

## أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري

د/ أسامة مجدي فؤاد أبو العلا<sup>١</sup>

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الإسكندرية

### ملخص البحث

استهدفت هذه الدراسة اختبار أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها (أسهم الخزينة) وذلك بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. وقد تم اشتقاق فرض البحث في صورته البديلة والذي يتمثل في: يؤثر التحفظ المحاسبي تأثيراً معنوياً سلبياً على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وذلك بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. وتم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد وأسلوب الانحدار اللوجستي في اختبار فرض الدراسة، حيث تكونت عينة الدراسة من ٢٤ شركة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري بعد استبعاد البنوك وشركات التأمين، وذلك خلال الفترة من عام ٢٠٠٠ إلى عام ٢٠١٩. وقد تم تقسيم عينة الدراسة الى مجموعتين وفقاً للطريقة المستخدمة في قياس المتغير التابع (قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها). وقد بلغ عدد المشاهدات في المجموعة الأولى ٦٤ مشاهدة، وهي المجموعة المرتبطة بقياس قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها عن طريق قياس نسبة أسهم الخزينة الفعلية (عدد أسهم الخزينة مقسوماً على إجمالي عدد الأسهم للشركة)، بينما بلغ عدد المشاهدات في المجموعة الثانية ٤٨٠ مشاهدة، وهي المجموعة المرتبطة بقياس قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها عن طريق اعطاء القيمة ١ للشركات التي قامت بالإفصاح عن أسهم الخزينة في قائمة المركز المالي ضمن حقوق الملكية، واعطاء القيمة صفر للشركات التي لم تفصح عن أسهم الخزينة (لم تقم بإعادة شراء أسهمها).

وتتمثل المساهمة العلمية لهذه الدراسة في قيام الباحث بصياغة نموذج جديد لدراسة أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وذلك بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. وعلى حد علم الباحث، توجد ندرة في الدراسات السابقة التي قامت بدراسة هذا الأثر السابق ذكره أعلاه في جميع دول العالم بصفة عامة، وفي جمهورية مصر العربية بصفة خاصة، وبالتالي، تتمثل المساهمة العلمية لهذه الدراسة في إجرائها في البيئة المصرية. وقد توصل الباحث إلى أنه يؤثر التحفظ المحاسبي تأثيراً معنوياً سلبياً على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وذلك بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري.

**الكلمات المفتاحية:** التحفظ المحاسبي، قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، أسهم الخزينة.

<sup>1</sup> E.mail: Osama.magdy@alexu.edu.eg

## **The Effect of Accounting Conservatism on Share Repurchases: an Applied Study on Firms Listed on the Egyptian Stock Exchange.**

### **Abstract**

The purpose of this paper is to examine the effect of accounting conservatism on share repurchases for firms listed on the Egyptian stock exchange. The research hypothesis was derived, which is represented in: There is a negative relationship between the accounting conservatism and share repurchases. Multiple regression and logistic regression were used to test the research hypothesis. The sample used in the current study consists of 24 firms listed on the Egyptian stock exchange for the period from 2000 through 2019. To the best of the researcher knowledge, there are no Egyptian studies to date that examined the effect of accounting conservatism on share repurchases. Consequently, this paper contributes to the limited literature by suggesting a new model for the effect of of accounting conservatism on share repurchases. The researcher concludes that the new model is useful in explaining the effect of accounting conservatism on share repurchases. The study finds that (a) accounting conservatism has a significant negative effect on share repurchases, (b) Free cash flow has a significant positive effect on share repurchases, (c) Firm size has a significant positive effect on share repurchases, (d) Firm leverage ratio has a significant negative effect on share repurchases.

**Keywords:** Accounting Conservatism; Share repurchases; Treasury Stock.

## ١ - مقدمة

نالت قضية التفاعل بين السياسات المحاسبية، على سبيل المثال، سياسة التحفظ المحاسبي، والسياسات المالية، على سبيل المثال، قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها (أسهم الخزينة) اهتمام العديد من الدراسات السابقة في مجال المحاسبة والتمويل، وعلى وجه الخصوص، دور هذه السياسات في الحد من مشاكل الوكالة. فلقد تناول العديد من الدراسات السابقة (e.g., Ahmed et al., 2002; Shoorvarzy et al., 2012; Louis & Urcan, 2013; Mousa, 2014; Zahroh, 2014. العلاقة بين التحفظ المحاسبي كمثال للسياسات المحاسبية وسياسة التوزيعات كمثال للسياسات المالية، ولكن يوجد ندرة في الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين التحفظ المحاسبي وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها (أسهم الخزينة) (Lobo et al., 2020).

في الآونة الأخيرة، قام العديد من الشركات باستخدام التدفقات النقدية الحرة في إعادة شراء أسهمها من السوق (أسهم الخزينة)، بدلاً من دفع توزيعات نقدية لحملة الأسهم. وتعد أسهم الخزينة بمثابة أداة استراتيجية مهمة من أدوات السياسة المالية في الشركة، حيث تتمثل دوافع الشركة في القيام بإعادة شراء أسهمها في أن أسهم الخزينة تُحد من مشاكل الوكالة، كما تحد من عملية الاستحواذ التي قد تتعرض لها الشركة من قبل الشركات الأخرى، وتعضم ثروة المساهمين بشكل أفضل من خلال الحد من التدفقات النقدية الحرة التي قد يستخدمها المديرون في الاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة (Gim & Jang, 2020).

ويوجد مقياسان لقياس سلوك الشركة تجاه قيامها بإعادة شراء أسهمها، حيث يتمثل المقياس الأول في خطط الشركة لإعادة شراء أسهمها، بينما يتمثل المقياس الثاني في قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها الفعلية (نسبة أسهم الخزينة إلى إجمالي أسهم الشركة). ويلاحظ أن هذين المقياسين يكمل بعضهما الآخر. إذ تسبق خطط الشركة لإعادة شراء أسهمها عملية قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها الفعلية، حيث تحتوي خطط الشركة لإعادة شراء أسهمها على معلومات لها دور تقييمي، بينما تعكس عملية قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها الفعلية التفضيل الحقيقي للشركة بالإفصاح عن أسهم الخزينة في قوائمها المالية (Lobo et al., 2020).

ويُعرف التحفظ المحاسبي على أنه الاعتراف المبكر بالأخبار السيئة مقارنة بالاعتراف بالأخبار الجيدة. ويعد التحفظ المحاسبي من أكثر الخصائص المرتبطة بالأرباح المحاسبية التي تم دراستها. ويُنظر إلى التحفظ المحاسبي على أنه آلية من آليات حوكمة الشركات المتضمنة في السياسة المحاسبية، والتي تهدف إلى الحد من مشاكل الوكالة المختلفة. ومن بين هذه المشاكل والتي تتعلق بهذا البحث، مشكلة الاستثمار الأكثر من اللازم المرتبط بالتدفقات النقدية الحرة. فعلى وجه التحديد، فإن

الاعتراف بالخسائر غير المحققة في الوقت المناسب يقلل من احتمال قيام المديرين باتخاذ قرارات استثمارية في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة (الاستثمار الأكثر من اللازم). ويتمثل دور التحفظ المحاسبي في هذا البحث في الحد من مشكلة الوكالة المتعلقة بالتدفقات النقدية الحرة، حيث أنه سيُحد من مشكلة الاستثمار الأكثر من اللازم. فعلى سبيل المثال، في ظل نظام التحفظ المحاسبي، سيكون المديرين أقل احتمالاً للقيام بالاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة لأن الاعتراف المبكر بالأخبار السيئة يكون بمثابة آلية تأديبية للمديرين، وبالتالي فإنه من المتوقع في ظل وجود التحفظ المحاسبي أن هذا سيحد من قيام المديرين من إعادة شراء أسهم الشركة مرة أخرى (Lobo et al., 2020).

ويساعد كل من التحفظ المحاسبي وأسهم الخزينة في حل الجوانب المختلفة من مشاكل الوكالة بين الشركة والمساهمين الخارجيين. فعلى سبيل المثال، قد يعمل التحفظ المحاسبي كألية تساعد المديرين في اختيار الاستثمار في المشروعات الاستثمارية الملائمة ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، في حين تعد أسهم الخزينة بمثابة إشارات ايجابية تسعى الإدارة لارسالها لأصحاب المصالح والتي تتمثل في الحد من عدم تماثل المعلومات، وزيادة ربحية السهم. وبالتالي، قد تتكامل كلتا الآليتين كحلول لمشاكل الوكالة بين الشركة والمساهمين الخارجيين. وبدلاً من ذلك، فقد يدعم التحفظ المحاسبي الإشارات التي تقدمها أسهم الخزينة للسوق (Li et al., 2019; Li & Chao, 2020). كما يساعد التحفظ المحاسبي في الحد من مشكلة الاستثمار الأكثر من اللازم، والحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات (Alkhafaji et al., 2020).

وقد قام الباحث بتركيز دراسته التطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري باعتباره من الأسواق الناشئة في الدول النامية (Hassan et al., 2009). إذ تعرف مؤسسة التمويل الدولية الأسواق المالية الناشئة بأنها "أسواق مالية في الدول ذات النمو المتوسط والمنخفض وفقاً لتقسيم البنك الدولي، والتي بدأت عمليات التغيير والنمو في الحجم، وتتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم" (Lavelle, 2000, P.197). وتتمثل أهم خصائص الأسواق المالية الناشئة في زيادة معدل النمو الاقتصادي، وزيادة معدلات الاستثمار والأرباح، وزيادة حجم التعامل الإجمالي في الأوراق المالية منسوبة إلى إجمالي الناتج القومي. وقد تم ادراج جمهورية مصر العربية ضمن الأسواق المالية الناشئة. ومما يدعم مكانتها ضمن الأسواق المالية الناشئة تنفيذ برنامج للإصلاح الاقتصادي، ولجوء الشركات إلى سوقي الإصدار والتداول بدلاً من اللجوء إلى الاقتراض من الجهاز المصرفي، وإعادة تنظيم سوق المال من الناحية المؤسسية، وتوفير إطار قانوني جيد لسوق المال (Hassan et al., 2009).

وفيما يتعلق بقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها (أسهم الخزينة) في جمهورية مصر العربية، فلقد أشارت الفقرة (٣٣) من معيار المحاسبة المصري رقم (٢٥) المعدل ٢٠١٩ بعنوان الأدوات المالية- العرض: إلى أنه إذا قامت المنشأة بإعادة شراء أدوات حقوق الملكية الخاصة بها (أسهم خزينة) فيتم عرض تلك الأدوات مخصومة من حقوق الملكية ولا يجوز الاعتراف بأي مكسب أو خسارة في الأرباح أو الخسائر الناتجة عن شراء أو بيع أو إصدار أو إلغاء أدوات حقوق الملكية هذه. ويمكن أن تقوم المنشأة أو أية منشأة أخرى تكون ضمن المجموعة بشراء تلك الأسهم والاحتفاظ بها، حيث يتم الاعتراف بالقيمة المدفوعة أو المحصلة مباشرة في حقوق الملكية.

وقد أشارت الفقرة (٣٤) من معيار المحاسبة المصري رقم (٢٥) المعدل ٢٠١٩ بعنوان الأدوات المالية- العرض: إلى أنه يتم الإفصاح بصورة منفصلة عن أسهم الخزينة التي تحتفظ بها المنشأة وذلك إما في صلب قائمة المركز المالي، أو في الإيضاحات المرفقة بالقوائم المالية وذلك وفقاً لمعيار المحاسبة المصري رقم (١) "عرض القوائم المالية". وإذا أعادت المنشأة شراء أدوات حقوق الملكية الخاصة بها من أطراف ذوى علاقة فإنها تقوم بالإفصاح عنها وفقاً لمعيار المحاسبة المصري رقم (١٥) "الإفصاح عن الأطراف ذوى العلاقة".

وقد تناولت المادة (٤٨) من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ عمليات إعادة شراء الأسهم حيث نصت على أنه إذا حصلت الشركة بأي طريقة على جانب من أسهمها، تعين عليها أن تتصرف في هذه الأسهم للغير في مدة أقصاها سنة من تاريخ حصولها عليها، وإلا التزمت بتخفيض رأسمالها بالقيمة الاسمية لتلك الأسهم واتباع الإجراءات المقررة لذلك. ويجوز للشركة شراء بعض أسهمها لتوزيعها على العاملين بها كجزء من نصيبهم في الأرباح.

ويتمثل الدافع من قيام الباحث بإجراء هذا البحث، في وجود ندرة في الدراسات السابقة سواء كانت دراسات أجنبية أو دراسات مصرية والتي تناولت دراسة أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها- على حد علم الباحث. إذ ركز العديد من الدراسات السابقة على دراسة أثر التحفظ المحاسبي على سياسة التوزيعات النقدية، في حين توجد ندرة في الدراسات السابقة التي تناولت أثر التحفظ المحاسبي على أسهم الخزينة. فعلى حد علم الباحث، يوجد عدد قليل من الدراسات السابقة (e.g., Li et al., 2019; Lobo et al., 2020) التي تناولت دراسة أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها. بينما لم تتناول أي دراسة- في حدود علم الباحث- دراسة أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها في البيئة المصرية، وهو ما يمثل دافعاً لإجراء هذا البحث.

وتتمثل المساهمة العلمية لهذا البحث في قيام الباحث بصياغة نموذج جديد لدراسة أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها في البيئة المصرية. كما توجد ندرة في الدراسات السابقة- وفقا لمعلومات الباحث، التي تناولت هذا الموضوع في البيئة المصرية، وبالتالي فإنه تتمثل المساهمة العلمية لهذه الدراسة في إجرائها في البيئة المصرية.

## ٢ - مشكلة البحث

نالت قضية التفاعل بين السياسات المحاسبية، على سبيل المثال، سياسة التحفظ المحاسبي، والسياسات المالية، على سبيل المثال، قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها (أسهم الخزينة) اهتمام العديد من الدراسات السابقة في مجال المحاسبة والتمويل. ومع ذلك توجد ندرة في الدراسات السابقة التي تناولت أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها في البيئة المصرية. لذلك يحاول الباحث في هذه الدراسة تحديد هذا الأثر على الواقع العملي المصري. وبناءً على ما سبق، فإنه يمكن صياغة مشكلة البحث في محاولة الإجابة عن التساؤل الآتي:

ما هو أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها (أسهم الخزينة) في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري؟

## ٣ - هدف البحث

يهدف هذا البحث إلى دراسة أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وذلك بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري، وذلك من خلال الإجابة عن التساؤل السابق الذي اثارته مشكلة البحث. وسيتم ذلك من خلال دراسة أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وذلك بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري.

وبالتالي يمكن القول بأن هذا البحث يهدف من ناحية إلى التأصيل العلمي لأثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها. وسيتم ذلك من خلال عرض الدراسات السابقة التي تناولت أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، والدراسات التي تناولت مفهوم وأنواع ومبررات ودوافع الطلب على التحفظ المحاسبي، والدراسات التي تناولت مفهوم ومبررات ودوافع الشركة لاستخدام أسهم الخزينة والاصدارات المهنية التي تناولت أسهم الخزينة في جمهورية مصر العربية، والدراسات السابقة التي تناولت الآثار المترتبة على أسهم الخزينة. وأخيراً، الدراسات التي تناولت محددات أسهم الخزينة.

كما يهدف البحث من ناحية أخرى إلى القيام بدراسة تطبيقية لدراسة أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها. ويهدف البحث أيضاً إلى صياغة نموذج جديد لدراسة هذا الأثر،

وهو ما لم تتناوله أي دراسة مصرية من قبل في هذا المجال على حد علم الباحث، واختبار إمكانية تطبيق هذا النموذج في جمهورية مصر العربية من خلال القيام بدراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري.

#### ٤- أهمية ودوافع البحث

تتبع أهمية البحث من منطلق التأثير الهام لأثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وذلك بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. وتكمن أهمية هذا البحث في كونه موجه إلى مجال حيوي في البيئة المصرية والتي بها سوق رأس مال ناشئ مع وجود سياسات واتجاهات لتدعيم دوره. ويتمثل ذلك في توضيح أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وذلك بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري.

وتتبع أهمية هذا البحث في أن له بعدين: أهمية علمية، وأهمية عملية. فبالنسبة للأهمية العلمية، يستمد البحث أهميته من واقع محاولة الكشف عن أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركات المصرية بإعادة شراء أسهمها. وتظهر أهمية هذا البحث أيضاً، في كونه إضافة إلى الفكر المحاسبي بصفة عامة وفي مصر بصفة خاصة بما يمكن أن يقدمه من تحليل ملائم للبيئة المصرية والتي لا يمكن تعميم نتائج البحوث في الدول الأخرى عليها.

أما فيما يتعلق بالأهمية العملية، فإن هذه الدراسة تستمد أهميتها العملية من منفعتها لكل من المستثمرين وسوق رأس المال وغيرهم من أصحاب المصلحة في مصر، وغيرها من الدول النامية التي تتشابه بيئة الأعمال فيها مع بيئة الأعمال المصرية، وذلك من خلال تحليل أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وذلك بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. وبالتالي تتبع أهمية البحث أيضاً من منطلق التأثير البالغ لأسهم الخزينة في سوق الأوراق المالية، حيث تعد أحد الأدوات التي تستخدم في معالجة الأزمات التي يتعرض لها سوق الأوراق المالية لتحقيق الاستقرار، والحد من حدوث انهيار للشركات التي يتم تداول أسهمها بتلك الأسواق. إذ تعتبر أسهم الخزينة أداة لتوصيل توقعات المديرين للمستثمرين وحملة الأسهم فيما يخص انخفاض قيمة الأسهم في السوق، خاصة إذا كانت الإدارة تمتلك معلومات عن مستقبل الشركة غير معلنة في السوق فيما يتعلق بانخفاض قيمة أسهم الشركة.

#### ٥- منهجية البحث

يعتمد البحث على المنهج التحليلي الاختباري، حيث تم استخدام الأسلوب التحليلي في عمل مسح وتقييم للدراسات السابقة التي تناولت موضوع هذا البحث لبناء الإطار الفكري له وتحديد نموذج التقييم

الملائم لموضوعه. فقد تم إجراء مسح للدراسات السابقة التي تناولت أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، والدراسات التي تناولت الآثار المترتبة على أسهم الخزينة، والدراسات التي تناولت محددات أسهم الخزينة، واشتقاق فرض البحث استناداً لهذه الدراسات. كما تم استخدام المنهج الاختباري في دراسة أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وذلك بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري، باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد والانحدار اللوجستي.

## ٦- خطة البحث

في ضوء مشكلة البحث وتحقيقاً لهدفه، سوف يتم استكمال ما تبقى من البحث على النحو التالي:

٦-١ التأسيس العلمي للتحفظ المحاسبي وأسهم الخزينة (قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها).

٦-٢ الدراسات السابقة التي تناولت موضوع البحث واشتقاق فرض البحث.

٦-٣ الدراسة التطبيقية.

٦-٤ الخلاصة والنتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة.

## ٦-١ التأسيس العلمي للتحفظ المحاسبي وأسهم الخزينة (قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها)

سيتم تناول الإطار النظري والتأسيس العلمي للتحفظ المحاسبي وأسهم الخزينة من خلال التركيز على جانبين رئيسيين هما: أولاً التأسيس العلمي للتحفظ المحاسبي من خلال عرض الدراسات السابقة التي تناولت مفهوم وأنواع ومبررات ودوافع الطلب على التحفظ المحاسبي. ثانياً التأسيس العلمي لأسهم الخزينة من خلال عرض الدراسات السابقة التي تناولت مفهوم أسهم الخزينة والاصدارات المهنية التي تناولت أسهم الخزينة في جمهورية مصر العربية ومبررات ودوافع الشركة لاستخدام أسهم الخزينة والآثار المترتبة على أسهم الخزينة وذلك على النحو التالي:

### ٦-١-١ التأسيس العلمي للتحفظ المحاسبي

سيتناول الباحث في هذا الجزء التأسيس العلمي للتحفظ المحاسبي من خلال عرض الدراسات السابقة التي تناولت مفهوم وأنواع ومبررات ودوافع الطلب على التحفظ المحاسبي على النحو التالي:

## مفهوم التحفظ المحاسبي

تتاول العديد من الدراسات (e.g., Givoly & Hayn, 2000; Caskey and Laux, 2017; Alkhafaji et al., 2020; Lobo et al., 2020; Shin & Hong, 2020.) مفهوم التحفظ المحاسبي. ويُعد التحفظ المحاسبي خاصية أساسية لجودة المحاسبة، إذ يمثل أحد الأعراف المحاسبية المتعارف عليها بين المحاسبين منذ زمن طويل، إلا أنه مازال يمثل مجالاً واسعاً للجدل البحثي على المستوى الأكاديمي. فقد ظل التحفظ المحاسبي لفترة زمنية طويلة يشار إليه بأنه عرف أو معتقد محاسبي وليس مبدأ أو معيار. وعلى الرغم من التأثير البالغ للتحفظ المحاسبي على مضمون كل من المعايير المحاسبية والممارسة العملية، فلا يوجد تعريف متفق عليه للتحفظ حيث تباينت محاولات تعريفه سواء من خلال الإصدارات المهنية، أو من خلال الكتابات والدراسات المحاسبية على الصعيد الأكاديمي. ويُسهل التحفظ المحاسبي عملية الرقابة على القرارات الاستثمارية لمجلس الإدارة (Caskey and Laux, 2017).

وقد اعتبر (Givoly & Hayn, 2000) أن التعريف الأكثر وصفاً للتحفظ المحاسبي هو أنه معيار للاختيار بين المبادئ المحاسبية والذي يؤدي إلى تندية الأرباح التراكمية من خلال الإقرار المتأخر بالإيرادات، والاعتراف الوتقي بالمصروفات، والتقييم المنخفض للأصول، والتقييم المرتفع للإلتزامات.

ويُعد التحفظ المحاسبي أحد المفاهيم الرئيسية التي يقوم عليها الإطار الفكري للمدخل الإيجابي للنظرية المحاسبية، وذلك من خلال تركيزه على كيفية الاختيار بين الطرق المحاسبية المتعلقة بزيادة دقة وشفافية التقرير المالي. وبالتالي فإن التحفظ المحاسبي يمكن وصفه بأنه معيار يمنح الإدارة حق الاختيار بين الطرق المحاسبية التي تؤدي إلى انخفاض في الأرباح التراكمية التي تم الإفصاح عنها في التقارير المالية من خلال تأخير الاعتراف بالإيرادات وتسريع الاعتراف بالمصروفات (Alkhafaji et al., 2020).

ويُعرف التحفظ المحاسبي على أنه الاعتراف المبكر بالأخبار السيئة مقارنة بالاعتراف بالأخبار الجيدة. ويُنظر إلى التحفظ المحاسبي على أنه آلية من آليات حوكمة الشركات المتضمنة في السياسة المحاسبية، والتي تهدف إلى الحد من مشاكل الوكالة (Lobo et al., 2020). كما يُعرف التحفظ المحاسبي أيضاً، على أنه عدم توقع أي أرباح وتوقع كافة الخسائر المحتملة. إذ أنه يمثل رد فعل لحالة عدم التأكد لمحاولة ضمان أن عدم التأكد والمخاطر الملازمين لنشاط الشركة وأعمالها قد تم أخذهما في الاعتبار على نحو كاف (Shin & Hong, 2020).

## أنواع التحفظ المحاسبي

يمكن التفرقة بين عدة أنواع للتحفظ المحاسبي على النحو التالي: أولاً: التحفظ المحاسبي غير المشروط والذي ينتج عن الإجراءات المحاسبية المستخدمة لقياس وتسجيل الأصول بقيم دفترية تقل عن القيم السوقية لها على مدار عمرها الانتاجي بشكل يؤدي إلى نشأة شهرة غير مسجلة. ومن أمثلة الإجراءات المحاسبية المتحفظة معالجة تكلفة تشييد الأصول غير الملموسة داخلياً كمصروفات بدلاً من رسملتها، وإهلاك الأصول الثابتة بطرق الإهلاك المعجل مقارنة بإهلاكها الاقتصادي، والاستمرار في تطبيق أساس التكلفة التاريخية للأصول (Bolgorian & Mayeli, 2020). ثانياً: التحفظ المحاسبي المشروط، يتمثل في أن يتم تخفيض القيم الدفترية في ظل وقوع أحداث غير ملائمة مع عدم زيادتها في ظل وجود الأحداث الملائمة. ومن أمثلة التحفظ المشروط تطبيق أسلوب التكلفة أو السوق أيهما أقل بالنسبة للمحاسبة عن المخزون، والاعتراف بخسائر التدهور في قيم الأصول طويلة الأجل والأصول غير الملموسة (Kim, 2020). ثالثاً: تحفظ الميزانية وهو التقدير المنخفض للقيم الدفترية لحقوق الملكية. رابعاً: تحفظ الربح وهو سرعة انعكاس الأنباء غير السارة على الربح مقارنة بالأنباء السارة (Lara & Mora, 2004). خامساً: التحفظ الإلزامي والذي يتم من خلال المبادئ والمعايير المحاسبية الملزمة والتي أطلق عليها المبادئ المحاسبية المتحفظة. سادساً: التحفظ الاختياري والذي تحدده الإدارة من خلال ما تقوم به من اختيارات محاسبية من بين بدائل الطرق المحاسبية المتاحة في عملية القياس أو الإفصاح والتي أطلق عليها الإختيارات المحاسبية المتحفظة (Bagnoli & Watts, 2005).

وقد قام Zhang (2008) بتصنيف التحفظ المحاسبي إلى التحفظ المسبق Ex-ante Conservatism والتحفظ اللاحق Ex-post Conservatism. ويتضمن التحفظ المسبق قيام الشركة بتقييم الأصول والالتزامات على أساس متشائم للتدفقات النقدية المستقبلية وذلك عندما يكون مستوى عدم التأكد المتعلق بالتدفقات النقدية مرتفعاً بشكل كاف، كما في حالة معالجة نفقات البحوث والتطوير كمصروفات وعدم رسملتها. بينما ينتج التحفظ اللاحق عن الاعتراف بشكل مبكر بالأخبار السلبية بشأن التدفقات النقدية المستقبلية مقارنة بالأخبار الإيجابية.

بينما قام Hellman (2008) بتصنيف التحفظ المحاسبي إلى التحفظ الدائم والتحفظ المؤقت. إذ يشير التحفظ الدائم إلى تلك الاختيارات الإدارية التي تتم بصفة مستمرة عبر الزمن، والتي غالباً ما تكون تحفظات إجبارية تفرضها جهات خارجية عن الشركة لها سلطة إلزام بإجراءات معينة، أو تلك التحفظات المرتبطة بتحقيق الأهداف الإستراتيجية للإدارة. بينما يشير التحفظ المؤقت إلى اختيارات الإدارة التي يتم تعديلها باختلاف المواقف والظروف المحيطة، أو التغيير في القرارات التي يتم اتخاذها.

ولذلك فإن هذا النوع من التحفظ المحاسبي يقتصر على استخدام السياسات المحاسبية البديلة التي تحقق أهدافاً محددة في فترة زمنية معينة، ويتضمن هذا النوع من التحفظ تكوين إحتياطات سرية، أو مخصصات مبالغ فيها والتي يمكن الإستفادة منها لاحقاً في زيادة الدخل من خلال تخفيض تقدير قيمة تلك المخصصات.

### مبررات ودوافع الطلب على التحفظ المحاسبي

بدايةً، يشير (1993) Watts إلى أن التحفظ المحاسبي يعتبر ظاهرة تحتاج إلى نظرية لتفسيرها كي يتم تحديد ماهية المتغيرات ذات العلاقة بتلك الظاهرة، وأن تلك المتغيرات يمكن استنتاجها من خلال ملاحظة القوائم المالية وتأثيرها على مستخدميها من خلال بحث تجريبي يعتمد على النظريات ذات العلاقة بالمحاسبة مثل النظريات الاقتصادية والتنظيمية والدور التعاقدية للمحاسبة. ويقترح هذا الكاتب أن التحفظ ينشأ نتيجة للدور التعاقدية للمحاسبة ويتأثر بالبيئة التنظيمية المحيطة بالنظام المحاسبي. وتلخص دراسة (Watts, 2003) أربعة مبررات لوجود واستمرار التحفظ في القوائم المالية وذلك على النحو التالي:

أولاً: المبرر التعاقدى Contracting Explanation: يحقق التحفظ المحاسبي منفعة للمستثمرين وغيرهم من الأطراف التعاقدية، كالإدارة والدائنين، لأنه قد يستخدم كوسيلة لمواجهة عدم تماثل المعلومات، ومواجهة المشاكل الخاصة بالتحاسب بين أطراف التعاقد ذات العلاقة بالمنشأة كتنظيم. ويقترح هذا المبرر أن التحفظ يزيد من كفاءة الأرباح كقياس لأداء المنشأة، ويرفع من كفاءة الأصول كقياس لقيمة المشروع.

ثانياً: مبرر التقاضى Litigation Explanation: يساعد التحفظ المحاسبي المنشأة على تجنب تحمل المزيد من التكاليف القضائية المحتمل أن تترتب على التعرض للمسائلة والدعاوي القضائية وذلك من خلال تقييم الأصول بالنقص.

ثالثاً: المبرر التنظيمى Regulatory Explanation: يساهم التحفظ المحاسبي فى تخفيض التكاليف السياسية التى يحتمل أن تترتب على تقييم الأصول بالزيادة مقارنة بتقييمها بالنقص نتيجة تطبيق المعايير المحاسبية والتشريعات الملزمة. كما يقترح هذا المبرر أن التدخل الحكومى فى ترميم إعداد القوائم المالية يساهم فى ميل الشركات نحو اتباع المزيد من التحفظ المحاسبي.

رابعاً: المبرر الضريبي Income Tax Explanation: يساعد التحفظ على تخفيض الدخل الخاضع للضريبة من خلال تأجيل الاعتراف بالإيراد وتعجيل الاعتراف بالمصروف.

وقد أضافت دراسة (قنديل، ٢٠١٨) إلى دراسة (Watts, 2003) حوكمة الشركات كمبرر ودافع خامس ضمن مبررات ودوافع التحفظ المحاسبي. إذ أوضح قنديل وجود وجهتي نظر لعلاقة حوكمة الشركات بالتحفظ المحاسبي، حيث تشير وجهة النظر الأولى إلى أنه يزداد الطلب على التحفظ المحاسبي إذا كان نظام الحوكمة يتسم بالضعف، وذلك لتخفيض عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة والأطراف الأخرى، وذلك لمواجهة السلوك الانتهازي للإدارة. وبالتالي ينظر إلى التحفظ المحاسبي في هذه الحالة على أنه إحدى الآليات اللازمة لدعم حوكمة الشركات وذلك لحماية وضمان حقوق المساهمين والأطراف ذات العلاقة. بينما تشير وجهة النظر الأخرى إلى أنه كلما زادت فعالية آليات الحوكمة كلما زاد الطلب على التحفظ المحاسبي.

### ٦-١-٢ التأسيس العلمي لأسهم الخزينة (قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها)

سيتناول الباحث في هذا الجزء من البحث التأسيس العلمي لأسهم الخزينة من خلال عرض الدراسات السابقة التي تناولت مفهوم أسهم الخزينة، والاصدارات المهنية التي تناولت أسهم الخزينة في جمهورية مصر العربية، ومبررات ودوافع الشركة لاستخدام أسهم الخزينة، والآثار المترتبة على أسهم الخزينة على النحو التالي:

#### مفهوم أسهم الخزينة والاصدارات المهنية التي تناولت أسهم الخزينة في جمهورية مصر العربية

يمكن تعريف أسهم الخزينة بأنها الأسهم التي تقوم الشركة المصدرة بإعادة شرائها من السوق من خلال بورصة الأوراق المالية ولا يكون لها حق في التوزيعات أو في التصويت خلال فترة ملكية الشركة المصدرة لها (Abdou & Gupta, 2019). وعرفت أسهم الخزينة طبقاً لمعيار المحاسبة المصري رقم (٢٥) المعدل ٢٠١٩ (ص:١٢) بعنوان الأدوات المالية: العرض، على أنها: حقوق ملكية المنشأة نفسها والمحتفظ بها بمعرفة المنشأة أو أي منشأة أخرى ضمن المجموعة. وتعرف أسهم الخزينة على أنها هي طريقة تقليدية يتم من خلالها إعادة شراء الشركة لأسهمها من السوق وذلك لإعادة الفائض النقدي إلى المساهمين (Hurtt et al., 2008).

ويقصد بعمليات أسهم الخزينة وفقاً لدليل المستثمر لتنظيم تعاملات الشركات على أسهمها المتداولة بالسوق "أسهم الخزينة" والذي أصدرته الهيئة العامة للرقابة المالية في يوليو ٢٠١٠ على أنها: عملية إعادة شراء الشركة لأسهمها share repurchases or buybacks. ويطلق على الأسهم التي يتم إعادة شرائها بواسطة الشركة Treasury -stocks - أي أسهم الخزينة. ويوجد العديد من الحالات التي تلجأ فيها الشركات المساهمة إلى استرداد جزء من أسهم رأسمالها عن طريق شرائها، سواء تم الشراء نقداً أو عيناً حيث سيؤدي ذلك بالطبع إلى تخفيض أصول الشركة، أو إلى زيادة

التزاماتها وفى المقابل انخفاض فى حقوق الملكية بنفس القدر . وتجدر الإشارة إلى أن تملك الشركة لأسهمها لا يعنى أن هذه الأسهم قد تم إلغاؤها، أو تم استردادها بصفه نهائية، ولكن توجد مجالات عديدة لاستخدامات أسهم الخزينة حيث قد يحتفظ بها لإعادة بيعها في وقت آخر، أو لتوزيعها على العاملين أو على المساهمين (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٠).

وفيما يتعلق بالإصدارات المهنية التي تناولت أسهم الخزينة في جمهورية مصر العربية، فلقد أشارت الفقرة (٣٣) من معيار المحاسبة المصري رقم (٢٥) المعدل ٢٠١٩ بعنوان الأدوات المالية- العرض: إلى أنه إذا قامت المنشأة بإعادة شراء أدوات حقوق الملكية الخاصة بها (أسهم خزينة) فإنه يتم عرض تلك الأدوات مخصومة من حقوق الملكية مع عدم جواز الاعتراف بأي مكسب أو خسارة فى الأرباح أو الخسائر الناتجة عن شراء أو بيع أو إصدار أو إلغاء أدوات حقوق الملكية هذه. ويمكن أن تقوم المنشأة أو أية منشأة أخرى تكون ضمن المجموعة بشراء تلك الأسهم والاحتفاظ بها ويتم الاعتراف بالقيمة المدفوعة أو المحصلة مباشرة فى حقوق الملكية.

وقد أشارت الفقرة (٣٤) من معيار المحاسبة المصري رقم (٢٥) المعدل ٢٠١٩ بعنوان الأدوات المالية- العرض: إلى أنه يتم الإفصاح بصورة منفصلة عن أسهم الخزينة التي تحتفظ بها المنشأة وذلك إما فى صلب قائمة المركز المالي، أو فى الإيضاحات المرفقة بالقوائم المالية وذلك وفقاً لمعيار المحاسبة المصري رقم (١) "عرض القوائم المالية". وإذا أعادت المنشأة شراء أدوات حقوق الملكية الخاصة بها من أطراف ذوى علاقة فإنها تقوم بالإفصاح عن ذلك وفقاً لمعيار المحاسبة المصري رقم (١٥) "الإفصاح عن الأطراف ذوى العلاقة".

كما أشارت المادة رقم ٢٩ من القرار رقم ٦٠ لسنة ٢٠١١ والذي أصدره مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية بأنه على الشركات التي ترغب في شراء جانب من أسهمها (أسهم الخزينة) سواء كانت في صورة أسهم محلية أو شهادات إيداع، أن تخطر الهيئة والبورصة برغبتها وفقاً للنموذج المعد لذلك بالهيئة قبل البدء في إجراءات التنفيذ بثلاثة أيام عمل على الأقل. ويجب أن يتضمن الإخطار أسباب الشراء، وسعر الشراء، وكمية الأسهم المطلوبة، والأثر المتوقع لعمليات الشراء على مؤشرات أداء الشركة. ويجب أن يكون شراء الأسهم من السوق المفتوحة بعد صدور موافقة مجلس إدارة الشركة، وألا تتجاوز نسبة أسهم الخزينة المطلوب شرائها أو التي تحتفظ بها الشركة لمدة تزيد عن سنة ميلادية نسبة ١٠% من إجمالي أسهم الشركة المقيدة بالبورصة.

ونتيجة للوباء العالمي المنتشر (فيروس كورونا) فقد أدى ذلك إلى حدوث تداعيات بالنسبة للأسواق المالية العالمية مع موجة الهبوط الحادة التي شهدتها البورصات العربية والأجنبية. وحرصاً من الهيئة العامة للرقابة المالية على حماية الأسواق المالية المصرية وحماية حقوق المتعاملين فيها، فلقد أصدر

مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية تعديلاً لأحكام التعامل على أسهم الخزينة يوم ٢٠٢٠/٣/١، حيث أصدرت الهيئة إجراءات استثنائية للسماح للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية بشراء أسهم خزينة من خلال السوق المفتوح. وفي هذا الإطار وافق مجلس إدارة الهيئة على تعديل الأحكام المنظمة للتعامل على أسهم الخزينة من خلال الشركات المقيدة بالبورصة والواردة بالمادة رقم ٥١ من قواعد القيد بالاستثناء من مدة الأخطار المسبق والتي كانت مقرره بثلاثة أيام عمل على الأقل قبل الموعد المقترح للتنفيذ. كما أصدرت الهيئة إجراءات استثنائية بصفة مؤقتة تسمح للشركات المشار إليها بإخطار البورصة في ذات اليوم المقترح للتنفيذ لشراء أسهم خزينة من خلال السوق المفتوح وبسعر الورقة المالية خلال جلسة التداول وعلى ألا تتجاوز الكمية المطلوب شرائها للنسبة المقررة قانوناً وهي ١٠% من أسهم الشركة. ويتعين على الشركة الإفصاح للهيئة والبورصة في نهاية كل يوم عمل بما وصلت إليه نسبة أسهم الخزينة المشتراه، مع التوقف عن الشراء عند الوصول للحد الأقصى المسموح به قانوناً والإفصاح فوراً عن ذلك وفقاً للقواعد والإجراءات المتبعة في هذا الشأن. وسوف تعلن الهيئة عن موعد انتهاء العمل بتلك الإجراءات الاستثنائية كما يحق لها إيقاف تلك الإجراءات لأي من الشركات بما يضمن صحة وسلامة التعاملات على الورقة المالية.

كما تناولت المادة (٤٨) من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ عمليات إعادة شراء الأسهم، حيث نصت على أنه إذا حصلت الشركة بأي طريقة على جانب من أسهمها، فإنه يتعين عليها أن تتصرف في هذه الأسهم للغير في مدة أقصاها سنة من تاريخ حصولها عليها، وإلا التزمت بتخفيض رأسمالها بالقيمة الاسمية لتلك الأسهم وابتغاء الإجراءات المقررة لذلك. ويجوز للشركة شراء بعض أسهمها لتوزيعها على العاملين بها كجزء من نصيبهم في الأرباح.

وقد تم إجراء تعديل على القانون السابق بموجب القانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨ حيث تضمن التعديل حذف المادة ٤٨ وإضافة ثلاث مواد جديدة تضمنت ما يلي: المادة رقم (١): إذا حصلت شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم بأية طريقة على جانب من أسهمها وجب عليها إخطار الهيئة العامة للرقابة المالية بذلك. كما يتعين عليها عند إعداد قوائمها المالية وفي جميع حالات الإفصاح التي تنشرها أو تعلنها أن تبين ما حصلت عليه من أسهمها ونسبته إلى رأس المال المصدر وتاريخ حصولها عليه. المادة رقم (٢): لا يكون لأسهم الخزينة أية حقوق في الأرباح التي توزعها الشركة، ويقتصر استحقاق الربح الذي يقرر توزيعه على الأسهم القائمة في تاريخ قرار التوزيع، كما تستبعد أسهم الخزينة عند تشكيل الجمعية العامة للشركة من التمثيل فيها. المادة رقم (٣): على الشركة أن تتصرف في أسهم الخزينة قبل مضي مدة لا تزيد عن سنة ميلادية من تاريخ حصولها عليها، وإلا التزمت بدعوة الجمعية

العامة غير العادية للشركة خلال الثلاثين يوماً التالية لمضى المدة لتخفيض رأس المال بمقدار القيمة الاسمية لتلك الأسهم، وفقاً للإجراءات المقررة لدعوة الجمعية ولتخفيض رأس المال.

### مبررات ودوافع الشركة لاستخدام أسهم الخزينة (قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها)

أوضح دليل المستثمر لتنظيم تعاملات الشركات على أسهمها المتداولة بالسوق "أسهم الخزينة" والذي أصدرته الهيئة العامة للرقابة المالية في يوليو ٢٠١٠ أسباب لجوء الشركة إلى أسهم الخزينة. إذ يمكن للشركة المصدرة للأسهم اللجوء إلى إعادة شراء أسهمها وذلك لوحد أو أكثر من الأسباب الآتية:

(١): استخدام الفائض النقدي المتاح لدى الشركة والذي لا يتوافر أمامها فرص لاستثماره. (٢): تستخدم كبديل لإجراء التوزيعات في حالة توقع الإدارة أن يكون لها تأثير إيجابي على أسعار أسهم الشركة في سوق الأوراق المالية. (٣): تستخدم لخلق سوق للسهم، أو لخلق طلب إضافي على أسهم الشركة، أو لتدعيم سعر السوق الجاري لأسهم الشركة المتداولة. وتلجأ الشركات إلى هذه الآلية في حالة انخفاض أسعار أسهمها لأسباب غير مرتبطة بأداء الشركة ذاتها. (٤): تستخدم لضبط حقوق الملكية وهيكल المساهمين بما يحد من سيطرة بعض المساهمين. (٥): لمواجهة عروض الشراء العدائية لأسهم الشركة حيث يؤدي شراء الشركة لأسهمها تخفيض عدد الأسهم ذات حرية التداول في السوق وزيادة أسعار تداولها. (٦): للحصول على مزايا ضريبية في حال خضوع التوزيعات النقدية للضريبة حيث يترتب على شراء الشركة لأسهمها ارتفاع أسعار تداولها ومن ثم تحقيق أرباح رأسمالية من قبل مساهميها والتي قد تكون معفاة ضريبياً (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٠). (٧): لزيادة ربحية السهم من خلال تخفيض عدد الأسهم القائمة وبالتالي تخفيض مضاعف الربحية مما يجعل سعر السهم ذو جاذبية معينة للمستثمرين، وكذلك زيادة نسبة التوزيعات، حيث تزيد أرباح المساهمين الباقية في الشركة وبالتالي ربحية السهم. (٨): يساهم شراء الشركة لأسهمها في زيادة ثراء المساهمين عن طريق زيادة توزيعات الأرباح نتيجة توزيع الأرباح المحققة على عدد أقل من الأسهم القائمة. (٩): تستخدم هذه الآلية في شراء أسهم المساهمين الراغبين في الخروج من الشركة والمتضررين من الشطب الاختياري كما هو الحال في قواعد القيد والشطب بالبورصة المصرية. (١٠): تستخدم في حالة عمليات الطرح الثانوي الجديد حيث تستخدم أسهم الخزينة في ضبط سعر الأوراق المالية المصدرة من الشركة وخلق نوع من التوازن بين الطلب والعرض كما في حالة الطرح الثانوي وتكوين صندوق أو حساب للحفاظ على استقرار سعر السهم السوقي خلال فترة معينة بعد الطرح. (١١): تستخدم في حالة توزيع الأرباح في شكل أسهم مجانية وذلك باستخدام أسهم الخزينة المتاحة لديها عند التوزيع. (١٢) الرغبة في زيادة الأرباح الموزعة على الأسهم القائمة بتوجيه نصيب أسهم الخزينة من هذه الأرباح في اتجاه الأسهم القائمة. (١٣) تستخدم كآلية لتحديد النصاب القانوني لحضور الجمعيات العامة. (١٤) تستخدم في

عمليات عقود الاختيار وعقود المستقبلات التي تكون الشركة طرفاً فيها (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٠).

ولقد أوضح العديد من الدراسات (e.g., Perales, 2004; Dixon et al., 2008; Griffin & Kurt, 2018; Li et al., 2019; Lobo et al., 2020; Zhu, 2010; Alghamdi, 2018; Kurt, 2018; Li et al., 2019; Lobo et al., 2020) (عوض وآخرون، ٢٠١٥) دوافع الشركات لاستخدام أسهم الخزينة والتي تمثلت في:

**توزيع الفائض النقدي على حملة الأسهم:** ففي حالة وجود فائض نقدي في الشركة، فإن الشركة تعمل على توزيعه على حملة الأسهم لتخفيض تكلفة الوكالة التي قد تنتج من احتفاظ المديرين بهذا الفائض واستخدامه في مشروعات ذات عائد سلبي للشركة، أو عدم القدرة على تحقيق معدل العائد المرغوب فيه من استخدام هذا الفائض. ويعتبر استخدام أسهم الخزينة كوسيلة لتوزيع الفائض النقدي أنسب من عمل توزيعات أرباح نقدية خاصة عندما لا يتوقع تحقيقه بشكل منتظم خلال الفترات التالية.

**مؤشر لمعلومات الشركة:** تعتبر أسهم الخزينة أداة لتوصيل توقعات المديرين للمستثمرين وحملة الأسهم فيما يخص انخفاض قيمة الأسهم في السوق، خاصة إذا كانت الإدارة تمتلك معلومات عن مستقبل الشركة وغير المعلنة للسوق فيما يتعلق بانخفاض قيمة أسهم الشركة.

**بديل لتوزيعات الأرباح النقدية:** تعتبر أسهم الخزينة مرغوباً فيها كبديل لتوزيعات الأرباح النقدية عندما تخفض من الالتزامات الضريبية على الشركة وتكون أكثر تأثيراً على سعر السهم. كما أنها تتميز بالمرونة إذ أنها لا تمثل التزاماً مستقبلياً على الشركة. لذا يفضل استخدامها بدلاً من توزيعات الأرباح خاصة في حالة توقع عدم توافر مثل هذا الفائض النقدي بشكل منتظم.

**تحسين هيكل رأس المال:** قد تستخدم الإدارة أسهم الخزينة لتغيير هيكل رأس مال الشركة، وذلك من خلال تخفيض قيمة حقوق الملكية في الشركة، وزيادة نسبة الرفع المالي بها.

**مكافأة العاملين بالشركة:** يمكن استخدام أسهم الخزينة كوسيلة لمكافأة العاملين بالشركة، وذلك بتوزيع أسهم الخزينة عليهم كأسهم مجانية بدلاً من إصدار أسهم جديدة.

**حماية الشركة من السيطرة عليها:** إن زيادة شراء الشركة لأسهمها يزيد من تكلفة الاستحواذ عليها مما يحمي الشركة من سيطرة الشركات الأخرى عليها. إذ تعتبر إحدى خصائص الشركات المتداول أسهمها في البورصة إمكانية استبدال النقدية بأسهم، حيث كلما زاد امتلاك أسهم إحدى الشركات كلما زادت السيطرة والتحكم في هذه الشركة من قبل حملة الأسهم، وبالتالي يتم الاستحواذ عليها. كما تستخدم أسهم الخزينة للحد من محاولات البعض السيطرة على الشركات بهذه الطريقة ورفع سعر السهم في السوق.

**تحسين بعض النسب المالية للشركة:** تسعى إدارة الشركة في أغلب الأوقات إلى تحسين بعض النسب المالية للشركة مثل ربحية السهم، ومعدل العائد على حقوق الملكية. الآثار المترتبة على أسهم الخزينة (قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها):

تناول العديد من الدراسات (e.g., Hackethal & Zdantchouk, 2006; Hribar et al., 2006; Li & Hwang, 2011; Skinner & Soltes, 2011، ٢٠١٠، مطاوع، ٢٠١٢) الآثار المترتبة على استخدام الشركة لأسهم الخزينة. ويمكن تقسيم هذه الآثار إلى الآثار الايجابية والاثار السلبية والتي يمكن أن تحدث نتيجة قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها من البورصة. ويمكن عرض هذه الآثار على النحو التالي:

تتمثل أهم الآثار الايجابية التي يمكن أن تحدث نتيجة قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها من البورصة فيما يلي:

**زيادة ربحية السهم:** إذ يسعى العديد من الشركات تسعى إلى إدارة أرباحها بشكل يساعدها في إظهار ربحية السهم بشكل يرضي المساهمين الحاليين والمرقبين وبما يتوافق مع توقعات المحللين الماليين. ونظرا لظهور العديد من الوسائل التي يمكن أن تساعد في الحد من عمليات إدارة الأرباح والتي تهدف إلى تعظيم ربحية السهم، يتجه العديد من الشركات إلى إدارة الربح من خلال عمليات إعادة الشراء للأسهم. إذ تمثل ربحية السهم علاقة بين صافي الربح والمتوسط المرجح لعدد الأسهم القائمة، حيث تساهم عمليات إعادة شراء الأسهم في تخفيض هذا المتوسط (Hribar et al., 2006).

**زيادة توزيعات الأرباح النقدية:** ينص معظم المعايير المحاسبية والقواعد القانونية في أغلب دول العالم على منع توزيعات أرباح على أسهم الخزينة وبالتالي فإن مبالغ الأرباح المعلن عن توزيعها سوف تقسم على عدد أقل من الأسهم ومن ثم يزيد نصيب السهم من التوزيع النقدي للأرباح. ويضاف إلى ذلك أن العديد من الشركات استبدلت عمليات التوزيع النقدي للأرباح بعمليات إعادة شراء الأسهم والتي تبدو في ظاهرها عملية إعادة شراء للأسهم ولكن في باطنها هي عملية شراء للأسهم مصحوبة بتوزيع أرباح رأسماليه وأرباح جارية (Skinner & Soltes, 2011).

**زيادة الربح الرأسمالي للسهم نتيجة انخفاض قيمته الدفترية:** تنص المعايير المحاسبية سواء المصرية أو الأمريكية على تخفيض حقوق الملكية بتكلفة الاستحواذ على أسهم الخزينة. ولاشك أن ارتفاع تكلفة الاستحواذ على أسهم الخزينة عن القيمة الدفترية للسهم سوف يؤدي إلى انخفاض القيمة الدفترية للسهم بعد عملية الاستحواذ بشكل يؤدي إلى زيادة الفرق بين سعر السوق للسهم والقيمة

الدفترية له بعد عملية إعادة الشراء، وهو ما يرسل إشارات إيجابية للمساهمين بزيادة نصيبهم من الأرباح الرأسمالية بعد عملية إعادة الشراء عنه قبل عملية إعادة الشراء (مطواع، ٢٠١٢).

**انخفاض مضاعف ربحية السهم:** نظراً لأنه يتم حساب مضاعف ربحية السهم (فترة الاسترداد) بقسمة السعر السوقي للسهم على ربحية السهم، فإن هذا النصيب من الأرباح سوف يرتفع بسبب استبعاد أسهم الخزينة من مقام معادلة حساب ربحية السهم. ولذلك من البديهي أن تنخفض فترة الاسترداد للاستثمار في الأسهم مما يشجع المستثمرين للإقبال على شراء تلك الأسهم بشكل يعزز جانب الطلب على أسهم هذه الشركة (Li & Hwang, 2011).

**زيادة أسعار التداول على أسهم الشركة:** تساهم جميع المؤشرات والإشارات الإيجابية السابقة في زيادة أسعار التداول على الأسهم. إذ يعتمد البعض في اتخاذ قرار الشراء على النمو في معدل العائد على الاستثمار، ويعتمد الآخر على مضاعف الربحية أو قد يأخذ البعض جميع المؤشرات السابقة في الحسبان عند اتخاذ قرار الشراء لأسهم الشركة. لذلك اعتبر البعض أن من أهم النتائج الإيجابية لعمليات إعادة الشراء هو إرسال إشارات إيجابية تعزز الثقة في أسهم الشركة وبالتالي زيادة الطلب عليها والمحافظة على المستويات السعرية لها خاصة في أوقات الأزمات (Hackethal & Zdantchouk, 2006).

وفيما يتعلق بالآثار السلبية التي يمكن أن تحدث نتيجة قيام الشركات بإعادة شراء أسهمها فلقد أوضح دليل المستثمر لتنظيم تعاملات الشركات على أسهمها المتداولة بالسوق "أسهم الخزينة" والذي أصدرته الهيئة العامة للرقابة المالية في يوليو ٢٠١٠ الجوانب السلبية والمحاذير المرتبطة بشراء الشركة لأسهمها. إذ أوضح هذا الدليل أن هناك العديد من المحاذير والأخطاء التي يمكن أن تقع فيها إدارة الشركات في حالة تعاملها على أسهم شركاتها في ضوء عدم تماثل المعلومات فيما بين المتعاملين على السهم بالسوق وبين إدارة الشركة في حالة تعاملها على أسهمها. وفيما يلي توضيح لبعض المحاذير التي يجب أن تأخذها إدارة الشركات في الاعتبار عند التعامل على أسهمها:

**استغلال المعلومات الداخلية:** تتمتع إدارة الشركة والعاملين بها بوضع متميز عن وضع بقية المتعاملين في البورصة، حيث أن إدارة الشركة تمتلك دائماً معلومات خاصة غير متاحة للجمهور مما يسمح لها باستغلال المعلومات المتاحة لديها وغير المتاحة لدى الغير، وهو ما يمثل جريمة من جرائم البورصات والتي تتمثل في جريمة استخدام العالمين ببواطن الأمور للمعلومات الداخلية، حيث تعتبر إدارة الشركة نفسها من أكثر الداخلين المطلعين على المعلومات الداخلية غير المنشورة للغير. وبالتالي، فإن إدارة الشركة يمكنها أن تعمل في ظل عدم الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات من خلال الاستفادة من آلية إعادة الشراء لأسهمها في ظل وجود معلومات غير منشورة سواء أكانت إيجابية أم

سلبية لتحقيق مكاسب غير عادية على حساب المستثمرين في السوق (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٠).

**قيد سعر غير حقيقي:** في ظل الممارسات غير القانونية أو المرتبطة بالتلاعبات، فقد ترغب إدارة الشركة في استخدام آلية إعادة شراء أسهمها للوصول بالسهم إلى مستوى سعري غير حقيقي وذلك في ظل عدم وجود نتائج أعمال جيدة للشركة، أو أحداث جوهرية ذات تأثيرات ملموسة حقيقية لدى الشركة. ويتم ذلك من خلال إعلان الشركة عن شراء أسهم خزينة على أساس أن سعر السهم يقل عن سعره الحقيقي أو سعره العادل. وقد يؤدي ذلك إلى الإيحاء للسوق بان هناك معلومات متاحة لدى الشركة وغير متاحة لديهم مما يزيد من حجم الطلب ومن ثم يرتفع سعر السهم وهنا يوجه إلى إدارة الشركة ارتكاب جريمة أخرى وهي جريمة التلاعب بالأسعار بقيد سعر غير حقيقي (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٠).

**إرسال إشارات خاطئة للسوق:** فقد تستغل الشركة آلية إعادة شراء أسهمها وكذلك التخلص من هذه الأسهم لإعطاء إيحاء للسوق وإعادة توجيه السوق نحو زيادة الطلب، أو زيادة العرض مما يجعل الشركة تقوم بوظيفة أخرى بجانب وظيفتها الأساسية وهي وظيفة صانع السوق لأسهمها. وفي ظل غياب الضوابط الحقيقية الحاكمة لتلك الآلية، مع عدم تأهل هذه الشركات للقيام بوظيفة صانع السوق والتي يؤكد عدم الترخيص للشركات المصدرة بممارسة هذا النشاط من قبل الجهات الرقابية، ومع كون الشركة غير ملتزمة بقواعد الإفصاح فان ذلك قد يجعل الشركة تعمل على الوصول بسعر سهمها إلى سعر غير عادل لفترة معينة وقد تنجح في الحفاظ على ارتفاع أسعار تداولها إلا انه سوف يعود إلى مستواه الحقيقي بما يكبد المستثمرين بالشركة خسائر غير عادية مع انخفاض حقوق الملكية نتيجة بيع أسهم الخزينة بخسارة (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٠).

**التواطؤ بالشراء من مساهمين محددین:** في بعض الحالات التي تواجه فيها الشركة خسائر أو مشاكل مستقبلية تقوم الإدارة التنفيذية بالشركة بالاتفاق مع بعض كبار المساهمين فيها، أو أعضاء مجلس إدارتها على شراء جزء من أسهمهم بسعر معين عن طريق قيام الشركة بالإعلان عن شراء أسهم خزينة وقيام هؤلاء المساهمين ببيع هذه الأسهم للشركة بالسعر المتفق عليه، مما يجعل هؤلاء المساهمون يحققون منافع بصورة غير عادلة على حساب باقي المساهمين المستثمرين بالشركة والذين لا تتوافر لديهم المعلومات المستقبلية الخاصة بالشركة والتي يؤدي نشرها إلى انخفاض سعر التداول عن أسعار شراء أسهم الخزينة (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٠).

**المساس بحقوق دائني الشركة:** أعطى المشرع لدائني الشركة الذين نشأت حقوقهم قبل نشر قرار تخفيض رأس المال وكذلك الممثل القانوني لجماعة حملة السندات، الحق في الاعتراض على قرار

تخفيض رأس مال الشركة، باعتبار أن قاعدة ثبات رأس المال هي الضمانة الأولى بالنسبة للدائنين، وبالتالي فإنه يلزم أن يكون شراء الشركة لأسهمها بغرض تخفيض رأس المال بعد إخطار الدائنين حيث يمكن للمعترض من الدائنين اللجوء للقضاء في حال عدم قبوله قرار الشركة بشراء أسهمها لتخفيض رأس المال وإلغاء القرار. وقد يتخذ بعض الشركات ذات الإدارة غير الملتزمة بمبادئ حوكمة الشركات قرار شراء أسهم خزينة للإضرار والتأثير سلباً على حقوق الدائنين، وذلك عن طريق قيام الشركة بالتقاعس عن رد أموال الدائنين رغم وجود فائض نقدي لديها، حيث تقوم بشراء أسهم خزينة بهذا الفائض أو بتسييل أصول لديها ثم تشتري بقيمتها أسهم خزينة بما يؤدي إلى تصفية الشركة بصورة غير قانونية وحصول المساهمين على أموالهم وضياع حقوق الدائنين، وهو ما يعد إجحافاً لهم. إذ أن قيامهم بإقراض الشركة كان في ظل ضمانات أهمها قيمة رأس المال المدفوع باعتباره غير قابل للتوزيع، وهنا تظهر خطورة إطلاق حرية الشركة في شراء أسهم الخزينة دون ضوابط من الجهة الرقابية (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٠).

**استخدام أسهم الخزينة للتأثير على نسب التصويت داخل الجمعيات:** يتضمن التشريع المصري أن المستثمر الذي سوف تبلغ نسبة مساهمته الثلث عند عقد عملية على أسهم شركة ما سواء كان يملك نسبة أقل من أسهم الشركة، أو سواء كان يرغب في تملك هذا الحد مرة واحدة، فإنه قد يكون مُلْزَمًا بتقديم عرض شراء إجباري كما ورد بالقانون المصري في حالة تبين مشاركته في قرار أسهم الخزينة. وعند حساب نسبة الثلث هذه يتم حسابها كنسبة لأسهمه التي سوف يملكها إلى إجمالي الأسهم القائمة بعد استبعاد أسهم الخزينة وذلك لأن أسهم الخزينة في تلك الحالة ينظر إليها على أنها مستبعده من رأس مال الشركة، فضلاً عن أنها لا تملك حق التصويت. ومن المعروف أن عروض الشراء بقصد الاستحواذ لا تنصب إلا على الأسهم التي تشكل جزءاً من رأس المال وتخول حاملها حق التصويت في الجمعية العامة (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٠).

## ٦-٢ الدراسات السابقة التي تناولت موضوع البحث واشتقاق فرض البحث

يمكن تبويب الدراسات السابقة التي تناولت موضوع البحث إلى مجموعتين:  
المجموعة الأولى: الدراسات التي تناولت أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها.  
المجموعة الثانية: الدراسات التي تناولت محددات أسهم الخزينة.  
وسيقوم الباحث بعرض هذه الدراسات السابقة كما يلي:

## ٦-٢-١ الدراسات التي تناولت أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها.

توجد ندرة في الدراسات السابقة التي تناولت الأثر المباشر للتحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، وهو ما يمثل دافعاً لإجراء هذا البحث. وقد انققت دراستا (e.g., Li et al., 2019; Lobo et al., 2020) على وجود علاقة معنوية سلبية بين التحفظ المحاسبي وقرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، حيث أنه كلما زاد التحفظ المحاسبي في القوائم المالية للشركة كلما حد ذلك من قيام المديرين بإعادة شراء أسهم الشركة. وفيما يلي عرض للدراسات السابقة.

هدفت دراسة (Li et al., 2019) إلى دراسة أثر التحفظ المحاسبي على أسهم الخزينة (إعادة شراء الشركة لأسهمها) بالولايات المتحدة الأمريكية. وقد اعتمدت هذه الدراسة على استخدام أسلوب الانحدار المتعدد في اختبار فروض الدراسة، حيث بلغت عدد المشاهدات ١٤٤٩ مشاهدة للشركات المدرجة في البورصات الأمريكية، وذلك خلال الفترة من عام ٢٠٠٣ إلى عام ٢٠١٣. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية سلبية بين التحفظ المحاسبي وأسهم الخزينة. فكلما زاد التحفظ المحاسبي في القوائم المالية للشركة كلما حد ذلك من قيام المديرين بإعادة شراء أسهم الشركة، بما يتفق مع وجهة النظر التي أوضحت أن عملية إعادة شراء الأسهم تساعد في الحد من الفائض النقدي والحد من عدم تماثل المعلومات.

وتناولت دراسة (Lobo et al., 2020) دراسة أثر التحفظ المحاسبي على أسهم الخزينة، حيث أن السبب الرئيسي لتفسير هذه العلاقة هو مشكلة الاستثمار الأكثر من اللازم والتي تمثلت في هذه الدراسة في مشكلة التدفقات النقدية الحرة. وقد استخدمت هذه الدراسة أسلوب الانحدار المتعدد وأسلوب الانحدار اللوجستي في اختبار فروض الدراسة، حيث بلغت عدد المشاهدات ٥٩٣٦٥ مشاهدة للشركات المدرجة في البورصات الأمريكية، خلال الفترة من عام ١٩٩٧ إلى عام ٢٠١٤. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية سلبية بين التحفظ المحاسبي وأسهم الخزينة. إذ أنه كلما زاد التحفظ المحاسبي في القوائم المالية للشركة كلما حد ذلك من قيام المديرين بإعادة شراء أسهم الشركة، وتزداد هذه العلاقة كلما زادت التدفقات النقدية الحرة في الشركة.

ومن خلال عرض هاتين الدراستين يمكن اشتقاق الفرض الرئيسي للبحث في صورته البديلة على النحو التالي:

**H1: يؤثر التحفظ المحاسبي تأثيراً معنوياً سلبياً على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وذلك بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري.**

## ٦-٢-٢ الدراسات التي تناولت محددات أسهم الخزينة

تناول العديد من الدراسات (e.g., Choi et al., 2009; Benhamouda & Watson, 2010; Capizzi & Giovannini, 2011; Lee & Suh, 2011; Andriosopoulos & Hoque, 2013; Brailsford et al., 2016; Abraham et al., 2018; Alghamdi, 2018) محددات أسهم الخزينة (محددات قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها). وتتمثل هذه المحددات على سبيل المثال وليس الحصر في: التدفقات النقدية الحرة، والأرباح المحاسبية المتوقعة، وحجم الشركة، وخبرة أعضاء مجلس الإدارة، وحوكمة الشركات، ونسبة الرفع المالي، وهيكل الملكية، والأرباح المحتجزة. وفيما يلي عرض للدراسات التي تناولت محددات أسهم الخزينة.

هدفت دراسة (Choi et al., 2009) إلى دراسة محددات قيام الشركة باتخاذ قرار إعادة شراء أسهمها من البورصة اليابانية (بورصة طوكيو). وقد استخدمت هذه الدراسة أسلوب الانحدار المتعدد في اختبار فروض الدراسة، لعدد من المشاهدات ٢٨٩ مشاهدة للشركات المدرجة في البورصة اليابانية (بورصة طوكيو)، وذلك خلال الفترة من عام ١٩٩٥ إلى عام ٢٠٠٦. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية إيجابية بين التدفقات النقدية الحرة وأسهم الخزينة، فكلما زادت التدفقات النقدية الحرة كلما زاد من قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها من البورصة اليابانية. كما توصلت الدراسة أيضاً إلى أن الشركات التابعة هي الأكثر إقداماً على القيام باتخاذ قرار إعادة شراء أسهمها من البورصة اليابانية.

وتناولت دراسة (Benhamouda & Watson, 2010) دراسة محددات قيام الشركة باتخاذ قرار إعادة شراء أسهمها من البورصات الانجليزية. وقد اعتمدت هذه الدراسة على استخدام أسلوب الانحدار اللوجستي في اختبار فروض الدراسة، وذلك بالتطبيق على ٢٦٧ شركة من الشركات المدرجة في بورصة المملكة المتحدة، بعدد مشاهدات ١٠١٦ مشاهدة، وذلك خلال الفترة من عام ٢٠٠١ إلى عام ٢٠٠٤. وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة معنوية إيجابية بين الأرباح المحاسبية المتوقعة للشركة وأسهم الخزينة، فكلما زاد صافي الربح المحاسبي كلما زاد قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها. واستناداً إلى هذه النتيجة أوضحت الدراسة أن أهم محدد لقيام الشركات بإعادة شراء أسهمها هو أنها تكون بديلة لتوزيعات الأرباح النقدية، حيث أن قرار إعادة شراء الأسهم يكون مرغوباً فيه كبديل لتوزيعات الأرباح النقدية عندما تخفض من الالتزامات الضريبية على الشركة وتكون أكثر تأثيراً على سعر السهم، كما أنه يتميز بالمرونة. إذ أنه يمثل التزاماً مستقبلياً على الشركة. لذا يفضل استخدامه بدلاً من إجراء توزيعات أرباح في حالة توقع عدم توافر مثل هذا الفائض النقدي بشكل منظم.

وتناول (Capizzi & Giovannini, 2011) دراسة محددات قيام الشركة باتخاذ قرار إعادة شراء أسهمها من البورصة الإيطالية. وقد اعتمدت هذه الدراسة على دراسة الحدث في اختبار أثر قيام

الشركة بإعادة شراء أسهمها على رد فعل السوق قبل وبعد عملية إعادة شراء الشركة لأسهمها. وقد بلغ عدد المشاهدات التي تم استخدامها ٦٠٢ مشاهدة للشركات المدرجة في البورصة الإيطالية، وذلك خلال الفترة من عام ١٩٩٠ إلى عام ٢٠٠٣. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية سلبية بين حوكمة الشركات وأسهم الخزينة. إذ أنه كلما زادت جودة حوكمة الشركات كلما انخفض قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها من البورصة الإيطالية. وتدعم هذه النتيجة بقوة نظرية الاستبدال والتي تنص على أن عملية إعادة شراء الأسهم قد أصبح بديلاً أفضل لسياسة التوزيعات على المساهمين.

وتعرضت دراسة (Lee & Suh, 2011) لمحددات قيام الشركة باتخاذ قرار إعادة شراء أسهمها من البورصة في سبع دول رئيسية: أستراليا وكندا وفرنسا وألمانيا واليابان والمملكة المتحدة والولايات المتحدة. وقد تم استخدام الانحدار المتعدد لاختبار فروض الدراسة، وذلك خلال الفترة من عام ١٩٩٨ إلى عام ٢٠٠٦. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية إيجابية بين التدفقات النقدية الحرة وأسهم الخزينة، فكلما زادت التدفقات النقدية الحرة كلما زاد قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها. وقد أوضحت هذه الدراسة أن الاحتفاظ بالنقدية هو المحدد الرئيسي لقيام الشركات بإعادة شراء أسهمها من البورصة، حيث أنه عند وجود فائض نقدي في الشركة فإنها تعمل على توزيعه على حملة الأسهم لتخفيض تكلفة الوكالة التي قد تنتج من احتفاظ المديرين بهذا الفائض واستخدامه في مشروعات ذات عائد سلبي على الشركة، أو عدم القدرة على تحقيق المعدل المرغوب فيه من هذا الفائض. ويعتبر استخدام أسهم الخزينة كوسيلة لتوزيع الفائض النقدي أنسب من عمل توزيعات أرباح نقدية خاصة عندما يكون غير متوقع تحقيق هذه التوزيعات بشكل منتظم خلال الفترات التالية.

وتناول دراسة (Andriosopoulos & Hoque, 2013) دراسة محدثات قيام الشركة باتخاذ قرار إعادة شراء أسهمها في ثلاث دول أوروبية وهم المملكة المتحدة، وفرنسا، وألمانيا. وقد استخدمت الدراسة أسلوب الانحدار اللوجستي في اختبار فروض الدراسة، لعدد من المشاهدات قدرها ٩٧٠ مشاهدة من الشركات منهم ٥١٣ مشاهدة من المملكة المتحدة، و٢٦٣ مشاهدة من فرنسا، و١٩٤ مشاهدة من ألمانيا، وذلك خلال الفترة من عام ١٩٩٧ إلى عام ٢٠٠٦. وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة معنوية إيجابية بين حجم الشركة وأسهم الخزينة، فكلما زاد حجم الشركة كلما زاد قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها. كما وجدت علاقة معنوية سلبية بين درجة تركيز الملكية وبين أسهم الخزينة، حيث كلما كانت الملكية مركزة كلما انخفض قيام الشركات بإعادة شراء أسهمها. توصلت الدراسة أيضاً إلى وجود علاقة معنوية سلبية بين نسبة الرفع المالي وبين أسهم الخزينة، فكلما زادت نسبة الرفع المالي كلما انخفضت قيام الشركات بإعادة شراء أسهمها.

وتناولت دراسة (Brailsford et al., 2016) محددات قيام الشركات باتخاذ قرار إعادة شراء أسهمها من البورصة الاسترالية. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية إيجابية بين كل من التدفقات النقدية الحرة وإعادة هيكلة رأس المال وأسهم الخزينة، فكلما زادت التدفقات النقدية الحرة كلما زاد من قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها من البورصة الاسترالية.

وتعرضت دراسة (Abraham et al., 2018) لمحددات قيام الشركة باتخاذ قرار إعادة شراء أسهمها من البورصة الأمريكية. وقد اعتمدت الدراسة على استخدام أسلوب الانحدار اللوجستي لاختبار فروض الدراسة، باستخدام عينة من ٧٦ شركة من الشركات المدرجة في البورصة الأمريكية، بعدد مشاهدات قدرها ١٠٧٧٣ مشاهدة، وذلك خلال الفترة من عام ٢٠٠٤ إلى عام ٢٠١٥. وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة معنوية إيجابية بين كل من التدفقات النقدية الحرة وحجم الشركة والأرباح المحتجزة وبين قيام الشركة باتخاذ قرار إعادة شراء أسهمها). كما وجدت الدراسة علاقة معنوية سلبية بين كل من هيكل الملكية المؤسسية ونسبة الرفع المالي وبين قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها من البورصة.

وتناولت دراسة (Alghamdi, 2018) مبررات ودوافع ومحددات قيام الشركة باتخاذ قرار إعادة شراء أسهمها في المملكة العربية السعودية، وذلك من خلال الاعتماد على قائمة إستقصاء لتجميع البيانات. وقد تم توزيع قائمة الاستقصاء على مجموعتين، تمثلت المجموعة الأولى في المديرين الماليين، بينما تمثلت المجموعة الثانية في أعضاء هيئة التدريس الأكاديميين بقسمي المحاسبة والتمويل. وقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود أربعة محددات لقيام الشركة بإعادة شراء أسهمها: جودة حوكمة الشركات، وحجم الشركة، وهيكل الملكية، وخبرة أعضاء مجلس الإدارة. كما توصلت هذه الدراسة أيضاً إلى وجود خمس مبررات ودوافع لقيام الشركات بإعادة شراء أسهمها: تحسين ربحية السهم، وزيادة سعر السهم، والاشارة إلى ثقة الإدارة في مستوى الأرباح وأسعار الأسهم المستقبلية، والتخلص من حملة أسهم معينين، وتخفيض المصاريف الإدارية لصغار حملة الأسهم عن طريق التخلص من حقوق الأقلية.

### ٦-٣ الدراسة التطبيقية

#### ٦-٣-١ مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري فيما عدا قطاعي البنوك والخدمات المالية. وقد تم اختيار عينة تحكيمية تتكون من ٢٤ شركة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري بعد استبعاد البنوك وشركات التأمين، وذلك خلال الفترة من عام ٢٠٠٠ إلى عام ٢٠١٩. وقد تمثلت الشروط الواجب توافرها في مفردات عينة الدراسة كما يلي: (١) أن تكون الشركة مقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية، (٢) توافر القوائم المالية السنوية للشركة خلال فترة

الدراسة، (٣) وأن تكون الشركة قد قامت بالإفصاح عن أسهم الخزينة في قائمة المركز المالي ضمن حقوق الملكية.

وقد تم تقسيم عينة الدراسة الى مجموعتين وفقاً للطريقة المستخدمة في قياس المتغير التابع (قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها). وقد بلغ عدد المشاهدات في المجموعة الأولى ٦٤ مشاهدة، وهي المجموعة المرتبطة بقياس قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها عن طريق قياس نسبة أسهم الخزينة الفعلية (عدد أسهم الخزينة مقسوماً على إجمالي عدد الأسهم في الشركة)، بينما بلغ عدد المشاهدات في المجموعة الثانية ٤٨٠ مشاهدة، وهي المجموعة المرتبطة بقياس قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها عن طريق اعطاء القيمة ١ للشركات التي قامت بالإفصاح عن أسهم الخزينة في قائمة المركز المالي ضمن حقوق الملكية، واعطاء القيمة صفر للشركات التي لم تقم بالإفصاح عن أسهم الخزينة (لم تقم بإعادة شراء أسهمها). وتعتمد الدراسة التطبيقية على البيانات التاريخية الفعلية المنشورة سواء بالقوائم المالية السنوية الكاملة، أو المتوفرة بمصادر المعلومات. وقد تم الحصول على بيانات الدراسة من شركة مصر لنشر المعلومات وذلك من خلال الحصول على التقارير المالية وأسعار الأسهم خلال فترة الدراسة.

ويوضح الجدول رقم (١) القطاعات التي تنتمي إليها شركات العينة<sup>١</sup> وعدد ونسبة شركات كل قطاع بالنسبة لإجمالي مفردات العينة.

### جدول (١): عدد شركات عينة الدراسة مصنفة وفقاً للقطاعات

النسبة المئوية	عدد الشركات	القطاع
٨.٣%	٢	موارد أساسية
٤.٣%	١	كيماويات
١٦.٧%	٤	التشييد ومواد البناء
٨.٣%	٢	أغذية ومشروبات
٨.٣%	٢	الاتصالات
٨.٣%	٢	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
٤.٢%	١	إعلام
٢٠.٨%	٥	منتجات منزلية وشخصية
٢٠.٨%	٥	سياحة وترفيه
١٠٠%	٢٤ شركة	إجمالي عدد الشركات

<sup>١</sup> يوضح الملحق رقم (١) أسماء الشركات التي تضمنتها عينة الدراسة.

## ٦-٣-٢ إجراءات اختبار فروض الدراسة

قام الباحث باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS لاختبار فرض الدراسة باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد وأسلوب الإنحدار اللوجستي. وقد قام الباحث بصياغة النموذج الإحصائي (في شكل معادلة انحدار) وفقاً لدراسة (Lobo et al., 2020).

النموذج الإحصائي اللازم لاختبار فرض البحث:

**H1:** يؤثر التحفظ المحاسبي تأثيراً معنوياً سلبياً على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وذلك بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري.

$$\text{TreasuryStock}_{(it)} = \beta_0 + \beta_1 \text{Conservatism}_{(it-1)} + \beta_2 \text{FreeCashFlow}_{(it-1)} + \beta_3 \text{FirmSize}_{(it-1)} + \beta_4 \text{Leverage}_{(it-1)} + \varepsilon_{(it)} \quad (1)$$

حيث أن:

$TreasuryStock_{(it)}$ : أسهم الخزينة في الشركة (i) في السنة (t).

$Conservatism_{(it-1)}$ : التحفظ المحاسبي في القوائم المالية للشركة (i) في السنة (t-1).

$FreeCashFlow_{(it-1)}$ : التدفقات النقدية الحرة للشركة (i) في السنة (t-1).

$FirmSize_{(it-1)}$ : حجم الشركة (i) في السنة (t-1).

$Leverage_{(it-1)}$ : نسبة الرفع المالي للشركة (i) في السنة (t-1).

## ٦-٣-٣ متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

أولاً: قياس المتغير التابع: قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها (أسهم الخزينة)

تم قياس هذا المتغير اعتماداً على دراسة (Lobo et al., 2020) وفقاً لمقياسين:

المقياس الأول: تم قياس قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها عن طريق حساب نسبة أسهم الخزينة الفعلية أو نسبة إعادة شراء الأسهم. وقد تم ذلك من خلال قسمة عدد أسهم الخزينة (التي أفصحت عنها الشركة بقائمة المركز المالي ضمن حقوق الملكية) على إجمالي عدد أسهم الشركة.

المقياس الثاني: تم قياس قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها عن طريق اعطاء القيمة ١ للشركات التي قامت بالإفصاح عن أسهم الخزينة بقائمة المركز المالي ضمن حقوق الملكية، واعطاء القيمة صفر للشركات التي لم تفصح عن أسهم الخزينة (لم تقم بإعادة شراء أسهمها).

### ثانياً: قياس المتغير المستقل (التحفظ المحاسبي في القوائم المالية)

توصل الباحث إلى أن كافة مقاييس التحفظ التي قدمتها الدراسات السابقة يمكن تصنيفها استرشاداً بالدراسة المسحية التي قدمها (Watts, 2003b, pp.288-290) إلى مقاييس تعتمد على قيم الأصول، ومقاييس تعتمد على مستوى الاستحقاقات، وأخرى تعتمد على علاقة الأرباح بعوائد الأسهم.

وقد فضل الباحث قياس التحفظ المحاسبي بالاعتماد على المقاييس التي تعتمد على قيم الأصول، وهي عبارة عن مقياس نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، حيث أن هذا النوع من المقاييس يعتمد على حساب التحفظ المحاسبي بشكل كلي، وليس الاقتصار على التحفظ المشروط فقط. إذ أنه وفقاً لهذا المقياس يكون التحفظ هو سبب اختلاف القيم السوقية عن القيم الدفترية لصافي حقوق الملكية والذي يقاس بمعامل تأثير القيمة الدفترية لصافي الأصول التشغيلية لإحدى الفترات على الأرباح التشغيلية غير العادية للفترة اللاحقة، حيث أن القيمة السوقية لحقوق الملكية = عدد الأسهم × سعر إقبال السهم.

$$\frac{\text{القيمة السوقية لحقوق الملكية (عدد الأسهم} \times \text{سعر إقبال السهم)}}{\text{القيمة الدفترية لحقوق الملكية}} = \text{التحفظ المحاسبي}$$

### ثالثاً: قياس المتغيرات الرقابية

تم قياس المتغيرات الرقابية وفقاً لدراسة (Labhane & Mahakud 2016) وذلك على النحو التالي:

- ١- التدفقات النقدية الحرة: تم قياسها عن طريق صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية مقسومه على إجمال الأصول.
- ٢- حجم الشركة: تم قياسها عن طريق اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.
- ٣- نسبة الرفع المالي: تم قياسها عن طريق قسمة إجمالي الإلتزامات على إجمالي الأصول.

### ٦-٣-٤ نتائج الدراسة التطبيقية

#### أولاً: نتائج اختبار المجموعة الأولى لعينة الدراسة

وهي المجموعة التي تم قياس قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها عن طريق حساب نسبة أسهم الخزينة الفعلية أو نسبة إعادة شراء الأسهم، وتم ذلك من خلال قسمة عدد أسهم الخزينة (التي أفصحت عنها الشركة في قائمة المركز المالي ضمن حقوق الملكية) على إجمالي عدد أسهم الشركة. وقد بلغ

عدد المشاهدات في هذه المجموعة ٦٤ مشاهدة. وقام الباحث باختبار الفرض السابق ذكره والذي تم صياغته في شكل نموذج إحصائي واعتمد الباحث على جدول تحليل التباين لتحديد مستوى المعنوية لكل نموذج إحصائي. وقد تم إجراء اختبار فرض الدراسة في ظل مستوى معنوية ٥%. كما قام الباحث بإجراء اختبار كولمجروف- سمرنوف Kolmogorov-Smirnov لاختبار ما إذا كانت بيانات وعينة الدراسة يتوافق بها التوزيع الطبيعي من عدمه.

#### نتيجة اختبار كولمجروف- سمرنوف لعينة الدراسة:

يتضح من نتائج اختبار كولمجروف - سمرنوف أن بيانات الدراسة تتبع توزيعاً طبيعياً، وذلك كما هو موضح بالتحليل الإحصائي لبيانات الدراسة بملحق رقم (٢) حيث كانت قيمة Z معنوية لكل متغيرات الدراسة عند مستوى معنوية ٥% أو أقل.

#### الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة في المجموعة الأولى لعينة الدراسة:

يبين الجدول رقم (٢) المتوسط الحسابي والانحراف المعياري وأعلى قيمة وأدنى قيمة لمتغيرات الدراسة (التابع والمستقل والرقابية) خلال فترة الدراسة من عام ٢٠٠٠ إلى عام ٢٠١٩. ويشير هذا الجدول إلى أن متوسط متغيرات الدراسة تقع بين الحد الأدنى والأعلى وهو ما يشير إلى أنه يوجد تجانس في البيانات وهو ما تؤكد عليه قيم الانحراف المعياري حيث يتضح من هذا الجدول أن قيم الانحراف المعياري لمتغيرات الدراسة أقل من المتوسط الحسابي لنفس المتغيرات. وإن كان الانحراف المعياري لأسهم الخزينة أكبر من المتوسط الحسابي بالنسبة لأسهم الخزينة المتغير، بما يوضح تباين هذا المتغير في القوائم المالية لشركات العينة، وهو وضع طبيعي حيث تشمل العينة ٢٤ شركة (٦٤ مشاهدة) في قطاعات مختلفة عن سنوات مختلفة من الازدهار والركود. وذلك كما هو موضح بملحق التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة بالملحق رقم (٣).

#### جدول (٢): بعض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة في المجموعة الأولى لعينة الدراسة

المتغير	المتوسط	الانحراف المعياري	الحد الأعلى	الحد الأدنى
أسهم الخزينة	٠.٠٢٦٩٧٢	٠.٠٢٧٢٩٥٨	٠.١	٠.٠٠٠٠
التحفظ المحاسبي	٢.٠٨١٣٧	١.٧١٤٨٥٣	٥.٩٩٢٣	٠.٥١٢٠٩٩
التدفقات النقدية الحرة	٠.٧١٨٤١٩	٠.٤٤٠٨١٤	١.٦٣٥٥	٠.١٥٢٣
حجم الشركة	٨.٦٠٩٦٣	٠.٨١٢٨٨٩	١٠.٨٦٩	٥.٣٢١٦
نسبة الرفع المالي	٠.٠٠٠٩٥٤	٠.٠٠٠٩١٤	٠.٠٠٣٢٥٢	٠.٠٠٠٠١٨٤

(\* عدد مفردات العينة ٦٤ مشاهدة)

## نتائج اختبار فرض البحث للمجموعة الأولى لعينة الدراسة

ويوضح التحليل الإحصائي للنموذج رقم (١) ما يلي:

أن معامل التحديد المعدل  $Adjusted R^2 = 0.916$  وهو ما يشير إلى أن 91.6% من التغيرات التي تحدث في قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها (أسهم الخزينة) يمكن تفسيرها عن طريق كل من المتغير المستقل (التحفظ المحاسبي) والمتغيرات الرقابية (التدفقات النقدية الحرة وحجم الشركة ونسبة الرفع المالي). وتؤيد نتائج الاختبار الإحصائي معنوية النموذج ككل، حيث نجد أن  $(P-value = 0.000)$  للنموذج ككل كانت أقل من مستوى المعنوية المقبول 0.05.

وتوضح نتائج التحليل الإحصائي أن التحفظ المحاسبي يؤثر تأثيراً معنوياً سلبياً على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، حيث بلغ معامل التحفظ المحاسبي  $-0.360$  بمستوى معنوية  $(P-value = 0.017)$ . بما تشير إلى أن هذا المتغير له تأثير معنوي سلبي، وبالتالي يمكن استنتاج وجود أثر مباشر للمتغير المستقل على المتغير التابع، وذلك كما هو موضح في ملحق التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة بالملحق رقم (٤). ويعنى هذا قبول فرض البحث والذي ينص على أنه: يؤثر التحفظ المحاسبي تأثيراً معنوياً سلبياً على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وذلك بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. إذ أنه كلما زاد التحفظ المحاسبي في القوائم المالية للشركات كلما انخفض قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها، أي أنه تنخفض أسهم الخزينة. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Lobo et al., 2020).

كما توضح نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة معنوية إيجابية بين التدفقات النقدية الحرة وأسهم الخزينة، حيث بلغ معامل التدفقات النقدية الحرة  $= 1.110$  بمستوى معنوية  $(P-value = 0.000)$ . كما يتضح أيضاً، وجود علاقة معنوية سالبة بين نسبة الرفع المالي وأسهم الخزينة، حيث بلغ معامل نسبة الرفع المالي  $= -0.573$  بمستوى معنوية  $(P-value = 0.001)$ . بينما لا توجد علاقة معنوية بين حجم الشركة وأسهم الخزينة، حيث كانت  $(P-value = 0.647)$  لحجم الشركة أكبر من مستوى المعنوية المقبول 0.05 وذلك كما هو موضح بملحق التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة بالملحق رقم (٤).

## جدول (٣): نتائج اختبار فرض البحث للمجموعة الأولى لعينة الدراسة

مستوي المعنوية للنموذج ككل Sig.		معامل التحديد المعدل R <sup>2</sup>	النموذج (١)
٠.٠٠٠		%٩١.٦	
مستوي المعنوية لكل متغير Sig.	معامل المتغير المستقل $\beta$	المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية	
٠.٠١٧	٠.٣٦٠-	التحفظ المحاسبي	
٠.٠٠٠	١.١١٠	التدفقات النقدية الحرة	
٠.٦٤٧	٠.٠٤٤	حجم الشركة	
٠.٠٠١	٠.٥٧٣-	نسبة الرفع المالي	
TreasuryStock <sub>(it)</sub> = $\beta_0 + \beta_1$ Conservatism <sub>(it-1)</sub> + $\beta_2$ FreeCashFlow <sub>(it-1)</sub> + $\beta_3$ FirmSize <sub>(it-1)</sub> + $\beta_4$ Leverage <sub>(it-1)</sub> + $\varepsilon_{(it)}$			(١)

(\* عدد مفردات العينة ٦٤ مشاهدة، ومستوى المعنوية المقبول ٥%.)

## ثانياً: نتائج اختبار المجموعة الثانية لعينة الدراسة

وتمثل المجموعة التي تم قياس قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها عن طريق اعطاء القيمة ١ وذلك للشركات التي قامت بالإفصاح عن أسهم الخزينة في قائمة المركز المالي ضمن حقوق الملكية، واعطاء القيمة صفر للشركات التي لم تقم بإعادة شراء أسهمها. وقد بلغ عدد المشاهدات في هذه المجموعة ٤٨٠ مشاهدة. وقام الباحث باختبار الفرض السابق ذكره والذي تم صياغته في شكل نموذج إحصائي واعتمد الباحث على جدول تحليل التباين لتحديد مستوى المعنوية لكل نموذج إحصائي، وتم إجراء اختبار فرض البحث عند مستوى المعنوية المقبول ٥%. وقد استخدم الباحث أسلوب الانحدار اللوجيستي لاختبار فرض البحث في هذه المجموعة، حيث يتم استخدام هذا النوع من الانحدار في حالة أن المتغير التابع (أسهم الخزينة) يتم اعطائه القيمة ١ أو القيمة صفر.

## نتائج اختبار فرض البحث للمجموعة الثانية لعينة الدراسة

ويوضح التحليل الإحصائي للنموذج رقم (٢) ما يلي:

أن معامل التحديد المعدل Adjusted R<sup>2</sup> = ٠.٧١٢ وهو ما يشير إلى أن ٧١.٢% من التغيرات التي تحدث في قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها (أسهم الخزينة) يمكن تفسيرها عن طريق كل من المتغير المستقل (التحفظ المحاسبي) والمتغيرات الرقابية (التدفقات النقدية الحرة وحجم الشركة ونسبة الرفع المالي). وتشير النتائج إلى معنوية النموذج ككل، حيث نجد أن (P-value = ٠.٠٠٠) للنموذج ككل كانت أقل من مستوى المعنوية المقبول ٥.٠٠٠.

كما يتضح من نتائج الاختبار الاحصائي أن التحفظ المحاسبي يؤثر تأثيراً معنوياً سلبياً على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، حيث بلغ معامل التحفظ المحاسبي = -0.374 بمستوى معنوية (P-value=0.0005) أي أن هذا المتغير له تأثير معنوي سلبي، وبالتالي يمكن استنتاج وجود أثر مباشر للمتغير المستقل على المتغير التابع، وذلك كما هو موضح بملحق التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة بالملحق رقم (5). ويعنى قبول فرض البحث والذي ينص على أنه: يؤثر التحفظ المحاسبي تأثيراً معنوياً سلبياً على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وذلك بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. إذ أنه كلما زاد التحفظ المحاسبي في القوائم المالية للشركات كلما انخفض قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها، بمعنى تنخفض أسهم الخزينة. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Lobo et al., 2020).

ويتضح من نتائج التحليل الاحصائي وجود علاقة معنوية إيجابية بين التدفقات النقدية الحرة وأسهم الخزينة، حيث بلغ معامل التدفقات النقدية الحرة = 0.714 بمستوى معنوية (P-value=0.0000). كما يتضح وجود علاقة معنوية إيجابية بين حجم الشركة وأسهم الخزينة، حيث بلغ معامل حجم الشركة = 0.311 بمستوى معنوية (P-value=0.0024). بينما لا توجد علاقة معنوية بين نسبة الرفع المالي وأسهم الخزينة، حيث كانت (P-value=0.680) لنسبة الرفع المالي أكبر من مستوى المعنوية المقبول 0.05 وذلك كما هو موضح بملحق التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة بالملحق رقم (5).

#### جدول (٤): نتائج اختبار فرض البحث للمجموعة الثانية لعينة الدراسة

مستوى المعنوية للنموذج ككل Sig.		معامل التحديد المعدل R <sup>2</sup>	النموذج
0.0000		71.2%	(٢)
معامل المتغير المستقل β	مستوى المعنوية لكل متغير على حده Sig.	المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية	
-0.374	0.0005	التحفظ المحاسبي	
0.714	0.0000	التدفقات النقدية الحرة	
0.311	0.0024	حجم الشركة	
-0.660	0.680	نسبة الرفع المالي	
$\text{TreasuryStock}_{(it)} = \beta_0 + \beta_1 \text{Conservatism}_{(it-1)} + \beta_2 \text{FreeCashFlow}_{(it-1)} + \beta_3 \text{FirmSize}_{(it-1)} + \beta_4 \text{Leverage}_{(it-1)} + \varepsilon_{(it)}$			(1)

(\* عدد مفردات العينة ٤٨٠ مشاهدة، ومستوى المعنوية المقبول 0.05).

## ثالثاً تحليل اضافي:

أوضحت دراسة (Lobo et al., 2020) أنه يمكن اختبار ودراسة أثر التدفقات النقدية الحرة على العلاقة ما بين التحفظ المحاسبي وأسهم الخزينة، بمعنى أنه سيتم اختبار متغير جديد (التحفظ المحاسبي × التدفقات النقدية الحرة) والذي يمثل متغيراً معدلاً (Moderator variable) للعلاقة ما بين التحفظ المحاسبي وأسهم الخزينة. وبالتالي فإنه يمكن صياغة النموذج الإحصائي على النحو التالي لقياس هذا الأثر السابق ذكره أعلاه:

$$\text{TreasuryStock}_{(it)} = \beta_0 + \beta_1 \text{Conservatism}_{(it-1)} + \beta_2 \text{FreeCashFlow}_{(it-1)} + \beta_3 \text{Conservatism}_{(it-1)} \times \text{FreeCashFlow}_{(it-1)} + \beta_4 \text{FirmSize}_{(it-1)} + \beta_5 \text{Leverage}_{(it-1)} + \varepsilon_{(it)} \quad (2)$$

## نتائج اختبار التحليل الإضافي

توضح نتائج التحليل الإحصائي الإضافي ما يلي:

أن معامل التحديد المعدل Adjusted R2 = 0.95. وهذا يعني أن 95% من التغيرات التي تحدث في أسهم الخزينة يمكن تفسيرها عن طريق كل من المتغير المستقل والمتغير المعدل والمتغيرات الرقابية التي تظهر في هذا النموذج (التحفظ المحاسبي والتدفقات النقدية الحرة والتحفظ المحاسبي × التدفقات النقدية الحرة وحجم الشركة ونسبة الرفع المالي). وتؤيد نتائج الاختبار الإحصائي معنوية النموذج ككل، حيث نجد أن (P-value = 0.0000) للنموذج ككل كانت أقل من مستوى المعنوية المقبول 0.05.

وتوضح نتائج الاختبار الإحصائي الإضافي أن التحفظ المحاسبي يؤثر تأثيراً معنوياً سلبياً على أسهم الخزينة، حيث أن معامل التحفظ المحاسبي = -1.272 بمسئوى معنوية (P-value = 0.0000) بمعنى أن هذا المتغير له تأثير معنوي سلبي، وبالتالي يمكن استنتاج وجود أثر مباشر للمتغير المستقل على المتغير التابع، وذلك كما هو موضح بملحق التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة بالملحق رقم (٦).

كما توضح نتائج التحليل الإحصائي الإضافي وجود علاقة معنوية إيجابية بين التدفقات النقدية الحرة وأسهم الخزينة، حيث بلغ معامل التدفقات النقدية الحرة = 0.736 بمسئوى معنوية (P-value = 0.0000). كما يتضح أيضاً، وجود علاقة معنوية إيجابية بين حجم الشركة وأسهم الخزينة، حيث بلغ معامل حجم الشركة = 0.472 بمسئوى معنوية (P-value = 0.0000). كما أظهر التحليل الإضافي وجود علاقة معنوية سلبية بين نسبة الرفع المالي وأسهم الخزينة، حيث بلغ معامل نسبة الرفع المالي = -0.789 بمسئوى معنوية (P-value = 0.0000).

ويتضح من نتائج هذا الاختبار الإضافي أنه توجد علاقة معنوية سلبية بين المتغير المعدل (التحفظ المحاسبي × التدفقات النقدية الحرة) وأسهم الخزينة حيث بلغ معامل المتغير المعدل = -0.013. بمستوى معنوية (P-value=0.0000)، وبالتالي يلاحظ أن العلاقة بين المتغير المعدل وأسهم الخزينة مازالت علاقة معنوية سلبية، وبالتالي يمكن القول بأن هذا المتغير المعدل لم يغير العلاقة بين التحفظ المحاسبي وأسهم الخزينة، وهذه العلاقة ازدادت قوة في حالة زيادة التدفقات النقدية الحرة أو بمعنى آخر عندما تم دراسة أثر التدفقات النقدية الحرة (كمتغير معدل) على العلاقة بين التحفظ المحاسبي وأسهم الخزينة، حيث كان معامل المتغير المعدل 0.013 أكبر من معامل التحفظ المحاسبي 0.36 في حالة عدم دراسة أثر المتغير المعدل. كما بلغ معامل التحديد المعدل 95% في حالة اعتبار التدفقات النقدية الحرة متغيراً معدلاً وهو أكبر من معامل التحديد المعدل 91.6% في حالة عدم اعتبار التدفقات النقدية الحرة متغيراً معدلاً، وذلك كما هو موضح بملحق التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة بالملحق رقم (٦).

### جدول (٥): نتائج اختبار التحليل الإضافي

مستوي المعنوية للنموذج ككل Sig.		معامل التحديد المعدل R <sup>2</sup>	النموذج (٢)
0.0000		95%	
مستوي المعنوية لكل متغير على حده Sig.	معامل المتغير المستقل β	المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية	
0.0000	-1.272	التحفظ المحاسبي	
0.0000	0.736	التدفقات النقدية الحرة	
0.0000	-0.013	التحفظ المحاسبي × التدفقات النقدية الحرة	
0.0000	0.472	حجم الشركة	
0.0000	-0.789	نسبة الرفع المالي	
$\text{TreasuryStock}_{(it)} = \beta_0 + \beta_1 \text{Conservatism}_{(it-1)} + \beta_2 \text{FreeCashFlow}_{(it-1)} + \beta_3 \text{Conservatism}_{(it-1)} \times \text{FreeCashFlow}_{(it-1)} + \beta_4 \text{FirmSize}_{(it-1)} + \beta_5 \text{Leverage}_{(it-1)} + \varepsilon_{(it)}$			(2)

### يمكن تلخيص نتائج الدراسة التطبيقية في النقاط التالية:

- يؤثر التحفظ المحاسبي تأثيراً معنوياً سلبياً على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وذلك بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري عند التطبيق على بيانات كل من المجموعة الأولى والمجموعة الثانية لعينة الدراسة.
- تؤثر التدفقات النقدية الحرة تأثيراً معنوياً إيجابياً على أسهم الخزينة في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري عند التطبيق على بيانات كل من المجموعة الأولى والمجموعة الثانية لعينة الدراسة.
- توجد علاقة ارتباط معنوية سلبية ما بين التحفظ المحاسبي وأسهم الخزينة وهذه العلاقة ازدادت قوة في حالة زيادة التدفقات النقدية الحرة.
- يؤثر حجم الشركة تأثيراً معنوياً إيجابياً على أسهم الخزينة في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري عند التطبيق على بيانات المجموعة الثانية لعينة الدراسة.
- تؤثر نسبة الرفع المالي تأثيراً معنوياً سلبياً على أسهم الخزينة في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري عند التطبيق على بيانات المجموعة الأولى لعينة الدراسة.
- لا توجد علاقة معنوية بين حجم الشركة وأسهم الخزينة في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري عند التطبيق على بيانات المجموعة الأولى لعينة الدراسة.
- لا توجد علاقة معنوية بين نسبة الرفع المالي وأسهم الخزينة في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري عند التطبيق على بيانات المجموعة الثانية لعينة الدراسة.

### ٦-٤ الخلاصة والنتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة

هدفت هذه الدراسة إلى تناول أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وذلك بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. وتتمثل المساهمة العلمية لهذا البحث في قيام الباحث بصياغة نموذج جديد لدراسة أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وذلك بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. وعلى حد علم الباحث، تعتبر هذه الدراسة أول دراسة قامت بدراسة هذا الأثر السابق ذكره أعلاه في جمهورية مصر العربية.

وقد استمد البحث أهميته من واقع محاولة الكشف عن أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وذلك بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. كما تمثلت أهمية هذا البحث في منفعته للمستثمرين وسوق رأس المال وغيرهم من أصحاب المصلحة في مصر،

وغيرها من الدول النامية التي تتشابه بيئة الأعمال فيها مع بيئة الأعمال المصرية، وذلك من خلال تحليل أثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها. كذلك تتبع أهمية البحث أيضاً من منطلق التأثير البالغ لأسهم الخزينة في سوق الأوراق المالية، حيث تعد أسهم الخزينة إحدى الأدوات التي تستخدم في معالجة الأزمات التي يتعرض لها سوق الأوراق المالية لتحقيق الاستقرار، والحد من حدوث انهيارات للشركات التي تتداول أسهمها بتلك الأسواق. إذ تعتبر أسهم الخزينة أداة لتوصيل توقعات المديرين للمستثمرين وحملة الأسهم فيما يخص انخفاض قيمة الأسهم في السوق، خاصة إذا كانت الإدارة تمتلك معلومات عن مستقبل الشركة غير معلنه في السوق فيما يتعلق بانخفاض قيمة أسهم الشركة.

وقد توصل الباحث إلى أنه يؤثر التحفظ المحاسبي تأثيراً معنوياً سلبياً على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وذلك بالنسبة للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. بينما تؤثر التدفقات النقدية الحرة تأثيراً معنوياً إيجابياً على أسهم الخزينة في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. ويؤثر حجم الشركة تأثيراً معنوياً إيجابياً على أسهم الخزينة في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. بينما تؤثر نسبة الرفع المالي تأثيراً معنوياً سلبياً على أسهم الخزينة في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري.

يوصي الباحث بإجراء هذه الدراسة على قطاع البنوك أو شركات التأمين باستخدام فترة زمنية أطول. كما يوصي الباحث بإجراء هذه الدراسة كدراسة مقارنة بين العديد من الدول (عينة من الدول نامية وعينة من دول الاتحاد الأوروبي وعينة من الشركات الأمريكية) وذلك للحصول على فهم أفضل لأثر التحفظ المحاسبي على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها وذلك في ظل اختلاف البيئات الثقافية والاقتصادية، حيث سيساهم ذلك في سد الفجوة البحثية في هذا الموضوع.

ويوجد العديد من مجالات البحث التي يقترحها الباحث من خلال هذا البحث ومنها على سبيل المثال وليس الحصر: دراسة أثر هيكل الملكية على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها، ودراسة أثر حوكمة الشركات على قرار الشركة بإعادة شراء أسهمها.

## المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية

- الهيئة العامة للرقابة المالية، قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم ٦٠ لسنة ٢٠١١.
- الهيئة العامة للرقابة المالية، يوليو ٢٠١٠. دليل المستثمر لتنظيم تعاملات الشركات على أسهمها المتداولة بالسوق "أسهم الخزينة".
- عوض، أسامة محمد محي الدين، زغلول، أحمد حسن محمد، الطنبولي، راجيا نبيل محمد، صقر، أحمد علي غازي ٢٠١٥. دراسة لأثر استخدام أسهم الخزينة على نصيب السهم من الأرباح. المجلة المصرية للدراسات التجارية - جامعة المنصورة- كلية التجارة، المجلد ٣٩، العدد الأول: ٣٣٧-٣٦١.
- قانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، قانون الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسئولية
- قرار وزيرة الاستثمار والتعاون الدولي بشأن تعديل بعض أحكام معايير المحاسبة المصرية الصادرة بقرار وزير الاستثمار رقم ١١٠ لسنة ٢٠١٥- معيار المحاسبة المصري رقم (٢٥) المعدل ٢٠١٩ بعنوان الأدوات المالية: العرض.
- قنديل، ياسر سعيد. ٢٠١٨. تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي. مجلة البحوث المحاسبية - جامعة طنطا- كلية التجارة - قسم المحاسبة، العدد الأول: ٣٥٠-٤١٤.
- مطوع، أحمد كمال. ٢٠١٢. مدخل مقترح لإعادة هيكلة آليات التعامل على أسهم الخزينة كمنطلق لدعم قرارات المستثمرين في أسواق المال دراسة ميدانية. مجلة التجارة والتمويل- جامعة طنطا- كلية التجارة، العدد الثالث: ٣٧٩-٤٤٢.

## ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Abdou, K., & Gupta, P. (2019). How are stock repurchases being used? A long-term study. *Banking & Finance Review*, 11(1), 1-30.
- Abraham, R., Harris, J., & Auerbach, J. (2018). Determinants and consequences of share repurchase decisions. *Modern Economy*, 9(05), 966- 979.
- Ahmed, A. S., Billings, B. K., Morton, R. M., & Stanford-Harris, M. (2002). The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. *The Accounting Review*, 77(4), 867-890.
- Alghamdi, S. A. (2018). An empirical investigation into motivations for and determinants of share repurchases activity: The case of Saudi Arabia. *Arab Journal of Administrative Sciences*, 25(1), 73-91.
- Alkhafaji, A. A., Kbelah, S. I., Al-Fadhel, M. M. A., & Strategy, M. A. (2020). The relationship between accounting conservatism and efficiency of investment decisions in light of managerial ownership: The case of the tourism industry in Jordan. *African Journal of Hospitality, Tourism and Leisure*, 9(1), 1-20.
- Andriosopoulos, D., & Hoque, H. (2013). The determinants of share repurchases in Europe. *International Review of Financial Analysis*, 27, 65-76
- Bagnoli, M., & Watts, S. G. (2005). Conservative accounting choices. *Management science*, 51(5), 786-801.
- Balakrishnan, K., Watts, R., & Zuo, L. (2016). The effect of accounting conservatism on corporate investment during the global financial crisis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(5-6), 513-542.
- Benhamouda, Z., & Watson, R. (2010). A research note on the determinants of UK corporate share repurchase decisions. *Applied Financial Economics*, 20(7), 529-541.

- Bolgorian, M., & Mayeli, A. (2020). Accounting conservatism and money laundering risk. *Accounting Research Journal*, 1-19.
- Brailsford, T., Marchesi, D., Simon, A., & Tutticci, I. (2016). Intent vs. action: The determinants of share repurchase decisions in Australian open-market buy-backs. *Advances in Quantitative Analysis of Finance and Accounting*, (14), 305-344.
- Capizzi, V., & Giovannini, R. (2011). In search for the determinants of share repurchases policies in the Italian equity capital market: An event study. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 7(1), 33-47.
- Caskey, J., & Laux, V. (2017). Corporate governance, accounting conservatism, and manipulation. *Management Science*, 63(2), 424-437.
- Choi, D. K., Huh, J., & Park, K. (2009). To signal or to control: The determinants of open-market share repurchases in Japan. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 38(1), 133-162.
- Dixon, R., Palmer, G., Stradling, B., & Woodhead, A. (2008). An empirical survey of the motivation for share repurchases in the UK. *Managerial Finance*, 34(12), 886-906.
- Gim, J., & Jang, S. S. (2020). Share repurchases and stock market reactions: Messages from the restaurant industry. *International Journal of Hospitality Management*, 86(1), 1-9.
- Givoly, D., & Hayn, C. (2000). The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative?. *Journal of Accounting and Economics*, 29(3), 287-320.
- Griffin, P. A., & Zhu, N. (2010). Accounting rules? Stock buybacks and stock options: Additional evidence. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 6(1), 1-17.
- Hackethal, A., & Zdantchouk, A. (2006). Signaling power of open market share repurchases in Germany. *Financial Markets and Portfolio Management*, 20(2), 123-151.

- Hassan, O. A., Romilly, P., Giorgioni, G., & Power, D. (2009). The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt. *The International Journal of Accounting*, 44(1), 79-102.
- Hellman, N. (2008). Accounting conservatism under IFRS. *Accounting in Europe*, 5(2), 71-100.
- Hribar, P., Jenkins, N. T., & Johnson, W. B. (2006). Stock repurchases as an earnings management device. *Journal of Accounting and Economics*, 41(1-2), 3-27.
- Hurtt, D. N., Kreuze, J. G., & Langsam, S. A. (2008). Stock buybacks and their association with stock options exercised in the IT industry. *American Journal of Business*, 25(1), 13-21.
- Kim, B. H. (2020). Debt covenant slack and ex-post conditional accounting conservatism. *Accounting and Business Research*, 50(2), 111-134.
- Kurt, A. C. (2018). Managing EPS and signaling undervaluation as a motivation for repurchases. *Review of Accounting and Finance*, 17(4), 453-481.
- Labhane, N. B., & Mahakud, J. (2016). Determinants of dividend policy of Indian companies: A panel data analysis. *Paradigm*, 20(1), 36-55.
- Lara, J. M. G., & Mora, A. (2004). Balance sheet versus earnings conservatism in Europe. *European Accounting Review*, 13(2), 261-292.
- Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 221-238.
- Lavelle, K. C. (2000). The international finance corporation and the emerging market funds industry. *Third World Quarterly*, 21(2), 193-213.
- Lee, B. S., & Suh, J. (2011). Cash holdings and share repurchases: International evidence. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1306-1329.

- Li, C. W., & Chao, Y. Y. (2020). The effect of auditing assurance levels on accounting conservatism: evidence from Taiwan. *International Journal of System Assurance Engineering and Management*, 1-13.
- Li, M. Y. L., & Hwang, N. C. R. (2011). Effects of firm size, financial leverage and R&D expenditures on firm earnings: An analysis using quantile regression approach. *Abacus*, 47(2), 182-204.
- Li, W. X., He, T. T., Marshall, A., & Tang, G. Y. (2019). An empirical analysis of accounting conservatism surrounding share repurchases. *Eurasian Business Review*, 1-19.
- Liu, C. C., & Chen, N. Y. (2015). Earnings surprises in analysts' forecasts, mandatory disclosure, and share Repurchases. *A Journal of Accounting Finance and Business Studies*, 51(1), 63-85.
- Lobo, G. J., Robin, A., & Wu, K. (2020). Share repurchases and accounting conservatism. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 54(2), 699-733.
- Louis, H., & Urcan, O. (2013). Agency conflicts, dividend payout, and the direct benefits of conservative financial reporting to equity-holders. *Dividend Payout, and the Direct Benefits of Conservative Financial Reporting to Equity-Holders (November 24, 2013)*.
- Mousa, G. A. (2014). The association between accounting conservatism and cash dividends: Evidence from emerging markets. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 4(4), 210-220.
- Park, K., & Huh, J. (2007, October). The determinants of open-market share repurchase: To signal or to control?. In *FMA Annual Conference*.
- Perales, A. R. (2004). *Two essays on earnings management and capital markets (Doctoral dissertation, Tulane University)*. <https://search.proquest.Com>

- Shin, W., & Hong, S. (2020). A study on accounting conservatism of Korean lodging companies. *Journal of Quality Assurance in Hospitality & Tourism*, 1-18.
- Shoorvarzy, M. R., Tuzandehjani, M., & Garkaz, M. (2012). The effect mitigating creditors-shareholder conflicts over dividend policy accounting conservatism: Evidence from Iran. *World Applied Sciences Journal*, 17(2), 211-217.
- Skinner, D. J., & Soltes, E. (2011). What do dividends tell us about earnings quality?. *Review of Accounting Studies*, 16(1), 1-28.
- Watts, R. L. (1993). A proposal for research on conservatism. *Simon School of Business Working Paper FR*, 93-13.
- Watts, R. L. (2003). Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons*, 17(3), 207-221.
- Watts, R. L. (2003). Conservatism in accounting part II: Evidence and research opportunities. *Accounting Horizons*, 17(4), 287-301.
- Xia, B. S., Liitiäinen, E., & De Beelde, I. (2019). Accounting conservatism, financial reporting and stock returns. *Accounting and Management Information Systems*, 18(1), 5-24.
- Zahroh Naimah, D. (2014). The influence of bondholder-shareholder conflict over dividend policy to accounting conservatism. *4 Annual International Conference*, 207-213.
- Zhang, J. (2008). The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 27-54.

## الملاحق

## ملحق (١) أسماء الشركات التي تضمنتها عينة الدراسة

السنة التي قامت فيها الشركة بالإفصاح عن أسهم الخزينة في قائمة المركز المالي ضمن حقوق الملكية	اسم الشركة	القطاع
٢٠٠٧ & ٢٠٠٢ & ٢٠٠١ & ٢٠٠٠	العز الدخيلة للصلب - الإسكندرية	قطاع موارد أساسية
٢٠١٧ & ٢٠١٣	حديد عز	قطاع موارد أساسية
٢٠٠١ & ٢٠٠٠	سماد مصر (إيجيفرت).	قطاع الكيماويات
٢٠٠٨	دلتا للإنشاء والتعمير	قطاع التشييد ومواد البناء
٢٠١٢ & ٢٠٠٥ & ٢٠٠١ & ٢٠٠٠	الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	قطاع التشييد ومواد البناء
٢٠١٦ & ٢٠٠٥ & ٢٠١٧	ليسيكو مصر	قطاع التشييد ومواد البناء
٢٠١٢ & ٢٠١٠ & ٢٠٠٩ & ٢٠٠٢	الصعيد العامة للمقاولات	قطاع التشييد ومواد البناء
٢٠١٦ & ٢٠١١ & ٢٠١٧	الشركة المصرية للدواجن (إبيكون)	قطاع أغذية ومشروبات
٢٠١٠	الشركة الدولية للمحاصيل الزراعية	قطاع أغذية ومشروبات
٢٠١٨ & ٢٠١١	الشركة المصرية لخدمات النقل وسيارات	قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
٢٠٠٢	الكابلات الكهربائية المصرية	قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
٢٠٠١	الشركة المصرية لمدينة الإنتاج الإعلامي	قطاع الإعلام
٢٠١٣ & ٢٠١٢ & ٢٠٠٢ & ٢٠٠١	الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول	قطاع الاتصالات
٢٠١٤ & ٢٠٠٨ & ٢٠٠٧ & ٢٠٠٦ & ٢٠٠٢	أوراسكوم تيليكوم القابضة	قطاع الاتصالات
٢٠١٦ & ٢٠١١ & ٢٠١٠ & ٢٠٠٩	الشركة العربية للتجارة وحلج الأقطان	قطاع منتجات منزلية وشخصية
٢٠٠١	الشركة العربية بولفار للغزل والنسيج	قطاع منتجات منزلية وشخصية
٢٠٠٠	شركة النيل لحليج الأقطان	قطاع منتجات منزلية وشخصية
٢٠١٠ & ٢٠٠٩	أوليمبك جروب	قطاع منتجات منزلية وشخصية
٢٠١٣ & ٢٠٠٧	النساجون الشرقيون للسجاد	قطاع منتجات منزلية وشخصية
٢٠٠٨	الشركة المصرية للمنتجات السياحية	قطاع سياحة وترفيه
٢٠١٤ & ٢٠٠٨ & ٢٠٠٦	أوراسكوم للفنادق والتنمية	قطاع سياحة وترفيه
٢٠١٧ & ٢٠٠٩ & ٢٠٠١	بيراميزا للفنادق والقرى السياحية	قطاع سياحة وترفيه
٢٠١٦ & ٢٠١١ & ٢٠٠٩ & ٢٠٠٨	رمكو لإنشاء القرى السياحية	قطاع سياحة وترفيه
٢٠٠٧ & ٢٠٠٦ & ٢٠٠٥ & ٢٠٠٤	رود السياحة (الرواد)	قطاع سياحة وترفيه
٢٠٠٨ &		

## ملحق (٢) اختبار كولمجروف - سمرنوف لعينة الدراسة في المجموعة الأولى

## One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Treasurystock	Conservatism	FreeCashFlow	Firm size	Leverage
N		64	64	64	64	64
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.0269	2.08137628	.718419	8.609	.00095
	Std. Deviation	.02729	1.714853961	.4408142	.81288	.00091
Most Extreme Differences	Absolute	.201	.216	.226	.174	.243
	Positive	.201	.216	.226	.174	.243
	Negative	-.162	-.180	-.113	-.164	-.149
Kolmogorov-Smirnov Z		1.611	1.730	1.807	1.395	1.944
Asymp. Sig. (2-tailed)		.011	.005	.003	.041	.001
a. Test distribution is Normal.						
b. Calculated from data.						

## ملحق (٣) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة في المجموعة الأولى لعينة الدراسة

## Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Treasurystock	64	.0000	.1000	.026972	.0272958
Conservatism	64	.512099	5.992365	2.08137628	1.714853961
FreeCashFlow	64	.1523	1.6355	.718419	.4408142
Firmsize	64	5.3216	10.8690	8.609635	.8128895
Leverage	64	.0000018438	.0032523593	.000954026237	.0009149415024
Valid N (listwise)	64				

## ملحق (٤) نتائج اختبار فرض البحث للمجموعة الأولى لعينة الدراسة

## Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.960 <sup>a</sup>	.922	.916	0.0078967
a. Predictors: (Constant), Leverage, Firmsize, FreeCashFlow, Conservatism				

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.043	4	.011	173.432	.000 <sup>a</sup>
	Residual	.004	59	.000		
	Total	.047	63			
a. Predictors: (Constant), Leverage, Firmsize, FreeCashFlow, Conservatism						
b. Dependent Variable: Treasurystock						

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.040	.024		-1.647	.105
	Conservatism	-.006	.002	-.360	-2.451	.017
	FreeCashFlow	.069	.007	1.110	9.523	.000
	Firmsize	.001	.003	.044	.460	.647
	Leverage	-17.087	5.082	-.573	-3.362	.001
a. Dependent Variable: Treasurystock						

## ملحق (٥) نتائج اختبار فرض البحث للمجموع الثانية لعينة الدراسة

## Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
2	.845	.714	.712	0.184
a. Predictors: (Constant), Leverage, Firmsize, FreeCashFlow, Conservatism				

ANOVA<sup>b</sup>

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	
2	Regression	40.125	4	10.031	296.455	.000 <sup>a</sup>
	Residual	16.073	475	.034		
	Total	56.198	479			
a. Predictors: (Constant), Leverage, FreeCashFlow, Conservatism, Firmsize						
b. Dependent Variable: Treasurystock						

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
2	(Constant)	-.771	.240		-3.207	.001
	Conservatism	-.034	.012	-.374	-2.802	.005
	FreeCashFlow	.080	.010	.714	7.992	.000
	Firmsize	.049	.022	.311	2.261	.024
	Leverage	-30.731	75.779	-.066	-.406	.685
a. Dependent Variable: Treasurystock						

## ملحق (٦) نتائج اختبار التحليل الإضافي

## Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.981	.963	.950	0.0054780

a. Predictors: (Constant), Leverage, Cons\*FCF ,Firmsize, FreeCashFlow, Conservatism

ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.045	5	.009	301.236	.000 <sup>a</sup>
	Residual	.002	58	.000		
	Total	.047	63			

a. Predictors: (Constant), Leverage, Cons\*FCF, Firmsize, FreeCashFlow, Conservatism  
b. Dependent Variable: Treasurystock

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.098	.018		-5.374	.000
	Conservatism	-.020	.004	-1.272	-5.598	.000
	FreeCashFlow	.046	.006	.736	7.880	.000
	Cons*FCF	-.068	.008	-.513	-8.038	.000
	Firmsize	.016	.003	.472	5.536	.000
	Leverage	-23.548	6.164	-.789	-3.821	.000

a. Dependent Variable: Treasurystock