
0.001	0.397	0.035	0.013	0.3585	0.047	0.001	0.944	0.052	Growth
						0.000	3.782	23.527	MVR
						0.000	3.242	21.527	S.repuch * MVR
			0.012	2.715	0.574				EPS
			0.023	2.012	0.351				S.repuch * EPS
0.001	2.701	0.078							LEV
0.658	0.163	0.043							S.repuch * LEV
0.000			0.000			0.000			مستوى المعنوية P.Value
0.179			0.493			0.527			معامل التحديد المعدل Adjusted R-Square
10.816			43.789			54.631			F-test معنوية النموذج

يوضح التحليل الاحصائى للنموذج رقم (٢) ان معامل التحديد المعدل للنموذج بلغ 0.527 عند مستوى معنوية 0.000 وهو ما يشير إلى ان 52.7% من التغيرات التى تحدث فى قيمة الشركة يمكن تفسيرها من خلال المتغير التابع (الأثر التفاعلى لعمليات إعادة شراء الأسهم والإنخفاض فى قيمة الأسهم) والمتغيرات الرقابية (الارياح والخسائر وحجم ونمو الشركة). وتوضح نتائج التحليل الاحصائى بالجدول رقم (٥) وجود علاقة معنوية وايجابية بين قيمة الشركة والأثر التفاعلى لعمليات إعادة شراء الأسهم والإنخفاض فى قيمة الأسهم ($S.repuch_{i,t} * MVR_{i,t}$)

، حيث بلغت قيمة اختبار $T = 3.242$ عند مستوى معنوية 0.000 ، وهو ما يتفق مع ما توصلت إليه دراسة كل من (e.g.: Daugvila, 2017; Baker et al., 2020 ; Lailiyah, et al., 2020).

وبوضوح التحليل الإحصائي للنموذج رقم (٣) ان معامل التحديد المعدل للنموذج بلغ 0.493 عند مستوى معنوية 0.000 وهو ما يشير إلى ان 49.3% من التغيرات التي تحدث في قيمة الشركة يمكن تفسيرها من خلال المتغير التابع (الأثر التفاعلي لعمليات إعادة شراء الأسهم وزيادة ربحية السهم) والمتغيرات الرقابية (الأرباح والخسائر وحجم ونمو الشركة) . وتوضح نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٥) وجود علاقة معنوية وإيجابية بين قيمة الشركة والأثر التفاعلي لعمليات إعادة شراء الأسهم **والزيادة في ربحية السهم $(EPS_{i,t} * S.repuch_{i,t})$** ، حيث بلغت قيمة اختبار $T = 2.012$ عند مستوى معنوية 0.023 ، وهو أقل من الحد الأدنى لمستوى المعنوية المقبول 0.05 . وهو ما يتفق مع ما توصلت إليه دراسة كل من (Chan, et al., 2010, Andriosopoulos & Hoque, 2013).

وبوضوح التحليل الإحصائي للنموذج رقم (٤) ان معامل التحديد المعدل للنموذج بلغ 0.179 عند مستوى معنوية 0.000 وهو ما يشير إلى أن 17.9% من التغيرات التي تحدث في قيمة الشركة يمكن تفسيرها من خلال المتغير التابع (الأثر التفاعلي لعمليات إعادة شراء الأسهم والرفع المالي) والمتغيرات الرقابية (الأرباح والخسائر وحجم ونمو الشركة) . وتوضح نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٥) عدم وجود علاقة معنوية بين قيمة الشركة والأثر التفاعلي لعمليات إعادة شراء الأسهم **والرفع المالي $(LEV_{i,t} * S.repuch_{i,t})$** ، حيث بلغت قيمة اختبار $T = 0.163$ عند مستوى معنوية 0.658 ، وهو أكبر من الحد الأدنى لمستوى المعنوية المقبول 0.05 . وهو ما يتفق مع ما توصلت إليه دراسة كل من (Almeida et al., 2016 ; Lailiyah, et al., 2020).

واستناداً إلى ما سبق، تم قبول الفرضين الفرعيين الأول (H_{21}) والثاني (H_{22}) للفرض الرئيسي الثاني (H_2) . ويتمشى ذلك مع ما توصلت إليه بعض الدراسات (e.g.: Kim & Choi. 2017; Daugvila, 2017 ; Baker et al., 2020 and Lailiyah, et al., 2020). وعلى الجانب الآخر تم عدم قبول الفرض الفرعي الثالث (H_{23}) للفرض الرئيسي الثاني.

ويتمشى ذلك مع ما توصلت إليه بعض الدراسات (e.g.; Almeida et al., 2016; Turco, 2018 and Lailiyah, et al., 2020).

وفيما يتعلق باختبار جميع المتغيرات فى نموذج واحد لتحليل القوة التفسيرية الاضافية لدوافع عمليات إعادة شراء الأسهم بصورة مجمعة، يعرض الجدول رقم (٦) نتائج النموذج التجميعى على النحو التالى:

جدول ٦: القوة التفسيرية الإضافية لدوافع عمليات إعادة شراء الأسهم بصورة مجمعة

$F.V._{it} = \beta_0 + (\beta_1 S.repuch_{i,t} * MVR_{it}) + \beta_2 (S.repuch_{i,t} * EPS_{it}) + \beta_3 (S.repuch_{i,t} * LEV_{i,t}) + \beta_4 loss * NI_{i,t} + \beta_5 size_{i,t} + \beta_6 growth_{i,t} + \epsilon_{i,t}$(Total)			النموذج التجميعى
LEV	EPS	MVR	
0.342	0.256	20.060	معامل الإنحدار β
0.752	***0.000	*** 0.000	مستوى المعنوية P.Value
0.579			معامل التحديد المعدل Adjusted R-Square
26.810 *** (0.000)			F-test معنوية النموذج

تشير نتائج التحليل الاحصائى على مستوى النموذج التجميعى لدوافع عمليات إعادة شراء الأسهم إلى وجود علاقة معنوية بين الأثر التفاعلى لعمليات إعادة شراء الأسهم والدوافع الخاصة بها وبين تفسير التغير فى قيمة الشركة، حيث بلغت قيمة معامل التحديد المعدل الخاصة بالنموذج 0.579 ، وبلغت قيمة F للنموذج 26.810 عند مستوى معنوية (0.000)، وهو أقل من الحد الأدنى لمعدل المعنوية المقبول 0.05 . ويشير ذلك إلى قوة العلاقة وارتفاع المقدرة التفسيرية بين المتغيرات التفاعلية والمتغير التابع. واستنادا إلى ذلك تم تأييد الفرض الرئيسى الثانى.

وبالإضافة إلى ما سبق، أتفقت النتائج الاحصائية للنموذج المجمع على وجود علاقة معنوية وإيجابية بين المتغيرات التفاعلية الإنخفاض فى قيمة الأسهم وزيادة ربحية السهم من جهة وقيمة الشركة من جهة أخرى. إذ بلغت قيمة معامل الإنحدار لهذين المتغيرين 20.060 و 0.256 على التوالى بالنسبة للنموذج الاول، وكلاهما عند مستوى معنوية (0.000) ، وهى أقل من الحد الأدنى لمستوى المعنوية المقبول 0.05 . ويشير ذلك إلى أهمية كل من الأثر التفاعلى لدافعى انخفاض

قيمة الأسهم وزيادة ربحية السهم لعمليات إعادة شراء الأسهم بالنسبة للتأثير على قيمة الشركة وقرارات المستثمرين في بيئة الأعمال المصرية.

٦-٤-٧ التحليل الإضافي

يستهدف التحليل الإضافي تفسير التغير في حجم عمليات إعادة شراء الأسهم باختلاف هذه الدوافع. وقد اعتمد الباحث على استخدام نموذج انحدار بسيط لكل دافع من دوافع إعادة شراء الأسهم، بحيث يكون فيه حجم عمليات إعادة شراء الأسهم متغيراً تابعاً، ويكون إما الإنخفاض في قيمة الأسهم MVR ، أو زيادة ربحية السهم EPS، أو زيادة الرفع المالي LEV متغيراً مستقلاً، حتى يتم تحديد الدوافع الأهم والأكثر قدرة على تفسير المتغير التابع. وفيما يلي الفروض البديله والنماذج الاحصائية الخاصة بهذا التحليل قياسا على (Lailiyah, et al., 2020):

H_A: يؤثر انخفاض القيمة السوقية للسهم بصورة ايجابية على قيمة إعادة شراء الأسهم

$$S.repuch_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MVR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots (a)$$

H_B: تؤثر إدارة ربحية السهم بصورة ايجابية على قيمة إعادة شراء الأسهم

$$S.repuch_{i,t} = \alpha + \beta_1 EPS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots (b)$$

H_C: يؤثر زيادة الرفع المالي بصورة ايجابية على قيمة إعادة شراء الأسهم

$$S.repuch_{i,t} = \alpha + \beta_1 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots (c)$$

جدول ٧: القوة التفسيرية الإضافية لدوافع عمليات إعادة شراء الأسهم

عمليات إعادة شراء الأسهم			المتغير التابع	
			المتغير المستقل	
S.Repuch _{i,t} = β ₀ + β ₁ MVR _{i,t} + ε _{i,t} (a)			MVR	
معامل الإنحدار	معامل التحديد المعدل			
β ₁	adjusted R-Square			
مستوى المعنوية				
P.Value				
**0.015	0.20	0.201		
S.Repuch _{i,t} = β ₀ + β ₁ EPS _{i,t} + ε _{i,t} (b)			EPS	
معامل الإنحدار	معامل التحديد المعدل			
β ₁	adjusted R-Square			
مستوى المعنوية				
P.Value				
**0.000	0.427	0.153		
S.Repuch _{i,t} = β ₀ + β ₁ LEV _{i,t} + ε _{i,t} (c)			LEV	
معامل الإنحدار	معامل التحديد المعدل			
β ₁	adjusted R-Square			
مستوى المعنوية				
P.Value				
*0.024	0.127	0.213		
S.repuch _{i,t} = β ₀ + β ₁ MVR _{i,t} + β ₂ EPS _{i,t} + β ₃ LEV _{i,t} + ε _{i,t} (Total)			Sum	
LEV	EPS	MVR		
0.203	0.556	0.250		معامل الإنحدار β
0.851	***0.000	**0.004		مستوى المعنوية P.Value
0.479				معامل التحديد المعدل adjusted R-Square
24.723 *** (0.000)				F-test معنوية النموذج

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي لمتغيرات الإنخفاض في قيمة الأسهم والزيادة في ربحية السهم والرافعة المالية وجود علاقة معنوية بين جميع هذه العناصر وحجم عمليات إعادة الشراء، حيث بلغت قيم معاملات التحديد المعدلة 0.201، 0.153، 0.213 على التوالي، وقيم معامل الإنحدار لهذه المتغيرات 0.20، 0.427، 0.127 على التوالي، عند مستوى معنوية 0.015، 0.000، و0.024 على التوالي وهو أقل من الحد الأدنى لمستوى المعنوية المقبول 0.05. واستناداً إلى ذلك تم قبول جميع الفروض الإضافية من الأول إلى الثالث.

وعلى الجانب الآخر، تبين للباحث من نتائج التحليل الإحصائي على مستوى النموذج التجميعي لدوافع عمليات إعادة شراء الأسهم إلى وجود علاقة معنوية بين دوافع عمليات إعادة شراء الأسهم وبين تفسير التغير حجم عمليات إعادة شراء الأسهم، حيث بلغت قيمة معامل التحديد الخاصة

بالنموذج 0.479 ، وكانت قيمة اختبار F للنموذج 24.723 عند مستوى معنوية 0.000، وهو اقل من الحد الأدنى للمعدل المعنوية المقبول 0.05، ويدل ذلك على قوة الارتباط وارتقاع المقدر التفسيرية بين دوافع عمليات إعادة شراء الاسم وحجم هذه العمليات.

وبالإضافة إلى ما سبق، أوضحت النتائج الاحصائية للنموذج التجميعي وجود علاقة معنوية وايجابية بين متغيرات ربحية الأسهم وانخفاض أسعار الأسهم من جهة وحجم عمليات شراء الأسهم من جهة أخرى مرتبة على حسب قوة العلاقة. إذ بلغت قيمة معامل الإنحدار لهذه المتغيرات 0.556 و 0.250 على التوالي، عند مستوى معنوية 0.000 و 0.004 على التوالي، وهم أقل من الحد الأدنى لمستوى المعنوية المقبول 0.05 . ويشير هذا إلى ان زيادة ربحية السهم كان من اهم واقيى الدوافع الخاصة بعمليات إعادة شراء الأسهم . وعلى خلاف ذلك، لم تكن هناك علاقة معنوية بين الرفع المالى وحجم عمليات إعادة شراء الأسهم، حيث بلغت قيمة معامل الإنحدار لمتغير أسعار الأسهم 0.203 عند مستوى معنوية 0.851، وهو أكبر من الحد الأدنى لمستوى المعنوية المقبول 0.05.

تحليل الحساسية: Sensitivity Analysis

نتيجة للاضطرابات المالية العالمية التي سببها انتشار فيروس "كوفيد-19". ومع هبوط المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية في مارس ٢٠٢٠ لأدنى مستوى له منذ ثلاث سنوات ونصف، وتسجيله خسائر يومية غير مسبوقه، ازدادت مشتريات أسهم الخزينة في مصر منذ بداية مارس ٢٠٢٠، حيث سارعت الشركات المدرجة بالبورصة إلى شراء أسهم الخزينة بنسب تراوحت من 0.5% إلى 2.5% من الأسهم المطروحة. (انتربرايز، يوليو ٢٠٢٠).

وبناء على ما سبق، قام الباحث بإعادة اختبار **الفرض الرئيسي الاول** الذى يختبر اثر عمليات إعادة الشراء على قيمة الشركة، **والفرض الاضافى الاول** الذى يختبر قوة العلاقة بين الإنخفاض فى قيمة الأسهم وعمليات إعادة شراء الأسهم. وقد قام الباحث فى هذا الجزء باجراء تحليل الحساسية لتقييم مدى قوة ومثانة النموذج المستخدم فى اختبار بعض فروض الدراسة لمقارنة الفترة ما قبل وبعد جائحة "كوفيد-19"، وذلك عن طريق اجراء تحليل عاملى factorial analysis بتغيير حجم العينة إلى ١٦ شركة^١ بواقع (٣٢ مشاهدة) والتي تمثل عدد الشركات التى قامت بإعادة شراء أسهمها

^١ تمثلت ال ١٦ شركة فى كل من : اوراسكم للتنمية مصر، مدينة نصر للانشاءات، ايسترن كومبانى، القابضة المصرية الكويتية، النعيم القابضة ، المتحدة للاسكان، اودن للاستثمارات المالية، المصرية للمشروعات السياحية العالمية ، الشرقية الوطنية للامن الغذائى ، جولدن كوست ، المصرية للاسكان ، الوادى العالمية ، جى بى اوتو ، بالم هيلز .

بعد جائحة "كوفيد-19"، بالإضافة إلى إجراء تحليل حساسية تقاضى *defferincial sensitivity analysis* عن طريق تغيير فترة الدراسة لتشمل مقارنة الربع الثانى والثالث لعام ٢٠١٩ بالربع الثانى والثالث لعام ٢٠٢٠. ومن ثم سوف يتم إعادة اختبار بعض فروض الدراسة وفقا لهذه المتغيرات.

وقد اعتمد الباحث على اختبار *T (paired samples T-test)* لإختبار معنوية الفرق بين متوسطات المتغيرات التابعة لكل شركة فى الربعين الثانى والثالث من عامى ٢٠١٩ و ٢٠٢٠. ويعرض الجدول رقم (٩) قيمة احصائية الإختبار (*t*) ومستوى المعنوية وذلك لإختبار الفرض الفرعى الثالث .

جدول ٨: نتائج اختبار *t* للفرض الرئيسى الاول (١)

معنوية الاختبار (٣)	مستوى معنوية اختبار <i>t</i> P-Value	قيمة <i>t</i> الجدولية	قيمة اختبار <i>t</i> (٢) (المتوسط فى عام ٢٠٢٠ - المتوسط فى عام ٢٠١٩)	معنوية الإرتباط	معامل الإرتباط	حجم العينة
معنوى	0.001	2.04	-5.261	0.012	0.817	32

(١) يبلغ عدد المشاهدات ٣٢ مشاهدة .

(٢) تم إجراء اختبار *t* للفرق بين متوسط قيمة الشركة فى عام ٢٠٢٠ - متوسط نسبة قيمة الشركة فى عام ٢٠١٩

(٣) مستوى المعنوية المقبول هو ٥ % أو اقل.

ويوضح الجدول السابق نتيجة اختبار *t* ومستوى المعنوية، حيث كانت النتائج كما يلي:

لم تكن قيمة معامل الإرتباط بين متوسطات قيمة الشركة للربع الثانى والثالث من عامى ٢٠١٩ و ٢٠٢٠ مرتفعة حيث بلغ معامل 52.61% بمستوى معنوية (0.001) وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول (0.05). وقد انخفض متوسط قيمة الشركة للربعين الثانى والثالث فى عام ٢٠٢٠ بالمقارنة بمتوسطها لنفس عينة الشركات فى ذات الربعين من عام ٢٠١٩، حيث بلغت قيمة احصائية (*t*) المحسوبه (-5.261) وهى أكبر من قيمة (*t*) الجدولية (عند درجات حرية 31 ومستوى معنويه 5%) والتي كانت (2.04) . وبلغت مستوى معنويه P-value (0.001) وهو أقل من مستوى المعنويه المقبول (0.05)، مما يشير إلى معنوية انخفاض متوسط قيمة الشركة عند زيادة عمليات إعادة شراء الأسهم، وبالتالي تم رفض الفرض الرئيسى الاول H_1 ويرجع ذلك إلى عدم وجود فترة زمنية كافية لتفاعل المستثمرين مع عمليات إعادة شراء الأسهم وزيادة الطلب على الأسهم المعادة شرائها وعدم ارتفاع أسعار الأسهم بالإضافة إلى انخفاض حجم الأعمال وتوقف حركة التجارة العالمية فى ظل استمرار جائحة "كوفيد -١٩" ويتفق ذلك مع (Constable,2020 ; Jackson et al.,2020).

ويوضح الجدول رقم (٩) نتيجة اختبار t ومستوى المعنوية. وقد كانت النتائج كما يلي:

جدول ٩: نتائج اختبار t للفرض الاضافى الاول (١)

مغنوية الاختبار (٣)	مستوى مغنوية اختبار t P-Value	قيمة t الجدولية	قيمة اختبار t (٢) (المتوسط فى عام ٢٠٢٠ - المتوسط فى عام ٢٠١٩)	مغنوية الارتباط	معامل الارتباط	حجم العينه
معنوى	0.001	2.04	3.278	0.000	0.351	32

(١) يبلغ عدد المشاهدات ٣٢ مشاهدة .

(٢) تم اجراء اختبار t للفرق بين متوسط عدد الأسهم المعاد شرائها لكل شركة فى عام ٢٠٢٠ - متوسط عدد الأسهم المعاد شرائها لكل شركة فى عام ٢٠١٩

(٣) مستوى المعنوية المقبول هو ٥ % أو اقل.

وتشير النتائج إلى انه لم تكن قيمة معامل الارتباط بين متوسطات عدد الأسهم المعاد شرائها للربع الثانى والثالث من عامى ٢٠١٩ و ٢٠٢٠ مرتفعة حيث بلغ معامل الارتباط لعدد الأسهم المعاد شرائها 35.1% بمستوى معنوية (0.000) وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول (0.05). وقد ارتفع متوسط عدد الأسهم المعاد شرائها للربعين الثانى والثالث فى عام ٢٠٢٠ بالمقارنة بمتوسطها لنفس عينة الشركات فى ذات الربعين من عام ٢٠١٩، حيث بلغت قيمة احصائية (t) المحسوبه (3.278) وهى أكبر من قيمة (t) الجدولية (عند درجات حرية 31 ومستوى معنويه 5%) والتي كانت (2.04). وبلغت مستوى معنويه P-value (0.001) وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول (0.05)، مما يشير إلى معنوية ارتفاع متوسط عدد الأسهم المعاد شرائها عند انخفاض أسعار الأسهم، وبالتالي تم تأييد قبول الفرض الاضافى الاول ويرجع ذلك إلى قيام بعض الشركات باستخدام عمليات إعادة الشراء للاستثمار في اسهمها عندما وجدت أن الأسهم مقومة بأقل من قيمتها، والذي يعد بالنسبة للسوق المصرية إجراء تصحيحي جديد نسبيا لمواجهة جائحة "كوفيد-١٩".

٥-٦ النتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة

استهدف البحث إختبار وتحليل العوامل المؤثرة على القرارات الخاصة بعمليات إعادة شراء الأسهم فى بيئة الأعمال المصرية، بالإضافة إلى اختبار تأثير عمليات إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركة فى بيئة الأعمال المصرية من ناحية، ومن ناحية اخرى اختبار الأثر التفاعلى لدوافع وعمليات إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركة وذلك بهدف تحديد اى من هذه الدوافع له تأثير معنوى على الاداء المالى وقيمة الشركة.

وقد استمد البحث أهميته من الاتجاه العالمي المتزايد لممارسات إعادة شراء الأسهم، بالإضافة إلى الازدهار الملحوظ في مشتريات أسهم الخزينة في بيئة الأعمال المصرية منذ مارس ٢٠٢٠ كرد فعل على الاضطرابات المالية العالمية التي سببها انتشار فيروس "كوفيد-١٩" ، وما ترتب عليه من اثار مباشرة على الاداء المالى للشركة فى ظل وجود العديد من الدوافع لدى إدارة الشركات للقيام بمثل هذه الممارسات. كما انه لم يتم حسم أثر هذه الدوافع على الاداء المالى للشركات بصورة قاطعة فى بيئة الأعمال المصرية، حيث لا توجد اى دراسة - على حد علم الباحث - قامت باختبار العلاقة بين دوافع عمليات إعادة شراء الأسهم و قيمة الشركة فى الشركات التى تقوم بهذه الممارسات.

وقد توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج لعل أهمها ما يلي:

- وجود تأثير ايجابى ومعنوى لعمليات إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركة.
- وجود تأثير ايجابى ومعنوى للمتغيرات التفاعلية لعمليات إعادة شراء الأسهم وكل من الإنخفاض فى قيمة الأسهم، وربحية الأسهم على قيمة الشركة.
- عدم وجود تأثير معنوي للمتغير التفاعلى لعمليات إعادة شراء الأسهم والرفع المالى على قيمة الشركة.
- كان للآثر التفاعلى الخاص بدافعى إدارة ربحية الأسهم لعمليات إعادة شراء الأسهم اكبر الأثر على قيمة الشركة فى بيئة الأعمال المصرية.
- وجود علاقة معنوية بين متغيرات كل من الإنخفاض فى قيمة الأسهم والزيادة فى ربحية السهم والرافعة المالية على حجم عمليات إعادة الشراء، حيث اظهر النموذج المجمع ان متغيرات زيادة ربحية السهم وانخفاض أسعار الأسهم والرفع المالى مرتبة على التوالى على حسب قوة التأثير على حجم عمليات شراء الأسهم .
- لم يظهر اثر عمليات إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركة بعد جائحة "كوفيد-١٩". وقد يرجع ذلك إلى عدم وجود فترة زمنية كافية لتفاعل المستثمرين مع عمليات إعادة شراء الأسهم وزيادة الطلب على الأسهم المعاد شرائها، وعدم ارتفاع أسعار الأسهم، وانخفاض حجم الأعمال، وتوقف حركة التجارة العالمية خاصة فى ظل استمرار جائحة "كوفيد -١٩".

وفى ضوء نتائج الدراسة يوصى الباحث بما يلي:

- ينبغى على هيئة الرقابة المالية وضع شروط وتبني إجراءات معينة للقيام بممارسات عمليات إعادة شراء الأسهم للحد من حالات التلاعب والاحتيال التي قد تتحقق عند قيام الشركة المصدرة

- بشراء اسهمها في سوق الأوراق المالية. إذ انه رغم أهمية هذه العملية للشركة والسوق، إلا أنها ليست بمنأى عن إمكانية استغلالها لتحقيق مصلحة البعض على حساب البعض الآخر.
- ينبغي أن تجري عملية إعادة الشراء عندما يتم التأكد من وصول جميع المعلومات إلى جميع الملاك، ويكون سهم الشركة أقل بكثير من تقدير الإدارة للقيمة الحقيقية.
- ينبغي ان يكون الاستخدام الرئيسى لعمليات إعادة شراء الأسهم فى حالة الطروحات الثانوية الجديدة، حيث تستخدم أسهم الخزينة فى ضبط سعر الأوراق المالية المصدرة من الشركة وخلق نوع من التوازن بين الطلب والعرض كما فى حالة الطرح الثانوي، وتكوين صندوق أو حساب للحفاظ على استقرار سعر السهم السوقي خلال فترة معينه بعد الطرح.
- ينبغي على ادارات الشركات الاهتمام بتحديد الحجم الامثل لعمليات إعادة شراء الأسهم لما لها من تأثير مباشر على قيمة الشركة ويكون لها انعكاس مباشر على الوضع المالى للشركات.
- يجب على إدارة الشركات توخى الحذر عند القيام بعمليات إعادة شراء الأسهم لما لها من تأثير مباشر وكبير على ربحية الأسهم وأسعارها ومستوى الرفع المالى فى الشركة.
- يوصى الباحث بتطوير شكل ومحتوى الإفصاح المحاسبى عن عمليات اعادة شراء الاسهم بما يدعم تأثير محتواه المعلوماتى على قرارات المتعاملين على اسهم الشركات بالبورصة.

مجالات البحث المقترحة

- دراسة وتحليل كيفية قياس المستوى الامثل لعمليات إعادة شراء الأسهم.
- اثر الإفصاح عن عمليات إعادة شراء الأسهم على قيمة الشركة.
- كيف أحدثت "كورونا" طفرة في مشتريات أسهم الخزينة في مصر؟ وإلى أى مدى اثرت على الاداء المالى للشركات؟
- اختبار اثر زيادة الفائض النقدى، والرغبة فى خفض رأس المال، وانخفاض قيمة العملة على ممارسات إعادة شراء الأسهم من منظور محاسبى.
- تأثير عمليات إعادة شراء الأسهم على جودة الارباح.
- تأثير حوكمة الشركات على ممارسات إعادة شراء الأسهم.
- أثر الرقمنة على المحتوى المعلوماتى للإفصاح عن عمليات إعادة شراء الأسهم.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أبو العلا، اسامة مجدى فؤاد. ٢٠٢٠. أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية المصري. مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية. العدد الثالث - المجلد الرابع ، ص: ١-٤٦.

أبو صالح، سامي عبد الباقي . ٢٠٠٦. النظام القانوني لعروض الشراء في سوق الأوراق المالية وفقاً لقواعد عروض الشراء الجديدة الصادرة بقرار وزاري رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٧، دراسة مقارنة ، دار النهضة العربي القاهرة، ٢٠٠٦.

الحناوي، محمد صالح، والعبد، جلال إبراهيم ٢٠٠٢، الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية.

الركابي، سماح حسين علي. ٢٠٢٠، ماهية شراء الشركة لاسهمها فى سوق الاوراق المالية- دراسة مقارنة . مجلة جامعة بابل للعلوم الإنسانية، المجلد ٢٨، العدد ٤، ص: ١٥١-١٨١.

الطنبولي، راجيا نبيل محمد . ٢٠١٥ . تحليل لاثر العمليات فى أسهم الخزينة على دلالة القوائم المالية - دراسة تطبيقية - رسالة ماجستير غير منشورة - قسم المحاسبة - كلية التجارة - جامعة المنصورة .

العرينى، محمد فريد. ٢٠٠٧. الشركات التجارية، المشروع التجاري الجماعي بين وحدة الإطار القانوني وتعدد الأشكال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر.

الفكى، عبدالباقي محمد. ٢٠١٥. شراء الشركة أسهمها في القانون الاماراتي. مجلة جامعة الشارقة للعلوم الشرعية والقانونية . المجلد ١٢ العدد ٢، ص: ١٤٤-١٧٠.

كتاب دورى رقم ١٣ لسنة ٢٠٢٠ الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية بشأن التعامل على اسهم الخزينة للشركات المقيد لها أسهم بالبورصة المصرية.

معلومات مباشر مصر www.mubasher.info/countries/eg

موقع البورصة المصرية www.egx.com.eg

نشرة «إنتربرايز» الإخبارية برعاية شركة «فاروس للاستثمارات المالية» وشركة «سوديك». تصدر من جانب شركة إنتربرايز فنشرز لإعداد وتطوير المحتوى الإلكتروني (شركة ذات مسئولية محدودة - سجل تجاري رقم ٨٣٥٩٤) ٢٠٢٠ <https://enterprise.press>

هندي، منير ابراهيم. ٢٠٠٨. الفكر الحديث في هيكلية تمويل الشركات، الطبعة الثانية، منشأة المعارف، ٢٠٠٨.

ثانياً: المراجع باللغة الاجنبية

- Abraham R., J. Harris, and J. Auerbach, 2018. Determinants and consequences of share repurchase decisions. *Modern Economy*, 9(1): 966-979.
- Akyol, A. and C. Foo, 2013. Share repurchase reasons and the market reaction to actual share repurchases: Evidence from Australia. *International Review of Finance*, 13(1):1-37.
- Albaity M. and D. Said. 2016. Impact of open-market share repurchases on long-term stock returns: Evidence from the Malaysian market. *SAGE Open* October-December:1-12.
- Almeida, H., V. Fos, and M. Kronlund, 2016. The real effects of share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 119(1):168-185.
- Andriosopoulos, D. & H. Hoque, 2013. The determinants of share repurchases in Europe. *International Review of Financial Analysis*, 27(1):65-76.
- _____ & M. Lasfer, 2015. The market valuation of share repurchases in Europe. *Journal of Banking & Finance*, 55(April): 327-339.
- Autore, M., N. Clarke and B. Liu. 2019. Activist investors and open market share repurchases. *Journal of Banking & Finance*, 107: 105-614.

- Babenko, I. 2009. Share repurchases and pay-performance sensitivity of employee compensation contracts, *The Journal of Finance*, 64: 117–150.
- , Y. Tserlukevich & A. Vedrashko. 2012. The credibility of open market share repurchase signaling. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(05): 1059– 1088.
- Baker S. R., N. Bloom, S. J. Davis, K. Kost, M. Sammon, and T. Viratyosin. 2020. The unprecedented stock market reaction to COVID-19. *Becker Friedman Institute for economic*. 1-75.
- Baldwin, W. 2012. Cashing in on stealth dividends. *Forbes*, 189(1): 44-46.
- Banyi, M., and D. Caplan. 2016. Do firms follow GAAP when they record share repurchases? *Advances in Accounting*, 34:41-54.
- Baranova, N., & L. Bogatyreva. 2017. Financial stability and investment attractiveness of the hotel business enterprises: Theoretical aspects and practical analysis. *International Journal of Social Sciences*, 3(2): 522-532.
- Ben-Rephael, A., J. Oded, and A. Wohl. 2014. Do firms buy their stock at bargain prices? Evidence from actual stock repurchases disclosures. *Review of Finance*, 18: 1299-1340.
- Bens, D. A., V. Nagar, D. J. Skinner and M. H. F. Wong. 2003. Employee stock options, EPS dilution and share repurchases. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3):51-90.
- Bessler W., W. Drobetz, M. Seim and J. Zimmermann. 2016. Equity issues and stock repurchases of initial public offerings. *European Financial Management*, 22(1): 31-62.

- Bhattacharya, U., and S. Jacobsen. 2016. The share repurchase announcement puzzle: Theory and evidence, *Review of Finance*, 20(2): 725–758.
- Billett, M. T. & H. Xue. 2007. The takeover deterrent effect of open market share repurchases. *The Journal of Finance*, 62(4): 1827–1850.
- Bonaime, A. 2012. Reputation repurchases and returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47: 469–491.
- , 2015. Mandatory disclosure and firm behavior: Evidence from share repurchases. *The Accounting Review*, 90(4):1333–1362.
- , K. W. Hankins and B. D. Jordan. 2016. The cost of financial flexibility: Evidence from share repurchases. *Journal of Corporate Finance*, 38: 345–362.
- Brav, A., J. G. Harvey and R. Michaely. 2005. Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77:483–527.
- Chan, K., D. Ikenberry and I. Lee. 2004. Economic sources of gains in stock repurchases. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39:461–479.
- and Y. Wang. 2010. Share repurchases as a potential tool to mislead investors. *Journal of Corporate Finance*, 16 (2010): 137–158.
- Chang, H., S. Lin, S. Mishra, and S. Shankar. 2013. Voluntary disclosures in the share repurchase announcements: Does it matter to investors? *The International Journal of Finance*, 25(3):25–67.
- Chatterjee C. and P. Dutta, 2015. Anomalous price behaviour around open market stock repurchase announcements in India. *The Journal for Decision Makers*. 40(4): 435–443.

- and D. Rakshit , 2012 . An empirical investigation of share repurchases in India. ***South Asian Academic Research Journals***,2 (1): 58–88
- Chee C., N. Hisyam, 2018. Effect of stock price informativeness on timing of share repurchases. ***Proceedings of Academicsera 26th International Conference***, Bali, Indonesia, 13th–14th July 2018.
- Chen, S. and Y. Wang. 2012. Financial constraints and share repurchases. ***Journal of Financial Economics***, 105:311–331.
- Chen, A. and C. S. Lu. 2015. The effect of managerial overconfidence on the market timing ability and postbuyback performance of open market repurchases. ***North American Journal of Economics and Finance***, 33:234–251.
- Chintrakarn P., P. Chatjuthamard and S. Tong and P. Jiraporn. 2018. How do powerful CEOs view dividends and stock repurchases? Evidence from the CEO pay slices (CPS). ***International Review of Economics & Finance***, (58): 49–64.
- Chong, L. Y., M. N. Annuar and M. A. Zariyawati. 2015. The wealth effect of share buybacks: Evidence from Malaysia. ***International Journal of Economics and Management***, 9(2):82–108.
- Cooper L. A., J. F. Downes and R. P. Rao. 2018. Short term real earnings management prior to stock repurchases. ***Rev Quant Finan Acc***, 50: 95–128
- Constable, S. 2020. How COVID-19 killed the stock buyback program. ***Forbes***.

- Cormier, D., S. Demaria, P. Antunes and R. Teller. 2009. First-time adoption of IFRS, managerial incentives, and value relevance: Some french evidence. *Journal of International Accounting Research*, 8(2):1-22.
- Daugvila D. 2017. The effect of share repurchases. *Master Thesis*. Tilburg university, School of Economics and Management.
- Denning, S. 2018. Why it's raining share buybacks on wall street. *Forbes*.
- Devalle, A. and R. Magarini. 2012. Assessing the value relevance of total comprehensive income under IFRS: An empirical evidence from European stock exchange. *International Journal of Accounting, Auditing and performance evaluation*, 8(1):43-68.
- Dierkes M, C. Erner and S. Zeisberger. 2010. Investment horizon and the attractiveness of investment strategies: A behavioral approach. *Journal of Banking & Finance*, 34(5): 1032-1046
- Dittmar, A. K. 2000. Why do firms repurchase stock? *The Journal of Business*, 73(3), 331-355.
- , and Laura C. Field. 2015. Can managers time the market? Evidence using repurchase price data. *Journal of Financial Economics*, 115: 261-282.
- Dixon, R., G. Palmer, B. Stradling and A. Woodhead. 2008. An empirical survey of the motivation for share repurchases in the UK. *Managerial Finance*, 34(12):886-906.
- Dyskina A. 2011. An integrated approach to the estimation of investment attractiveness of industrial enterprises, *Proceedings of Odessa Polytechnic University*, 2 (36): 45-68.

- Durden, T. 2013. Presenting the full impact of stock buybacks on S&P 500 "Earnings". retrieved from: <http://www.zerohedge.com/news/2013-05-28/presenting-full-impact-stock-buybacks-sp-500-earnings>.
- Easton, P. and G. A. Sommers. 2003. Scale and the scale effect in market-based accounting research. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30 (1-2):25-62.
- Farre-Mensa, J., R. Michaely, and M.C. Schmalz, 2014, Payout policy. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2400618>
- Friedman, H., J. Deblinger and K. Mantel. 2011. Navigating public company equity buybacks, insights. *The Corporate & Securities Law Advisor*, 25(12): 2-12.
- Fried, J. M., and C. C. Wang. 2018. Are buybacks really shortchanging investment? *Harvard Business Review*, 96 (2):88-95.
- Gan C., C. Bian, D. Wu, D. Cohen. 2017. Determinants of share returns following repurchase announcements in China. *Investment Management and Financial Innovations*, 14(2):47-69.
- Graham, J. R. and C.R. Harvey. 2013. Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 109(3):103-121.
- Grullon, G. and R. Michaely. 2002. Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *Journal of Finance*, 57(2): 1649-1684.
- and D. L. Ikenberry. 2005. What do we know about stock repurchases? *Journal of Applied Corporate Finance*, 13(1): 31-51.
- David L. Ikenbe Haw, I., S. Ho, B. Hu and X. Zhang. 2013. Legal institutions, ownership concentration, and stock repurchases

- around the world: Signal mimicking? *International Journal of Accounting*, 48(4):427–458.
- Högholm, K. and V. Högholm. 2017. Open market repurchase programs: Evidence from Finland. *International Journal of Economics and Finance*, 9(12): 13–36.
- Huang, C. W. 2015. Takeover vulnerability and the credibility of signaling: The case of open-market share repurchases. *Journal of Banking and Finance*, 58:405–417.
- Hung, J. H. and Y. P. Chen. 2010. Equity undervaluation and signaling power of share repurchases with legal restrictions. *Emerging Markets Finance & Trade*, 46(2): 53–88.
- Isa, M. and S. P. Lee. 2015. Market reactions to share repurchase announcements in Malaysia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 10:45–73.
- Jackson J. K., M. A. Weiss, A. B. Schwarzenberg, and R. M. Nelson. 2020. Global economic effects of COVID-19. *Congressional Research Service* <https://crsreports.congress.gov/R46270>
- Jacob, M. 2013. Taxation, dividends, and share repurchases: taking evidence global. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 48(4):23–85.
- Jagannathan, M. and C.P. Stephens. 2003. Motives for multiple open-market repurchase programs. *Financial Management*, 32:71–91.
- Kalacheva A. 2015. The development of a model for assessing the investment attractiveness of an industrial enterprise. Scientific and technical

bulletin of the St. Petersburg State Polytechnic University.
Economic sciences, 6: 100–111.

Kim K. S., C. Y. Chung, J. H. Lee and S. Y. Park. 2016. Opportunistic stock repurchases for owner–manager control: Evidence from the Korean stock market. ***Asia–Pacific Journal of Financial Studies*** , 45: 309–335.

Kim Y.W. and S. Choi. 2017. A converging approach on the effect of stock repurchases on cost of equity. ***Journal of the Korea Convergence Society***, 8(3): 225–235.

Krupka Y, and V. Bachinskiy. 2014. Estimation of investment attractiveness for enterprises in Ukraine. ***The Małopolska School of Economics in Tarnów Research Papers Collection***, 25(2): 117–125.

Lailiyah, L. H, I. Purwanti and M. Sulton. 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. ***Harvard Business Review***, 92(9):46–55.

Lee S. P. and M. Isa. 2015. Management perception of share repurchases in emerging markets: The case for Malaysia. ***Asian academy of management journal of accounting and finance***. Vol. 11, No. 1, 97–121

Leng, F., and G. Noronha. 2013. Information and long–term stock performance following open–market share repurchases, ***Journal of Financial Economics***, 48:461–487.

- Liang, W. 2016. Sensitivity to investor sentiment and stock performance of open market share repurchases. *Journal of Banking and Finance*, 71(2): 75–94.
- Lie, E. 2005. Operating performance following open market share repurchase announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2): 411–436.
- Lin, L. H., S. H. Lin, and Y. C. Liu. 2011. Stock repurchases announcements and stock prices evidence from Taiwan, *International Journal of Business and Finance Research*, 5 (1):1-12.
- Liu N., 2019. Refinement of the FCF motive for stock repurchases. *Asian Review of Accounting*. 14(1):1321-1342
- Market Watch. 2016. Opinion: Apple, Cisco and IBM prove that stock buybacks are a sham. Retrieved from: <http://www.marketwatch.com/story/apple-cisco-and-ibm-prove-thatstock-buybacks-are-a-sham-2016-01-29>
- Maxwell, W. F. and C. P. Stephens. 2003. The wealth effects of repurchases on bondholders. *The Journal of Finance*, 58: 895–920.
- Mietzner, M. 2017. Why do firms decide to stop their share repurchase programs? *Review of Managerial Science*, 11(4):32–58.
- 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: <http://www.institutionalinvestor.com/article/3382148/asset-management-equities/share-buybacksslow-as-scrutiny-rises.html#.Vrn62Bh97IU>.

- Mohanty, M., and S. Panda. 2011. A study on investors' reaction towards share buybacks in India. *European Journal of Social Science*, 46(1): 53-64.
- Mordvintseva T.V. 2010. Methodological approach to the evaluation of investment attractiveness of the enterprise, State and regions. Series: *Economy and Business*, 6(1):36-98.
- Ofer, A. R. and A. V.Thakor, 1987. A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursement methods: Stock repurchases and dividends. *Journal of Finance*, 42: 365 -394.
- Peyer, U., & T. Vermaelen. 2009. The nature and persistence of buyback anomalies. *Review of Financial Studies*, 22(4): 1693-1745.
- Pieloch-Babiarz, A. 2017(a). 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.
- Pieloch-Babiarz, A. 2017(b). Determinants of payout policy and investment attractiveness of companies listed on the Warsaw Stock Exchange. Equilibrium. *Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 12(4): 675-691.
- Prisacariu M., D. R. Patrascu. 2013. The repurchase of shares - another form of rewarding investors - A Theoretical approach. *Journal of Public Administration, Finance and Law*. 3/2013: 1-7.
- Punwasi K. and P. Brijlal. 2016. The market reactions to share repurchase announcements on the JSE: an event study. *Investment Management and Financial Innovations*, 13(1-1): 191-205.

- Rama, I. S. 2017. Share repurchases and the flexibility hypothesis. *Journal of Financial Research*, 40: 287-313.
- Reddy, K. S., V. K., Nangia, and R. Agrawal. 2013. Share repurchases, signaling effect and implications for corporate governance: Evidence from India. *Asia-Pacific Journal of Management Research and Innovation*, 9(1):107-124.
- Reimers, J. L. and C. J. Singleton. 2010. Accounting meets strategy. *Strategic Finance*, 91(8): 46-51.
- Root, T., J. Rozycki and I. Suh. 2020. Share repurchases and long-term dilution: Firm characteristics and industry differences. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 5(2):1- 51.
- Russolillo, S. 2013. Companies binge on share buybacks, retrieved from: <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702304020704579276633464650694>.
- Siegel, J. J.2006. The economics of buybacks. *Kiplinger's Personal Finance*,60(6):52-87.
- Strobl, G.2014. Stock-based managerial compensation, price informativeness, and the incentive to overinvest. *Journal of Corporate Finance*, 29: 594-606.
- Sun, Q., K. Yung and H. Rahman. 2014. Aborted stock repurchases and earnings quality. *Managerial Finance*, 40(9): 846-863.
- Tong, J., & M. Bremer.2016. Stock repurchases in Japan: A solution to excessive corporate saving? *Journal of the Japanese and International Economies*, 41:41-56.

- Turco E. M. 2018. Are stock buybacks crowding out real investment? Empirical evidence from U.S. firms. September 26, 2018, ***the European Union's Horizon 2020 research and innovation program*** under grant agreement No. 721846
- Walker, C. 2011. Buybacks: Who wins? ***Money***, 10(131), 82.
- Wang Z., Q. E. Yin, and L. Yu. 2020. Real effects of share repurchases legalization on corporate behaviors. ***Journal of Financial Economics***.140(1):197-219.
- Yakimenko E., 2009. Evaluation of investment attractiveness of the enterprise, ***Bulletin of Altai State Agrarian University***, 11:52-98.
- Yang, J. L. 2013. Companies turning again to stock buybacks to reward shareholders. Washington Post: Business, Retrieved from:http://www.washingtonpost.com/business/economy/companies-turning-again-to-stock-buybacksto-reward-shareholders/2013/12/15/58a2e99c-4aef-11e3-9890-a1e0997fb0c0_story.html.
- Yook, K.C. 2010. Long-run stock performance following stock repurchases, ***The Quarterly Review of Economics and Finance***, 50; 323-331.
- Yudkina L. and B. Yu. 2010. Statistical analysis of the relationship between the indicators of capital management and the market value of public companies. ***Finance and credit*** 10: 40- 50.