

مدخل مقترح لإعادة هيكلة آليات التعامل على أسهم
الخبزفة كمناطق لدعم قرارات المسثمرفن
فى أسواق المال
(دراسة ميدانية)

د. احمد كمال مطاوع
مدرس المحاسبة
كلية التجارة - جامعة المنصورة

القسم الأول الإطار العام للبحث

طبيعة المشكلة :

على مدار العقود الماضية تزايد الإهتمام بموضوع إعادة شراء الشركات لأسهمها (Stock repurchase or Re buy Stock, Treasury Stock)، واستهدفت هذه الآلية إدارة أموال المساهمين بشكل يعظم من مصالحهم، ويحمي رؤوس أموالهم من التآكل نتيجة الانهيارات التي قد تحدث في العديد من أسواق المال لظروف عامة ليست لها علاقة بكفاءة الإدارة في إدارتها لأنشطتها المعتادة (In-Mu et al.,2011). والمثال على ذلك الانهيارات غير المسبوقة في أسعار الأسهم والتي حدثت في البورصة المصرية في أعقاب ثورة الخامس والعشرين من يناير عام ٢٠١١، ففي ظل تسارع وتيرة البيع للأسهم في تلك الآونة اضطرت بعض الشركات إلى التدخل وإعادة شراء أسهمها لإرسال إشارات تطمئن المستثمرين. فضلا عما سبق فإن إدارات الشركات قد تلجأ إلى تلك الآلية في حال إكتشافها أن حجم الموارد المتاحة للاستثمار يتجاوز الفرص الاستثمارية المتاحة خلال فترات زمنية معينة.

وتعد عمليات إعادة شراء الشركات لأسهمها تدخلاً مقصوداً من جانب إدارات هذه الشركات يستهدف التحكم في آليات العرض والطلب على الأسهم، والتي من المفترض أن تظل حرة دون تدخل حتى تعكس الأسواق المالية القيمة العادلة للأسهم، غير أن آلية العرض والطلب- في كثير من الأحيان- تتأثر بالعديد من الأحداث السياسية، والظروف المناخية، والكوارث الطبيعية، أو ما يطلق عليه العوامل الخارجة عن سيطرة الشركات Uncontrollable Factors، ومن هنا كانت مشروعية التدخل من خلال عمليات إعادة شراء الشركات لأسهمها لإعادة التوازن في الأسواق المالية وحماية حقوق المساهمين.

ورغم أن عملية إعادة شراء الشركات لأسهمها يعد أحد الأدوات التي تحقق العديد من المزايا الاقتصادية لحملة الأسهم من ناحية ولأسواق المال من ناحية أخرى ، فإن هذه الأداة شأنها شأن كل الأدوات التي تستخدم للتحكم في آليات العرض والطلب لها العديد من المزايا ولكن على الجانب الآخر لها العديد من الآثار السلبية. فقد تستغل تلك الأداة في إرسال إشارات مضللة للمتعاملين في أسواق المال (Konan et al., 2010) .

ويعزز من ذلك التخوف تغلب الجانب غير الاخلاقي على إدارات بعض الشركات، فالقائمين على هذه الإدارات قد يستغلون عملية إعادة شراء الأسهم في المضاربة عليها لحسابهم

الخاص مستغلين في ذلك ما يملكون من معلومات قد لاتكون متاحة لجموع المستثمرين في أسواق المال، والأكثر من ذلك أن إدارات الشركات قد تستغل الفجوة المعلوماتية أو مايعرف بمشكلة عدم تماثل المعلومات في تعظيم مصالحها على حساب المساهمين الحاليين من ناحية و إخفاء جوانب القصور في أداء هذه الإدارات من ناحية أخرى، من خلال محاولة استخدام عمليات إعادة شراء الأسهم لتجميل النسب المالية وإعطاء إشارات ايجابية عن أدائها بما يخالف واقع الحال.

تجدر الإشارة إلى أن معظم القوانين في مختلف دول العالم كانت لاتسمح للشركات بعمليات إعادة شراء الأسهم، وخصوصا في الدول النامية وذلك نظراً لعدم وجود أسواق رأس المال المتطورة، وقصور الأطر القانونية والمؤسسية التي تحكم عمل تلك الأسواق، والأكثر من ذلك أن تلك العمليات كانت ممنوعة في أسواق رأس المال حتى في بعض الدول المتقدمة مثل ألمانيا وفرنسا حتى عام ١٩٩٨، كذلك لم تسمح السويد بعمليات إعادة شراء الأسهم إلا في عام ٢٠٠٠، بيد أن السماح بتلك العمليات في هذه الدول كان من خلال ضوابط محددة وصارمة من قبل الجهات الرقابية لضمان عدم وجود تداعيات سلبية لتلك العمليات على حملة الأسهم، أو بالأحرى لضمان تنظيم هذه العمليات بما يخدم المصلحة الكلية لجميع الأطراف أصحاب المصالح في أسواق رأس المال-Li (Hua et al.,2011)

وفي جمهورية مصر العربية تناولت المادة (٤٨) من قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ عمليات إعادة شراء الأسهم حيث نصت على انه إذا حصلت الشركة باى 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 وإبتياح الإجراءات المقررة لذلك، ويجوز للشركة شراء بعض أسهمها لتوزيعها على العاملين بها كجزء من نصيبهم في الأرباح. ولم يطرأ اى تغيير على المادة السابقة ضمن التعديلات الصادرة بالقانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨ الذى صدر تعديلاً لبعض أحكام قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

وتتبلور مشكلة الدراسة في أن هذا الاتجاه المتسارع في البيئة المصرية نحو إعادة شراء الشركات لأسهمها لم يتزامن معه تطور في الضوابط التنظيمية والرقابية للحد من الآثار السلبية المتوقعة لتلك العمليات، والتي تنشأ لأسباب عديدة منها أن إدارات الشركات هي المهيمنة على اتخاذ القرارات بشأن تلك العمليات، وإن القانون المصرى لم يلزم الشركات بتنفيذ برامج إعادة الشراء التي يتم الإعلان عنها، كما انه لم يتضمن أى ضوابط تتعلق بتنظيم عمليات إعادة إصدار أسهم الخزنة أو التصرف فيها وهذا يفتح الباب أمام إدارات الشركات للتلاعب بمصالح المساهمين وغيرهم من الأطراف أصحاب المصالح بالشركة، وقد يكون التلاعب لمصالح إدارات الشركات أو قد تتحالف

تلك الإدارات مع كبار المساهمين ضد مصالح صغار المساهمين في ضوء ما تملكه تلك الإدارات من معلومات داخلية تكون غير متاحة للأطراف الخارجية مستغلة بذلك فجوة عدم تماثل المعلومات. ويعزز من المشكلة السابقة ويزيد من حدتها أن المعايير المحاسبية المصرية ذات الصلة بموضوع إعادة شراء الأسهم والتصرف فيها لم تلزم بالإفصاح عن بعض الآثار المحاسبية الهامة لتلك العمليات من ناحية كذلك أن تلك المعايير أعطت مرونة في الإفصاح عن تلك العمليات من ناحية أخرى، مما يجعل كلاً من توقيت ومستوى الإفصاح عن المعلومات المرتبطة بتلك العمليات هو قرار إدارة الشركة وهذا بالطبع يساهم في اتساع فجوة عدم تماثل المعلومات.

تساؤلات البحث:

- ما هي الدوافع التي تسعى إليها الشركات من تبني خطة إعادة شراء الأسهم؟
- ما هي الضوابط اللازمة للموافقة على إتمام عمليات إعادة الشراء للأسهم؟
- ما هي الضوابط والآليات المناسبة لتنفيذ عمليات إعادة شراء الأسهم؟
- ما هي ضوابط التصرف في أسهم الخزينة؟
- هل المعلومات التي يتم الإفصاح عنها حالياً عن عمليات إعادة شراء الأسهم والتصرف فيها تعد كافية لدعم قرارات الأطراف أصحاب المصالح في الشركات؟

أهداف البحث:

- يهدف البحث إلي تقديم مقترح لإعادة هيكلة آليات عمليات إعادة شراء الشركات لأسهمها وسوف يكون مدخل الباحث لإعادة هيكلة تلك الآليات هو تقييم مدى كفاية التنظيم القانوني والمحاسبى لتلك لعمليات كمنطلق لتطوير تلك التنظيمات بما يعزز الجوانب الايجابية لتلك العمليات ويحد من آثارها السلبية. وسوف يتم تحقيق هذا الهدف من خلال الأهداف الفرعية التالية:
- تحديد الدوافع الايجابية والسلبية لتبني الشركات المصرية برامج إعادة شراء الأسهم.
 - تقييم التنظيم القانونى لبرامج إعادة شراء الأسهم فى البيئة المصرية فى ضوء تجارب الدول الأخرى.
 - تقييم دور معايير المحاسبة المصرية فى الحد من الآثار السلبية لعمليات إعادة شراء الأسهم والتصرف فيها، كذلك دورها فى الحد من فجوة عدم تماثل المعلومات.
 - تقديم مقترحات لتطوير التنظيم القانونى والمحاسبى لعمليات إعادة شراء الأسهم والتصرف فيها بما يتوافق مع متطلبات الفئات ذات الصلة فى البيئة المصرية.

أهمية البحث:

تعتبر خطط إعادة شراء الشركات لأسهمها أحد الأدوات التي تستخدم لمعالجة الأزمات التي تتعرض لها الأسواق المالية لتحقيق نوع من الاستقرار، والحد من حدوث انهيارات متتالية للشركات التي تتداول أسهمها بتلك الأسواق. ويرى الباحث أن استخدام تلك الخطط يمثل محاولة لإيقاف الانهيار في تلك الأسواق ولكن بشكل مؤقت، ولكنها لا تمثل حلاً دائماً للأزمات. ونجد أن هناك جهود بذلت في العديد من دول العالم لتحسين وتطوير الضوابط الرقابية على تلك الخطط وتنفيذها للاستفادة من الآثار الإيجابية لها والحد من أثارها السلبية. لذا تتمثل أهمية هذا البحث في انه محاولة لإحداث تطوير لتلك الضوابط الرقابية على عمليات إعادة شراء الأسهم والتصرف فيها بما يتناسب مع البيئة المصرية ، ويتحقق ذلك من خلال تناول التجارب الدولية من ناحية، ومعرفة آراء عينة من المستثمرين، ومديرى الاستثمار والمحافظ المالية وكذلك الأكاديميين من ناحية أخرى. ويغرز من أهمية البحث أن موضوع إعادة شراء الشركات لأسهمها والتصرف فيها تم تناوله بكثرة في كتابات الإدارة المالية الأجنبية، أما الدراسات المحاسبية فهي قليلة جداً لمستوى يمكن أن نصفها فيه بالندرة (وذلك في حدود قراءات الباحث).

فروض البحث:

- تتعدد دوافع الإدارة تجاه قرار شراء أسهم الخزينة والتصرف فيها.
- تتطلب بيئة الأعمال المصرية إعادة النظر فى الضوابط الرقابية المتعلقة بالموافقة على عمليات شراء الأسهم والتصرف فيها.
- يجب إعادة النظر فى الضوابط الرقابية الخاصة بتنفيذ عمليات الشراء والتصرف فى أسهم الخزينة فى البيئة المصرية.
- يجب تبنى آليات لمعاقبة الشركات التى تتلاعب بالإعلان عن عمليات إعادة الشراء بهدف إرسال إشارات كاذبة للمتعاملين فى أسواق المال.
- يجب تطوير المحتوى الاعلامى للتقارير المالية فيما يتعلق بعمليات الشراء والتصرف فى أسهم الخزينة.

حدود البحث:

- سوف يتم تناول المواد القانونية والإصدارات الخاصة بالبورصة المصرية ذات الصلة بالتعامل على أسهم الخزينة فقط دون غيرها من المواد أو الإصدارات الخاصة بالتعامل على باقى أنواع الأسهم.

- سوف يتم تناول التنظيم القانونى لعمليات إعادة شراء الأسهم فى عديد من الدول بغرض الاسترشاد بتجارب تلك الدول دون التطرق لتقييم تلك التنظيمات أو اقتراح تعديلها لخروج ذلك عن هدف البحث والذى يرتبط بالبيئة المصرية.
- يتم تناول معايير المحاسبة المصرية المرتبطة بالتعاملات على أسهم الخزينة دون غيرها من المعايير.

منهج وأسلوب البحث:

يعتمد البحث على كلاً من المنهج الاستقرائى والاستنباطى للقيام بنوعين من الدراسات هما: الدراسة النظرية، وتتم من خلال تحليل ما ورد بالكتابات القانونية والمحاسبية عن دوافع التعامل على أسهم الخزينة، كذلك الآثار الإيجابية والسلبية المرتبطة بتلك العمليات وانعكاسها على المحتوى الإعلامى للتقارير المالية وأخيراً الضوابط الرقابية لتلك العمليات ودورها فى الحد من آثارها السلبية على أسواق المال خاصة فى جمهورية مصر العربية. وتتمثل أهم المصادر التى يتم الحصول منها على المعلومات اللازمة فى الكتب والدوريات الأجنبية والعربية، كذلك ما أصدرته المنظمات والهيئات المعنية بشأن تنظيم التعامل فى أسواق المال. أما الدراسة الميدانية فتتم من خلال قائمة استبيان لمعرفة آراء عينة من المستثمرين ومديرى الاستثمار والأكاديميين، بخصوص بعض الاستفسارات المتعلقة بموضوع البحث.

تنظيم البحث:

- لتحقيق أهداف البحث واختبار فروضه تم تقسيمه إلى عدة أقسام على النحو التالى:
- القسم الأول: يتضمن عرضاً للإطار العام للبحث، والذى يتناول مشكلة البحث، أهدافه، أهميته، فروضه، حدوده، منهج وأسلوب البحث، وكيفية تنظيمه.
 - القسم الثانى: يعرض أهم الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث.
 - القسم الثالث: يتناول الدوافع والآثار المحتملة لعمليات إعادة شراء الأسهم.
 - القسم الرابع: يعرض تقييم التنظيم القانونى والمحاسبى لعمليات إعادة شراء الأسهم فى جمهورية مصر العربية.
 - القسم الخامس: يعرض الدراسة الميدانية وتحليل نتائجها.
 - القسم السادس: يتناول النتائج والتوصيات.
 - القسم السابع: المراجع المستخدمة.

القسم الثاني

الدراسات السابقة

دراسة (Baker et al., 2003) وتناولت الدراسة الأسباب التي تدفع الشركات لإعادة شراء أسهمها وانتهت الدراسة إلى أن الشركات التي تتبنى عمليات إعادة الشراء تسعى في المقام الأول إلى إرسال إشارات إلى المتعاملين في الأسواق بأن الشركة لديها تقييمات للقيمة العادلة لأسهمها أفضل من تقييمات السوق لتلك الأسهم، فضلا عما سبق فقد أوضحت الدراسة أن عمليات إعادة الشراء في عينة الشركات التي طبقت عليها الدراسة لم تمول جميعها من فائض نقدي غير مستغل لدى هذه الشركات، فقد أوضحت الدراسة أن حوالي ١٩% من هذه الشركات لجأت إلى الاقتراض لتمويل عملية إعادة الشراء، بالإضافة إلى ذلك أوضحت الدراسة أن الكميات التي أعلن عن إعادة شرائها بواسطة عينة الدراسة لم ينفذ منها سوى ٦٢% دون أن توضح هذه الشركات الأسباب التي حالت دون تنفيذ الشراء لباقي الكمية .

دراسة (Block, 2006) وقامت الدراسة باستطلاع آراء المديرين الماليين في العديد من الشركات الأمريكية حول دوافع الشركات لإعادة شراء أسهمها، وقد أوضحت الدراسة العديد من الدوافع وتم ترتيبها من حيث الأهمية، فأول هذه الدوافع هو استخدام إعادة الشراء للأسهم بديلاً عن التوزيعات النقدية، أما الدافع التالي لإعادة الشراء فيتمثل في الوفاء بحقوق شراء الأسهم للمديرين دون الحاجة لإصدار أسهم جديدة تؤثر على ربحية السهم، وأخيراً فإن الدافع الثالث يتمثل في إرسال إشارات ايجابية للسوق بأن السهم يتداول حالياً بسعر يقل عن قيمته العادلة.

دراسة (Dixon et al., 2008) واستهدفت الدراسة التعرف على الدوافع الحقيقية التي تدفع الشركات البريطانية إلى إعادة شراء جزء من أسهمها ، وقام الباحثون في هذه الدراسة باستطلاع آراء الأطراف ذات الإهتمام بهذه القضية من خلال قائمة استقصاء تضمنت بعض الدوافع الأكثر احتمالاً من وجهة نظر الباحثون ، وانتهت الدراسة إلى أن أهم الدوافع لعملية إعادة شراء الأسهم تتمثل في تحقيق أفضل مزيج لعناصر التمويل التي تعتمد عليها الشركات والتي تتنوع بين التمويل بالملكية والتمويل بالديون، أما الدافع التالي في الأهمية فإنه يتمثل في رغبة الشركات في التخلص من الفائض النقدي غير الموظف لديها، بالإضافة إلى ماسبق يعد تحسين مستوى ربحية السهم من الدوافع ذات الأهمية التي أوضحتها الدراسة، ويضاف إلى الدوافع السابقة دوافع أخرى ولكنها أقل أهمية وتتمثل في التخلص من سيطرة مساهم معين، ومحاولات الظهور الاعلامي للشركة وزيادة تداول أخبارها بما يعطى إشارات ايجابية تنعكس على أسعار التداول أسهمها.

دراسة (Paul et al., 2008) : أوضحت الدراسة أن عمليات إعادة شراء الأسهم والتي تتم بواسطة الشركات المساهمة في الولايات المتحدة الأمريكية قد تزايدت بشكل ملحوظ بعد تبنى لجنة سوق الأوراق المالية الأمريكية SEC القواعد (١٥-١٨) عام ١٩٨٢ والتي أعطت للشركات الحماية القانونية من التهديدات المتعلقة بمقضاتها من جراء تشويه أسعار الأسهم الناتج عن تلك العمليات، وقد دلت الدراسة على هذا النمو المتزايد في عمليات إعادة شراء الأسهم بأن حجم تلك العمليات في السوق الأمريكي بلغت ما يقارب ١,٨ ترليون دولار في الفترة من ١٩٩٦ حتى ٢٠٠٥ وهو ما يعادل أضعاف عمليات إعادة الشراء للأسهم في العشرين عام السابقة لهذه الفترة.

وحاولت الدراسة الإجابة عن تساؤل رئيسي وهو هل أن البيئة القانونية المتهاونة - إن صح التعبير - في الولايات المتحدة الأمريكية والتي تحيط بعمليات إعادة شراء الشركات لأسهمها تفتح أبواب التلاعب بحقوق حملة الأسهم؟، وقد أوضحت الدراسة أن المرونة المرتبط بعمليات إعادة الشراء للأسهم في السوق الأمريكية تضر بمصالح المساهمين في اغلب الأحيان نتيجة إتاحة الحق للشركات في إعادة الشراء للأسهم دون الإعلان المسبق عن ذلك، بالإضافة إلى ذلك يمكن للشركات الإعلان عن قيامها بعمليات إعادة شراء دون وجود إلزام قانوني لها بتنفيذ ما أعلنت عنه.

وانتهت الدراسة إلى انه نظراً للمرونة الممنوحة للشركات في الإفصاح عن عمليات إعادة الشراء وما يرتبط بها من معلومات فإن الإدارة يكون لديها الحرية في تقدير توقيت الإفصاح ومستوى التفصيل للمعلومات التي يتم الإفصاح عنها بشكل اختياري، ويؤدي هذا إلى أن الإدارة تسمح بالإفصاح عن الأخبار السيئة عن الشركة وبشكل متكرر قبل عمليات إعادة الشراء وتؤجل الأخبار الجيدة عن الشركة وتسمح بالإفصاح عنها وبشكل متكرر بعد إتمام عملية إعادة الشراء، وهذا يحقق مكاسب للملاك الذين لم يقوموا بعمليات البيع ولكنه على الجانب الآخر يعد إهدار لحقوق هؤلاء الذين قبلوا على عمليات البيع ، ويزداد هذا الدافع لدى الإدارة في حالة وجود أسهم مملوكة لها أو وجود نية لديها في استخدام تلك الأسهم لتوزيعها على العاملين كحوافز.

دراسة (skinner, 2008) واستهدفت الدراسة متابعة التطورات الخاصة بسياسات توزيع الأرباح خلال العقود الثلاث الماضية، وصنفت الدراسة الشركات من هذه الزاوية إلى ثلاث فئات هي: شركات تقوم بتوزيع أرباح نقدية وفي نفس الوقت تحرص على إعادة شراء الأسهم بشكل منتظم، وأخرى تقوم بشراء أسهم خزينة بشكل منتظم ، وأخيراً شركات تقوم بشراء أسهم الخزينة بشكل موسمي .

وانتهت الدراسة إلى نتيجة مؤداها أن الشركات التي تقوم بعمليات توزيع نقدى للأرباح قد انخفضت بشكل كبير فى حين زاد تفضيل الشركات لعمليات إعادة شراء الأسهم كبديل للتوزيع النقدى للأرباح، كذلك أوضحت الدراسة وجود علاقة طردية بين مستويات الأرباح المحققة وعمليات إعادة شراء الأسهم.

دراسة (John et al., 2009) ذهبت الدراسة إلى أن المستويات المتزايدة فى السنوات الأخيرة من عمليات إعادة شراء الأسهم تزيد من اهتمام المستثمرين حول تأثير تلك العمليات على تقييمات الأسهم ، فاجمالى عمليات إعادة الشراء للأسهم أصبحت فى مستوى غير مسبوق واستخدمتها الشركات فى كثير من الأحيان كبديل عن توزيعات الأرباح النقدية، وفى ضوء ذلك ناقشت الدراسة الجدال الناتج حول أن استخدام نماذج توزيعات الأرباح المخصوصة dividends discount models (DDMs) فى تقييم الأسهم قد عفا عليها الزمن، حيث لأنها لا تتضمن التدفقات النقدية للمستثمر من عمليات إعادة شراء الأسهم، وبالتالي يؤثر ذلك سلبا على القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية ، بالإضافة إلى أن إهمال التدفقات النقدية من تلك العمليات يؤثر سلبا على معدل العائد الحقيقي على حقوق المساهمين.

وطرحت الدراسة تساؤل رئيسى يتمثل فى: هل أن نموذج اجمالى التدفقات النقدية والذي يتضمن التوزيعات النقدية المباشرة كذلك التوزيعات من عمليات إعادة الشراء يجب أن يحل محل نموذج توزيعات الأرباح المخصوصة؟ وانتهت الدراسة إلى أن الجدال حول عدم صلاحية نموذج القيمة الحالية للتوزيعات dividends discount models (DDMs) لا مبرر له حيث لا يوجد فروق معنوية بين نتائج التقييم باستخدام هذا النموذج الذى يهمل التدفقات النقدية من عمليات إعادة شراء الأسهم والنماذج الأخرى التى تأخذ تلك التدفقات فى الحسبان.

دراسة (Chan et al., 2010) وهدفت الدراسة إلى تحديد ما إذا كان تضليل المستثمرين عن طريق الإعلان عن عمليات إعادة شراء الأسهم أحد الدوافع لتبنى هذا البرنامج فى ظل وجود ضغوط على الإدارة نتيجة انخفاض أسعار الأسهم فى بعض الفترات. وقد انتهت الدراسة إلى أن دافع التضليل للمستثمرين من خلال الإعلان عن عمليات إعادة الشراء هو بمثابة دافع واقعى يتحقق كثيرا على ارض الواقع نتيجة عدم وجود إلزام قانونى يلزم الشركات بإتمام عملية إعادة الشراء أو يلزم الشركة بشراء جميع كميات الأسهم المعلن عنها.

دراسة (Lee et al., 2010) إستهدفت الدراسة التعرف على الآثار المترتبة على برنامج إعادة شراء الأسهم وخصوصا فيما يتعلق بالآثر على أسعار تداول الأسهم فى كلا من فرنسا،

وألمانيا ، وإيطاليا وأخيراً المملكة المتحدة. بالإضافة إلى ماسبق حاولت الدراسة التعرف على أهم الدوافع للقيام بعمليات إعادة شراء الأسهم.

وانتهت الدراسة إلى انه توجد علاقة ارتباط ايجابية قوى بين تلك البرامج وأسعار التداول على أسهم الشركات فى كلاً من ألمانيا وإيطاليا ، فى حين أن تلك العلاقة كانت ضعيفة فى المملكة المتحدة وأخيراً أوضحت الدراسة أن تلك العلاقة تتعدم فى فرنسا، وفيما يتعلق بأكثر الدوافع التى تقف وراء تبنى برامج إعادة الشراء أوضحت الدراسة أن الانخفاض فى سعر السهم ومحاولات الشركة لتجنب الاستحواذ هى أهم الدوافع المحركة لتبنى برامج إعادة شراء الأسهم.

وفى ختام هذا القسم من الدراسة يرى الباحث أن البعض من الدراسات ركزت على دوافع عملية إعادة شراء الشركات لأسهمها سواء كانت دوافع ايجابية أو سلبية، والبعض الآخر من الدراسات ركز على الآثار المتوقعة لعمليات التعامل على أسهم الخزينة وآثارها المرتقبة على العديد من المؤشرات والنسب المالية ذات الأهمية لمتخدى القرار من المستثمرين، غير أن هذه الدراسات رغم توصيفها للعديد من المشاكل المرتبطة بتلك العمليات - ومنها مشكلة عدم تماثل المعلومات وما يرتبط بها من سلوك غير اخلاقي لبعض إدارات الشركات قد يكون له تأثير مضر على قرارات المستثمرين- الا إنها لم تتبنى مدخلاً أو منهجاً للحد من حدوث تلك المشكلات، وانطلاقاً مما سبق فان تلك الدراسة تعد إضافة إلى الجهود التى بذلها الباحثون فى الدراسات السابقة بوصفها محاولة لتبنى مدخلاً مقترحاً للحد من الآثار السلبية لتلك العمليات.

القسم الثالث

الدوافع والآثار المحتملة لعمليات إعادة شراء الأسهم

تتعد دوافع لجوء الشركات لإعادة شراء أسهمها، ويمكن للشركة المصدرة اللجوء إلى إعادة شراء أسهمها لواحد أو أكثر من الأسباب الآتية (<http://www.iinvest.org.eg>):

- استخدام الفائض النقدي المتاح لدى الشركة والذي لا يتوافر أمامها فرص لاستثماره.
- تستخدم كبديل لإجراء التوزيعات في حالة توقع الإدارة أن يكون لها تأثير ايجابي على أسعار أسهم الشركة في سوق الأوراق المالية.
- تستخدم لخلق طلب إضافي على أسهم الشركة أو لتدعيم سعر السوق الجارى لأسهم الشركة المتداولة. وتلجأ الشركات إلى هذه الآلية في حالة انخفاض أسعار أسهمها لأسباب غير مرتبطة بأداء الشركة ذاتها.
- تستخدم لضبط حقوق الملكية وهيكل المساهمين بما يحد من سيطرة بعض المساهمين.
- مواجهة عروض الشراء العدائية لأسهم الشركة حيث يؤدي شراء الشركة لأسهمها إلى تخفيض عدد الأسهم حرة التداول في السوق وزيادة أسعار تداولها.
- الحصول على مزايا ضريبية - في حال خضوع التوزيعات النقدية للضريبة- حيث يترتب على شراء الشركة لأسهمها بأسعار تزيد عن أسعارها العادلة تحقيق أرباح رأسمالية من قبل مساهميها والتي قد تكون معفاة ضريبياً.
- زيادة ربحية السهم من خلال تخفيض عدد الأسهم القائمة، وبالتالي تخفيض مضاعف الربحية مما يجعل سعر السهم ذو جاذبية معينة للمستثمرين.
- تستخدم هذه الآلية في حالة الطروحات الثانوية الجديدة، حيث تستخدم أسهم الخزينة في ضبط سعر الأوراق المالية المصدرة من الشركة وخلق نوع من التوازن بين العرض والطلب كما في حالة الطرح الثانوى وتكوين صندوق أو حساب للحفاظ على استقرار سعر السهم السوقي خلال فترة معينه بعد الطرح.

- تستخدم فى حالة توزيع الأرباح فى شكل أسهم مجانية وذلك باستخدام أسهم الخزينة المتاحة لدى الشركة عند التوزيع .
- تستخدم فى عمليات عقود الخيارات وعقود المستقبلات التى تكون الشركة طرفاً فيها.

ولاشك أن عمليات إعادة شراء الشركات لأسهمها له العديد من الآثار المالية الإيجابية المتوقعة من جانب المساهمين وهى بمثابة إشارات إيجابية تسعى الإدارة لترسيخها فى أذهانهم، وتمثل أهم تلك الإشارات فى الآتى:

- زيادة نصيب السهم من الأرباح : فالعديد من الشركات تسعى إلى إدارة أرباحها بشكل يساعدها فى إظهار نصيب السهم من الأرباح بشكل يرضى المساهمين الحاليين والمرتبين وبما يتوافق مع توقعات المحللين الماليين، ونظراً لظهور العديد من الوسائل التى تساعد فى الحد من عمليات إدارة الأرباح والتى تهدف إلى تعظيم نصيب السهم من الأرباح تتجه العديد من الشركات إلى إدارة الربح من خلال عمليات إعادة الشراء للأسهم، فنصيب السهم من الأرباح هو علاقة بين صافى الربح والمتوسط المرجح لعدد الأسهم القائمة وتساهم عمليات إعادة شراء الأسهم فى تخفيض هذا المتوسط (Poul et al., 2006) ، بيد أن هذا الارتفاع فى نصيب السهم من الأرباح مرهون بمصادر تمويل عملية إعادة الشراء، فإذا تم تمويل عملية الشراء من قروض بفوائد مرتفعة تزيد عن معدلات الربحية فإن الأثر على ربحية السهم سوف تكون سلبية نتيجة خصم فوائد الاقتراض من صافى ربح العام ، لذلك تحرص بعض الشركات على الدخول فى اتفاقيات تمويل تمنحها فترات سماح فى سداد تلك القروض وفوائدها لتدنيه اثر فوائد التمويل على صافى ربح العام والاستفادة من عملية إعادة الشراء فى زيادة ربحية السهم فى عام الشراء ونقل اثر الفوائد التمويلية إلى العام التالى، ونظراً لأهمية مؤشر نصيب السهم فى الأرباح فقد تطلبت معظم المعايير المحاسبية فى أغلب دول العالم الإفصاح عن ربحية السهم فى نهاية قائمة الدخل (Jin,2009; Margaret,2012).

- زيادة توزيعات الأرباح النقدية : تنص معظم المعايير المحاسبية والقواعد القانونية فى أغلب دول العالم على منع توزيع أرباح على أسهم الخزينة وبالتالي فإن مبالغ الأرباح المعلن عن توزيعها سوف تقسم على عدد أقل من الأسهم وبالتالي يزيد نصيب السهم من التوزيع النقدى للأرباح ، والأكثر من ذلك أن العديد من الشركات استبدلت عمليات التوزيع النقدى للأرباح

بعمليات إعادة شراء الأسهم والتي تبدو في ظاهرها عملية إعادة شراء للأسهم ولكن في باطنها هي عملية شراء للأسهم مصحوبة بتوزيع أرباح رأسمالية وأرباح جارية (Douglas & Eugene, 2009) ويتحقق هذا في الدول التي لا تفرض حدود سعريه على عمليات إعادة الشراء للأسهم، فإذا كانت القيمة الدفترية للسهم ٤٠ جنيه وسعر التداول في الأسواق قبل الإعلان عن إعادة الشراء ٦٠ جنيه وقررت الشركة إعادة الشراء بمبلغ ٧٠ فالمساهم هنا حقق ربح رأسمالي ٢٠ جنيه وهي الفرق بين السعر السوقى وفقا لأخر جلسة تداول والقيمة الدفترية للسهم ، أما الفرق بين سعر إعادة الشراء والقيمة السوقية وفقا لأخر جلسة تداول وهو ١٠ جنيه لكل سهم هي بمثابة توزيع أرباح عن العام، وهذه الآلية تعظم من مصالح المساهمين رغم مايشوبها من شبه التهرب الضريبي أو بالأحرى مساعدة الشركة للمساهم في التهرب الضريبي، فمن وجهة النظر القانونية الأرباح الرأسمالية مقدارها ٣٠ جنيه لاتخضع للضريبة بالكامل في حين أن وجهة النظر المنطقية ترى أن هناك أرباح رأسمالية ٢٠ جنية فقط لاتخضع للضريبة ولكن الزيادة في سعر الشراء عن سعر السوق هو بمثابة توزيع للأرباح يجب أن يخضع للضريبة.

- زيادة الربح الرأسمالي للسهم نتيجة انخفاض قيمته الدفترية : تنص المعايير المحاسبية سواء المصرية أو الأمريكية على تخفيض حقوق الملكية بتكلفة الاستحواذ على أسهم الخزينة، ولأشك 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، وهذا يرسل إشارات إيجابية للمساهمين بزيادة نصيبهم من الأرباح الرأسمالية بعد عملية إعادة الشراء عنه قبل عملية إعادة الشراء. والطبع سوف يكون الأثر عكسيا إذا كانت تكلفة الاستحواذ تقل عن القيمة الدفترية للسهم.

- انخفاض مضاعف ربحية السهم : ويتم حساب مضاعف ربحية السهم (فترة الاسترداد) بقسمة السعر السوقى للسهم على نصيب السهم من الأرباح، وحيث أن هذا النصيب من الأرباح سوف يرتفع كما أوضحنا سابقا بسبب حذف أسهم الخزينة من مقام معادلة حساب نصيب السهم من الأرباح فمن البديهي أن تنخفض فترة الاسترداد للاستثمار في الأسهم مما يشجع المستثمرين للإقبال على شراء تلك الأسهم بشكل يعزز جانب الطلب على أسهم هذه الشركة.

• الاستفادة من مزايا الرفع المالي : يقصد بالرفع المالي أو المتاجرة على الملكية Trading on Equity كما يسميه البعض الاعتماد على الاقتراض ثابت التكلفة لتمويل عمليات الشركة، ويتحقق الأثر الإيجابي للرفع المالي إذا تم في ظل عائد على الأصول أعلى من تكلفة الاقتراض (Li & Hawang, 2011)، لذلك تلجأ العديد من الشركات إلى تمويل عملية إعادة شراء الأسهم عن طريق الاقتراض، ويحقق ذلك العديد من المزايا منها زيادة معدل العائد على حقوق الملكية ، الاستفادة من مزايا الرفع المالي ، والأكثر من ذلك إذا كانت الشركة لديها معدل رفع تشغيلي مرتفع فإنها تستطيع مضاعفة اثر ذلك الرفع من خلال إيجاد رافعة مالية ، حيث أن الرفع المجمع يساوي حاصل ضرب الرفع التشغيلي والرفع المالي ، فعلى سبيل المثال إذا كان الرفع التشغيلي مساوي ٣ والرفع المالي ١,٥ فان الرفع المجمع يكون مساوي ٤,٥ ، بمعنى أن زيادة في المبيعات قدرها ١% من شأنها أن تسفر عن زيادة صافي الربح المتاح للمساهمين بنسبة ٤,٥% (منير ، ١٩٩٦).

• زيادة أسعار التداول على أسهم الشركة : تساهم كل المؤشرات والإشارات الايجابية السابقة في زيادة أسعار التداول على الأسهم فالبعض يعتمد في اتخاذ قرار الشراء على النمو في معدل العائد على الاستثمار ، والبعض الآخر قد يعتمد على مضاعف الربحية أو قد يأخذ البعض كل المؤشرات السابقة في الحسبان عند اتخاذ قرار الشراء لأسهم الشركة، لذلك اعتبر البعض أن من أهم النتائج الايجابية لعمليات إعادة الشراء هو إرسال إشارات ايجابية تعزز الثقة في أسهم الشركة وبالتالي زيادة الطلب عليها والمحافظة على المستويات السعريه لها خاصة في أوقات الأزمات (Andreas & Zdantchouk, 2006)، فعلى سبيل المثال إذا كان صافي أرباح العام الحالي ٢٧٠٠٠٠٠٠ جنيه وعدد الأسهم القائمة ٩٠٠٠٠٠٠ سهم فان نصيب السهم في الإرباح يكون ٣ جنيه ويفرض أن السعر السوقي الحالي للسهم ٧٥ جنيه فان مضاعف الربحية للسهم يكون مساوياً ٢٥ ويفرض أن الشركة قررت إعادة شراء ٢٠٠٠٠٠٠ سهم فتصبح ربحية السهم بعد إعادة الشراء ٣,٨ جنيه لكل سهم وبافتراض ثبات المضاعف للربحية الذي يقبله المستثمر في ضوء الخبرة السابقة بالشركة عند مستوى ٢٥ إذا السعر السوقي المتوقع للسهم يساوي حاصل ضرب مضاعف الربحية في نصيب السهم من الأرباح بعد إعادة الشراء اي ٩٥ جنيه (منير ، ١٩٩٦).

ورغم المزايا الايجابية المتوقعة من قيام الشركات بعمليات إعادة شراء الأسهم إلا أن هناك العديد من الآثار السلبية والتي يمكن أن تحدث نتيجة تعامل الشركة على أسهمها في ضوء عدم تماثل

المعلومات بين المتعاملين على السهم بأسواق المال وإدارة الشركة ، وفيما يلي توضيح لبعض تلك الآثار السلبية المتوقع حدوثها عند تعامل الشركات على أسهمها بإعادة الشراء:

• استغلال الإدارة للمعلومات الداخلية: تمتع إدارة الشركة والعاملين فيها بوضع مميز عن وضع بقية المتعاملين في البورصة، حيث أن إدارة الشركة تمتلك دائما معلومات خاصة غير متاحة للجمهور مما يسمح لها باستغلال تلك المعلومات المتاحة لتعظيم منافعها على حساب باقى الأطراف أصحاب المصالح فى الشركة، وهو ما يمثل جريمة من جرائم البورصات. فالإدارة فى حالة ملكيتها لأسهم فى الشركة يحيط بها العديد من الشكوك عند إتمام عمليات إعادة الشراء للأسهم ، فهى المالك الوحيد للمعلومات ومتخذ جميع القرارات المتعلقة بعمليات إعادة الشراء والمتحكم فى توقيت الإعلان عن تلك العمليات، كذلك هى المحددة للكميات المزمع شراؤها وتوقيت إتمام تلك الصفقات، ويضاف إلى ذلك أن الإدارة هى المتحكم فى توقيت ومستوى الإفصاح الاختيارى خاصة فيما يتعلق بتوقيت الإعلان عن الأنباء السيئة أو السارة عن الشركة .

ويؤكد الباحثون على أن إدارة الشركة تعتبر من أكثر الداخلين المطلعين على المعلومات الداخلية غير المنشورة للغير وعليه فإنها يمكنها الاستفادة من آلية إعادة الشراء لأسهمها فى ظل وجود معلومات غير منشورة سواء أكانت ايجابية أم سلبية لتحقيق مكاسب غير عادية على حساب المستثمرين فى سوق المال (Lara et al.,2005;Masaya& Hidetomo,2011) .

• قيد سعر غير حقيقي : فى ظل الممارسات غير القانونية قد ترغب إدارة الشركة فى استخدام آلية إعادة شراء أسهمها للوصول بالسهم إلى مستوى سعري غير حقيقى، فقد لوحظ أن العديد من الشركات تعلن عن عمليات إعادة شراء لأسهمها بأسعار مرتفعة عن الأسعار الحقيقية المتعامل بها فى الأسواق المالية، ويستهدف هذا الإجراء توصيل معلومات للمساهمين بان أسعار التداول الحالية فى الأسواق لا تعبر عن القيمة العادلة للسهم مما يزيد من حجم الطلب ومن ثم يرتفع سعر السهم. وان كانت هذه الآلية لها مبررها فى حالة تعرض سوق المال لأحداث خارجة عن السيطرة لضمان استقرار أسعار الأسهم إلا انه خارج هذا النطاق إذا كانت الشركة لديها تعثر مالى واختلال فى معدلات الربحية فان هذا التصرف يعد خداع للمستثمرين ويجب أن يوجه إلى إدارة هذه الشركة تهمة التلاعب بأسعار الأسهم ويجب إيقاف التعامل بتلك الأسعار التى حددتها الإدارة (Bruce & Halit,

(2012)، فتلك الممارسات على حد قول احد الكتاب تدخل المستثمر إلى نفق مظلم (Ann Crotty, 2012).

ويتفق الباحث مع الاتجاه السابق والخاص بمعاينة الشركات التي تحاول التلاعب بأسعار الأسهم للتأثير على أسعار التداول في الأسواق المالية، فالسماح بهذا التصرف سوف يفتح الباب على مصراعيه لاعتماد إدارات الشركات على التلاعب بالمؤشرات المالية التي تستخدم كأداة للحكم على كفاءة أدائها في إدارة أعمال الشركة في الغرض الاستثماري الذي أسست من أجله، فهذا السماح يؤدي إلى إنحراف إدارة الشركة عن وظائفها وأداء دورها الرئيسي المتمثل في الاستثمار المباشر بغرض تقديم منتجاتها أو خدماتها لمستهلكيها واتجاهها نحو المضاربة على أسهمها بالبورصة الأمر الذي يضر بكافة الأطراف المتعاملة مع الشركة سواء كانوا مساهمين أو دائنين.

• قد تستغل الشركة آلية إعادة شراء أسهمها بالإعلان عن خطة لإعادة الشراء ويترتب على ذلك اندفاع أسعار الأسهم للصعود بما يغري المستثمرين بعمليات الشراء وانتظار تنفيذ الشركة لتلك الخطة لجنى الأرباح ولكن تتراجع الشركة عن التنفيذ مما يؤثر على أسعار الأسهم بالسلب وغالبا ما سيعود السعر إلى مستواه الحقيقي مُحملاً المساهمين بخسائر غير عادية، ويرى بعض الباحثين أن هذه الآلية تستخدمها العديد من الشركات كنوع من أنواع الخداع للمساهمين ولخلق طلب وهمي على أسهمها في فترات معينة بما يتوافق مع أغراض إدارة الشركة وهنا تلعب الشركة دور صانع السوق (Beverly & Robert, 1997)، والأكثر من ذلك أن بعض الشركات تلجأ عند انخفاض مستوى الأرباح السنوية إلى عمليات إعادة شراء الأسهم لإخفاء فشلها في إدارة أموال المساهمين حيث تؤدي عمليات إعادة الشراء إلى انخفاض حقوق المساهمين وارتفاع معدل العائد على حقوق الملاك وتسعى الإدارة إلى تحقيق هذا الأثر المؤقت دون النظر إلى أوضاع السيولة النقدية لديها ومدى الحاجة إلى الفائض النقدي من عدمه، فأثر عملية إعادة الشراء رغم انه إيجابي على معدل العائد على حقوق الملكية -وهذه الإشارة التي تصل إلى المساهمين- إلا انه على الجانب الآخر يخفي ورائه فشل الإدارة في توظيف موارد المنشأة وهذه الحقيقة قد لاتصل إلى المساهمين لاستحواذ الإدارة على معلومات داخلية لا يملكها المساهمين.

• تواطؤ الإدارة مع بعض المساهمين: كلمة التواطؤ تشير إلى القيام بأفعال قد تبدو مشروعة في مظهرها الخارجي ولكنها تستهدف تحقيق مصلحة فئة على حساب فئة أخرى رغم

تساوى حقوق تلك الفئات قانونياً، ففي بعض الحالات السلبية مثل تحقيق الشركة لخسائر أو تعرضها لبعض الظروف السيئة مثل وجود قضايا مرفوعة على الشركة لها تأثير مرتقب على مقدرات الشركة قد تقوم إدارة الشركة بالاتفاق مع بعض كبار المساهمين فيها أو أعضاء مجلس إدارتها على شراء جزء من الأسهم المتداول في البوصة لحسابهم والذي يكون بأسعار منخفضة نظراً لتأثير الأخبار السيئة عن الشركة ثم تعلن الشركة عن شراء أسهم خزينة بسعر أعلى ويقوم هؤلاء المساهمين ببيع هذه الأسهم للشركة بالسعر المتفق عليه مما يجعل هؤلاء المساهمين يحققوا منافع بصورة غير عادلة على حساب باقي المساهمين المستثمرين بالشركة والذين لا تتوافر لديهم المعلومات المستقبلية الخاصة بالشركة والتي يؤدي نشرها إلى إطمئنان المتعاملين على السهم بأن الآثار السلبية هي مجرد حالة مؤقتة أو عارضة .

• المساس بحقوق دائني الشركة: قد تتخذ بعض الشركات ذات الإدارة غير الملتزمة بمبادئ حوكمة الشركات قراراً بشراء أسهم خزينة للإضرار والتأثير سلباً على حقوق الدائنين عن قصد أو غير قصد، فقد تقوم الشركات بشراء أسهم خزينة بما لديها من فائض نقدي دون مراعاة تواريخ استحقاق الديون أو فوائدها، كذلك قد تقوم الشركة ببيع بعض أصولها واستغلال الحصيلة في عمليات إعادة شراء الأسهم بصورة يشوبها نوع من السلوك غير الاخلاقي لتصفية الشركة بصورة غير قانونية وحصول المساهمين على أموالهم وضياع حقوق الدائنين ، وأخيراً فإن عملية إعادة شراء الأسهم تؤثر على اجمالي الأصول المتداولة في حالة السداد النقدي لقيمة الأسهم المشتراه وبالتالي تنخفض نسبة التداول التي تمثل احد النسب المالية الهامة والتي تعبر عن قدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات، فالنسبة المتعارف عليها كنسبة مقبولة هي ٢ : ١ ولكن في بعض الأحيان تؤدي عمليات إعادة الشراء إلى تدهور هذه النسبة بشكل كبير .

ونتيجة لذلك التخوف فقد نصت المادة (١١٣) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري ١٥٩ لسنة ١٩٨١ على انه يجوز للدائنين الذين نشأت حقوقهم قبل نشر قرار تخفيض رأس المال على الوجه المبين بالمادة (١٠٩) من اللائحة التنفيذية لقانون الشركات المصري وكذلك الممثل القانوني لجماعة حملة السندات التي أصدرتها الشركة قبل ذلك التاريخ، الاعتراض على قرار تخفيض رأس مال الشركة ما لم يكن التخفيض مترتباً على خسارة منيت بها الشركة، ويجوز للشركة أن ترد إلى الدائنين المعترضين حقوقهم، أو أن تقدم لهم الضمانات اللازمة لأداء حقوقهم في

مواعيدها المقررة، ويكون للدائن المعترض إذا لم يقبل ما تعرضه عليه الشركة أن يلجأ إلى القضاء للحكم له بما يحفظ حقوقه. وفي جميع الأحوال لا يجوز للدائنين الذين نشأت حقوقهم بعد نشر قرار التخفيض الاعتراض على تخفيض رأس مال الشركة.

• استخدام أسهم الخزينة كآلية لعرقلة إتمام عمليات الاستحواذ العدائي: قد تسعى بعض الشركات المنافسة إلى الاستحواذ على أسهم شركة معينة من خلال سوق الأوراق المالية المفتوحة بهدف الوصول إلى نسبة ملكية تحقق لهذه الشركة المنافسة حالة الاستحواذ على الشركة المستهدفة ولكن من أبواب خلفية لعملية الاستحواذ وليس من خلال خطوات قانونية حددها القانون لإتمام تلك الصفقات ويطلق على هذه الحالة عروض الشراء العدائية نظرا لان الاستحواذ يتم دون إرادة الشركة المستهدفة، وقد تحاول إدارة الشركة المستهدفة منع تلك العمليات بالتدخل من جانب مجلس الإدارة لعرقلة تلك العمليات حتى لو كان ذلك في مصلحة المساهمين، من خلال قيامها بتنفيذ عمليات إعادة شراء للأسهم بأسعار مرتفعة مبالغ فيها وذلك بقصد خلق طلب وهمي على هذه الأسهم، الأمر الذي يؤدي إلى رفع سعرها، وهو ما قد يؤدي إلى اضطرار الشركة التي تسعى إلى الاستحواذ للتراجع عن قرارها وذلك لارتفاع تكلفة الاستحواذ.

وفي ضوء العرض السابق نجد أن عملية إعادة شراء الشركات لأسهمها لها من الدوافع المشروعة ما يبررها ويجعلها تصب في مصلحة أصحاب المصالح stack holders بالشركة، وعلى الجانب الآخر يوجد العديد من التخوفات من السماح للشركات بإعادة شراء أسهمها، ففي العديد من الدول كانت تلك العمليات يحظر القيام بها وسمحت القوانين في تلك الدول بعمليات إعادة شراء الشركات لأسهمها لضرورة فرضها الواقع العملي منذ وقت قريب رغم تواجد أسواق مالية نشطة بهذه الدول منذ زمن بعيد، فعلى سبيل المثال وافقت الدنمارك والسويد على السماح بتلك العمليات منذ عام ٢٠٠٠، وكذلك تم الموافقة على السماح بتلك العمليات في فرنسا منذ عام ١٩٩٩ (Nidal 2003).

ويرى الباحث أن لب التخوف من عمليات إعادة شراء الأسهم في الدول المختلفة هو تلاعب الإدارة من خلال تحكمها في مستويات وتوقيت الإفصاح - والذي ينتج عن ما يسمى بقضية عدم تماثل المعلومات - بمقدرات أصحاب المصالح في الشركة وخروج الشركات عن دورها كمستثمر في الأنشطة التجارية والصناعية والخدمية إلى دور صانع السوق أو المضارب على الأوراق المالية ،

لذلك سعت القوانين والمعايير المحاسبية فى الدول المختلفة إلى الحد من التأثير السلبى لإدارات الشركات على مقدرات أصحاب المصالح فيها من خلال محاولات جادة لتحقيق مستوى مناسب من الجودة فى التقارير المالية والتأكيد على أهمية الشفافية من خلال تبنى تطبيق قواعد حوكمة الشركات.

وبناء على ماسبق سوف يكون مدخل الباحث فى هذه الدراسة مرتكزاً على تقييم التنظيم القانونى والمحاسبى لعملية إعادة شراء الأسهم والتصرف فيها وأثره على جودة المحتوى الاعلامى للتقارير المالية ودورها من الحد من الآثار السلبية لتلك العمليات فى سوق المال المصرى، وسوف يتناول الباحث ذلك تفصيلاً فى القسم التالى.

القسم الرابع

تقييم التنظيم القانوني والمحاسبى لعمليات إعادة شراء الأسهم في جمهورية

مصر العربية

أكدت العديد من الدراسات وجود تأثير جوهري لظاهرة عدم تماثل المعلومات وقدرة الإدارة على التحكم فى اختيار توقيت الإعلان عن الأرباح كذلك المحتوى الإعلامى لتوقيت الإفصاح عن المعلومات على أسعار الأسهم واستقرار أسواق المال (الرفاعى ٢٠٠٢; مدثر ٢٠٠١) وانطلاقاً مما سبق فإن التنظيمات القانونية والمحاسبية فى اغلب دول العالم استهدفت تحقيق التقارير الصادرة عن المنشأة بما تحويه من معلومات لمعيار الجودة والشفافية للحد من دوافع الإدارة نحو التلاعب بمصالح الأطراف ذات العلاقة بالمنشأة.

وقد اتجهت العديد من الدول المتقدمة والنامية إلى السماح للشركات بإعادة شراء أسهمها وذلك ضمن ضوابط وشروط محددة من قبل القوانين المتعلقة بالشركات وكذلك قرارات الهيئات الرقابية بنلك الدول، وفى هذا السياق سوف يتناول الباحث التجربة المصرية وكذلك تجارب بعض الدول الأخرى فيما يتعلق بتنظيم عمليات إعادة شراء الشركات لأسهمها والتصرف فيها.

الولايات المتحدة الأمريكية :

وضعت الجهات الرقابية على أسواق المال فى الولايات المتحدة الأمريكية ممثلة فى لجنة سوق الأوراق المالية (SEC) العديد من الشروط لإتمام عمليات إعادة الشراء للأسهم تمثلت فى القاعدة (18-10b) منذ عام ١٩٨٢. وهذه الاشتراطات التى تضمنتها القاعدة هى بمثابة شروط اختيارية غير ملزمة، والهدف من هذه القاعدة توفير مايسمى بحدود أمانة للشركات (Safe Harbor) تحميها من التعرض للمساءلة القانونية بتهمة التلاعب بأسعار الأسهم نتيجة عمليات إعادة شرائها لأسهمها. ومن ابرز الاشتراطات التى تضمنتها القاعدة (18-10b) ما يلى (Cook et al. , 2003) :

- يجب على الشركة إعادة شراء أسهمها من خلال وسيط واحد خلال اليوم ولا يجوز استخدام أكثر من وسيط خلال اليوم الواحد.
- يجب الا يكون سعر الشراء أعلى من أعلى سعر معروض خلال الجلسة أو أعلى من آخر سعر فى آخر جلسة تداول.
- يجب عدم وضع أى أمر شراء فى العشر دقائق الأخيرة من جلسة التداول، وبالنسبة للشركات الصغيرة فلا يجوز وضع أوامر شراء فى النصف ساعة الأخيرة.

- يجب أن لا يتجاوز الحجم اليومي لعمليات إعادة الشراء ربع معدل حجم التداول اليومي للأسابيع الأربعة السابقة.

ويلاحظ في هذه الاشتراطات أنها اختيارية وإنما لم تشترط الإعلان المسبق عن عمليات إعادة الشراء وكمياتها إضافة إلى ذلك لم تشترط أى إفصاحات عن عمليات الشراء الفعلية، وقد تم تعديل تلك الاشتراطات في عام ٢٠٠٤ حيث نص التعديل المضاف على وجوب الإفصاح عن عمليات إعادة الشراء الفعلية وكمياتها ومتوسط الأسعار ضمن التقارير ربع السنوية (Kim & Varaiya, 2005). وقد أوضح مجموعة من الباحثين (Cook et al., 2003) صعوبة إثبات مدى الالتزام بالشروط السابقة حيث وجد أن العديد من الشركات تلتزم بهذه الشروط إلتزاماً شكلياً، والأكثر من ذلك وجد أن مجموعة من الشركات ضمن عينة الدراسة لم تلتزم مطلقاً بتلك الشروط بلغت ٥٤ شركة وارتبط عدم الإلتزام بتلك الشروط بإنخفاض أسعار الأسهم لتلك الشركات.

المملكة المتحدة :

يسمح قانون الشركات في المملكة المتحدة بإعادة شراء الأسهم وفقاً لطريقتين هما: الشراء من السوق المفتوح (Open Market Repurchase) أو الشراء من خارج السوق بالعرض على المساهمين بسعر محدد أو بالمزايدة (Off Market Repurchase) وقد حدد القانون في المملكة المتحدة الاشتراطات التالية (Kim & Varaiya, 2005; Dixon et al., 2008):

- يجب الحصول على موافقة الجمعية العمومية على خطة إعادة الشراء ويتم إخطار هيئة السوق المالية بالخطة محدد بها الكميات الإجمالية وكمية الشراء اليومي.
- يجب تنفيذ خطة الشراء في مدة أقصاها ثمانية عشر شهراً وإذا لم يتم الشراء خلال المدة القصوى يجب إعادة الحصول على موافقة الجمعية العمومية.
- الحد الأقصى للكمية المخطط لشراؤها لا يتجاوز ١٥% من أسهم الشركة .
- الحد الأقصى لسعر الشراء لا يجب أن يتجاوز حد ٥% زيادة عن متوسط السعر في الخمس أيام السابقة للشراء.
- لا يجوز أن تقوم الشركة بأى عمليات شراء لأسهم الإدارة أو الأطراف ذوى العلاقة خلال فترة إتمام عمليات إعادة الشراء.
- يتم إلغاء الأسهم المشتراه نهائياً وتخفيضها من رأس المال ولا يجوز إعادة إصدارها.

كندا :

يسمح قانون الشركات فى كندا للشركات المساهمة بإعادة شراء أسهمها وفقاً للشروط التالية (Hughes & Hewat, 2007) :

- الحصول على موافقة مجلس الإدارة
- موافقة هيئة سوق المال على خطة إعادة الشراء.
- إصدار نشرة إعلامية تحدد عدد الأسهم التى سوف يتم شرائها و طريقة التصرف فيها وأسباب إعادة الشراء.
- الإفصاح عن أى عمليات إعادة شراء تمت فى الاثنى عشر شهر السابقة وعددها وكيفية التصرف فيها ومتوسط أسعار الشراء.
- يتم الشراء للأسهم من السوق المفتوح فقط.
- يجب ألا يتم الشراء من أسهم السمسار الذى يتولى عملية البيع.
- لايجوز الشراء للأسهم أو تنفيذ برنامج إعادة الشراء فى حالة وجود طلب رسمى لشراء أسهم الشركة فى عملية سيطرة.
- يجب ألا تتجاوز كمية الشراء ٢٥% من حجم التداول فى اليوم أو ١٠٠٠ سهم .
- لايجوز أن تتجاوز عملية الشراء ١٠% من أسهم الشركة خلال العام ولا يجب أن تزيد كمية الشراء فى الشهر الواحد ٢% من الأسهم المتداولة.

الإمارات العربية المتحدة :

أصدرت هيئة الأوراق المالية والسلع فى دولة الإمارات العربية المتحدة تعليمات خاصة بتنظيم إعادة شراء الشركات لأسهمها فى عام ٢٠٠٦ وذلك استناداً إلى المادة (١٦٨) من قانون الشركات التجارية وتعديلاته، حيث حددت هذه التعليمات ضوابط لعمليات شراء أسهم الخزينة وكذلك ضوابط لعملية البيع فى حال رغبة الشركة فى بيع أسهم الخزنة التى فى حوزتها (هيئة الأوراق المالية والسلع ، الإمارات العربية المتحدة ، قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة ١١٣/ر لسنة ٢٠٠٦):

- يجب ألا تتجاوز نسبة الأسهم المراد إعادة شراؤها من قبل الشركة ١٠% من الأسهم المكتتب بها.
- ضرورة الحصول على موافقة الهيئة بموجب طلب يبرر موافقة مجلس الإدارة ويوضح أسباب الشراء ونسبة الأسهم التى ترغب الشركة بشرائها.

- يجب ألا تتم عملية شراء الشركة لأسهمها قبل ١٥ يوم من نهاية الفترة المالية سواء الربع أو النصف سنوية أو السنوية.
- يجب أن تتم عملية الشراء بنظام السوق المفتوح.
- إلزام الشركات بمتطلبات الإفصاح اللاحق لعملية الشراء وفقا للنماذج المعدة لذلك.
- فى حالة الرغبة فى التصرف فى أسهم الخزنة يجب الحصول على موافقة كتابية من الهيئة.
- تلتزم الشركة فى حالة بيع الأسهم بمتطلبات الإفصاح اللاحق للبيع وفقا للنموذج المعد لذلك من الهيئة.

سلطنة عمان :

يجب قانون الشركات العماني للشركات المساهمة العامة إعادة شراء أسهمها وذلك وفقا لأحكام الفقرة الثالثة من المادة (٨٥) من قانون الشركات التجارية رقم ٤ لسنة ١٩٧٤ وتعديلاته. وقد أصدرت هيئة سوق المال العماني تعليمات وقواعد تحدد إشتراطات عملية إعادة الشراء للأسهم وذلك عام ٢٠٠٩ واهم ما جاء بتلك التعليمات :

- لايتجاوز عدد الأسهم التى يتم إعادة شرائها ١٠% من رأس مال الشركة.
- ضرورة حصول الشركة الراغبة فى إعادة الشراء لأسهمها على موافقة الجهات الرقابية ويجب أن تقدم الشركة لهيئة سوق المال خطة إعادة الشراء وتوضيح مبررات إعادة الشراء للأسهم.
- عقد اجتماع جمعية عمومية غير عادية لمناقشة خطة إعادة الشراء خلال فترة لا تتجاوز ٣٠ يوم من الحصول على موافقة الجهات الرقابية.
- ضرورة نشر إعلان عن عملية إعادة الشراء فى صحيفتين محليتين احداهما باللغة العربية والآخر بالانجليزية لمرتين يفصل بينهما مدة لا تقل عن ٣ أيام ولا تزيد عن ٧ أيام.
- لاتزيد قيمة الأسهم التى يعاد شرائها عن قيمة الأرباح المحتجزة القابلة للتوزيع.
- لايجوز للشركة أن تعيد شراء أسهمها إذا كانت القوائم المالية توضح خسائر متراكمة أو الشركة لديها التزامات عاجزة عن سدادها أو أن هناك دعوى قضائية قد يكون لها تأثير سلبي على المركز المالى للشركة.
- لايجوز للشركة أن تعيد شراء أسهمها إذا كان الشراء سوف يؤدي إلى :
 - انخفاض رأس مال الشركة عن الحد الأدنى المنصوص عليه فى القانون.
 - عجز الشركة عن سداد التزامات قائمة أو أية التزامات قصيرة أو طويلة الأجل.
 - انخفاض نسبة الأصول الجارية إلى الاللتزامات الجارية عن ١٥٠%.

- انخفاض نسبة حقوق المساهمين إلى الالتزامات طويلة الأجل عن ١٠٠% .

جمهورية مصر العربية:

سمح قانون الشركات المصري ١٥٩ لسنة ١٩٨١ للشركات بإعادة شراء أسهمها فقد نصت المادة (٤٨) من القانون سالف الذكر على انه " إذا حصلت الشركة بأية طريقة على جانب من أسهمها، تعين عليها أن تتصرف في هذه الأسهم للغير في مدة أقصاها سنة من تاريخ الحصول عليها ، وإلا التزمت الشركة بتخفيض رأسمالها بمقدار القيمة الاسمية لتلك الأسهم بإتباع الإجراءات المقررة لذلك" وأجاز القانون للشركات إعادة شراء الأسهم بهدف توزيعها على العاملين كجزء من نصيبهم من الأرباح.

وقد تم إجراء تعديل على القانون السابق بموجب القانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨ وتضمن التعديل حذف المادة (٤٨) وإضافة ثلاثة مواد جديدة تضمنت مايلي :

• المادة (١) : إذا حصلت شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم بأية طريقة على جانب من أسهمها وجب عليها إخطار الهيئة العامة لسوق المال بذلك، كما يتعين عليها عند إعداد قوائمها المالية وفي جميع حالات الإفصاح التي تنشرها أو تعلنها أن تبين ما حصلت عليه من أسهمها ونسبته إلى رأس المال المصدر وتاريخ حصولها عليه.

• المادة (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 ومن التمثيل فيها.

• المادة (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 يوما التالية لمضي المدة لانقاص رأس المال بمقدار القيمة الاسمية لتلك الأسهم، وفقا للإجراءات المقررة لدعوة الجمعية ولإنقاص رأس المال.

وقد نظمت المادة (٢٩) من قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية

بعض الجوانب المرتبطة بعمليات إعادة شراء الشركات لأسهمها ، ومن ابرز هذه التنظيمات مايلي :

• إخطار هيئة سوق المال والبورصة ببرنامج إعادة الشراء على النموذج المعد بمعرفة الهيئة ويجب أن يتضمن الإخطار توضيح لأسباب إعادة الشراء ، ومصادر التمويل والأثر المتوقع على المؤشرات المالية.

• محضر اجتماع مجلس الإدارة والذي يتضمن الموافقة على عملية إعادة الشراء.

- إذا رغبت الشركة في تجاوز كمية أسهم الخزينة المطلوب شرائها أو تجاوز الكمية المحتفظ بها نسبة ٥% من أسهمها يجب أن يكون الشراء من جميع المساهمين الراغبين في بيع أسهمهم مع مراعاة إذا زادت الأسهم المعروضة عن الأسهم المطلوبة أن تقوم الشركة بالشراء من جميع المساهمين بنسبة الأسهم المطلوبة إلى الأسهم المعروضة مع جبر الكسور لصغار المساهمين.
- في حالة الإخلال ببرنامج الشراء المرفق بالإخطار يجب إبلاغ هيئة سوق المال بالأسباب وخطة معالجتها .
- يجب إخطار هيئة سوق المال والبورصة بعمليات إعادة الشراء التي تم تنفيذها ومتوسط أسعار التنفيذ أسبوعياً، وأسباب عدم التصرف في أسهم الخزينة حتى نهاية السنة المالية.

غير أن تتبع سوق الأوراق المالية في جمهورية مصر العربية في الآونة الأخيرة يكشف عن قيام بعض الشركات بالعديد من الممارسات غير صحيحة والتي تستغل فيها سماح القانون بعمليات إعادة الشراء للأسهم، وتتمثل تلك الممارسات في تقديمها لطلبات إعادة شراء لأسهمها ثم تراجعها وعدم تنفيذها لعمليات إعادة الشراء، حيث تتعلل أغلب الشركات بأن أسعار الأسهم ليست مغرية ولم تستنح الفرصة للدخول وشراء الكمية المطلوبة، وقد أوضح رئيس البورصة المصرية أن أغلب المستثمرين في البورصة يسعون لشراء الأسهم التي تعلن الشركات التابع لها السهم عن نيتها في شراء أسهم خزينة وذلك لأن حجم المعروض من الأسهم سيقل وبالتالي يزداد الطلب ومن ثم يرتفع سعر السهم، ولكن أحيانا تعلن الشركة عن نيتها شراء مليون سهم وفي الحقيقة تنتهي مدة الشراء ولا تكون قد اشترت كامل الكمية، وبالتالي يكون ارتفاع سعر السهم نتيجة إعلان الشركة عن شراء أسهم الخزينة ارتفاعاً وهمياً وسينخفض سعر السهم بقوة بعد أن يثبت عدم جدية الشركة في تنفيذ عملية إعادة الشراء.

ونتيجة لهذه الممارسات غير الصحيحة اصدر مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية القرار رقم (٦٠) لسنة ٢٠١١ وتضمنت المادة الأولى من القرار تعديل أحكام المادة رقم (٢٩) من قواعد القيد والشطب في البورصة المصرية، ونص التعديل على مايلي :

- على الشركات التي ترغب في شراء جانب من أسهمها سواء كانت في صورة أسهم محلية أو شهادات إيداع إخطار الهيئة والبورصة برغبتها وفقاً للنموذج المعد لذلك بالهيئة وقبل 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.

- يكون شراء الأسهم من السوق المفتوحة بعد صدور موافقة مجلس إدارة الشركة.
- الا تتجاوز نسبة أسهم الخزنة المطلوب شرائها أو التي تحتفظ بها الشركة لمدة تزيد عن سنة ميلادية نسبة ١٠% من اجمالى أسهم الشركة المقيدة بالبورصة.

ويتضح من استقراء التشريعات والضوابط القانونية المرتبطة بعملية إعادة شراء الأسهم والمتبعة في العديد من الدول العربية والأجنبية وجود ثلاث مداخل للرقابة على عمليات إعادة شراء الأسهم والتصرف فيها:

- **مدخل الإجراءات والأحكام التفصيلية:** ويحدد القانون وكذلك التعليمات الصادرة من هيئة سوق المال جميع الخطوات الواجب إتباعها بواسطة الشركات الراغبة في التعامل على أسهم الخزنة سواء بالشراء أو بالتصرف فيها، كذلك قواعد الإفصاح عن المعلومات المرتبطة بتلك العمليات.
- **مدخل القواعد العامة :** فى ظل هذا المدخل تقوم الجهة الرقابية بوضع مبادئ أو قواعد عامة دون الدخول فى تفاصيل وإجراءات التنفيذ ويترك للشركات إتباع ما تراه فى ضوء المبادئ العامة الصادرة فى شأن عمليات أسهم الخزنة سواء عند الشراء أو التصرف فيها بشرط عدم استخدام تلك العمليات للتلاعب بأسعار الأسهم المصدرة منها أو تحقيق مصلحة فئة على حساب فئة أخرى.
- **المدخل المختلط :** وتتبع بعض الدول مزيج من القواعد التى تحتوى بعضها على مرونة والبعض الآخر لا يتوافر فيه جوانب للإختيار والمفاضلة، فالجهات الرقابية فى تلك الدول لا تمنع الشركة من شراء أسهمها بصورة مطلقة ولكنها تحدد كيفية التصرف فى الأسهم كما فى التشريع البريطانى حيث لا يسمح باى تصرف فى أسهم الخزنة ولكنها تخفض فوراً من رأس المال .

والتساؤل الذى يتبادر إلى الذهن فى ضوء تعدد المداخل الرقابية وتنوعها بين الدول المختلفة هو أى من هذه المداخل نفضل فى البيئة المصرية؟، ويرى البحث أن استطلاع آراء المهتمين بسوق المال المصرى ضرورة حتمية للتعرف على آرائهم لحسم النقاط الخلافية بين التشريعات المتعلقة

بعمليات إعادة الشراء، حيث أن آرائهم تمثل نقطة الإنطلاق لتطوير البيئة الرقابية المتعلقة بعمليات الشراء والتصرف في أسهم الخزينة، ويمكن عرض أهم الجوانب الخلافية في النقاط التالية:

- **السلطة المختصة بالموافقة على عمليات إعادة الشراء والتصرف في أسهم الخزينة:**
تذهب القواعد الرقابية في بعض الدول إلى منح هذه السلطة لمجلس الإدارة، بينما في دول آخر تمنح السلطة إلى الجمعية العمومية، أما في مصر إذا كانت عملية إعادة شراء الأسهم بقصد تخفيض رأس المال فسلطة الموافقة للجمعية العمومية، بينما إذا كان الهدف خلاف ذلك فسلطة الموافقة تترك لمجلس الإدارة سواء في عملية الشراء أو التصرف وفي رأى الباحث أن ترك هذه السلطة لمجلس الإدارة مهما كان الدافع من عملية إعادة الشراء هو أمر غير مرغوب لأنه يشجع الإدارة على ممارسة أنشطة من شأنها الإضرار بمصالح فئة من أصحاب المصالح لحساب فئة أخرى بوصف الإدارة هي المالكة للمعلومات الداخلية والأكثر اطلاع على تفاصيل تلك المعلومات، مما يؤدي إلى العديد من الآثار السلبية التي سبق تناولها في القسم السابق من هذه الدراسة.
- **الضوابط الرقابية المتعلقة بالحفاظ على حقوق الدائنين:** أوضح الباحث فيما سبق إمكانية استخدام عمليات إعادة الشراء للأسهم بهدف الإضرار بمصالح الدائنين، ومن استعراض التنظيم القانوني لعملية إعادة الشراء في الدول المختلفة وبما فيها جمهورية مصر العربية نجد انه لا يوجد أى حماية لحقوق تلك الفئة ضد الإضرار التي تلحق بهم من عمليات إعادة شراء الأسهم، لذلك يتفق الباحث مع ما أورده القانون العماني من اشتراطات تتعلق بالحفاظ على حقوق تلك الفئة كشرط للموافقة على السماح بعملية إعادة شراء الأسهم، ومنها على سبيل المثال لا الحصر الا تقل نسبة الأصول الجارية إلى الالتزامات الجارية عن ١٥٠% بعد إتمام عملية إعادة الشراء.
- **الضوابط الرقابية السابقة على تنفيذ عمليات إعادة الشراء:** ويوجد تباين بين الدول في هذا الشأن حيث تشترط بعض الدول الحصول على موافقة مسبقة من هيئة سوق المال على خطة إعادة الشراء، متضمنة الكمية المطلوب شراؤها وأسباب ودوافع عملية إعادة الشراء، والأسعار المتوقعة لعملية الشراء، وأخيرا الأثر المتوقع لعملية الشراء على المؤشرات المالية، ويختلف حجم ونوعية وتفصيل هذه البيانات من دولة إلى أخرى، والأكثر من ذلك أن هناك دول تشترط الإعلان المسبق عن عملية إعادة الشراء في

الصحف لمرتين على الأقل بينما لا يشترط ذلك في دول أخرى، ولكن ما استلقت نظر الباحث انه لا يوجد عقوبات على الشركات التي لا تلتزم بتنفيذ عمليات إعادة الشراء والتي سبق الإعلان عنها وهذا يشكل خطورة على أسواق المال ومصالح المتعاملين فيها، فقد أوضح بيانات سوق المال المصرى أن هناك العديد من الشركات تعلن عن إنها سوف تقوم بعمليات إعادة شراء ولكنها لا تنفذ تلك العمليات والهدف من هذا الإعلان المضلل التحايل على المستثمرين ورفع أسعار التداول للورقة المالية.

• الضوابط الرقابية المتعلقة بتنفيذ عملية إعادة الشراء: تتعد وتتباين تلك الضوابط على النحو التالي :

- تتباين التشريعات فى المهلة الممنوحة لبدء تنفيذ عملية الشراء.
- تضع التشريعات نسب متباينة من رأس المال مسموح بمزاولة عملية إعادة الشراء عليه.
- بعض التشريعات تلزم الشركات بتنفيذ عملية إعادة الشراء من خلال السوق المفتوحة بينما البعض الآخر يترك للشركة حرية الاختيار لطريقة التنفيذ.
- تمنع بعض التشريعات الإدارة الداخلية للشركة من التعامل على أسهمها أثناء فترة إعادة الشراء بينما لاتمنع التشريعات الأخرى ومنها القانون المصرى.
- تضع العديد من التشريعات حدود للكمية المسموح بشرائها يوميا لمنع حدوث خلال جوهرى فى أسعار السوق بينما لم يشير التشريع المصرى أو قواعد الرقابة المالية إلى أية حدود لتلك الكميات.
- تحدد الكثير من التشريعات الحدود السعريه لإعادة الشراء وكذلك الضوابط الزمنية لتنفيذ عملية إعادة الشراء خلال جلسة التداول ولم تتضمن قواعد الرقابة المالية فى مصر أى إشارة إلى ذلك الشأن.

• الضوابط الرقابية المرتبطة بعملية إعادة إصدار أسهم الخزينة: وتتباين التشريعات فى تقييد تلك العمليات فى العديد من الجوانب على النحو التالى:

- تمنع بعض التشريعات مثل القانون البريطانى إعادة إصدار أسهم الخزانة وأوجب القانون إعدامها بمجرد الشراء، بينما تعطى تشريعات أخرى ومنها التشريع المصرى الحق للشركات فى إعادة الإصدار لتلك الأسهم خلال فترة أقصاها سنة مالية وإلا تم دعوة الجمعية العمومية فى اجتماع طارئ والإعلان عن إلغاء تلك الأسهم وتخفيض رأس المال، بينما فى

دول أخرى أعطيت فرصة للتصرف فى الاسهم بحد اقصى ثمانية عشر شهراً، وان كان الباحث يرى عدم تحديد المدة بشكل قاطع والزامى ، بمعنى تحديد المدة ولكن مع إعطاء الشركة فى ظل الظروف الاستثنائية - كما هو الحال فى فترة ما بعد الثورة المصرية التى امتدت حالة الاضطراب فيها إلى مايقرب من عامين- إمكانية التقدم بطلب لسوق المال لتمديد فترة الاحتفاظ باسمه الخزينة لمدة تزيد عن المدة التى حددها القانون.

- لم تضع معظم التشريعات أى حدود سعريه للتصرف فى أسهم الخزينة، أو اشتراطات خاصة بالحصول على موافقة الجمعية العمومية وترك الأمر بكاملة لمجالس إدارة الشركات. ويرى الباحث فى هذا الصدد ضرورة لإعداد خطة مسبقة توضح خطة التصرف فى تلك الأسهم وموافقة هيئة الرقابة المالية على هذه الخطة وعرضها على الجمعية العمومية، على أن يوضح ضمن هذه الخطة الأثر المتوقع على ربحية الأسهم وهيكلة الملكية وحقوق الأطراف نوى العلاقة.

- لم تتضمن التشريعات المختلفة بيان لكيفية التعامل على إعادة إصدار أسهم الخزينة وهل يتم تداولها فى خلال السوق المفتوح أو أسواق حقوق الأولوية، ويرى الباحث أهمية ذلك لان الإدارة قد تعتمد للتواطؤ مع فئة من المساهمين على حساب فئة أخرى، خاصة وان القانون لم يضع حدود لأسعار إعادة الإصدار لتلك الأسهم، كذلك لم يحدد الحدود القصوى اليومية لإعادة إصدار الأسهم.

وفى نهاية هذا العرض للتباين الواضح بين التنظيمات القانونية لعمليات إعادة شراء أسهم الخزينة والتصرف فيها فى مختلف الدول، يرى الباحث أن هذه التنظيمات لها انعكاسات جوهرية على جودة المحتوى الاعلامى للتقارير المالية، وان تلك التنظيمات القانونية هى احدى محددات جودة المحتوى الإعلامى للتقارير الصادرة عن الشركات، فكلما استطاعت تلك التنظيمات القانونية الحد من دوافع الإدارة السلبية نحو مصالح الأطراف ذات المصالح فى المنشأة، كلما أعطى هذا المزيد من الثقة فى المعلومات المتداولة من خلال التقارير المنشورة وبالتالي المزيد من الثقة فى الأسواق المالية.

فخلال السنوات الأخيرة اعتبر الباحثون موضوع جودة التقارير المالية من القضايا الحيوية فى البحث المحاسبى (Imhoff, 2003; Barth, 2005). ودراسات جودة التقارير المالية تهتم بقياس المتغيرات المحاسبية التى تعكس جودة التقارير ، كما تهتم أيضا بالعوامل المؤثرة فى الجودة. فالبحث

المحاسبى اقترح العديد من المتغيرات المحاسبية التى تعتبر مؤشرات للجودة، من هذه المتغيرات مقدار الاستحقاق الاختياري فى القوائم المالية ، إتباع الإدارة سياسات هجومية فى الاعتراف بالأرباح، درجة الشفافية فى القوائم المالية ، وخاصة وقتية الربح المحاسبى. و فيما يتعلق بالعوامل المؤثرة فى جودة التقرير المالى، فالبحت المحاسبى اختبر العديد من العوامل والتي من أهمها إتباع الشركة لمجموعة عالية الجودة من معايير المحاسبة ، العوامل النظامية التى تخضع لها الشركة ، والعوامل المرتبطة بالشركة (مدثر، ٢٠٠٧).

ويرى الباحث أهمية تناول المعايير المحاسبية المصرية فى إصدارها الأخير والتي تعرضت لموضوع إعادة شراء الأسهم والتصرف فيها ودورها فى تحقيق جودة المحتوى الاعلامى للتقارير المالية استناداً إلى معيار للحكم على تلك الجودة وهو قدرة هذه المعايير المحاسبية فى الحد من نزعات الإدارة نحو تحقيق مصالح غير متكافئة للأطراف أصحاب المصالح فى المنشأة أو نزعات تلك الإدارة نحو تحقيق مصالح خاص لها فى ضوء ما تملكه من معلومات داخلية تتميز بها عن الأطراف الخارجية .

وقد أشار المعيار المصرى رقم (١) الخاص بعرض القوائم المالية فى البند (ج) من الفقرة رقم (١٥) إلى أن العرض السليم للقوائم المالية يتحقق عند الإلتزام بمعايير المحاسبة المصرية محل التطبيق وأوضح البند المذكور سابقاً أن من وسائل تحقيق هذا العرض السليم للقوائم المالية عرض أى إفصاحات إضافية عندما تكون المتطلبات الواردة فى معايير المحاسبة المصرية غير كافية لتمكين المستخدمين من فهم تأثير معاملات معينة على المركز المالى للمنشأة وأدائها المالى، ويرى الباحث أن هذه الفقرة هى اعتراف صريح من المعايير المحاسبية المصرية بأن المتطلبات الخاصة بالإفصاح الواردة بها هى الحدود الدنيا للإفصاح وأن الأمر متروك للإدارة فى تقدير أى معلومات أخرى ترى أهمية الإفصاح عنها، وهذه المرونة تمثل جانب ايجابى فى المعايير المحاسبية حيث تترك لكل منشأة حسب ظروفها والأحداث التى تمر بها الحرية فى المزيد من الإفصاح الاختياري، ولكن الأمر على الجانب الآخر ينطوى على العديد من السلبيات والتي تتمثل فى ترك الحرية للإدارة فى اختيار كمية وتوقيت الإفصاح الاختياري والذي قد يؤدي إلى استغلال الإدارة للمعلومات الداخلية بما يتفق مع بعض دوافعها غير المشروعة.

وفى إشارة للإفصاح عن عمليات إعادة شراء الأسهم نصت الفقرة (٧٦) من المعيار المحاسبى رقم (١) على انه يجب على المنشأة أن تفصح إما فى صلب الميزانية أو فى الإيضاحات المتممة لها عن الآتى : الحصاة التى تحتفظ بها الشركة لإصدارها بموجب عقود الخيارات وعقود

البيع متضمنة شروط الإصدار وقيمتها، الحصة التي تحتفظ بها المنشأة ذاتها في أسهم رأس مالها ، عمليات رد رأس المال، توزيعات الأرباح في شكل أسهم.

وأشارت الفقرة (٣٣) من معيار المحاسبة المصرى رقم (٢٥) الخاص بالأدوات المالية العرض والإفصاح: إلى إنه إذا قامت المنشأة بإعادة شراء أدوات حقوق الملكية الخاصة بها (أسهم خزينة) فيتم خصم تلك الأدوات من حقوق الملكية دون الاعتراف بأى ربح أو خسارة ناتج عن شراء أو بيع أو إلغاء تلك الأدوات في قائمة الدخل ، ويمكن أن تقوم المنشأة أو أية منشأة أخرى تكون ضمن المجموعة بشراء تلك الأسهم والاحتفاظ بها ويتم الاعتراف بالقيمة المدفوعة أو المحصلة مباشرة في حقوق الملكية.

وقد تضمن المعيار المحاسبى المصرى رقم (٧) الخاص بالإحداث التالية لتاريخ الميزانية فى الفقرة رقم (٢١) إشارة إلى إنه إذا كانت الأحداث التالية لتاريخ الميزانية لاستتوجب تعديل القوائم المالية بصورة جوهرية ولكن يؤثر عدم الإفصاح عنها على قدرة مستخدم القوائم المالية على التقييم الصحيح واتخاذ القرارات السليمة بناء على هذه القوائم المالية فإنه فيجب على المنشأة فى هذه الحالة أن تفصح عن المعلومات التالية لكل مجموعة هامة من تلك الأحداث، من حيث طبيعتها و تقدير الأثر المالى للحدث أو ذكر عدم إمكان تقديره.

وبفهم من النص انه إذا قامت الإدارة بتنفيذ عمليات إعادة شراء الأسهم بعد إتمام مراجعة التقارير المالية وإعتمادها من المراجع الخارجى وقبل إصدار تلك التقارير- حيث أن القانون المصرى لم يمنع ذلك التصرف فى حين تضع بعض التشريعات قيود زمنية على تلك المعاملات- فان الأمر متروك للإدارة لتقدير الأهمية النسبية لتلك المعاملة من عدمه واتخاذ القرار بشأن الإفصاح عنها أو تأجيل ذلك الإفصاح للعام القادم، ويرى الباحث أن هذه المرونة ليست فى محلها والأكثر من ذلك فان الباحث يرى اتفاقاً مع ما انتهت إليه العديد من الدراسات (Masaya & Hidetomo,2011; Beverly & Rober, 1997) أن مجرد الإعلان عن عمليات إعادة الشراء للأسهم فان هذا يمثل حدثاً جوهرياً له انعكاسه على دلالة القوائم المالية وبالتالي يجب الإفصاح فى الإيضاحات المتممة للقوائم المالية عن التأثير المتوقع لتنفيذ تلك العمليات المعلن عنها.

ورغم أن الفقرة (٢٢) من ذات المعيار قد أشارت إلى بعض الأمثلة للأحداث التالية لتاريخ الميزانية والتي لاستتوجب تعديل القوائم المالية والتي من الأهمية بحيث يؤثر عدم الإفصاح عنها على التقييم الصحيح واتخاذ القرارات السليمة، فعلى سبيل المثال قد أشار البند (و) من ذات الفقرة إلى أهمية الإفصاح عن المعاملات الهامة على الأسهم العادية والمعاملات المحتملة على الأسهم

العادية بعد تاريخ الميزانية إلا أن كلمة المعاملات الهامة ترجع أمر تقدير الأهمية النسبية للإدارة، لذلك يرى الباحث حذف كلمة الهامة من النص والإكتفاء بعبارة المعاملات على الأسهم التي تمت بعد تاريخ الميزانية أو المعاملات المحتملة، وبالتالي يتحول الإفصاح هنا من الصفة الاختيارية إلى الصفة الإلزامية.

ويعزز تخوف الباحث من ممارسات الإدارة ما سبق الإشارة إليه من إمكانية إستخدامها للمعلومات الداخلية لخدمة بعض المساهمين من خلال عمليات إعادة شراء الأسهم، وقدرة الإدارة على تسريب معلومات مسبقة عن عزمها الإعلان عن عمليات إعادة شراء الأسهم أو التصرف في أسهم الخزينة لمجموعة معينة من الأطراف ذوى التأثير أو النفوذ وهذه القدرة المتوافرة لدى الإدارة فى التحكم فى إتاحة المعلومات لها أكبر الأثر على افتقار المعلومات المحاسبية لمعيار الجودة عند الإعتماد عليها فى اتخاذ القرارات بواسطة باقى أصحاب المصالح الذين حصلوا على المعلومات فى توقيت متأخر (مدثر، ٢٠٠١).

ويؤكد على المعنى السابق العديد من الباحثين الذين توصلوا إلى وجود علاقة ارتباط ايجابية بين التوقيت الملائم للمعلومات المحاسبية المنشورة وجودة تلك المعلومات اللازمة لإتخاذ القرارات، فقد أشار الباحثون إلى إنه يوجد أربعة محاور رئيسية لتحسين جودة المعلومات المحاسبية المنشورة وهى التوقيت الملائم والدقة والكمال والثبات. وانتهى الباحثون إلى أن خاصية التوقيت الملائم هى أهم المحاور التى تؤثر فى جودة المعلومات المحاسبية المنشورة، كما أنه يمكن التنازل عن بعض الدقة فى المعلومات المحاسبية المنشورة فى سبيل تحقيق التوقيت الملائم وتحسين جودة المعلومات المحاسبية (Hongjiang et al., 2003).

بالإضافة إلى ما سبق أشار المعيار المحاسبى المصرى رقم (١٥) الخاص بالإفصاح عن الأطراف ذوى العلاقة فى الفقرة رقم (١٧) إلى انه إذا كانت هناك معاملات مع الأطراف ذوى العلاقة يجب على المنشأة الإفصاح عن طبيعة العلاقة مع هذه الأطراف، وكذلك المعلومات عن هذه المعاملات والأرصدة المستحقة والتى تعتبر ضرورية لفهم التأثير المحتمل لتلك العلاقة على القوائم المالية. ويرى الباحث أن النص وفقاً للمعيار يتطلب الإفصاح عن العمليات اللاحقة لتنفيذ عملية إعادة الشراء أو التصرف فى أسهم الخزينة، ولكنه لايفصح عن مدى وجود تسريبات للمعلومات عن تلك العمليات من جانب الإدارة للأطراف ذوى العلاقة قبل الإعلان عنها، لذلك فإن بعض التشريعات لاتسمح لتلك الأطراف بتداول الأسهم الخاصة بهم خلال تنفيذ عمليات إعادة

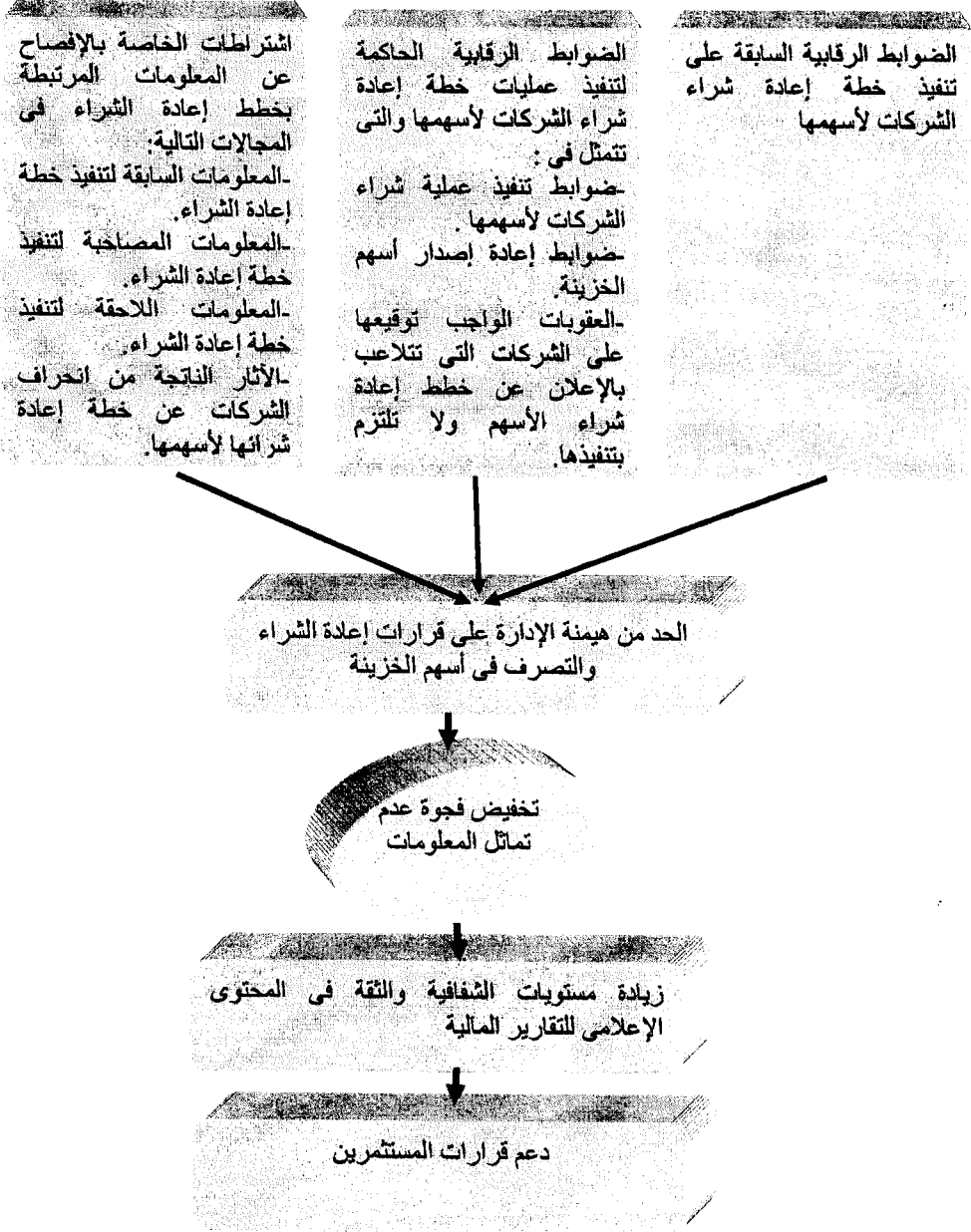
الشراء ومن هنا تأتي أهمية نص المعيار فى التعرف على معاملات تلك الأطراف والتغير فى حصصهم وتوقيتها للحكم على مدى الإلتزام بوقف التعامل خلال فترة الحظر من عدمه .

ونظراً لتأثير عمليات التعامل على أسهم الخزينة على نصيب السهم من الأرباح وبالتالي على اتخاذ القرارات بواسطة المستثمرين الحاليين والمرتبين فقد أشار المعيار المحاسبى المصرى رقم (٢٢) إلى أهمية القياس لنصيب السهم فى الأرباح والإفصاح عن ذلك النصيب فى نهاية قائمة الدخل، وقد تناولت الفقرات من الفقرة رقم (٩) حتى الفقرة (٢٩) كيفية حساب نصيب السهم من الأرباح أو ما يطلق عليه النصيب الاساسى للسهم من الأرباح Basic Earning Per Share عن طريق قسمة صافى الدخل من الأنشطة المستمرة الخاصة بالشركة على المتوسط المرجح لعدد الأسهم القائمة وقد أوضحت الفقرة رقم (٢٠) من المعيار المذكور أن السبب فى استخدام المتوسط المرجح للأسهم العادية القائمة خلال الفترة يرجع إلى أن رأس المال قد يتغير خلال الفقرة نتيجة تغير عدد الأسهم القائمة بالزيادة أو النقص فى أى وقت خلال الفترة، ويحسب المتوسط المرجح للأسهم العادية القائمة خلال الفترة على أساس عدد الأسهم القائمة أول الفترة بعد تعديلها بالأسهم العادية التى تم اقتناؤها من أسهم الشركة كأسهم خزينة أو التى تم إعادة بيعها أو إصدارها خلال الفترة مرجحاً بعامل الوقت على أساس عدد الأيام التى يظل فيها عدد من الأسهم قائماً بالنسبة إلى اجمالى عدد أيام الفترة.

ويرى الباحث أن المعيار (٢٢) قد أوضح كيفية المعالجة المحاسبية لأثر عمليات الشراء أو البيع أو التصرف فى أسهم الخزينة - العمليات الفعلية- على النصيب الاساسى للسهم من الأرباح، ولكن يبقى ما هو أكثر أهمية وهو الأثر المحتمل لبدائل التصرف فى تلك الأسهم على ربحية السهم خاصة وان عمليات التصرف التى تنوى الإدارة القيام بها لا يعلمها المستخدمون على وجه التحديد، وقد تدارك المعيار رقم (٢٢) أهمية الأثر المحتمل للتعاملات المستقبلية على أسهم الشركة على نصيب السهم من الأرباح، حيث ألزم المعيار الشركات بالإفصاح عن النصيب المخفض للسهم من الأرباح Diluted Earning Per Share ، فقد أوضحت الفقرات من (٣٠) حتى (٦٥) كيفية حساب النصيب المخفض للسهم من الأرباح. وأشارت تلك الفقرات إلى العمليات التى يحتتمل أن تؤدى إلى تخفيض نصيب السهم من الأرباح مثل الخيارات والتعهدات وما فى حكمها، الأدوات المالية القابلة للتحويل، الأسهم المشروطة، العقود التى يتم تسويتها باسم عادية أو نقدية. ويتمشى الإفصاح عن تلك الآثار محتملة الحدوث مع سياسة الحيطة والحذر ويدعم قدرة المستثمر على اتخاذ قرارات استثمارية سليمة فى إطار من الشفافية فى الإفصاح عن المعلومات المحاسبية .

وعلى الرغم من الاشتراطات السابقة فإن الباحث يتشكك فى قدرة المعيار السابق فى الإفصاح عن الأثر المحتمل للتعاملات على أسهم الخزينة، حيث أن الأمر مرهون برغبة الإدارة فى الإفصاح، و بمعنى أكثر وضوحاً قد تعلن الإدارة فى خطة إعادة شراء الأسهم أن الهدف من عملية إعادة الشراء هو استخدام تلك الأسهم كتوزيعات عينية على المساهمين بدلا من التوزيع النقدي العام القادم وفى هذه الحالة يكون لتلك الأسهم اثر خافض على نصيب السهم من الأرباح العام القادم بافتراض ثبات صافى الدخل، مما يدفع بعض المستثمرين إلى بيع الأسهم والتخلص منها بأسعار تقل عن قيمتها العادلة نتيجة تلك الإشارة السلبية، فى حين تغير الإدارة قرارها فيما بعد وتقرر تخفيض الأسهم من رأس المال - والقانون المصرى لا يمنع ذلك- أى أن نصيب السهم من الأرباح لن ينخفض كما توقع المستثمرين وهذا التصرف ينطوى على خداع للمستثمرين وإضرار بمصالحهم . وفى ضوء ماسبق من إشارة إلى المعايير المحاسبية التى تناولت بعض الجوانب المتعلقة بأسهم الخزينة يتضح للباحث أن هذه المعايير ركزت على الأحداث الفعلية المرتبطة بشراء وبيع أسهم الخزينة، كما تناول المعيار رقم (٢٢) اثر التعامل على أسهم الخزينة على النصيب الاساسى للسهم من الأرباح كذلك الأثر المحتمل للتصرف فى أسهم الخزينة فى ضوء خطة إعادة الشراء على تخفيض نصيب السهم من الأرباح، غير أن الباحث يرى أن ما تناولته المعايير من معالجات وأشكال للإفصاح عن تلك العمليات لا يعد كافياً فى ظل المرونة المتاحة للإدارة فى اتخاذ قرار تنفيذ عملية إعادة الشراء بالكامل أو جزء منها، كذلك المرونة التى يمنحها القانون لإدارات الشركات للتصرف فى أسهم الخزينة على نحو يخالف خطة إعادة الشراء المعلنة وما يترتب على ذلك من آثار تخالف توقعات المستثمرين الحاليين والمرتبين.

وانطلاقاً مما سبق نجد أن تلك الضبابية فى التنظيم القانونى والمحاسبى لعمليات إعادة شراء الأسهم والتصرف فيها يتطلب إعادة النظر فى تلك التنظيمات بهدف تطويرها بما يخدم مصالح متخذى القرار من المستثمرين فى سوق المال المصرى، ويوضح الشكل رقم (١) المدخل المقترح لمجالات التطوير القانونى والمحاسبى، ويفضل الباحث فى هذا الصدد استطلاع آراء الفئات ذات الصلة بتلك العمليات فى البيئة المصرية خاصة فيما يتعلق بتساؤلات وفروض البحث.



الشكل رقم (١)

وسوف يحاول الباحث في الجزء التالي من هذه الدراسة من خلال الدراسة الميدانية التوصل إلى إجابات عن تساؤلات البحث في نطاق جمهورية مصر العربية، وسوف يعتمد الباحث على آراء المستخدمين للمعلومات ، وكذلك الخبراء الأكاديميين في مجال المحاسبة والمراجعة.

القسم الخامس

الدراسة الميدانية

استكمالاً للفائدة المرجوة من هذا البحث وبعد عرض الإطار النظري، يرى الباحث ضرورة استقراء الواقع بخصوص آراء كلاً من المستثمرين بوصفهم الطرف الذي يتأثر بشكل مباشر بعمليات شراء أسهم الخزينة والتصرف فيها، مديري المحافظ الاستثمارية ومديري الاستثمار في شركات تداول الأوراق المالية بوصفهم طرف ذو مهنية عالية في مجال تداول الأسهم، الأكاديميين بوصفهم طرف محايد ذو خبرة ويساهم بشكل فعال في صياغة النظم والمعايير المرتبطة بموضوع البحث، وذلك من خلال إعداد قائمة إستبيان يستطلع فيها الباحث رأي عينة من هذه الفئات الثلاث، بخصوص بعض الاستفسارات المتعلقة بموضوع البحث . وسوف يتم عرض الدراسة الميدانية من خلال النقاط التالية:

عينة الدراسة الميدانية:

قام الباحث بإختيار عينة تتضمن ٢٥٠ مفردة تمثل الفئات الثلاث كالتالي: ١٠٠ مفردة تمثل المستثمرين، ٥٠ مفردة تمثل مديري المحافظ المالية ومديري الاستثمار في شركات تداول الأوراق المالية، ١٠٠ مفردة تمثل الأكاديميون. وقد بلغ عدد قوائم الاستبيان التي تم توزيعها ٢٥٠ قائمة استبيان، أما القوائم المعادة والتي يمكن إخضاعها للتحليل فقد بلغ عددها ٢١٤ قائمة بمعنى أن عدد القوائم غير المعادة ٣٦ قائمة، وتم انتقاء عينة الدراسة بشكل تحكمي. وفيما يلي جدول يبين عدد القوائم المقدمة والمستبعدة من التحليل والقوائم التي أجري عليها التحليل الإحصائي. قوائم الاستبيان الموزعة والمجمعة والتي أجري عليها التحليل الإحصائي

مفردات العينة	قوائم الاستبيان الموزعة	قوائم الاستبيان المجمعة	النسبة المئوية للاستجابة
١- المستثمرون	١٠٠	٨٥	%٨٥
٢- مديري الاستثمار	٥٠	٣٨	%٧٦
٣- الأكاديميون	١٠٠	٩١	%٩١
الإجمالي	٢٥٠	٢١٤	%٨٥,٦

أساليب جمع البيانات:

قام الباحث بجمع البيانات اللازمة لاختبار الفروض من خلال إعداد قائمة استبيان يستطلع فيها الباحث رأى عينة الدراسة بخصوص بعض الاستفسارات المتعلقة بموضوع البحث. وقد مرت عملية إعداد قائمة الاستبيان بمرحلتين أساسيتين إلى أن تم الوصول لصورتها النهائية وتوزيعها هما:

1- مرحلة الإعداد المبدئي للقائمة: تم هنا وضع تصور أولى لمضمون القائمة، فى ضوء الإطار النظري للبحث وإجراء بعض المقابلات الشخصية مع بعض المستقضى منهم لمعرفة مدى إلمامهم بموضوع البحث، وتحديد الأسئلة الأكثر ارتباطا بموضوع البحث، والإجابة على بعض التساؤلات التى قد تطرح منهم، بجانب توضيح بعض النقاط الواردة بقائمة الاستبيان. وقد اتسمت القائمة فى هذه المرحلة بالتفصيل.

2- مرحلة الإعداد النهائي للقائمة وتوزيعها: تم هنا التحقق من سلامة القائمة، من خلال إجراء دراسة استطلاعية لبعض مفردات العينة بهدف مراجعة واختبار مدى صلاحية القائمة ومدى احتوائها على الأسئلة والبيانات الضرورية ومدى وضوحها. وقد أسفرت هذه الدراسة عن استبعاد بعض الأسئلة وإعادة صياغة بعضها وإعادة ترتيب البعض الآخر ودمج بعضها، وفى نهاية هذه المرحلة تم إعداد الشكل النهائي للقائمة، وتوزيعها على عينة الدراسة.

أساليب تحليل البيانات:

بعد تجميع قوائم الاستبيان تمت مراجعتها وتصنيفها، وذلك تمهيدا لعملية ترميز الأسئلة الواردة بها وإدخال إجاباتها على الحاسب الآلى باستخدام برنامج التحليل الإحصائى (SPSS) وقد تم استخدام الإصدار السادس عشر.

ولتحليل متغيرات قائمة الاستبيان تم استخدام الأساليب الإحصائية التالية :

أولاً: أسلوب الوسط الحسابي: هو أحد الإحصاءات الوصفية Descriptive Statistics، التي تختص بطرق جمع البيانات وتحليلها ووصفها دون تعميم. ويستخدم كمؤشر لتحديد الأهمية النسبية لكل متغير من متغيرات الدراسة.

ثانياً: الإختبارات الإحصائية: وتتمثل فى الإختبارات الإحصاءات الاستدلالية Inferential Statistics. والتي تختص بطرق تحليل وتفسير وتقدير وإستخلاص الاستنتاجات بالإعتماد على عينة للتوصل لقرارات تخص المجتمع، أى أنها تتعامل مع التعميم. وقد تم استخدام الإختبارات الإحصائية التالية:

• اختبار (كا²): يُستخدم اختبار كا² Chi Square Test لمعرفة مدى الدلالة الإحصائية بين متغيرين موضوعين فى صورة جدول تكرارى لدراسة العلاقة بينهما. ويستخدم هذا

الإختبار للتحقق مما إذا كانت هناك فروق ذات دلالة إحصائية بين كلاً من التكرارات الفعلية والمتوقعة.

- اختبار كروسكال واليز Kruskal Wallis: يمثل أحد الإختبارات الإحصائية اللامعلمية التي تستخدم في اختبار مدى وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين ثلاثة مجموعات أو أكثر من المجموعات ذات البيانات الرتبية أو التي يمكن ترتيبها. ويتم إختبار مدى صحة أو خطأ فروض الدراسة الميدانية عند مستوى معنوية (درجة خطأ) ١%. ويلاحظ أن عدم وجود فروق بمثابة إتفاق العينة حول أى متغير من متغيرات الدراسة. في حين أن وجود فروق أو اختلافات بين فئات ومفردات الدراسة بخصوص متغير معين يعنى عدم إتفاقهم حول هذا المتغير.

نتائج التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة الميدانية:

(١) تحليل البيانات المرتبطة بالفرض الأول وإختباره.

نص الفرض: تتعدد دوافع الإدارة تجاه قرار شراء أسهم الخزينة والتصرف فيها. يمكن من خلال تحليل إجابات السؤال الأول في قائمة الاستبيان اختبار صحته أو خطأه. ويعتمد هذا التحليل على البيانات الإحصائية الواردة في الجدول التالي:

إختبار كروسكال واليز	الوسط الحسابي حسب الفئة				إختبار كارتبيج		الوسط الحسابي الإجمالي	دوافع الإدارة تجاه عمليات شراء أسهم الخزينة والتصرف فيها
	القيمة	مستوى الدلالة	المستمرين	مديرى الاستثمار	الأكاديميون	القيمة		
0.05	6.431	4.22	4.77	3.55	0.000	84.575	4.18	تحقيق الاستقرار في أسعار الأسهم في ظل الظروف الاستثنائية
0.178	9.98	3.55	3.76	3.50	0.000	79.622	3.6	وجود سيولة نقدية لدى الشركة تزيد عن الفرص الاستثمارية المتاحة.
0.193	9.51	3.88	3.48	4.01	0.000	96.077	3.79	الوفاء بخيارات الأسهم الممنوحة للعاملين
0.043	7.274	4.06	3.60	3.45	0.000	113.910	3.7	تحسين المؤشرات المالية للشركة
0.046	7.92	3.9	4.6	3.05	0.000	122.780	3.85	الوفاء بالتوزيعات السنوية للأرباح مع توزيع بعض الأرباح الرأسمالية وتعظيم مصالح المستثمر من خلال تجنب سداد ضرائب
0.288	2.51	4.01	3.63	3.55	0.000	93.373	3.73	الإعلان عن عمليات إعادة الشراء بهدف إرسال إشارات إيجابية للمستثمرين دون الالتزام بتنفيذ تلك العمليات
0.705	0.678	3.89	3.77	4.12	0.000	183.803	3.92	استغلال المعلومات الداخلية للإدارة في تعظيم مصالحها على حساب الملاك
0.004	2.83	3.41	3.77	3.09	0.000	117.150	3.42	التواطؤ مع كبار الملاك على حساب صغار الملاك للأسهم
0.005	2.78	3.01	3.06	3.1	0.000	112.166	3.05	الإضرار بحقوق الدائنين

يتضح من الجدول السابق إتفاق أفراد عينة الدراسة على أهمية جميع دوافع الإدارة تجاه عمليات شراء أسهم الخزينة والتصرف فيها، ويبدو ذلك جليا في إرتفاع قيمة الوسط الحسابي لكل دافع (أكبر من ٣)، وجاء دافع تحقيق الاستقرار في أسعار الأسهم في ظل الظروف الاستثنائية في المرتبة الأولى من حيث الأهمية، يليه دافع استغلال المعلومات الداخلية للإدارة في تعظيم مصالحها على حساب الملاك ثم دافع الوفاء بالتوزيعات السنوية للأرباح مع توزيع بعض الأرباح الرأسمالية وتعظيم مصالح المستثمر من خلال تجنب سداد ضرائب في المرتبة الثالثة، وفي المرتبة الرابعة جاء دافع الوفاء بخيارات الأسهم الممنوحة للعاملين، ثم دافع تحسين المؤشرات المالية للشركة في حين جاءت دوافع التخلص من السيولة الزائدة، والتواطؤ مع كبار الملاك والإضرار بحقوق الدائنين في المراتب الأخيرة، ويلاحظ تعدد دوافع عمليات إعادة شراء الأسهم واختلاف أهميتها من وجهة نظر كل فئة من فئات العينة .

ولاختبار مدى دلالة الفروق بين توزيع التكرارات على الدرجات المختلفة لأهمية كل محدد تم استخدام اختبار كا تربيع، ومن الجدول يتضح أن قيمة مستوى الدلالة أقل من ١% لكل المحددات، مما يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية وذلك لصالح الآراء المؤيدة لأهمية كل دافع من دوافع عملية إعادة شراء أسهم الخزينة، أي أن الأغلبية يرون أهمية تلك الدوافع، ومن ثم يتم قبول الفرض.

ولبيان الاختلافات بين آراء الفئات الثلاث حول درجة أهمية كل دافع تم استخدام اختبار كروسكال واليس، ويتبين من الجدول السابق عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية (مستوى الدلالة أكبر من ١%) لجميع الدوافع، ما عدا دافع التواطؤ مع كبار الملاك على حساب صغار الملاك للأسهم ، ودافع الإضرار بحقوق الدائنين.

(٢) تحليل البيانات الخاصة بالفرض الثاني واختباره:

نص الفرض: تتطلب بيئة الأعمال المصرية إعادة النظر في الضوابط الرقابية المتعلقة بالموافقة على عمليات شراء الأسهم والتصرف فيها. وسوف يتم اختبار هذا الفرض من خلال إجابات الأسئلة رقم (٢)، (٣) في قائمة الاستبيان .

ويوضح الجدول التالي تحليل استجابات مفردات العينة حول التساؤل رقم (٢) وهو في ضوء خبرتك بالبورصة المصرية ما هي الجهة التي ترى أهمية استثنائها بسلطة الموافقة على عمليات إعادة شراء الأسهم للحد من الآثار السلبية لتلك العمليات؟

إختبار كروسكال واليس	الوسط الحسابي حسب الفئة			إختبار كا تربيع		الوسط الحسابي الإجمالي		
	القيمة	الأكاديميون	مديري الاستثمار	المستثمر ين	مستوى الدلالة			القيمة
0.02	12.095	2.32	2.28	1.62	0.000	124.326	2.07	مجلس الإدارة
0.04	13.500	1.57	2.11	2.14	0.000	119.150	1.94	الجمعية العمومية في حالة استخدام تلك الأسهم في تخفيض رأس المال فقط
0.031	16.113	4.28	3.77	3.62	0.000	97.665	3.89	الجمعية العمومية مهما كان الغرض من شراء تلك الأسهم
0.261	2.87	2.48	2.2	1.3	0.000	135.455	1.99	موافقة هيئة الرقابة المالية بسوق المال ثم موافقة مجلس الإدارة
0.04	11.89	4.44	3.89	4.52	0.000	212.450	4.28	موافقة هيئة الرقابة المالية بسوق المال ثم موافقة الجمعية العامة مهما كان الغرض من الشراء

يتضح من الجدول السابق إتفاق أفراد عينة الدراسة على ضرورة موافقة الجمعية العامة للمساهمين على خطة إعادة الشراء مهما كان الغرض من تلك العمليات، والأكثر من ذلك أن مفردات العينة يتفقون حول الرأى الخاص بأهمية موافقة هيئة الرقابة المالية بسوق المال ثم موافقة الجمعية العامة مهما كان الغرض من الشراء، ويبدو ذلك جلياً فى إرتفاع قيمة الوسط الحسابى (أكبر من ٣)، ولا يوجد موافقة من أطراف العينة على تدخل مجلس الإدارة فى الموافقة على قرار إعادة الشراء للأسهم كما هو وارد بالتشريع المصرى، ويؤيد الباحث الرأى الخاص بأهمية موافقة هيئة الرقابة المالية بسوق المال ثم موافقة الجمعية العامة مهما كان الغرض من الشراء، على اعتبار أن ذلك يحد من الممارسات السلبية للإدارة ومن محاولات استغلال المعلومات الداخلية فى تعظيم مصالحها على حساب المساهمين، ومن محاولات تحقيق مصالح فئة على حساب فئة أخرى من الأطراف أصحاب المصالح فى المنشأة.

ولاختبار مدى دلالة الفروق بين توزيع التكرارات على الدرجات المختلفة لأهمية كل محدد تم استخدام اختبار كا تربيع، ومن الجدول يتضح أن قيمة مستوى الدلالة أقل من ١% لكل الاستجابات، مما يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية وذلك لصالح الآراء المؤيدة لجعل سلطة الموافقة الأولية على عمليات إعادة الشراء من اختصاص هيئة الرقابة المالية بسوق المال ثم يلى ذلك موافقة الجمعية العامة مهما كان الغرض من الشراء دون أى سلطة لمجلس الإدارة فى ذلك الشأن .

ولبيان الاختلافات بين آراء الفئات الثلاث تم إستخدام اختبار كروسكال واليس، ويتبين من الجدول السابق عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية (مستوى الدلالة أكبر من ١%) لجميع الاستجابات.

ويوضح الجدول التالى تحليل استجابات أطراف العينة حول التساؤل رقم (٣) وهو فى ضوء أى من الخصائص التالية ترى عدم منح الشركة موافقة على عملية إعادة شراء الأسهم حماية لحقوق الدائنين؟

اختبار كروسكال واليس	الوسط الحسابى حسب الفئة				إختبار كا تربيع		الوسط الحسابى الإجمالى	أى من الخصائص التالية تعتبر عائق للموافقة على عمليات إعادة شراء الأسهم
	مستوى الدلالة	القيمة	الأكاديميون	مستوى الاستثمار	المستثمرين	مستوى الدلالة		
0.040	55.284	4.24	4.51	4.11	0.000	119.511	4.28	زيادة قيمة الأسهم التى يعاد شرائها عن قيمة الأرباح المحتجزة القابلة للتوزيع.
0.036	18.584	4.32	3.49	4.5	0.000	177.365	4.10	إذا كانت القوائم المالية توضح خصائر متراكمة أو الشركة لديها التزامات عاجزة عن سدادها أو أن هناك دعوى قضائية قد يكون لها تأثير سلبي على المركز المالى للشركة.
0.136	43.106	4.12	4.05	3.55	0.000	76.549	3.٩	إذا كانت عملية إعادة الشراء سوف تؤدى إلى انخفاض رأس مال الشركة عن الحد الأدنى المنصوص عليه فى القانون.
0.176	27.587	4.01	3.57	3.66	0.000	217.680	3.74	عجز الشركة عن سداد التزامات قلمه أو أية التزامات قصيرة أو طويلة الأجل
0.086	45.879	3.62	4.01	3.90	0.000	141.45	3.84	انخفاض نسبة حقوق المساهمين إلى الالتزامات طويلة الأجل عن ١٠٠%
0.038	53.141	4.52	3.56	3.38	0.000	125.476	3.82	انخفاض نسبة الأصول الجارية إلى الالتزامات الجارية عن ١٥٠%

يتضح من الجدول السابق أن هناك اتجاه نحو الموافقة على أن توافر أى من الخصائص السابقة يعد عائق أمام الشركة للحصول على موافقة على إتمام صفقات عملية إعادة الشراء لأسهمها وذلك حماية لحقوق الدائنين، وبالتالي يجب تضمين تلك الاشتراطات ضمن قانون الشركات على أن تكون سلطة فحص هذه الجوانب هي اختصاص أصيل لهيئة الرقابة المالية فى سوق الأوراق المالية عند تقدم الشركة إليها للحصول على موافقة للقيام بعمليات إعادة شراء لأسهمها ، ويبدو ذلك جليا فى ارتفاع قيمة الوسط الحسابى لاستجابات مفردات العينة (أكبر من ٣).

ولإختبار مدى دلالة الفروق بين توزيع التكرارات على الآراء المختلفة حول كل خاصية من الخصائص تم إستخدام إختبار كا تربيع، ومن الجدول يتضح أن قيمة مستوى الدلالة أقل من ١% ، مما يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية وذلك لصالح الآراء المؤيدة ومن ثم يتم قبول الفرض الثانى.

ولبيان الاختلافات بين آراء الفئات الثلاث حول درجة الموافقة على موانع الموافقة على عمليات إعادة شراء الشركة لأسهمها تم إستخدام إختبار كروسكال واليس، ويتبين من الجدول السابق عدم جود فروق ذات دلالة إحصائية (مستوى الدلالة أكبر من ١%) مما يعنى اتفاق الفئات الثلاثة فى الرأى.

(٣) تحليل البيانات الخاصة بالفرض الثالث واختباره:

الفرض الثالث يجب إعادة النظر فى الضوابط الرقابية الخاصة بتنفيذ عمليات الشراء والتصرف فى أسهم الخزينة فى البيئة المصرية. وسوف يتم اختبار هذا الفرض من خلال استجابات مفردات العينة حول التساؤلات (٤) (٥) (٦) (٧) (٨)، ويعرض الجدول التالى استجابات مفردات العينة على السؤال الرابع بشأن أسلوب تنفيذ عمليات إعادة الشراء.

مستوى الدلالة	القيمة	الوسط الحسابى حسب الفئة			إختبار كا تربيع		الوسط الحسابى الإجمالى	بفضل القيام بعملية إعادة الشراء للأسهم
		الأكاديميون	مديرى الاستثمار	المستثمرين	مستوى الدلالة	القيمة		
0.06	55.284	3.54	4.12	3.33	0.000	121.511	3.66	الشراء من السوق المفتوحة
0.076	18.584	4.33	3.77	3.21	0.000	133.365	3.76	الشراء من جميع المساهمين بنسبة ملكية كل مساهم فى أسهم الشركة مع جبر الكسور لصالح صغار المستثمرين
0.097	43.106	2.54	1.87	2.11	0.000	87.549	2.17	الشراء بنظام المناقصة
0.003	57.587	2.01	1.55	1.98	0.000	142.713	1.84	الشراء من خلال عرض سعر ثابت لمن يستجيب من المساهمين
0.027	27.587	2.78	2.57	1.66	0.000	214.508	2.33	المساح للشركات بإتباع أى نظام لإعادة الشراء ترى أنه يتوافق مع مصالحها

يتضح من الجدول السابق أن هناك اتجاه نحو الموافقة على إتمام صفقات عملية إعادة شراء الشركات لأسهمها من خلال السوق المفتوح، كذلك الشراء من جميع المساهمين بنسبة ملكية كل مساهم فى أسهم الشركة مع جبر الكسور لصالح صغار المستثمرين ويرجع الباحث الموافقة على الشراء النسبى من جميع المساهمين إلى رغبة المساهمين فى الحفاظ على حقوقهم حال استخدام عمليات إعادة الشراء بديلاً عن التوزيع النقدى للأرباح، ويبدو ذلك التوافق جلياً فى ارتفاع قيمة الوسط الحسابى (أكبر من ٣) بالنسبة للبديل الأول والثانى. أما باقى البدائل لتنفيذ عمليات إعادة

الشراء لم تحظى بالموافقة الكافية من أطراف العينة الثلاث ويتضح ذلك الرفض جلياً من انخفاض قيمة الوسط الحسابي (أقل من ٣).

ولإختبار مدى دلالة الفروق بين توزيع التكرارات على الآراء المختلفة حول كل من البدائل المطروحة لتنفيذ عملية إعادة الشراء تم استخدام إختبار كا تربيع، ومن الجدول يتضح أن قيمة مستوى الدلالة أقل من ١% ، مما يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية وذلك لصالح الآراء المؤيدة للبديلين الأول والثاني، وكذلك نجد أن مستوى الدلالة للآراء الراضية للبدائل من رقم ٣ حتى رقم ٥ أقل من ١% مما يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية وذلك لصالح الآراء غير المؤيدة لتلك البدائل.

ولبيان الاختلافات بين آراء الفئات الثلاث حول درجة الموافقة على أسلوب تنفيذ عملية إعادة شراء الشركة لأسهمها تم استخدام إختبار كروسكال واليس، ويتبين من الجدول السابق عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية (مستوى الدلالة أكبر من ١%) - فيما عاد التوافق في الرأي بالنسبة لتنفيذ عملية إعادة الشراء من خلال عرض سعر ثابت لمن يستجيب من المساهمين فان مستوى الدلالة أقل من ١% مما يعنى عدم وجود اتفاق في الرأي بين أطراف العينة بشأن هذا البديل ، ولكن من استقراء متوسط الموافقة على هذا البديل للفئات الثلاثة نجد أن المتوسط أقل من ٣ درجات - مما يعنى اتفاق الفئات الثلاثة في الرأي على تأييد البديل الأول والثاني.

ويعرض الجدول التالي استجابات مفردات العينة على السؤال الخامس بشأن الحد الأقصى

للمدة التي يجب أن تنفذ فيها الشركة خطة إعادة الشراء

إختبار كروسكال واليس	الوسط الحسابي حسب الفئة			إختبار كا تربيع		الوسط الحسابي الإجمالي	الحدود الزمنية المناسبة لتنفيذ خطة إعادة الشراء للأسهم
	الأكاديميون	مديري الاستثمار	المستثمرين	مستوى الدلالة	القيمة		
مستوى الدلالة 0.069	القيمة 85.284	1.89	2.01	3.32	0.000	119.511	2.4
0.082	49.554	1.32	2.49	1.66	0.000	187.305	1.8
0.057	73.122	3.43	4.05	3.21	0.000	86.549	3.56
0.047	88.945	3.89	4.66	3.79	0.000	212.780	4.11
0.059	112.459	2.45	1.02	1.34	0.000	112.430	1.60
0.094	39.534	1.01	2.57	1.66	0.000	189.264	1.74

يتضح من الجدول السابق أن هناك اتجاه نحو الموافقة على تنفيذ برنامج إعادة الشراء خلال سنة مالية من الإعلان عن برنامج إعادة الشراء كحد اقصى، كذلك يوجد اتفاق بين أطراف العينة على السماح بمد الحد الزمني عن سنة مالية بموافقة هيئة الرقابة المالية في ضوء الاقتناع

بمبررات التمديد، ويبدو ذلك التوافق جلياً في ارتفاع قيمة الوسط الحسابي (أكبر من ٣)، ويؤيد الباحث ذلك حيث أن بعض الظروف الخارجة عن الإرادة قد يمتد أثرها لأكثر من عام، ويتضح ذلك في البيئة المصرية حيث ترتب على ثورة الخامس والعشرون من يناير تدهور في أسواق المال لفترة تزيد عن العامين مما يتطلب التعامل مع الحدود القصوى للفترات المقررة قانوناً بشي من المرونة التي تتوافق مع تحديات الواقع.

ولإختبار مدى دلالة الفروق بين توزيع التكرارات على الآراء المختلفة حول الحدود الزمنية لتنفيذ برنامج إعادة الشراء تم استخدام إختبار كا تربيع، ومن الجدول يتضح أن قيمة مستوى الدلالة أقل من ١%، مما يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية وذلك لصالح الآراء المؤيدة، وكذلك نجد أن مستوى الدلالة للآراء الراضية أقل من ١% مما يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية وذلك لصالح الآراء غير المؤيدة.

ولبيان الاختلافات بين آراء الفئات الثلاث حول درجة الموافقة على أسلوب تنفيذ عملية إعادة شراء الشركة لأسهمها تم استخدام إختبار كروسكال واليس، ويتبين من الجدول السابق عدم جود فروق ذات دلالة إحصائية (مستوى الدلالة أكبر من ١%) مما يعنى اتفاق الفئات الثلاثة في الرأى على تأييد أن الحد الأقصى لتنفيذ برنامج إعادة الشراء يجب الا يزيد عن عام مع السماح بالتمديد عن العام في الحالات الاستثنائية التي تقدرها هيئة الرقابة المالية.

ويعرض الجدول التالي استجابات مفردات العينة على السؤال السادس بشأن الضوابط التي تحد من قدرة الإدارة على التلاعب بمصالح المساهمين لصالحها أو لصالح كبار المساهمين من خلال استغلالها للمعلومات الداخلية.

مستوى الدلالة	القيمة	الوسط الحسابي حسب الفئة			إختبار كا تربيع		الوسط الحسابي الإجمالي	ضوابط عدم تلاعب الإدارة بالمعلومات الداخلية
		الأكاديميون	مستثمري الاستثمار	المستثمرين	مستوى الدلالة	القيمة		
0.042	45.204	4.55	3.51	3.19	0.000	109.566	3.75	منع الموظفين ذوي الصلة بالمنشأة من بيع أسهمهم في فترة تنفيذ خطة إعادة الشراء
0.021	27.521	1.32	2.49	2.57	0.000	201.575	2.12	السماح للموظفين ذوي الصلة بالمنشأة ببيع أسهمهم في فترة تنفيذ خطة إعادة الشراء مع توفير الآليات للإفصاح عن تلك المعاملات
0.072	53.106	3.12	4.33	3.67	0.000	88.553	3.70	حظر تعامل الموظفين بالشركة على أسهم الشركة خلال تنفيذ خطة إعادة الشراء سواء بالبيع أو الشراء
0.161	55.862	2.01	1.98	3.01	0.000	115.342	2.33	حظر تعامل كبار الملاك الذين تزيد حصصهم عن ٥% من أسهم الشركة من التعامل على أسهمهم خلال فترة تنفيذ خطة إعادة الشراء
0.036	28.039	4.0	3.98	3.54	0.000	208.718	3.84	السماح لكبار المساهمين بالتعامل على أسهمهم خلال فترة تنفيذ الخطة في حدود المحافظة على نفس الأصصتهم في رأس المال

يتضح من الجدول السابق أن هناك اتجاه نحو الموافقة على منع العاملين في الشركة أياً كان عملهم من التعامل على أسهم الشركة سواء بالبيع أو الشراء خلال فترة تنفيذ برنامج إعادة الشراء، كذلك يوجد توافق في الرأي حول حظر تعامل كبار الملاك الذين تزيد حصصهم عن ٥% من أسهم الشركة من التعامل على أسهمهم خلال فترة تنفيذ خطة إعادة الشراء مع السماح لهم بالتعامل في حدود المحافظة على نفس أنصبتهم الحالية في رأس المال، ويبدو ذلك التوافق جلياً في ارتفاع قيمة الوسط الحسابي للآراء المؤيدة (أكبر من ٣).

ولاختبار مدى دلالة الفروق بين توزيع التكرارات على الآراء المختلفة حول الضوابط الرقابية المانعة لاستغلال الإدارة للمعلومات الداخلية لصالحها أو لصالح كبار الملاك للأسهم تم استخدام إختبار كا تربيع، ومن الجدول يتضح أن قيمة مستوى الدلالة أقل من ١%، مما يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية وذلك لصالح الآراء المؤيدة، وكذلك نجد أن مستوى الدلالة للآراء الراضية أقل من ١% مما يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية وذلك لصالح الآراء غير المؤيدة.

ولبيان الاختلافات بين آراء الفئات الثلاث حول درجة الموافقة على تلك الضوابط المانعة للسلوك غير الاخلاقي لإدارة الشركة تم استخدام إختبار كروسكال واليس، ويتبين من الجدول السابق عدم جود فروق ذات دلالة إحصائية (مستوى الدلالة أكبر من ١%) مما يعنى اتفاق الفئات الثلاثة في الرأي الذى يقضى بمنع العاملين في الشركة من التعامل على أسهمهم بالبيع أو الشراء خلال فترة تنفيذ برنامج إعادة الشراء، كذلك عدم السماح لكبار ملاك الأسهم بالتعامل على أسهمهم خلال تلك الفترة الا في حدود المحافظة على أنصبتهم النسبية في رأس مال الشركة.

ويعرض الجدول التالي استجابات مفردات العينة على السؤال السابع بشأن الضوابط تنفيذ

خطة إعادة الشراء بهدف الحد من التلاعب بالآليات العرض والطلب على الأسهم في سوق المال.

إختبار كروسكال واليس	الوسط الحسابي حسب الفئة			إختبار كا تربيع		الوسط الحسابي الإجمالي	مدى الموافقة على ضوابط تنفيذ خطة إعادة الشراء	
	القيمة	الأكاديميون	مستثمري الاستثمار	المستثمرين	مستوى الدلالة			القيمة
0.045	45.264	4.01	3.51	3.11	0.000	129.510	3.54	عدم تنفيذ خطة الشراء الا من خلال وسيط واحد خلال اليوم
0.0673	33.594	3.32	3.01	4.06	0.000	107.385	3.46	عدم وضع عروض شراء فى النصف ساعة الأولى والأخيرة فى يوم التداول
0.078	53.116	3.12	4.30	3.11	0.000	76.549	3.51	يجب الا تتجاوز الكمية المطلوبة للشراء يوميا متوسط كمية التداول بالشراء خلال الخمس أيام السابقة لعملية الشراء
0.045	47.761	3.77	3.05	4.34	0.000	89.543	3.72	يجب ألا تتجاوز سعر عرض الشراء سعر التداول خلال الجلسة الا فى حدود ٥% كحد أقصى
0.053	28.563	3.00	3.63	4.02	0.000	111.730	3.55	عدم السماح للوسيط ببيع اسهم يملكها فى الشركة خلال فترة إعادة الشراء

يتضح من الجدول السابق أن هناك اتجاه نحو الموافقة على جميع الضوابط الخاصة بتنفيذ عملية إعادة الشراء ويبدو ذلك التوافق جلياً في ارتفاع قيمة الوسط الحسابي للآراء المؤيدة (أكبر من ٣).

ولاختبار مدى دلالة الفروق بين توزيع التكرارات على الآراء المختلفة تم استخدام إختبار كا تربيع، ومن الجدول يتضح أن قيمة مستوى الدلالة أقل من ١% ، مما يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية وذلك لصالح الآراء المؤيدة. وتوضح نتائج إختبار كروسكال واليس عدم جود فروق ذات دلالة إحصائية (مستوى الدلالة أكبر من ١%) مما يعنى اتفاق الفئات الثلاثة فى الرأى حول تلك الضوابط الحاكمة لتنفيذ برنامج إعادة شراء الشركة لأسهمها.

ويعرض الجدول التالى استجابات مفردات العينة حول السؤال الثامن بشأن الضوابط الواجب

الالتزام بها فيما يتعلق بالتصرف فى أسهم الخزينة.

إختبار كروسكال واليس	الوسط الحسابى حسب الفئة			إختبار كا تربيع		الوسط الحسابى الإجمالى	مدى الموافقة على ضوابط التصرف فى أسهم الخزينة
	القيمة	الأكاديميون	مستشارى الاستثمار	المستثمرين	مستوى الدلالة		
0.094	75.284	1.91	2.0	1.33	0.000	112.511	1.75
0.056	38.584	2.32	1.44	1.89	0.000	187.365	1.88
0.033	53.106	4.16	3.35	3.55	0.000	78.549	3.68
0.073	77.356	3.88	4.01	3.46	0.000	105.329	3.78
0.1743	45.613	3.55	3.01	3.53	0.000	89.489	3.36
0.0291	55.713	4.01	3.45	4.0	0.000	201.452	3.82
0,183	38.098	3.87	3.22	3.01	0.000	101.231	3.36
0.0561	78.560	4.09	3.45	3.12	0.000	99.428	3.55
0.0181	68.345	3.55	3.21	3.01	0.000	112.562	3.25

يتضح من الجدول السابق أن هناك اتجاه نحو الموافقة على جميع الضوابط الواجب الالتزام بها فيما يتعلق بالتصرف فى أسهم الخزانة فيما عدا إلزام الشركات بتخفيض أسهم الخزانة من رأس مال الشركة فور شرائها ، كذلك إلزام الشركات بالتصرف فى أسهم الخزانة وفقا للشكل المعلى لذلك التصرف فى خطة إعادة الشراء مع الالتزام بالحد الزمنى المقرر قانونا، ويبدو ذلك التوافق جليا فى ارتفاع قيمة الوسط الحسابى للآراء المؤيدة (أكبر من ٣)، ولاختبار مدى دلالة الفروق بين توزيع التكرارات على الآراء المختلفة تم استخدام إختبار كا تربيع، ومن الجدول يتضح أن قيمة مستوى الدلالة أقل من ١% ، مما يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية وذلك لصالح الآراء المؤيدة. وتوضح نتائج إختبار كروسكال واليس عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية (مستوى الدلالة أكبر

من ١%) مما يعنى اتفاق الفئات الثلاثة فى الرأى حول تلك الضوابط الواجب الالتزام بها فيما يتعلق بالتصرف فى أسهم الخزانة.
وفى ضوء تحليل نتائج الاستجابة للأسئلة السابقة - من رقم ٤ حتى رقم ٨ - يمكن قبول الفرض الثالث من الدراسة.

(٤) تحليل البيانات الخاصة بالفرض الرابع واختباره:

الفرض الرابع: يجب تبنى آليات لمعاقبة الشركات التى تتلاعب بالإعلان عن عمليات إعادة الشراء بهدف إرسال إشارات كاذبة للمتعاملين فى أسواق المال، وسوف يتم اختبار هذا الفرض من خلال استجابات مفردات العينة حول السؤال رقم (٩)، ويعرض الجدول التالى استجابات مفردات العينة على السؤال التاسع بشأن العقوبات التى يجب فرضها على الشركات التى لا تلتزم بخطة إعادة الشراء سواء بشكل كامل أو جزئى.

اختبار كروسكال واليس	الوسط الحسابى حسب الفئة			اختبار كا تربيع		الوسط الحسابى الإجمالى	مدى الموافقة على عقوبات عدم الالتزام بخطة إعادة الشراء المطنة
	القيمة	الأكاديميون	مستثمري الاستثمار	المستثمرين	القيمة		
مستوى الدلالة	القيمة	الأكاديميون	مستثمري الاستثمار	المستثمرين	القيمة	مستوى الدلالة	
0.048	56.678	3.00	3.89	3.44	0.000	119.511	3.44
0.030	48.548	3.32	3.49	3.07	0.000	129.365	3.29
0.076	53.223	4.12	4.52	3.55	0.000	89.549	4.06
0.123	77.652	3.06	3.34	4.00	0.000	117.896	3.46

يتضح من الجدول السابق أن هناك اتجاه نحو الموافقة على جميع العقوبات التى يجب فرضها على الشركات التى لا تلتزم بخطة إعادة الشراء سواء بشكل كامل أو جزئى ، ويبدو ذلك التوافق جليا فى ارتفاع قيمة الوسط الحسابى للآراء المؤيدة (أكبر من ٣). ولاختبار مدى دلالة الفروق بين توزيع التكرارات على الآراء المختلفة تم استخدام اختبار كا تربيع، ومن الجدول يتضح أن قيمة مستوى الدلالة أقل من ١% ، مما يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية وذلك لصالح الآراء المؤيدة. وتوضح نتائج اختبار كروسكال واليس عدم جود فروق ذات دلالة إحصائية (مستوى الدلالة أكبر من ١%) مما يعنى اتفاق الفئات الثلاثة فى الرأى حول أهمية وجود عقوبات رادعة

للشركات التي لاتبتم بخطة إعادة الشراء سواء بشكل كامل أو جزئي. وفي ضوء تحليل النتائج السابقة يمكن قبول الفرض الرابع من الدراسة.

(٥) تحليل البيانات الخاصة بالفرض الخامس واختباره:

الفرض الخامس: يجب تطوير المحتوى الاعلامي للتقارير المالية فيما يتعلق بعمليات الشراء والتصرف في أسهم الخزينة . وسوف يتم اختبار هذا الفرض من خلال استجابات مفردات العينة للسؤال العاشر من قائمة الاستبيان، ويعرض الجدول التالي استجابات مفردات العينة بشأن الإفصاحات المطلوب إلزام الشركات بها عندما تقرر التعامل على أسهم الخزينة.

اختبار كروسكال واليس	الوسط الحسابي حسب الفئة				إختبار كا تربيع		الوسط الحسابي الإجمالي	
	مستوى الدلالة	القيمة	الأكاديميون	مسديري الاستثمار	المستثمرين	مستوى الدلالة		
0.192	65.456	3.44	3.11	3.23	0.000	158.221	3.26	يجب أن تتضمن خطة إعادة الشراء عدد الأسهم التي تخطط الشركة لشراؤها
0.039	58.480	3.32	4.19	3.01	0.000	144.332	3.5	البرنامج الزمني لعملية إعادة الشراء كذلك عملية التصرف في الأسهم وشكل هذا التصرف
0.068	63.116	4.12	3.95	2.98	0.000	79.271	3.7	الإفصاح أسباب وواقع عملية إعادة الشراء
0.051	57.340	3.56	2.66	3.18	0.00	88.872	3.13	الإفصاح عن وسيلة أو وسائل تمويل عملية الشراء
0.401	50.419	4.02	3.37	3.00	0.00	119.381	3.5	الإفصاح عن الأثر المحتمل لتنفيذ برنامج إعادة الشراء على بعض المؤشرات المالية الهامة مثل نصيب السهم في الأرباح نسبة الرفع المالي نسب المديونية
0.061	66.790	3.79	3.09	3.12	0.00	97.378	3.3	الإفصاح عن الأثر المحتمل للتصرف في أسهم الخزينة وفقا للخطة المعلنه على بعض المؤشرات المالية الهامة مثل نصيب السهم في الأرباح نسبة الرفع المالي نسب المديونية
0.047	59.992	3.52	4.18	3.00	0.00	67.342	3.6	الإفصاح عن أسباب عدم الالتزام بخطة إعادة الشراء
0.180	79.309	3.40	3.41	2.89	0.00	77.291	3.2	الإفصاح عن نسبة التنفيذ لخطة إعادة الشراء في التقارير القترية
0.029	87.208	3.01	3.88	3.06	0.00	112.451	3.3	الإفصاح عن أثر عدم الالتزام بخطة إعادة الشراء والتصرف في أسهم الخزينة على المؤشرات المالية مقارنة بالأثر المتوقع في حالة الالتزام بالخطة
0201	98.098	4.09	3.76	4.18	0.00	144.294	4.0	إضافة الإفصاحات السابقة إلى المعيار المحاسبي الخاص بالعرض والإفصاح رقم (١) يلزم المراجع بفحصها وإبداء الرأي فيها مما يطفى عليها مستوى مناسب من المصداقية

يتضح من الجدول السابق أن هناك اتجاه نحو الموافقة على إلزام الشركات بالإفصاحات الإضافية السابق ذكرها، ويبدو ذلك التوافق جليا في ارتفاع قيمة الوسط الحسابي للآراء المؤيدة (أكبر من ٣). ولاختبار مدى دلالة الفروق بين توزيع التكرارات على الآراء المختلفة تم استخدام إختبار كا

ترتيب، ومن الجدول يتضح أن قيمة مستوى الدلالة أقل من ١% ، مما يشير إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية وذلك لصالح الآراء المؤيدة. وتوضح نتائج إختبار كروسكال واليس عدم جود فروق ذات دلالة إحصائية (مستوى الدلالة اكبر من ١%) مما يعنى اتفاق الفئات الثلاثة فى الرأى حول أهمية تلك الافصاحات الإضافية وأهمية إخضاعها لعملية المراجعة بواسطة المراجع الخارجى، وبالتالي يمكن قبول الفرض الخامس من الدراسة.

القسم السادس

النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج:

تناولت الدراسة أحد الموضوعات التى حظيت بإهتمام بالغ فى الفترة الأخيرة، وهو موضوع التعامل على أسهم الخزينة، واستعرض الباحث جانب من الدراسات السابقة فى هذا الموضوع والتى ركزت على جوانب عديدة مرتبطة بتلك العمليات مثل دوافع القيام بها، وأثرها على المؤشرات المالية للشركات واتخاذ القرارات بواسطة المستثمرين، كذلك الآثار الإيجابية والسلبية المتوقعة من تبني الشركات لتلك العمليات التى كانت محظورة فى العديد من الدول لوقت غير بعيد، ويعتقد الباحث أن سبب الحظر لتلك العمليات فى الفترات الماضية كان مرجعه التخوف الشديد من آثارها السلبية والتى تناولها الباحث فى الأجزاء السابقة من هذا البحث، وإن العدول عن ذلك الحظر فى العديد من الدول فى الآونة الأخيرة يرجع إلى تعاطف أهمية تلك الآلية فى تحقيق مصالح الأطراف ذات العلاقة بالمنشأة والحفاظ على إستمراريتها خاصة فى ظل تعرض بعض المنشآت إلى العديد من الاضطرابات العارضة التى تخرج عن نطاق تحكمها، وبناء على ذلك يرى الباحث أن عمليات التعامل على أسهم الخزينة أشبه بدواء له العديد من الآثار الايجابية والسلبية على الأطراف أصحاب المصالح بالمنشآت التى تتداول أسهمها فى أسواق المال.

وانطلاقاً من أن عمليات التعامل على أسهم الخزينة أصبحت أمراً واقعاً فى البيئة المصرية فإن الباحث استهدف من هذه الدراسة التعرف على المحرك أو المسبب الحقيقى لوجود آثار سلبية لتلك العمليات ومحاولة إيجاد آليات للتعامل معها للحد من آثارها السلبية وتعظيم آثارها الإيجابية، وقد انتهت الدراسة إلى أن المسبب الرئيسى لتلك الآثار السلبية يرجع إلى ما تعاني منه أسواق المال من مشكلة عدم تماثل المعلومات والتى ينتج عنها وجود فجوة معرفية بين القائمين على إدارات الشركات وأصحاب المصالح الآخرين فيها، ويعزز من تلك الفجوة ويزيد منها بعض الممارسات غير

الأخلاقية لإدارات بعض الشركات والتي ترقى في بعض الأحيان إلى مستوى التحايل والإضرار بمصالح الأطراف الأخرى ذات المصالح في تلك الشركات.

وانتهى الباحث في هذه الدراسة إلى أن السبيل للحد من قضية عدم تماثل المعلومات يتمثل في جودة المحتوى الإعلامي للتقارير المالية، ورغم أن العديد من الدراسات ذهبت إلى أن وجود معايير محاسبية تلتزم بها الشركات المصرية يعتبر مدخل مناسب لتحقيق الجودة للمحتوى الاعلامي للتقارير المالية فإن الباحث يرى أن وجود تلك المعايير والإلتزام بها هو خطوة نحو تحقيق جودة المحتوى الاعلامي للتقارير المالية ولكن لا بد أن يتكامل ويتزامن مع تلك المعايير بيئة قانونية ضابطة، والأكثر من ذلك انه يمكن القول بان البيئة القانونية الضابطة هي الضمانة الأولى لتحقيق الهدف من تبنى المعايير المحاسبية، وبناء على ماتقدم تناول الباحث في تلك الدراسة الجوانب القانونية والمحاسبية المرتبطة بعملية التعامل على أسهم الخزينة في جمهورية مصر العربية في محاولة للتعرف على مدى كفايتها للحد من الآثار السلبية المتوقعة لتلك العمليات، وقد حاول الباحث تقييم تلك الجوانب من خلال استطلاع آراء المهتمين بتلك العمليات من خلال الدراسة الميدانية والتي انتهت إلى النتائج التالية:

أولاً : يوجد العديد من جوانب القصور في التنظيم القانوني لعمليات إعادة شراء الشركات لأسهمها والتي تتمثل في الآتى:

- وفقاً لقواعد القيد والشطب للأوراق المالية في البورصة المصرية نجد أن إخطار هيئة الرقابة المالية بعملية إعادة الشراء للأوراق المالية هو إجراء تالى لموافقة مجلس الإدارة على عملية إعادة الشراء وكذلك الإعلان عنها، وهذا يفقد عملية الإخطار أهميتها لسببين الأول إنها تالية لإعلان الشركة عن إعادة الشراء لأسهمها والثاني انه لا يوجد نص قانونى أو قواعد محددة للمسببات التي بموجبها يتم حرمان هذه الشركات من ممارسة تلك العمليات التي قد تهدد بعض أصحاب المصالح في الشركة مثل الدائنون.
- أعطى قانون الشركات المصرى ١٥٩ لسنة ١٩٨١ الحق لمجلس الإدارة في إتخاذ قرار إعادة الشراء لأسهم الشركة والتصرف فيها - ماعدا استخدامها في تخفيض رأس المال استوجب القانون موافقة الجمعية العامة- وهذا الحق يزيد من حالة التخوف تجاه تلك العمليات، حيث أن المسبب الرئيسى للآثار السلبية لتلك العمليات يرجع إلى استغلال الإدارة لما تملكه من معلومات داخلية غير متاحة للأطراف الأخرى صاحبة المصالح في الشركة.

• لم يحدد قانون الشركات المصري ١٥٩ لسنة ١٩٨١ كذلك قواعد القيد والشطب الضوابط المتعلقة بتنفيذ عملية إعادة الشراء من حيث الكميات الواجب طلبها يومياً أو الحدود السعرية الواجب الالتزام بها عند إتمام عملية إعادة الشراء. فقد تقوم الشركة بشراء كامل الكمية فى جلسة واحدة مما يدفع الطلب إلى الارتفاع بشكل مبالغ فيه وبالتالي يرتفع سعر الشراء عن السعر العادل فى ذلك اليوم مما يعنى توزيع أرباح رأسمالية مبالغ فيها على المساهمين، وخداع المستثمرين المرتقبين بهذه الموجة الوقتية من الارتفاعات السعرية.

• لم يمنع التنظيم القانونى لعمليات إعادة شراء الشركات لأسهمها أى فئة من الفئات المالكة للأسهم من المشاركة فى عمليات إعادة الشراء وخاصة الأسهم المملوكة لإدارة الشركة وهذا فى تصور الباحث يمثل تهديداً جديداً للأطراف أصحاب المصالح الأخرى فى الشركة نتيجة احتمال إساءة استخدام الإدارة لما تملكه من معلومات داخلية لصالحها أو تسريبها إلى كبار الملاك.

• لم يتضمن التنظيم القانونى لبرنامج إعادة الشراء أى ضوابط تتعلق بكيفية التصرف فى أسهم الخزينة ماعدا حالة تخفيض الأسهم من رأس المال حال مرور عام على إقتناء الشركة لتلك الأسهم دون التصرف فيها.

• لم يتضمن التنظيم القانونى لعمليات إعادة شراء الشركة لأسهمها أى عقوبة يمكن توقيعها على الشركات غير الملتزمة سواء بشكل جزئى أو كلى بخطط وبرامج إعادة الشراء للأسهم وهذا يفتح الباب لإدارات هذه الشركات لاستخدام الإعلان عن تلك البرامج والخطط لإرسال إشارات مضللة لأسواق المال والإضرار بمصالح المساهمين.

ثانياً : يوجد العديد من جوانب القصور فى التنظيم المحاسبى لعمليات إعادة شراء الشركات لأسهمها والتي تتمثل فى الآتى:

• لم تلتزم المعايير المحاسبية المصرية الشركات بالإفصاح المسبق عن عمليات إعادة شرائها لأسهمها، فعلى الرغم من أن المعيار المحاسبى المصرى رقم (١) الخاص بعرض القوائم المالية قد أشار فى الفقرة رقم (١٥) إلى انه يجب على الشركات الإفصاح الإضافى عن أى معلومات لا تتطلبها المعايير المحاسبية ولكنها ذات تأثير على المحتوى الاعلامى للقوائم المالية الا أن المرونة فى النص تترك الحرية لإدارات الشركات فى اتخاذ قرارها بالإعلان

المسبق عن النية في إعادة شراء أسهمها من عدمه، ولاشك أن هذا القرار يتأثر بدوافع الإدارة من عملية إعادة الشراء.

• تناولت المعايير المحاسبية المصرية المعالجة المحاسبية لعمليات إعادة الشراء لأسهم الخزينة والتصرف فيها والتي تم تنفيذها بالفعل كذلك كيفية الإفصاح عنها، ولكنها لم تلزم بالإفصاح عن بعض المعلومات الجوهرية التي تساهم في الحكم على الجدوى الاقتصادية لتلك العمليات، فعلى سبيل المثال لم تلزم المعايير المحاسبية الشركات بالإفصاح عن مصادر تمويل عمليات إعادة الشراء لأسهمها، كذلك الأثر على المؤشرات المالية الهامة مثل نسبة السيولة، والرفع المالي، ومعدل العائد على الاستثمار.

• خلت المعايير المحاسبية المصرية من أي إلزام للشركات التي تقوم بتنفيذ برنامج إعادة شراء لأسهمها من الإفصاح عن الآثار المحاسبية الناتجة عن انحراف تنفيذ عمليات شراء أسهم الخزينة والتصرف فيها عن الخطة المعلنة لعملية إعادة الشراء. على الرغم من أن المعيار المحاسبى المصرى رقم (٥) الخاص بالسياسات المحاسبية والتغير في التقديرات والأخطاء استهدف الإفصاح عن اثر التغيرات التي تحدث في التقديرات أو السياسات بهدف تخلص دلالة القوائم المالية من أى شبهة تحريف ناتجة تغير في الطرق أو السياسات والتي قد يعتقد قارئ القوائم المالية بوجودها في حين أن الشركة عدلت عنها، إلا أن هذا المعيار لم يرد به أى إشارة إلى أهمية الإفصاح عن الآثار المحاسبية الناتجة عن عدول الشركات عند تنفيذ برنامج إعادة الشراء لأسهمها أو تنفيذه بشكل مخالف للبرنامج المعلن سلفاً.

ثانياً: التوصيات:

في ضوء ماسبق تناوله في الدراسة النظرية وما انتهت إليه الدراسة الميدانية يرى الباحث أهمية تطوير التنظيم القانونى والمحاسبى لعمليات شراء أسهم الخزينة والتصرف فيها بهدف الحد من التداعيات السلبية لتلك العمليات على سوق الأسهم فى جمهورية مصر العربية، ويمكن للباحث تقديم التوصيات التالية كمساهمة فى هذا التطوير المنشود:

• إضافة نص إلى قانون الشركات ١٥٩ لسنة ١٩٨١ يخول لهيئة الرقابة المالية عدم الموافقة على عمليات إعادة شراء الشركات لأسهمها إذا توافرت أيأ من الخصائص

التالية:

-زيادة قيمة الأسهم التى يعاد شرائها عن قيمة الأرباح المحتجزة القابلة للتوزيع.

-إذا كانت القوائم المالية توضح خسائر متراكمة أو الشركة لديها التزامات عجزت عن سدادها أو أن هناك دعوى قضائية قد يكون لها تأثير سلبي على مركزها المالى .
-إذا كانت عملية إعادة الشراء سوف تؤدي إلى انخفاض رأس مال الشركة عن الحد الأدنى المنصوص عليه فى القانون .

- إذا عجزت الشركة عن سداد التزامات قائمة أو أية التزامات قصيرة أو طويلة الأجل .

-انخفاض نسبة حقوق المساهمين إلى الالتزامات طويلة الأجل عن ١٠٠% .

-انخفاض نسبة الأصول الجارية إلى الالتزامات الجارية عن ١٥٠% .

- يجب تعديل النص القانونى الذى يعطى الحق لمجلس الإدارة فى الموافقة على عمليات إعادة شراء الأسهم وينقل هذا الحق كحق أصيل للجمعية العامة ولا يجوز تفويض مجلس الإدارة فيه، ويقتصر دور مجلس الإدارة على تقديم مشروع إعادة الشراء للجمعية العامة للموافقة عليه أو رفضه، على أن يسبق ذلك وقبل الإعلان عن تلك العمليات أو عرضها على الجمعية العامة الحصول على موافقة هيئة الرقابة المالية على تلك العمليات .
- يكون الشراء لأسهم الخزينة من السوق المفتوح أو الشراء من جميع المساهمين بنسبة ملكية كل مساهم فى أسهم الشركة مع جبر الكسور لصالح صغار المستثمرين .
- أن يكون الحد الأقصى لتنفيذ خطة إعادة الشراء والتصرف فى أسهم الخزينة سنة مالية من تاريخ الإعلان عن خطة إعادة الشراء مع السماح بمد الفترة بموافقة هيئة الرقابة المالية فى ضوء الاقتناع بمبررات التمديد .
- لضمان عدم تلاعب الإدارة بما تملكه من معلومات داخلية لصالحها أو لصالح كبار المساهمين يجب النص ضمن قانون الشركات على حظر تعامل الموظفين بالشركة على أسهم الشركة خلال فترة تنفيذ خطة إعادة الشراء سواء بالبيع أو بالشراء، كذلك حظر تعامل كبار الملاك الذين تزيد حصصهم عن ٥% من أسهم الشركة على أسهمهم خلال فترة تنفيذ خطة إعادة الشراء إلا فى حدود المحافظة على أنصبتهم النسبية فى رأس المال .
- يجب إضافة الضوابط التالية إلى قواعد القيد والشطب للأسهم فى البورصة المصرية لتنظيم عملية إعادة الشراء والحد من تداعياتها السلبية على سوق المال:
 - عدم تنفيذ خطة الشراء الا من خلال وسيط واحد خلال اليوم .
 - عدم وضع عروض شراء فى النصف ساعة الأولى والأخيرة فى يوم التداول .

- يجب إلا تتجاوز الكمية المطلوبة للشراء يومياً متوسط كمية التداول خلال الخمس أيام السابقة لعملية الشراء.
- يجب إلا يتجاوز سعر عرض الشراء سعر التداول خلال الجلسة الا فى حدود ٥% كحد أقصى.
- عدم السماح للوسيط ببيع أسهم يملكها فى الشركة خلال فترة إعادة الشراء.
- يجب إضافة الضوابط التالية إلى قواعد القيد والشطب للأوراق المالية فى البورصة المصرية فيما يتعلق بالتصرف فى أسهم الخزينة:
- ترك الحرية للشركات فى اختيار الشكل المناسب للتصرف فى أسهم الخزينة خلال الحد الزمنى المقرر قانوناً حتى لو اختلف ذلك الشكل مع ماسبق الإعلان عنه فى خطة إعادة الشراء.
- عدم السماح للشركات بعرض الأسهم بسعر يقل عن أدنى سعر مسجل للسهم فى جلسة التداول.
- عدم السماح بوضع عروض بيع للأسهم فى النصف ساعة الأولى أو الأخيرة من جلسة التداول.
- يجب الا تتجاوز كمية الأسهم المعروضة للبيع يومياً متوسط الكميات المعروضة للبيع فى آخر خمس جلسات تداول.
- عدم السماح للعاملين بالشركة بشراء أسهم خلال فترة التصرف فى أسهم الخزينة.
- السماح لكبار الملاك الذين تتجاوز حصصهم ٥% من أسهم الشركة بالشراء خلال فترة إعادة طرح الأسهم للبيع بما يحافظ على حصصهم السابقة لتنفيذ خطة إعادة الشراء.
- عدم السماح للوسيط بشراء الأسهم المعاد طرحها للبيع.
- يقترح الباحث إضافة نص إلى قانون الشركات ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بشأن العقوبات التى يجب فرضها على الشركات التى لا تلتزم بخطة إعادة الشراء سواء بشكل كامل أو جزئى على النحو التالى:
- حرمان الشركة من ممارسة عملية إعادة الشراء لمدة لا تقل عن عامين ولا تزيد عن خمسة أعوام.
- فرض غرامة مالية على الشركات التى لم تلتزم بخطة إعادة الشراء على أن يختلف حجم الغرامة المالية مع نسبة عدم الالتزام.

- حرمان الشركة التي لم تلتزم بشراء كامل كمية الأسهم المعلن عن إعادة شرائها من التصرف في الكمية التي قامت بشرائها وتخفيضها من رأس المال.
- إعطاء المستثمرين في الشركات الحق في المطالبة بالتعويض عن الضرر الواقع عليهم من جراء الإعلان الكاذب عن عمليات إعادة الشراء وتتولى هيئة الرقابة المالية تقدير مستوى الضرر الذي لحق بالمستثمر.
- يقترح الباحث إلزام الشركات التي تتعامل على أسهم الخزينة بالإفصاحات التالية على أن ينص على تلك الإفصاحات صراحة ضمان معايير المحاسبة المصرية:
 - يجب أن ينص في المعيار المحاسبي المصرى رقم (1) الخاص بعرض القوائم المالية على إلزام الشركات بالإفصاح عن خطة إعادة الشراء والبرنامج الزمنى للتنفيذ ضمن ملاحق القوائم المالية أو فى نشرة مستقلة إذا كان تاريخ الإعلان عن تلك الخطط لا يتوأكب مع تاريخ إعداد التقارير المالية ، ويجب مراجعة تلك النشرة واعتمداها بواسطة مراجع خارجى .
 - يجب الإفصاح فى خطة إعادة الشراء عن عدد الأسهم التى تخطط الشركة لشرائها ، كذلك يجب الإفصاح عن البرنامج الزمنى لعملية إعادة الشراء وعملية التصرف فى الأسهم وشكل هذا التصرف، وأخيرا الإفصاح عن أسباب ودوافع عملية إعادة الشراء وسيلة أو وسائل تمويل تلك العمليات.
 - يجب الإفصاح عن الأثر المحتمل لتنفيذ برنامج إعادة الشراء على بعض المؤشرات المالية الهامة مثل نصيب السهم فى الأرباح نسبة الرفع المالى نسب المديونية.
 - الإفصاح عن الأثر المحتمل للتصرف فى أسهم الخزنة وفقا للخطة المعلنة على بعض المؤشرات المالية الهامة مثل نصيب السهم فى الأرباح نسبة الرفع المالى نسب المديونية.
 - الإفصاح عن نسبة التنفيذ لخطة إعادة الشراء فى التقارير ربع السنوية.
 - الإفصاح عن أسباب عدم الالتزام بخطة إعادة الشراء، كذلك الإفصاح عن أثر عدم الالتزام بخطة إعادة الشراء والتصرف فى أسهم الخزينة على المؤشرات المالية مقارنة بالأثر المتوقع فى حالة الالتزام بالخطة ، ويرى الباحث أن ينص على ذلك ضمن المعيار المحاسبي المصرى رقم (٥) الخاص بالسياسات المحاسبية والتغير فى التقديرات والأخطاء.

القسم السابع

المراجع

أولاً: المراجع العربية :

دوريات عربية :

- (١) د. الرفاعي إبراهيم مبارك، المحتوى الاعلامى لتوقيت الإفصاح عن الأرباح المحاسبية ودوافع الإدارة واستجابة السوق، مجلة التجارة والتمويل ، كلية التجارة ، جامعة طنطا، العدد الأول، ٢٠٠٢.
- (٢) د. مدثر أبو الخير ، أثر معايير المحاسبة الدولية والعوامل النظامية على جودة التقارير المالية: دراسة ميدانية عن تطبيق معيار الانخفاض في قيمة الأصول ، مجلة التجارة والتمويل ، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثاني، ٢٠٠٧.
- (٣) د. مدثر أبو الخير ، مدى مسئولية الإدارة عن تسريب المعلومات المحاسبية الداخلية- دراسة ميدانية للعوائد غير العادية التى تتحقق قبل نشر القوائم المالية السنوية، مجلة التجارة والتمويل ، كلية التجارة ، جامعة طنطا، العدد الثاني، الملحق الأول، ٢٠٠١.
- (٤) د. منير إبراهيم هندی ، الإدارة المالية - مدخل تحليلى معاصر، المكتب العربى الحديث، الإسكندرية، ١٩٩٦.

مصادر عربية أخرى:

- (٥) الهيئة العامة للرقابة المالية، قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (٦٠) لسنة ٢٠١١، بشأن تعديل أحكام المادة رقم (٢٩) من قواعد القيد والشطب فى البورصة المصرية.
- (٦) الهيئة العامة للرقابة المالية ، قواعد قيد واستمر القيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، مادة (٢٩) يونيو، ٢٠١٠.
- (٧) قانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، قانون الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسئولية المحدودة، جمهورية مصر العربية ، المطابع الأميرية، ٢٠٠٨.
- (٨) معايير المحاسبة المصرية ، مركز المراجع والبحوث الضريبية والمالية، ٢٠٠٨.
- (٩) هيئة الأوراق المالية والسلع ، الإمارات العربية المتحدة ، قرار رئيس مجلس إدارة الهيئة ١١٣/ لسنة ٢٠٠٦ ، بشأن الضوابط والإجراءات التنظيمية لتطبيق نص المادة (١٦٨) من قانون الشركات التجارية المعدل بموجب القانون الاتحادى رقم (١٨) لسنة ٢٠٠٦ بشأن شراء الشركة لأسهمها.
- (١٠) قرار وزير الاقتصاد رقم (٧٥) لسنة ١٩٩٨ بشأن تنفيذ أحكام القانون رقم (٣) لسنة ١٩٩٨ بتعديل بعض أحكام قانون الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسئولية المحدودة رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.

ثانياً: المراجع الأجنبية :

دوريات أجنبية :

- (11) Andreas, Hackethal, and Alexandre, Zdantchouk, Signaling power of open market share repurchases in Germany, *Fin Mkts Portfolio Mgmt*, 2006.
- (12) Baker, H, G Powell , and E Veit, Why Companies Use Open Market Repurchases : A Managerial Perspective , *The Quarterly Review of Economics and Finance*, (43), 2003.
- (13) Barth, M., International accounting standards and accounting quality, *Working Paper*, 2005. www.ssrn.com.
- (14) Beverly, Kracher, and Rober R., Johnson, Repurchase Announcements Lies and False Signals, *Journal of Business Ethics*, November, 1997.
- (15) Block S., An Empirical Study of Stock Repurchase Programs Among Fortune 1000 Companies, *Corporate Finance Review*. 11 (2), 2006.
- (16) Bruce, Seiferdt and Halit, Gonenc, Issuing and Repurchasing : The Influence of Mispricing, Corporate Life Cycle and Financing Waves, *Journal of Multinational Financial Management*, 2012.
- (17) Chan, K., Ikenberry, D. , Lee, I. , and Wang, Y., Share Repurchases as A Potential Tool To Mislead Investors, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16, 2010.
- (18) Cook, D. L., Krigman, and J., Leach, An analysis of SEC Guidelines for Executing Open Market Repurchases, *The Journal of Business*, 76(2): 2003.
- (19) Dixon R. G., Palmer, B., Stradling and A., Woodhead, An Empirical Survey of The Motivation for Share Repurchases in UK, *Managerial Finance* , 34 (12), 2008.
- (20) Douglas, J., Skinner, and Eugene, Soltes, What do Dividends Tell us about Earning Quality? , *Review of Accounting Studies*, Forthcoming, August 1, 2009.
- (21) Hongjiang, X., et al., "Key Issues of Accounting Information Quality Management: Australian Case Studies", *Industrial Management & Data Systems*, Vol.103, No.7, 2003.

- (22) Hughes, P., and C., Hewat, TSX Amends Rules on Normal Course Issuer Bids, *Blakes Bulletin on Securities Law*, May, 2007.
- (23) Imhoff, E., "Accounting Quality, Auditing, and corporate governance", *Accounting Horizons*, (Supplement), 2003.
- (24) In-Mu, Haw, Simon S.M., Ho, Bingbing, Hu, and Xu, Zhang, The Contribution of Stock Repurchases to The Value of The Firm and Cash Holdings Around The World, *Journal of Corporate Finance*, (17), 2011.
- (25) John, D., Dennis, W., and Jerald, E., Share Repurchases and Stock Valuation Models, *Journal of Portfolio Management* , Summer, 35(4),2009.
- (26) Kim, J., R., Schremper, and N., Varaiya, Open Market Repurchases Regulation, *Corporate Finance Review*, 9(4), 2005.
- (27) Konan, Chan, David, L., Ikeberry, Inmoo, Lee, and Yanzhi, Wang, Share Repurchases as a Potential Tool To Mislead Investors, *Journal of Corporate Finance*, (16), 2010.
- (28) Lara, G. , et al., The effect of Earning on The Asymmetric Timeliness of Earnings, *Journal of Business Finance & Accounting* , Vol.32,2005.
- (29) Lee, C., Ejara, D., and Gleasan, K., An Empirical Analysis of European Stock Repurchases, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 20, 2010.
- (30) Li-Hua, Lin, Szu-Hsien, Lin, and Ya-Chiu, Angela, Liu, Stock Repurchase Announcements and Stock Prices Evidence from Taiwan, *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol.5, No. 1, 2011.
- (31) Li, M. Y., and N. C. R., Hawang, Effect of Firm Size, Financial Leverage and R&D Expenditures on Firm Earnings : An Analysis Using Quintile Regression Approach, *ABACUS*, Vol.47, No.2, January, 2011.
- (32) Margaret, Horan, Are Buyback Increasing EPS?, *Accounting & Taxation* ,Vol. 4, No.1,2012.
- (33) Masaya, Ishikawa, and Hidetomo, Takahashi, Testing The Managerial Timing Ability : Evidence From Stock Repurchases in Japan, *Finance Research Letter*, (8), 2011.

- (34) Nidal, Rashid, Sabri, Using Treasury and Repurchase Share to Stabilize Stock Market, Journal of Business, Vol. 8, 2003.
- (35) Paul, Brockman, and et al., Voluntary Disclosures Around Share repurchases, Journal of Financial Economics,(89), 2008.
- (36) Poul, Hribar , Nicole, Thorne, and W., Bruce, Johnson, Stock Repurchases as An Earning Management Device, Journal of Accounting and Economic, Vol. 41, 2006.
- (37) Skinner, D., The evolving Relation Between Earnings Dividends and Stock Repurchases, Journal of Financial Economics, Vol. 87, 2008.

مصادر أجنبية أخرى:

- (38) Ann Crotty, 2012, <http://www.iol.co.za/business/business-news/jse-s-lax-disclosure-regulations-for-share-repurchases-leave-shareholders-in-the-dark-1.1315665>.
- (39) Jin Yu, Share Repurchases and Earning Management, Dissertation, Lincoln, Nebraska, University of Nebraska,2009.

ملاحق البحث

قائمة استبيان بشأن

مدخل مقترح لإعادة هيكلة آليات التعامل على أسهم الخزنة كمنطلق لدعم قرارات المستثمرين في أسواق المال (دراسة ميدانية)

أستاذي/ زميلي الفاضل/

السلام عليكم ورحمة الله وبركاته

تزايد الاهتمام الدولي والمحلي في الآونة الأخيرة بموضوع غاية في الأهمية والتعقيد وهو شراء الشركات لأسهمها وإعادة التصرف فيها أو ما أطلق عليه برامج إعادة شراء الأسهم، ويرجع هذا الاهتمام إلى العديد من الاضطرابات التي تعرضت لها العديد من دول العالم ومنها مصر بشكل كان له انعكاس سلبي على أسواق المال بتلك الدول، لذا فإن العديد من الدول سمحت للشركات بتبنى برامج إعادة شراء الأسهم كأداة لاستعادة التوازن في الأسواق لمواجهة تلك الاضطرابات التي تؤثر سلباً على قيم الأسهم وتؤدي إلى هبوط أسعارها إلى مستويات لاتعكس قيمتها العادلة، ولكن على الجانب الآخر نجد أن هذه الآلية قد تسبب بعض إدارات الشركات استخدامها وهو ما أشار إليه الباحث بأنه الجانب السلبي المحتمل من وراء تلك العمليات، والأكثر من ذلك أن بعض الباحثين أوضح أن تلك العمليات الخاصة بإعادة شراء الأسهم والتصرف فيها قد تضع المستثمرين الحاليين والمرتقبين في مناطق مظلمة بشكل يؤثر على سلامة قراراتهم الاستثمارية.

وقد انتهى الباحث في الدراسة النظرية إلى أن الآثار السلبية لتلك العمليات ترجع في معظمها إلى فجوة عدم تماثل المعلومات واحتكار الإدارة للجزء الأكبر من المعلومات عن تلك العمليات، لذلك يسعى الباحث من خلال تلك الدراسة إلى البحث عن مدخل للحد من الآثار السلبية لعمليات إعادة الشراء للأسهم والتصرف فيها، واعتمد الباحث في هذا المدخل على تطوير الجوانب القانونية كذلك الجوانب المحاسبية الخاصة بالإفصاح عن تلك العمليات وذلك كمنطلق لوضع ضوابط تحد من الممارسات السلبية لإدارات الشركات عند تبنيها لبرامج إعادة شراء الأسهم وبالتالي توفير الدعم والحماية الكافية لقرارات المستثمرين من أي عوار قد يصيبها.

لذا أرجو من سيادتكم استيفاء بيانات هذا الاستبيان، والذي يهدف إلى معرفة رأي سيادتكم في بعض الضوابط الرقابية سواء القانونية أو المحاسبية ومدى أهميتها في الحد من الآثار السلبية لعمليات إعادة شراء الأسهم والتصرف فيها على قرارات المستثمرين

شكراً مقدماً لتعاون سيادتكم الصادق،

- إلى أي فئة من الفئات التالية تنتمون:

مستثمر () مدير استثمار () أكاديمي ()

١- فيما يلي أهم دوافع عمليات إعادة شراء الأسهم التي تناولتها الدراسات في هذا المجال، برجاء إبداء درجة موافقتك على مدى وجود هذه الدوافع لدى إدارات الشركات في البيئة المصرية بوضع علامة (√) تحت الاختيار المناسب:

غير موافق تماما	غير موافق	موافق إلى حد ما	موافق	موافق تماما	دوافع عمليات إعادة شراء الأسهم
					تحقيق الاستقرار في أسعار الأسهم في ظل الظروف الاستثنائية
					وجود سيولة نقدية لدى الشركة تزيد عن الفرص الاستثمارية المتاحة.
					الوفاء بخيارات الأسهم الممنوحة للعاملين
					تحسين المؤشرات المالية للشركة
					الوفاء بالتوزيعات السنوية للأرباح مع توزيع بعض الأرباح الرأسمالية وتعظيم مصالح المستثمر من خلال تجنب سداد ضرائب
					الإعلان عن عمليات إعادة الشراء بهدف إرسال إشارات إيجابية للمستثمرين دون الالتزام بتنفيذ تلك العمليات
					استغلال المعلومات الداخلية للإدارة في تعظيم مصالحها على حساب الملاك
					التواطؤ مع كبار الملاك على حساب صغار الملاك للأسهم
					الإضرار بحقوق الدائنين
					دوافع أخرى يرجى ذكرها
				
				
				

٢- في ضوء خبرتك بالبورصة المصرية ما هي الجهة التي ترى أهمية استئثارها بسلطة الموافقة على عمليات إعادة شراء الأسهم للحد من الآثار السلبية لتلك العمليات؟ برجاء إبداء درجة موافقتك عن كل عبارة منها بوضع علامة (√) تحت الاختيار المناسب:

غير موافق تماما	غير موافق	موافق إلى حد ما	موافق	موافق تماما	العبارة
					مجلس الإدارة
					الجمعية العمومية في حالة استخدام تلك الأسهم في تخفيض رأس المال فقط
					الجمعية العمومية مهما كان الغرض من شراء تلك الأسهم
					موافقة هيئة الرقابة المالية بسوق المال ثم موافقة مجلس الإدارة
					موافقة هيئة الرقابة المالية بسوق المال ثم موافقة الجمعية العامة مهما كان الغرض من الشراء

٣- فى ضوء أى من الخصائص التالية ترى عدم منح الشركة موافقة على عملية إعادة شراء الأسهم لحماية لحقوق الدائنين؟ برجاء إبداء درجة موافقتك عن كل عبارة بوضع علامة (√) تحت الاختيار المناسب:

غير موافق تماماً	غير موافق	موافق إلى حد ما	موافق	موافق تماماً	أى من الخصائص التالية تعتبر عائق للموافقة على عمليات إعادة شراء الأسهم
					زيادة قيمة الأسهم التى يعاد شرائها عن قيمة الأرباح المحتجزة القابلة للتوزيع.
					إذا كانت القوائم المالية توضح خسائر متراكمة أو الشركة لديها التزامات عاجزة عن سدادها أو أن هناك دعوى قضائية قد يكون لها تأثير سلبي على المركز المالى للشركة.
					إذا كانت عملية إعادة الشراء سوف تودى الى انخفاض رأس مال الشركة عن الحد الأدنى المنصوص عليه فى القانون.
					عجز الشركة عن سداد التزامات قائمة أو اية التزامات قصيرة أو طويلة الأجل
					انخفاض نسبة حقوق المساهمين إلى الالتزامات طويلة الأجل عن ١٠٠%
					انخفاض نسبة الأصول الجارية إلى الالتزامات الجارية عن ١٥٠%
خصائص أخرى يرجى توضيحها					
.....					
.....					

٤- أى من أساليب التالية تناسب البيئة المصرية لتنفيذ عمليات إعادة شراء الشركات لأسهمها؟ برجاء إبداء درجة أسلوب عن كل مقوم بوضع علامة (√) تحت الاختيار المناسب:

غير موافق تماماً	غير موافق	موافق إلى حد ما	موافق	موافق تماماً	يفضل القيام بعملية إعادة الشراء للأسهم
					الشراء من السوق المفتوحة
					الشراء من جميع المساهمين بنسبة ملكية كل مساهم فى أسهم الشركة مع جبر الكسور لصالح صغار المستثمرين
					الشراء بنظام المناقصة
					الشراء من خلال عرض سعر ثابت لمن يستجيب من المساهمين
					السماح للشركات بإتباع أى نظام لإعادة الشراء ترى أنه يتوافق مع مصالحها

٥- فى ضوء خبرتك بسوق المال المصرى ما هو الحد الأقصى للمدة التى يجب أن تنفذ فيها الشركة خطة إعادة الشراء؟ برجاء إبداء درجة موافقتك عن كل عبارة بوضع علامة (√) تحت الاختيار المناسب:

غير موافق تماماً	غير موافق	موافق إلى حد ما	موافق	موافق تماماً	الحدود الزمنية المناسبة لتنفيذ خطة إعادة الشراء للأسهم
					٦ أشهر من تاريخ الإعلان عن خطة إعادة الشراء
					٩ أشهر من تاريخ الإعلان عن خطة إعادة الشراء
					سنة من تاريخ الإعلان عن خطة إعادة الشراء
					سنة من تاريخ الإعلان عن خطة إعادة الشراء مع السماح بمد الفترة بموافقة هيئة الرقابة المالية فى ضوء الاقتناع بمبررات التمديد
					ثمانية عشر شهراً من الإعلان عن خطة إعادة الشراء
					ترك المدة مفتوحة على أن تختار الشركة الوقت المناسب للتنفيذ

٦- أى من الضوابط التالية تحد من قدرة الإدارة على التلاعب بمصالح المساهمين لصالحها أو لصالح كبار المساهمين من خلال استغلالها للمعلومات الداخلية؟ برجاء إبداء درجة موافقتك عن كل ضابط بوضع علامة (√) تحت الاختيار المناسب:

غير موافق تماماً	غير موافق	موافق إلى حد ما	موافق	موافق تماماً	ضوابط عدم تلاعب الإدارة بالمعلومات الداخلية
					منع الموظفين ذوى الصلة بالمنشأة من بيع أسهمهم فى فترة تنفيذ خطة إعادة الشراء
					السماح للموظفين ذوى الصلة بالمنشأة ببيع أسهمهم فى فترة تنفيذ خطة إعادة الشراء مع توفير الآليات للإفصاح عن تلك المعاملات
					حظر تعامل الموظفين بالشركة على أسهم الشركة خلال تنفيذ خطة إعادة الشراء سواء بالبيع أو الشراء
					حظر تعامل كبار الملاك الذين تزيد حصصهم عن ٥% من أسهم الشركة من التعامل على أسهمهم خلال فترة تنفيذ خطة إعادة الشراء
					السماح لكبار المساهمين بالتعامل على أسهمهم خلال فترة تنفيذ الخطة فى حدود المحافظة على نفس أنصبتهم فى رأس المال

٧- ماهى مدى موافقتك على الضوابط التالية للحد من التلاعب باليات العرض والطلب على الأسهم فى سوق المال عند تنفيذ خطة إعادة الشراء للأسهم؟ برجاء ابداء درجة موافقتك عن كل ضابط بوضع علامة (√) تحت الاختيار المناسب:

موافق تماما	موافق	موافق إلى حد ما	غير موافق	غير موافق تماما	مدى الموافقة على ضوابط تنفيذ خطة إعادة الشراء
					عدم تنفيذ خطة الشراء الام خلال وسيط واحد خلال اليوم
					عدم وضع عروض شراء فى النصف ساعة الأولى والأخيرة فى يوم التداول
					يجب الا تتجاوز الكمية المطلوبة للشراء يوميا متوسط كمية التداول بالشراء خلال الخمس أيام السابقة لعملية الشراء
					يجب لايتجاوز سعر عرض الشراء سعر التداول خلال الجلسة الا فى حدود ٥% كحد أقصى.
					عدم السماح للوسيط ببيع اسهم يملكها فى الشركة خلال فترة إعادة الشراء

٨- ماهى مدى موافقتك على الالتزام بالضوابط التالية عند التصرف فى أسهم الخزينة؟ برجاء ابداء درجة موافقتك عن كل ضابط بوضع علامة (√) تحت الاختيار المناسب:

موافق تماما	موافق	موافق إلى حد ما	غير موافق	غير موافق تماما	مدى الموافقة على ضوابط التصرف فى أسهم الخزينة
					إلزام الشركات بتخفيض أسهم الخزينة من رأس مال الشركة فور شرائها
					إلزام الشركات بالتصرف فى أسهم الخزينة وفقا للشكل المعلن لذلك التصرف فى خطة إعادة الشراء مع الالتزام بالحد الزمنى المقرر قانونا
					ترك الحرية للشركات فى اختيار الشكل المناسب للتصرف فى أسهم الخزينة خلال الحد الزمنى المقرر قانونا حتى لو اختلف ذلك الشكل مع التصرف المعلن فى خطة إعادة الشراء
					عدم السماح للشركات بعرض الأسهم بسعر يقل عن أدنى سعر مسجل للسهم فى جلسة التداول
					عدم السماح بوضع عروض بيع للأسهم فى النصف ساعة الأولى او الأخيرة من جلسة التداول
					يجب الا تتجاوز كمية الأسهم المعروضة للبيع متوسط الكميات المعروضة للبيع فى آخر خمس جلسات تداول
					عدم السماح للعاملين بالشركة بشراء اسهم خلال فترة التصرف فى اسهم الخزينة
					السماح لكبار الملاك الذين تتجاوز حصصهم ٥% من اسهم الشركة بالشراء خلال فترة إعادة طرح الأسهم للبيع بما يحافظ على حصصهم السابقة لتنفيذ خطة إعادة الشراء
					عدم السماح للوسيط بشراء الاسهم المعاد طرحها للبيع

٩- أى من الآليات التالية يجب ان يتضمنها قانون الشركات المصرى لمعاينة الشركات التى تتلاعب بالإعلان عن عمليات إعادة الشراء من أجل إرسال إشارات كاذبة للمتعاملين فى سوق المال؟ برجاء إبداء درجة موافقتك عن كل عقوبة بوضع علامة (√) تحت الاختيار المناسب:

موافق تماما	موافق إلى حد ما	غير موافق تماما	غير موافق	مدى الموافقة على عقوبات عدم الالتزام بخطة إعادة الشراء المعلنة
				حرمان الشركة من ممارسة عملية إعادة الشراء لمدة لا تقل عن عامين ولا تزيد عن خمسة أعوام.
				فرض غرامة مالية على الشركات التى لم تلتزم بخطة إعادة الشراء على ان يختلف حجم الغرامة المالية مع نسبة عدم الالتزام
				حرمان الشركة التى لم تلتزم بشراء كامل كمية الأسهم المعلن عن إعادة شرائها مع التصرف فى الكمية التى قامت شراؤها وتخفيضها من رأس المال
				إضافة نص قانونى فى قانون الشركات يعطى المستثمرين فى الشركة الحق فى المطالبة بتعويض عن الضرر الواقع عليهم من جراء الإعلان الكاذب عن عمليات إعادة الشراء وتتولى هيئة الرقابة المالية تقدير مستوى الضرر الذى لحق بالمستثمر

١٠- أى من الإفصاحات التالية ترى أهمية إلزام الشركات بها عند شراء أو بيع أسهم الخزينة؟ برجاء إبداء درجة موافقتك عن كل إفصاح من الإفصاحات التالية بوضع علامة (√) تحت الاختيار المناسب:

موافق تماما	موافق إلى حد ما	غير موافق تماما	غير موافق	العبارة
				يجب أن تتضمن خطة إعادة الشراء عدد الأسهم التى تخطط الشركة لشرائها
				البرنامج الزمنى لعملية إعادة الشراء كذلك عملية التصرف فى الأسهم وشكل هذا التصرف
				الإفصاح أسباب ودوافع عملية إعادة الشراء
				الإفصاح عن وسيلة أو وسائل تمويل عملية الشراء
				الإفصاح عن الأثر المحتمل لتنفيذ برنامج إعادة الشراء على بعض المؤشرات المالية الهامة مثل نصيب السهم فى الأرباح نسبة الرفع المالى نسب المديونية
				الإفصاح عن الأثر المحتمل للتصرف فى أسهم الخزينة وفقا للخطة المعلنة على بعض المؤشرات المالية الهامة مثل نصيب السهم فى الأرباح نسبة الرفع المالى نسب المديونية
				الإفصاح عن أسباب عدم الالتزام بخطة إعادة الشراء
				الإفصاح عن نسبة التنفيذ لخطة إعادة الشراء فى التقارير الفترية
				الإفصاح عن أثر عدم الالتزام بخطة إعادة الشراء والتصرف فى أسهم الخزينة على المؤشرات المالية مقارنة بالأثر المتوقع فى حالة الالتزام بالخطة
				إضافة الإفصاحات السابقة إلى المعيار المحاسبى الخاص بالعرض والإفصاح رقم (١) يلزم المراجع بفحصها وإبداء الراى فيها مما يطفى عليها مستوى مناسب من المصدقية

جزاكم الله خيرا كثيرا على حسن تعاونكم

الباحث

د. أحمد كمال مطاوع

مدرس بقسم المحاسبة - كلية التجارة

جامعة المنصورة - جمهورية مصر العربية

البريد الإلكتروني: a_metawee1968@yahoo.com