

## دور الخصائص المؤسسية

في العلاقة بين حماية حقوق الأقلية والتعاملات الداخلية على الأسهم

دراسة تطبيقية على شركات قطاع الأدوية المسجلة في سوق الأوراق المالية

دكتور طارق عبدالعظيم يوسف الرشيدي

دكتورة داليا عادل عباس السيد

أستاذ مساعد المحاسبة

أستاذ مساعد المحاسبة

كلية التجارة - جامعة دمياط

كلية التجارة - جامعة دمياط

## المستخلص

استهدفت الدراسة تحليل العلاقة بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية والتعاملات الداخلية على الأسهم بنوعها الشراء والبيع الروتيني والإنتهازي في شركات قطاع الأدوية المسجلة في سوق الأوراق المالية وبلغ عدد الشركات محل الدراسة ١١ شركة في الفترة ما بين عام ٢٠١٨ إلى عام ٢٠١٩ بإجمالي عدد مشاهدات ٢٢٥ مشاهدة. تم الإعتماد على المنهج الإستقرائي والإستنباطي في عرض وتحليل الدراسات السابقة وإشتقاق فروض الدراسة وإجراء الإختبارات والوصول إلى النتائج. تم إستخدام نموذج تحليل الإنحدار البسيط والمتعدد وتمثل المتغير المستقل في قيمة مؤشر حماية حقوق الأقلية مقاسا بالخصائص المؤسسية ويشتمل على مؤشر أنظمة نطاق تضارب المصالح ومؤشر نطاق الحوكمة وحقوق المساهمين بينما تمثل المتغير التابعة في نوع التعامل الداخلي وتمثلت المتغيرات المعدلة في الدراسة في جودة عملية المراجعة وحجم الشركة.

تشير نتائج الدراسة إلى أهمية مؤشر حماية حقوق الأقلية في الحد من التعاملات الداخلية الإنتهازية بشكل عام سواء المتعلقة بعمليات البيع أم الشراء، ولكنها تكون أكثر تأثيرا في حالة عمليات البيع الإنتهازي. كما كان للمتغيرات المعدلة أثر إيجابيا كبيرا فيما يتعلق بزيادة القدرة التفسيرية للعلاقة بين حماية حقوق الأقلية وتعاملات الشراء الداخلي بشكل عام سواء الإجمالية أو الإنتهازية أو الروتينية.

وتوصى الدراسة بضرورة تطوير الهيئة العامة للرقابة المالية وإدارة البورصة المصرية مؤشرا لحماية حقوق الأقلية للحد من عمليات الشراء الإنتهازي حيث أن القدرة التفسيرية للنماذج الخاصة

بالعلاقة بين مؤشر حماية حقوق الأقلية والتعاملات الداخلية الخاصة بعمليات الشراء الإنتهازى لم تكن معنوية إلا فى حالة عمليات الشراء الروتينية وهذا ليس هام حيث أن الأخطر هى عمليات الشراء الإنتهازية وليست الروتينية. ويمكن تحقيق ذلك من خلال إضافة بعض الخصائص لمكونات المؤشر مثل حجم الشركة وإعطاء وزن نسبي أكبر لجودة عملية المراجعة ضمن هذه المكونات.

**الكلمات الإفتتاحية:** التعاملات الداخلية على الأسهم، حقوق الأقلية للمساهمين، الخصائص المؤسسية، الشركات المصرية المسجلة فى بورصة الأوراق المالية.

## **Role of Institutional Charateristics**

### **on the Relationship between Protecting Minority Rights and Insider Trades**

#### **An Empirical Study for Pharmaceutical Sector Listed Egyptian Companies**

Dr. Dalia Adel Abbass Elsayed      Dr. Tarek Abdelazeem Youssef Alrashedy

Assistant Professor – Accounting

Assistant Professor – Accounting

Faculty of Commerce- Damietta University

#### **Abstract**

The objective of the study was to analyze the role of institutional characteristics on the relationship between protecting minority rights and insider trades whether the routine or the opportunistic in the Pharmaceutical sector Egyptian Listed Companies. The number of companies having insider trades is 11 companies in the period between 2018-2019.

Inductive and deductive approach are applied reviewing, analyzing previous literature, building research hypotheses, performing empirical tests, statistical analysis, and discussion of results. Linear and multiple regression is used; the dependent variable was the type of insider trade and the independent variable was protecting minority shareholder rights index value; moderators include audit quality and firm size.

Results show the importance of the minority shareholder rights index on minimizing opportunistic insider trades in general and is more important for sales than purchases. Moderators are more important for insider purchases whether total, opportunistic, or routine.

General Financial Supervisory Authority and the Egyptian Stock Exchange should develop a minority interest index for insider purchases especially opportunistic sales. Audit quality and firm size should be important components of this index.

**Key Words:** Insider Trades, Stockholders Minority Rights, Institutional Ownership, Egyptian Listed Companies, Pharmaceutical Sector.

**١- المقدمة:**

عرف الدليل المصرى لحوكمة الشركات الصادر عام ٢٠١٦ مساهمي الأقلية أو صغار المساهمين في الشركة المساهمة بأنهم: حملة الأسهم الذين لا يملكون أغلبية مسيطرة من عدد الأسهم أو حملة الأسهم الذين يمتلكون نسبة غير مؤثرة من رأس مال الشركة. كما يمكن القول أن الأقلية هم أولئك المساهمون الذين ليس لديهم إمكانية أو سلطة لاتخاذ قرار ملزم ولا يستطيعون بالتالي إسماع صوتهم وفرض رأيهم فيما يتعلق بإدارة الشركة. وتتمثل التعاملات الداخلية فى عمليات الشراء والبيع التي يقوم بها أعضاء مجالس إدارات الشركات، أو المديرون أو أي فرد من لديهم الحق في الوصول إلى معلومات داخلية. وتكمن أهمية التعاملات الداخلية للشركات المدرجة بالبورصة المصرية فى أنها تفسر حركة واتجاهات هذه الشركات بشكل خاص والسوق ككل بشكل عام. لذلك فهى وسيلة لإرشاد المستثمرين الأفراد في فترات الخسائر والأرباح على حد سواء خصوصا فى التعاملات الداخلية الإنتهازية.

وقد أصدرت البورصة المصرية فى عام ٢٠١٨ دليلا استرشاديا بعنوان "حقوق الأقلية فى الشركات المساهمة" وفقا للقوانين والقواعد المصرية ، والذي تناول كيفية حماية مساهمي الأقلية فى حالات تضارب المصالح و ضد قيام أعضاء مجالس الإدارات بإساءة استخدام أصول الشركات لتحقيق مكاسب شخصية أو فى حالات التعسف فى استعمال الحق من قبل أغلبية المساهمين، وذلك من خلال استعراض أربعة محاور رئيسة؛ هى: المحور الأول يشمل الضمانات المتعلقة بالمشاركة فى انعقاد الجمعية العامة والتصويت بها وكذلك التصويت التراكمي والالكتروني، بالإضافة إلى استعراض حقوق الأقلية فى طلب دعوة انعقاد الجمعيات وحقهم فى إيقاف قرارات الجمعية، والمحور الثانى يشمل: الأحكام المعنية بالإفصاح وبالأطراف ذوي العلاقة والمرتبطة سواء من حيث الإفصاح عن عقود المعاوضة وقواعد موافقة الجمعية عليها بالإضافة الى الإفصاح والرقابة على عمليات عروض الشراء بغرض الاستحواذ، والمحور الثالث يشمل: الرقابة والتفتيش ومقاضاة أعضاء مجلس الإدارة والحق على الاعتراض على قرارات الاندماج والتخارج، والمحور الرابع يشمل: الاطلاع على مستندات وسجلات وميزانيات الشركة. ما سبق يشير إلى إهتمام إدارة البورصة المصرية والهيئة العامة للرقابة المالية بمواكبة أفضل التنظيمات العالمية الخاصة بالإستثمار خصوصا الصادرة عن البنك الدولى والتي كان لها أكبر الأثر فى تحسين ترتيب مصر فى تقرير ممارسة أنشطة الأعمال الصادر عن البنك الدولى فى عامى ٢٠١٨ و ٢٠١٩ وتقرير التنافسية العالمى الصادر عن المنتدى الإقتصادى العالمى والذي يركز على الثورة الصناعية الرابعة كمسار لتطوير القدرة التنافسية للدول. وتحديدا فيما يتعلق بحماية حقوق الأقلية فى الشركات والحصول على التمويل.

## ٢- طبيعة المشكلة

على الرغم من التطور الملحوظ الذى شهده السوق المصرى في منظومة التشريعات والقوانين والقواعد المنظمة لحماية حقوق مساهمي الأقلية في الشركات، فقد كشف التقرير الصادر عن بنك الاستثمار "شعاع" عام ٢٠١٩ أن عدد الشركات التى شهدت أسهمها تعاملات داخلية خلال التسعة أشهر الأولى من ٢٠١٩ بلغ ١٠١ شركة ومن خلال ١١٠٥ صفقة بصفى بيع قدره ٦,٣ مليار جنيه. وكان شهر يوليو الأكثر ثقلًا في عمليات البيع، حيث بلغت مبيعات التعاملات الداخلية فيه ٣ مليارات جنيه، وتمت عملية البيع غير الروتينية (الإنتهازية) من قبل أحد المساهمين الرئيسيين في مستشفى كليوباترا من خلال المساهم شركة كير هيلث كير، الذى قام ببيع ٥٠٤ مليون سهم في الشركة. على ذلك فإن قطاع الرعاية الصحية كان الأكثر في جانب البيع بصفى بيع بقيمة ٣.٢ مليار جنيه. ولذلك تم إختيار قطاع الرعاية الصحية والأدوية لإجراء الدراسة التطبيقية حيث أنها كانت الأكثر في صفى التعاملات الداخلية على الأسهم خاصة في جانب البيع الإنتهازى مما يساهم في دراسة العلاقة بين قوة مؤشر حماية حقوق الأقلية والذى يتكون من: **مؤشر أنظمة نطاق تضارب المصالح ومؤشر نطاق الحوكمة وحقوق المساهمين والتي تمثل الخصائص المؤسسية** للشركات والتعاملات الداخلية على الأسهم. وعلى ذلك فإن مشكلة البحث الحالى تتبلور في إجابة على التساؤل الرئيسى التالى: ما هى طبيعة العلاقة بين حماية حقوق الأقلية والتي تمثلها الخصائص المؤسسية والتعاملات الداخلية على الأسهم بنوعها الروتينية والإنتهازية في شركات قطاع الأدوية المسجلة في سوق الأوراق المالية؟

ويتفرع عن هذا التساؤل الرئيسى التساؤلات الفرعية التالية:

- ١- ما هى طبيعة التعاملات الداخلية في شركات قطاع الأدوية المسجلة في سوق الأوراق المالية؟ وهل تؤثر جودة عملية المراجعة وحجم الشركة على الحد من التعاملات الداخلية خاصة الإنتهازية؟
  - ٢- ما هو الهدف من تطوير مؤشر حماية حقوق الأقلية الصادر عن البنك الدولى؟ وما هى المنهجية المتبعة في تقييم مكونات هذا المؤشر؟
  - ٣- ما هى الجهود الدولية والجهود المصرية في حماية حقوق الأقلية من المساهمين؟
  - ٤- إلى أى مدى تتفق القوانين والتنظيمات المصرية مع الخصائص المؤسسية لمتطلبات ومكونات مؤشر حماية حقوق الأقلية؟
- ٣- أهداف البحث:

يتمثل الهدف الرئيسي للبحث في دراسة العلاقة بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية للشركات والتعاملات الداخلية على الأسهم، وذلك بالتطبيق على شركات قطاع الأدوية المسجلة في سوق الأوراق المالية المصري. ويتفرع من هذا الهدف الأهداف الفرعية التالية: التعرف على طبيعة التعاملات الداخلية في شركات قطاع الأدوية المصرية المسجلة في سوق الأوراق المالية في فترة الدراسة، وتحليل أثر جودة عملية المراجعة وحجم الشركة على التعاملات الداخلية، وتحليل مكونات مؤشر حماية حقوق الأقلية وفقا لمنهجية البنك الدولي، ومدى إتفاق مكونات هذا المؤشر مع المتطلبات القانونية والتنظيمية في سوق الأوراق المالية المصري.

#### ٤- منهج البحث:

لتحقيق هدف البحث تم إتباع المنهج الإستنباطي والإستقرائي في جمع وتحليل الدراسات السابقة ذات العلاقة بموضوع الدراسة ودراسة الجوانب المختلفة المتعلقة بمؤشر حماية حقوق الأقلية ومكوناته وعلاقته بالتعاملات الداخلية بنوعيتها، بما يؤدي إلى إشتقاق فروض الدراسة في ضوء هذا التحليل، ثم إجراء الإختبارات بإستخدام الأساليب الإحصائية المناسبة للتحقق من فروض الدراسة وإلوصول إلى النتائج حيث تم إستخدام الإحصاءات الوصفية وكذلك الإستدلالية من خلال نموذج الإنحدار البسيط والمتعدد لإختبار فروض الدراسة والوصول إلى نتائج الدراسة.

#### ٥- حدود البحث:

تم التركيز على التعاملات الداخلية في قطاع الأدوية عند إجراء الدراسة التطبيقية في عام ٢٠١٨ و٢٠١٩ حيث أنها أكثر القاطاعات التي شهدت عمليات بيع خلال التسعة أشهر الأولى من ٢٠١٩، كما أن عامي ٢٠١٨ و٢٠١٩ كان الأكثر في قيمة التعاملات الداخلية في هذا القطاع.

#### ٦- خطة البحث:

لتحقيق هدف البحث والإجابة على تساؤلات البحث تم تقسيم البحث إلى العناصر التالية:

١/٦ الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث.

٢/٦ حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية وفقا للقوانين والقواعد المصرية ومنهجية البنك الدولي وعلاقتها بالتعاملات الداخلية.

## ٣/٦ الدراسة التطبيقية لإختبار العلاقة بين حقوق الأقلية والتعاملات الداخلية.

## ١/٦ الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث.

تم تقسيم مجموعة الدراسات المرتبطة بموضوع البحث إلى مجموعتين؛ المجموعة الأولى تتعلق بحماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية والآثار المرتبطة بها، والمجموعة الثانية تتعلق بالتعاملات الداخلية على الأسهم على النحو التالي.

## ١/١/٦ الدراسات المتعلقة بحماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية والآثار المرتبطة بها.

تناولت العديد من الدراسات أهمية حماية حقوق الأقلية وكيفية حماية هذه الحقوق وما يرتبط بها من آثار إيجابية في العديد من دول العالم. من ذلك تناولت دراسة ميلوز وميلوز (٢٠١٩) العلاقة بين تطور التنظيمات التي تهدف إلى حماية المساهمين وخاصة حماية حقوق الأقلية وتطور ونمو أسواق المال في دول الإتحاد الأوروبي على مدار ١١ عاما في الفترة ما بين ٢٠٠٦ - ٢٠١٦. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين مؤشرات حماية حقوق الأقلية ونمو أسواق المال في دول الإتحاد الأوروبي (Miloş & Miloş, 2019). وفي نفس الإتجاه مع إختلاف الدول محل الدراسة تناولت دراسة أجيمانج وأوسيفاح وأجيبى وجاتسى (٢٠١٩) أثر هيكل الحوكمة في الدول الأفريقية على حماية حقوق الأقلية في ضوء تقرير التنافسية العالمي وتوصلت الدراسة إلى أن هيكل الحوكمة والمراجعة بواسطة مكاتب المراجعة الأربع الكبار يؤثر بشكل إيجابي على حماية حقوق الأقلية (Agyemang, Osei-Effah, gyei & Gatsi, 2019).

وأشارت دراسة بازاك وشاباكورى (٢٠١٩) إلى أن حماية المستثمر لها تأثير كبير على تركيز الملكية وأسعار الأصول، وأن حماية المستثمرين بشكل أفضل تقلل من حيازة الأسهم للمساهمين المسيطرين، وتزيد من عوائد الأسهم، ولكن يزيد تقلبات عائد الأسهم عندما يكون تركيز الملكية مرتفعاً بدرجة كبيرة. كما أن الحماية الأفضل تزيد من أسعار الفائدة وتقلل من الرفع المالي (Basak, Chabakauri & Yavuz, 2019). وأشار وانج (٢٠١٨) إلى مشكلة سيطرة ومصادرة expropriation المساهمين الكبار على حقوق الأقلية خاصة مع تركيز الملكية في الأسواق الناشئة على مستوى العالم مع تنوع المساهمين ما بين مسيطرين وأقلية وإختلاف بينهم في الأسهم ورؤس

الأموال والوصول إلى المعلومات. ولذلك فإن لحوكمة الشركات دور هام في حماية حقوق الأقلية (Wang, 2018).

وقد أشارت بعض الدراسات إلى ضرورة الإهتمام بحقوق الأقلية عند حدوث بعض الأحداث الجوهرية للشركة. على سبيل المثال أشارت دراسة كيرتيلان (٢٠١٧) إلى أن أهمية حماية حقوق الأقلية في دول الإتحاد الأوروبي تزداد عند الإندماج بسبب الآثار المترتبة على هيكل المساهمة خصوصا في ضوء تعدد المصالح المتمثلة في مصالح الأقلية من المساهمين الذين يفضلون البقاء على الوضع الحالى مقابل مصالح المساهمين المسيطرين، بالإضافة إلى التحديات الخاصة بنجاح الصفقة ذاتها وتعدد الجوانب القانونية مما يتطلب مزيد من الضمانات التى تحمى حقوق مستثمرى الأقلية فى مثل هذه الحالات (Kurtulan, 2017). وفى يناير ٢٠١٨ صدر تقرير مكون من ٧٣٥٨ صفحة يتعلق بحماية حقوق مساهمى الأقلية فى دول الإتحاد الأوروبى من خلال تحليل مقارن بين ٢٨ دولة للمعلومات التى تم جمعها عبر المسوحات والمقابلات ومراجعة الدراسات السابقة. وقد شمل هذا التقرير مجموعة من الموضوعات الرئيسية تتمثل فى: تحليل الأطر القانونية المحلية المتعلقة بحماية مساهمى الأقلية حيث تم تجميع المعلومات حسب تصنيفات الحقوق، ثم تحليل وتلخيص حقوق مساهمى أقلية كل دولة. كما شمل التحليل ملخصاً لنتائج حماية كل حق من حقوق أقلية المساهمين، بما فى ذلك مقاييس الحماية والتشريعات القانونية التى تستخدمها الدول الأعضاء. وتضمنت تصنيفات فئات حقوق الأقلية للمساهمين التى تم تحليلها ما يلى: الحقوق الاقتصادية ؛ حقوق السيطرة (عملية صنع القرار بما فى ذلك المجالس واجتماعات الجمعية العمومية)؛ حقوق الوصول إلى المعلومات ؛ حقوق التقاضى (آليات التنفيذ)؛ حقوق المساواة (المعاملة المتساوية للمساهمين). وشملت الدراسة أيضا تحليلا لكيفية عمل الأطر الوطنية السائدة فى الممارسة العملية، ومقارنة بين أطر حماية المساهمين الأقلية بين الدول الأعضاء. وتقييم كيفية ارتباط أطر عمل الدول الأعضاء المختلفة لحماية الأقلية المساهمين للعمل داخل السوق الموحدة وتحديد العوائق المحتملة أمام الاستثمار بينها (Bartkus et al., 2018).

كما تناولت دراسة الناصر وعبدالله وسعد (2019) العلاقة بين حساسية الاستثمار فى الشركات وقيمة الشركات باستخدام مقياس (Tobin q) ، والأموال الداخلية (والتي تم قياسها عن طريق التدفقات النقدية) وذلك فى دول منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا قبل وبعد الأزمة العالمية ٢٠٠٨ وأثر الخصائص المؤسسية على هذه العلاقة. وقد تم قياس الخصائص المؤسسية داخل كل دولة من خلال أربع مجموعة من المؤشرات تركز على حماية الحقوق وخاصة حقوق مساهمى



الأقلية وهي: مؤشرات حماية المساهمين وحقوق الدائنين ومؤشرات حوكمة الدولة وتطوير السوق المالية. وشملت مؤشرات حماية المساهمين: مؤشر الإفصاح الخاص بشفافية معاملات الأطراف ذات العلاقة؛ ومؤشر دعاوى المساهمين أي قدرة المساهمين على رفع الدعاوى القضائية على المخالفين والمديرين حال وجود مخالفات. ويتمثل متوسط هذه المؤشرات في مؤشر حماية المساهمين. وتشير نتائج هذه الدراسة إلى زيادة تأثير مستويات الاستثمار بالتدفقات النقدية مقارنة بقيمة الشركات خاصة في الدول الغنية بالموارد (دول منطقة الخليج). وبدراسة العلاقة بين مستويات الاستثمار والتدفقات النقدية بقيمة الشركات قبل وبعد الأزمة المالية العالمية لعام ٢٠٠٨ ، تبين أن علاقة التدفقات النقدية بالاستثمارات قد ضعفت بمرور الوقت، في حين تعززت علاقة الاستثمار بقيمة الأسهم مقاسة بمقياس توبين Topin Q بشكل كبير بعد الأزمة العالمية ٢٠٠٨. وبالنسبة لتأثير الخصائص المؤسسية المتمثلة في مؤشرات حماية المساهمين خصوصا حماية حقوق الأقلية -مع توقع أن يؤثر الإلتزام بهذه الخصائص على العلاقة بين مستويات الاستثمار وقيمة الشركة أو التدفقات النقدية - ولكن توصلت الدراسة إلى عدم تأثير الخصائص المؤسسية على هذه العلاقة. وأوصت الدراسة بإجراء مزيد من الدراسات على مستوى الشركات وليس الدول لدراسة مدى تأثير مستويات الاستثمار بالتدفقات النقدية وقيمة الشركة في ضوء الخصائص المؤسسية للشركات (AI- Nasser, Abdallah & Saad, 2019).

وتشير الدراسات السابقة إلى أهمية التنظيمات والقوانين وهيكل الحوكمة والمراجعة بواسطة مكاتب المراجعة الأربع الكبار في حماية حقوق الأقلية ونمو أسواق المال. وتزداد الأهمية في حالة الأحداث الجوهرية مثل الإندماج. ويمكن القول بأن البورصة المصرية والهيئة العامة للرقابة المالية ووزارة الاستثمار قد إتخذت العديد من الإجراءات التشريعية والتنظيمية في حماية حقوق الأقلية مع استمرار هذه الجهود، منها إصدار الدليل الإسترشادي الصادر عن البورصة المصرية عام (٢٠١٨) لحماية مساهمي الأقلية وتحسن مؤشر حماية حقوق الأقلية كل عام. وعلى الرغم من أن دراسة (AI- Nasser et al., 2019) لم تتوصل إلى دور للخصائص المؤسسية في التأثير على مدى تأثير مستويات الاستثمار بالقيمة السوقية للشركة أو بالتدفقات النقدية إلى أن ذلك يشير إلى أن مؤشرات حماية حقوق المساهمين وخاصة مؤشرات حماية حقوق الأقلية تعتبر خصائص مؤسسية هامة لزيادة فرص الاستثمار المتاحة أمام الشركة وتحقيق العديد من الآثار الإيجابية الأخرى مثل نمو أسواق المال وخفض الرافعة المالية والتقليل من تقلبات عوائد الأسهم.

## ٢/١/٦ الدراسات السابقة التى تناولت التعاملات الداخلية على الأسهم فى ضوء الخصائص المؤسسية.

ذكر كوهين (٢٠١٢) أنه يوجد نوعين أساسيين من التعاملات الداخلية وهما: التعاملات الروتينية والتعاملات الإنتهازية. ومعيار التمييز بينهما هو أن يتم التعامل الداخلى على الأقل مرة واحدة فى نفس الشهر لمدة ثلاث سنوات متتالية فيتم تصنيف هذا التعامل على أنه تعامل داخلى روتينى. وبالتالي تكون كل التعاملات الداخلية الأخرى تعاملات داخلية إنتهازية. أى أن سلوك التعامل الداخلى فى الثلاث سنوات الأخيرة هو الذى يحدد تصنيف التعامل الداخلى. ويعتبر هذا التصنيف من أهم التصنيفات للتعاملات الداخلية حيث إعتمدت عليها ٤٥٤ دراسة منذ ٢٠١٢ حتى بداية ٢٠١٩. وتم إختيار صلاحية فترة تكرار التعامل الداخلى بشكل روتينى (٣ سنوات) بفترات أخرى تشمل سنتين وأربع سنوات وخمس سنوات والتوصل إلى نفس النتائج فى التصنيف. وأساس هذا التصنيف هو الهدف من عمليات التداول الداخلى فى ضوء الحصول على معلومات خاصة. وتتمثل أهداف عمليات البيع الروتينية فى التنوع والسيولة مع رغبة المتعامل الداخلى فى الإشارة إلى أنه لا يتاجر فى المعلومات، بينما تحدث عمليات الشراء الروتينية بعد الحصول على المكافآت من الشركة نظراً لأن المكافآت تُدفع غالباً فى نفس الشهر من كل عام وغالباً فى حالة وجود خصم على أسهم الشركة يتم شراء الأسهم بهذه المكافآت. لذلك فإن تعاملات الشراء الداخلية فى نفس الشهر من كل عام أى الروتينية شائعة ولا تكون لها دلالات محددة. لذلك ليس من المرجح أن تكون الصفقات التى تتم لأسباب إعلامية منتظمة فى توقيتها، بل من المرجح أن تتم هذه الصفقات لأغراض السيولة والتنوع. وللتأكد من صحة هذا المقياس تم فحص التعاملات على الأسهم بعد منح الأسهم الذى يتم غالباً فى نهاية العام ووجد أن التعاملات الروتينية تكون أعلى فى الربع سنة التالى لمنح الأسهم مقارنة بالتعاملات الإنتهازية. ولا يؤثر حجم الشركة أو عمرها على الأرباح المحققة من التعاملات الداخلية. ولكن تعتبر التداولات الإنتهازية وعدد هذه التداولات مؤشراً قوياً على العوائد المستقبلية عكس التداولات الروتينية. وتشير هذه النتائج إلى أن القدرة على تصنيف التداولات الداخلية إلى إنتهازية وروتينية باستخدام هذا التصنيف، تسمح بالتركيز على التداولات الداخلية الموجهة (الإنتهازية) نتيجة الحصول على المعلومات (Cohen, 2012).

ووفقاً لدراسة (Wu, 2016) فإن المتعاملين داخياً يستغلون العلاقة بين حجم الشركة والتعاملات الداخلية فى تقيق المنافع من هذه التعاملات. ووجدت أنه توجد علاقة سلبية بين حجم الشركة

وتعاملات الشراء الداخلية بينما توجد علاقة طردية بين حجم الشركة وتعاملات البيع الداخلية ، مما يشير إلى أن تعاملات الشراء الداخلية ترتبط بانخفاض حجم الشركة و تعاملات البيع الداخلية ترتبط بارتفاع حجم الشركة. كما أشار إلى أن هذه النتيجة تتفق مع هذه المجموعة من الدراسات السابقة. ويلاحظ أنه لم يتم التمييز بين نوعى الشراء والبيع الروتينى والإنتهازى بينما تمت الإشارة إلى نوع التعامل الداخلى وتصنيفه إلى شراء وبيع فقط. وتوصلت دراسة (Ali & Hirshleifer, 2017) إلى أنه توجد علاقة عكسية بين حجم الشركة وتعاملات البيع الداخلية الإنتهازية بينما لم تتضح معنوية العلاقة بين حجم الشركة وباقى الأنواع من التعاملات الداخلية. وعند دراسة أثر حجم الشركة كمتغير رقابى فى العلاقة بين التعاملات الداخلية سواء عمليات البيع أو الشراء وعوائد الأسهم المستقبلية (Chronopoulos et al., 2019) تبين أنها لم تؤثر على معنوية هذه العلاقة.

وفى ضوء المناقشة السابقة يستنتج أنه يوجد نوعين أساسيين من التعاملات الداخلية سواء المرتبطة بعملية البيع أو الشراء وهى التعاملات الداخلية الروتينية والتعاملات الداخلية الإنتهازية. وتكمن الخطورة فى التعاملات الداخلية الإنتهازية والتي يرتبط بها تحقيق عوائد غير عادية لا تحققها التعاملات الروتينية. هذه التعاملات الإنتهازية تشير إلى وجود محتوى معلوماتى لا يتوافر لجميع المساهمين خصوصا مساهمى الأقلية. وقد أكد ذلك لين و ساب وأولمر وبارسا (٢٠١٩) حيث أشاروا إلى أنه يحصل بعض المتعاملين داخليا مع الشركة على عدد كبير من أسهم الشركة كونهم مؤسسين أو تابعين أو موظفين مقابل عملهم فى الشركة فى صورة أسهم أو خيارات أسهم stock options، ويمكنهم شراء أسهم الشركة بخصم خاصة إذا كانت لديهم قناعة بأن سعر تداول سهم الشركة أقل مما يجب. هذا بالإضافة إلى أسباب ترجع إلى السيولة والتنويع وإعطاء إشارة للسوق بأن الأداء المالى للشركة جيد. ويعتبر التداول الداخلى على أسهم الشركة فى ضوء معلومات جوهرية غير معلنة للجمهور مخالفة كبيرة لقواعد البورصة ومخالفة يعاقب عليها القانون (Lin, Sapp, Ulmer & Parsa, 2019). كما أورد لين وآخرون (٢٠١٩) أن الدراسات السابقة المرتبطة بالتعاملات الداخلية وإرتباطها بالتنبؤ بعوائد الأسهم ترجع إلى أواخر الستينات. ومن خلال مراجعة هذه الدراسات تم التوصل إلى تضارب نتائج هذه الدراسات مع وجود دليل على محتوى معلومات للتعاملات الداخلية يمكن أن يؤدي إلى تحقيق أرباح. وأشارت دراسة جينج وآخرون (٢٠٠٣) (كما أورد لين وآخرون، ٢٠١٩) إلى أن تعاملات الشراء الداخلية تحقق عوائد غير عادية بمعدل ٦% سنويا لا تحققها تعاملات البيع الداخلية (Jeng et al., 2003)، بينما أشارت دراسة كوهين (٢٠١٢) إلى أن التعاملات الإنتهازية سواء المرتبطة بالبيع أو بالشراء تحقق عوائد غير عادية تصل

إلى ١٠% تقريبا سنويا لا تحققها التعاملات الروتينية سواء المرتبطة بالبيع أو بالشراء والتي تحقق صفر% عوائد.

وفى ضوء المناقشة السابقة يتضح أن مجموعة الدراسات الأولى ركزت على محددات حماية حقوق الأقلية مثل حجم الشركة أو نوع مكتب المراجعة أو نظام قوى للحوكمة والآثار الإيجابية التي تتحقق للشركة ولمساهمى الأقلية من حماية حقوقهم، بينما تضاربت نتائج الدراسات فيما يتعلق بنوع التداول الداخلى الذى يترتب عليه تحقيق عوائد غير عادية أكثر وتركيز هذه الدراسات على دراسة نوع التعامل الداخلى الذى يحقق مزيد من الأرباح. وتوجد ندرة فى الدراسات التى تتناول العلاقة بين حماية حقوق الأقلية خاصة فى ضوء تطوير الخصائص المؤسسية من خلال مؤشر حماية حقوق الأقلية وهو ما تركز عليه الدراسة الحالية وفى ضوء ما توصلت إليه الدراسات السابقة من نتائج. وفى ضوء تحليل الدراسات السابقة يمكن إستنتاج أنه توجد علاقة عكسية معنوية بين قوة حماية حقوق الأقلية من خلال إصدار القوانين والتنظيمات التى تمثل الخصائص المؤسسية لحماية هذه الحقوق من جانب والحد من التعاملات الداخلية الإنتهازية بنوعها المتعلق بعمليات البيع والشراء من جانب آخر. كما أنه من المتوقع أن تكون العلاقة بين الخصائص المؤسسية والتى تمثل مؤشر حقوق الأقلية والتعاملات الداخلية الروتينية بنوعها علاقة طردية حيث أن الخصائص المؤسسية القوية يجب أن تجعل إتجاه التعاملات الداخلية تجاه التعاملات الروتينية. وبالنسبة للعلاقة بين حماية حقوق الأقلية مقاسا بالخصائص المؤسسية وإجمالى التعاملات الداخلية فى علاقتها سواء المرتبطة بعمليات البيع أو الشراء فمن المتوقع أن تتوقف على نسبة التعاملات الداخلية الروتينية والإنتهازية لتعاملات البيع ونسبة التعاملات الداخلية الروتينية والإنتهازية لتعاملات الشراء. فإذا كانت قيمة تعاملات البيع الإنتهازية أكبر من الروتينية فإنه من المتوقع أن تكون العلاقة بين حماية حقوق الأقلية وإجمالى التعاملات الداخلية (البيع الروتيني والبيع الإنتهازى) علاقة عكسية. وإذا كانت قيمة تعاملات البيع الإنتهازية أقل من الروتينية فإنه من المتوقع أن تكون العلاقة بين حماية حقوق الأقلية وإجمالى التعاملات الداخلية (البيع الروتيني والبيع الإنتهازى) علاقة طردية. ونظرا لأن نسبة تعاملات البيع الإنتهازية أكبر من نسبة تعاملات البيع الروتينية فإنه من المتوقع أن تكون العلاقة بين حماية حقوق الأقلية وإجمالى التعاملات الداخلية (البيع الروتيني والبيع الإنتهازى) علاقة عكسية. وينطبق نفس التحليل على عمليات الشراء فإذا كانت قيمة تعاملات الشراء الإنتهازية أكبر من الروتينية فإنه من المتوقع أن تكون العلاقة بين حماية حقوق الأقلية وإجمالى التعاملات الداخلية (الشراء الروتيني والشراء الإنتهازى) علاقة عكسية. وإذا كانت قيمة تعاملات الشراء الإنتهازية أقل من الروتينية فإنه

من المتوقع أن تكون العلاقة بين حماية حقوق الأقلية والتعاملات الداخلية (الشراء الروتينى والشراء الإنتهازى) علاقة طردية. ونظرا لأن نسبة تعاملات الشراء الإنتهازية أكبر من نسبة تعاملات الشراء الروتينية فإنه من المتوقع أن تكون العلاقة بين حماية حقوق الأقلية والتعاملات الداخلية (الشراء الروتينى والشراء الإنتهازى) علاقة عكسية. وفى ضوء هذا التحليل ونظرا لأن نسبة تعاملات البيع الإنتهازى الداخلية تبلغ ٥٧% مقابل ٤٣% تعاملات البيع الروتينى الداخلية وتعاملات الشراء الإنتهازى الداخلية تبلغ ٦٢,٥% مقابل ٣٧,٥% تعاملات الشراء الروتينى الداخلية، يمكن إشتقاق فروض الدراسة كما يلى:

**فرض الدراسة الأول (١- أ):** "توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الإنتهازية".

**فرض الدراسة الأول (١- ب):** "لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الإنتهازية".

**فرض الدراسة الثانى (١- أ):** "توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية وتعاملات البيع الداخلية الروتينية".

**فرض الدراسة الثانى (١- ب):** "لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الروتينية".

**فرض الدراسة الثالث (٣- أ):** "توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الروتينية والإنتهازية".

**فرض الدراسة الثالث (٣- ب):** "لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الروتينية والإنتهازية".

**فرض الدراسة الرابع (٤- أ):** "توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات الشراء الداخلى الإنتهازى".

**فرض الدراسة الثالث (٤- ب):** "لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات الشراء الداخلي الإنتهازى"

**فرض الدراسة الخامس (٥- أ):** "توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية وتعاملات الشراء الداخلى الروتينى".

**فرض الدراسة الخامس (٥- ب):** "لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية وتعاملات الشراء الداخلى الروتينى".

**فرض الدراسة السادس (٦- أ):** "توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات الشراء الداخلية الروتينية والإنتهازية".

**فرض الدراسة السادس (٦- ب):** "لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص تعاملات الشراء الداخلية الروتينية والإنتهازية".

**٢/٦ حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية وفقا للقوانين والقواعد المصرية ومنهجية البنك الدولى وعلاقتها بالتعاملات الداخلية.**

حدد الدليل الإسترشادى الصادر عن البورصة المصرية عام (٢٠١٨) أربعة محاور لحماية مساهمى الأقلية وهى: الضمانات المتعلقة بالمشاركة فى انعقاد الجمعية العامة والتصويت، الأحكام المعنية بالإفصاح وبالأطراف ذوى العلاقة المرتبطة، الرقابة والتفتيش ومقاضاة أعضاء مجلس الإدارة، والإطلاع على مستندات وسجلات الشركة. وذلك تنفيذًا لبرنامج الإصلاح الاقتصادى والتشريعى للقوانين والإجراءات المنظمة للاستثمار خلال عامى ٢٠١٧ - ٢٠١٨ حيث صدر كلا من قانون الاستثمار بالقانون رقم ٧٢ لسنة ٢٠١٧ ولائحته التنفيذية، كما صدرت التعديلات بشأن قانون الشركات الصادر بالقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ الصادرة بالقانون رقم ٤ لسنة ٢٠١٨ ، بهدف زيادة الحماية لأقلية المساهمين وزيادة الحوكمة والشفافية بين الشركات لمواكبة أفضل التشريعات العالمية الخاصة بالاستثمار. وصدرت أيضا تعديلات جوهرية على بعض أحكام قانون

سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والصادرة بالقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨ لتتوافق مع المعايير الدولية والتي تهدف إلى حماية حقوق الأقلية من المساهمين في حالات الاستحواذ. وقد أدى ذلك إلى تحسين ترتيب مصر في تصنيف "تقرير ممارسة أنشطة الأعمال"<sup>١</sup> الصادر عن البنك الدولي، فضلاً عن تقرير التنافسية العالمي وتحديدًا فيما يتعلق بفئة حماية الأقليات. بالإضافة إلى أن قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية الصادرة عن إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية قد حددت قواعد ملزمة للحوكمة ولحماية حقوق الأقلية من المساهمين. ونتيجة لذلك تمكنت مصر من إحراز تقدم كبير على مؤشر "حماية حقوق صغار المساهمين" للعام الخامس على التوالي حيث تقدمت تسعة مراكز في الترتيب لعام ٢٠١٩، لتحتل المركز (٧٢) من إجمالي (١٩٠) دولة، وتجتاز ٦١ مركزاً في المؤشر منذ عام ٢٠١٥، مما يشير إلى تعزيز مصر لحماية حقوق صغار المستثمرين (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٩).

وقد جاء في البند السابع بعنوان "تغليظ عقوبة التعامل بناء على معلومات داخلية غير متاحة للكافة" من المحور الثالث والذي يتعلق بالرقابة والتفتيش ومقاضاة أعضاء مجلس الإدارة من الدليل الإسترشادى الصادر عن البورصة المصرية عام (٢٠١٨) على أن التعديل الأخير لقانون سوق رأس المال لعام ٢٠١٨ نص على: زيادة الحد الأدنى والأقصى للغرامة لكل من يتصرف في أوراق مالية على خلاف القواعد المقررة لحماية حقوق الأقلية من المساهمين في حالات عمليات الشراء أو الاستحواذ. ونص على أن يعاقب بالحبس لمدة لا تقل عن سنتين وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف أو ما حقه المخالف من نفع مؤثم أو تجنبه من خسائر أيهما أكبر، ولا تزيد عن ٢٠ مليون جنيه أو ضعف ما حقه المخالف من نفع مؤثم أو تجنبه من خسائر أيهما أكبر بإحدى هاتين العقوبتين كل من أفشى سرا اتصل به أو أطلع عليه بحكم عمله أو حقق نفعاً منه هو أو زوجته أو أولاده، أو أثبت في تقاريره وقائع غير صحيحة، أو أغفل في هذه التقارير وقائع تؤثر في نتائجها، أو تعامل في الأوراق أو الأدوات المالية بالمخالفة للمادة ٢٠ مكرراً من ذات القانون<sup>٢</sup>.

كما نص القانون مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد منصوص عليها في أي قانون آخر، أن يعاقب بالحبس لمدة لا تزيد على خمس سنوات وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف أو ما حقه المخالف من نفع مؤثم أو تجنبه من خسائر أيهما أكبر ولا تزيد عن ٢٠ مليون جنيه أو مثلي ما حقه المخالف من

<sup>١</sup> يقيس تقرير ممارسة أنشطة الأعمال الصادر عن البنك الدولي قوة حماية المساهمين الأقلية في حال تضارب المصالح من خلال مؤشر قوة حماية المستثمرين الأقلية.

<sup>٢</sup> المادة ٦٤ من قانون سوق رأس المال رقم ١٩٩٢ لسنة ٩٥.

نفع مؤتم أو تجنيه من خسائر أيهما أكبر بإحدى هاتين العقوبتين كل من تعهد بعدم تنفيذ التزاماته الخاصة بحقوق صغار المساهمين<sup>٣</sup> (الدليل الإسترشادى لحماية حقوق الأقلية، ٢٠١٨).

ويتضح مما سبق أن الدليل الدليل الإسترشادى الصادر عن البورصة المصرية عام (٢٠١٨) قد ركز على التعاملات الداخلية الإنتهازية سواء المتمثلة فى عمليات البيع أو الشراء من خلال الإشارة إلى النفع المؤتم أو تجنب الخسائر نتيجة الحصول على معلومات داخلية والتعامل الداخلى فى ضوء ذلك، ليس فقط للمتعامل ولكن شمل ذلك الزوجة والأولاد. وفيما يلى نبذة مختصرة عن مؤشر نطاق قوة حماية المستثمرين الأقلية والمؤشرات التى تدخل فى تحديد نقاط هذا المؤشر وفقا لمنهجية البنك الدولى عام ٢٠١٥ حتى ٢٠١٩ حيث يتم ترتيب كل دولة فى ضوء ما تحصل عليه من نقاط فى هذا المؤشر. ثم مناقشة مدى الإتفاق بين مكونات هذا المؤشر والمحاور الأربع الواردة فى الدليل الإسترشادى الصادر عن البورصة المصرية عام (٢٠١٨).

يتمثل مؤشر نطاق قوة حماية المستثمرين الأقلية وفقا لمنهجية البنك الدولى عام ٢٠١٥ حتى ٢٠١٩ فى حاصل جمع كل من متوسط مؤشر أنظمة نطاق تضارب المصالح، ومؤشر نطاق الحوكمة وحقوق المساهمين. وتتراوح قيمة هذا المؤشر بين "صفر" و"٥٠"، مع ملاحظة أن القيم الأعلى تشير إلى حماية أكبر للمستثمرين الأقلية كما يتضح من الجدول رقم (١) التالى، والذى يوضح مكونات كل من هذين المؤشرين.

المؤشر	البند
مؤشر نطاق الإفصاح (١٠-٠)	(أ)
مؤشر نطاق مسؤولية أعضاء مجلس الإدارة (١٠-٠)	(ب)
مؤشر سهولة قيام المساهمين بإقامة الدعاوى (١٠-٠)	(ج)
مؤشر أنظمة نطاق تضارب المصالح (٣٠-٠) (١) = (أ) + (ب) + (ج)	(١)
مؤشر نطاق حقوق المساهمين (٦-٠)	(د)
مؤشر نطاق الملكية والإدارة (٧-٠)	(هـ)
مؤشر نطاق شفافية الشركات (٧-٠)	(و)
مؤشر نطاق الحوكمة وحقوق المساهمين (٢٠-٠) (٢) (د) + (هـ) + (و)	(٢)

<sup>٣</sup> المادة ٦٣ من قانون سوق رأس المال رقم ١٩٩٢ لسنة ٩٥.



(٢)+(١)	=	(٣)	مؤشر قوة حماية حقوق الأقلية (٥٠-٠)
٢ * (٣)	=	(٤)	درجة حماية حقوق الأقلية (١٠٠-٠)

الجدول رقم (١): مؤشر قوة حماية حقوق الأقلية ومكوناته وفقاً للموقع الإلكتروني للبنك الدولي

بالنسبة للمؤشر الأول: **مؤشر أنظمة نطاق تضارب المصالح** فيتمثل في مجموع ثلاثة مؤشرات تشمل: مؤشر نطاق الإفصاح، ومؤشر نطاق مسؤولية أعضاء مجلس الإدارة، ومؤشر سهولة قيام المساهمين بالدعاوى. وتتراوح قيمة هذا المؤشر بين "صفر" و"٣٠"، مع ملاحظة أن القيم الأعلى تشير إلى تنظيم أقوى لتضارب المصالح، بينما يشمل **المؤشر الثانى نطاق الحوكمة وحقوق المساهمين فى: حقوق المساهمين فى حوكمة الشركات** من خلال تمييز ٣ أبعاد فى الحوكمة الرشيدة: حقوق المساهمين ودورهم فى اتخاذ القرارات الكبرى المتعلقة بالشركة (**مؤشر مدى نطاق حقوق المساهمين**)، ضمانات فى الحوكمة تتعلق بحماية المساهمين من سيطرة المجلس المفرطة والمنتهكة لحقوقهم (**مؤشر مدى الملكية والإدارة**) وشفافية الشركات فيما يتعلق بحصص الملكية، والتعويض، ومراجعة الحسابات والتوقعات المالية (**مؤشر نطاق الشفافية فى الشركات**). وتتراوح قيمة هذا المؤشر بين "صفر" و"٥٠". وفيما يلى مكونات كل مؤشر من المؤشرات الفرعية لهذين المؤشرين الرئيسيين.

يشمل **مؤشر نطاق الإفصاح** الذى يمثل **المؤشر الفرعى الأول لمؤشر أنظمة نطاق تضارب المصالح** خمسة مكونات تتمثل فى: الشخصية الاعتبارية التى تكون موافقتها كافية من الناحية القانونية لإتمام الصفقات وأفضل الممارسات تتمثل فى أن يقوم المساهمين بالتصويت مع عدم جواز تصويت أعضاء مجلس الإدارة من لهم حقوق ميطرة، وجود هيئة خارجية مستقلة مثل مراجع الحسابات، الإفصاح عن جميع الحقائق الجوهرية المرتبطة بتعارض المصالح لأى صفقة يتم تنفيذها بواسطة أعضاء مجلس إدارة من لهم حقوق ميطرة، الإفصاح المباشر عن شروط هذه النوعية من الصفقات وتعارض المصالح إلى الهيئة التنظيمية أو المساهمين، وكذلك يتم الإفصاح فى التقرير السنوى للشركة. وتتراوح قيمة هذا المؤشر بين "صفر" و"١٠".

ويتكون **المؤشر الفرعى الثانى لمؤشر أنظمة نطاق تضارب المصالح** والمتمثل فى: **مؤشر نطاق مسؤولية أعضاء مجلس الإدارة** من سبعة مكونات هي: أن يكون لدى المساهمين القدرة على رفع دعوى قضائية بصورة مباشرة أو غير مباشرة بسبب الأضرار التى ألحقها أى صفقة بالشركة

سواء كان بحوزتهم ١٠ في المائة أو أقل من أسهم رأس المال، أن يكون لدى المساهمين القدرة على إلقاء مسؤولية الأضرار التي ألحقها أى صفقة بالشركة تمت بواسطة أعضاء مجلس إدارة من لهم حصص مسيطرة عندما تكون تلك الصفقة غير عادلة أو عندما تلحق ضرراً بالمساهمين الآخرين سواء للمسؤول التنفيذي الأول CEO أو أعضاء مجلس الإدارة أو أعضاء المجلس التنفيذي. ودفع التعويضات عن الأضرار التي لحقت بالشركة -بالإضافة إلى الأرباح التي تحققت من هذه الصفقات- فى حالة صدور حكم لصالح أي مدعٍ من المساهمين ومن سيقوم بدفعها. وإمكانية إبطال الصفقة عند صدور حكم لصالح أي مدعٍ من المساهمين، وإمكانية عزل المتسبب فى هذه الأضرار عن منصبه عند صدور حكم لصالح أي مدعٍ من المساهمين. وتتراوح قيمة هذا المؤشر بين "صفر" و"١٠".

ويتكون المؤشر الفرعى الثالث لمؤشر أنظمة نطاق تضارب المصالح والمتمثل فى مؤشر سهولة قيام المساهمين بالدعاوى من ستة مكونات هي: إمكانية قيام المساهمين الذين بحوزتهم ١٠ في المائة أو أقل من عدد أسهم الشركة المطالبة بمعاينة مستندات أى صفقة وفحصها قبل إقامة أية دعوى قضائية أو بالاستعانة بمفتش حكومي للتحقيق فى الصفقة دون إقامة دعوى فى المحكمة، ونطاق هذه المستندات، وإمكانية الحصول عليها، وإمكانية استجواب المدعى عليه والشهود ومناقشته لهم بصورة مباشرة أثناء المحاكمة، وإمكانية استرداد المدعين المساهمين نفقات الإجراءات القانونية من الشركة بغض النظر عن نتيجة هذه الإجراءات. وتتراوح قيمة هذا المؤشر بين "صفر" و"١٠".

ويلاحظ أن مؤشر نطاق الإفصاح ومؤشر نطاق مسؤولية أعضاء مجلس الإدارة يتفق معها المحور الثانى بعنوان: "الأحكام المعنية بالإفصاح وبالأطراف ذوي العلاقة والمرتبطة" من محاور الدليل الإسترشادى الصادر عن البورصة المصرية عام (٢٠١٨) والذي يشمل ١٦ بنداً وهى: الإفصاح عن عقود المعاوضة مع أطراف مرتبطة وموافقة الجمعية عليها وتعلق بجميع الشركات المساهمة، عدم جواز عقود المعاوضة التي تتجاوز نسبة الغبن بها خمس القيمة وتعلق بجميع الشركات المساهمة، الإفصاح عن العقود الجوهرية مع الأطراف المرتبطة وتعلق بالشركات المقيدة بالبورصة فقط، الإفصاح عن عمليات عروض الشراء بغرض الاستحواذ من خلال عمليات السوق المفتوح للمساهمين الرئيسيين والأطراف المرتبطة وتعلق بالشركات المقيدة بالبورصة فقط، الرقابة على عمليات عروض الشراء وتعلق بالشركات المقيدة بالبورصة فقط، الاخطار بعمليات عروض الشراء الاجبارية وتعلق بالشركات المقيدة بالبورصة فقط، حماية حقوق الأقلية من خلال

عروض الشراء وتتعلق بالشركات المقيدة بالبورصة فقط، الإفصاح عن المعلومات الجوهرية وتتعلق بالشركات المقيدة بالبورصة فقط، الإفصاح في تقرير مجلس الإدارة عن الصفقات مع الأطراف ذوي العلاقة وتتعلق بالشركات المقيدة بالبورصة فقط، ضوابط التصرف في أكثر من ٥٠٪ من أصول الشركة وتتعلق بالشركات المقيدة بالبورصة فقط، متطلبات الاستحواذ على أصول أو التخارج منها بقيمة تمثل ١٠٪ أو أكثر من حقوق الملكية وتتعلق بالشركات المقيدة بالبورصة فقط، الإفصاح عن الدعاوى والاحكام القضائية التي تؤثر على حقوق حملة الأوراق المالية وتتعلق بالشركات المقيدة بالبورصة فقط، لجان المراجعة في التحقق من الصفقات مع الأطراف ذات العلاقة وتتعلق بالشركات المقيدة بالبورصة فقط، الإفصاح عن التعامل على أسهم الخزينة وتتعلق بجميع الشركات المساهمة، مدي سريان اتفاقيات المساهمين وتتعلق بجميع الشركات المساهمة، إفصاح أعضاء مجلس الإدارة عن تعارض المصالح وتتعلق بجميع الشركات المساهمة. كما يتفق معهما المحور الرابع بعنوان: الاطلاع على مستندات وسجلات الشركة وتشمل: حق الاطلاع على سجلات الشركة، حق الاطلاع على المستندات، حق المساهم في الاطلاع على الميزانية وحساب الأرباح والخسائر وخاصة مؤشر نطاق مسؤولية أعضاء مجلس الإدارة. كما يلاحظ أن المحور الثالث من من محاور الدليل الإسترشادى الصادر عن البورصة المصرية عام (٢٠١٨) بعنوان: "الرقابة والتفتيش ومقاضاة أعضاء مجلس الإدارة"، يتفق مع مؤشر سهولة قيام المساهمين بالدعاوى والذي يشمل: حق المساهمين في رفع دعوى مسؤولية على أعضاء مجلس الإدارة، بطلان التصرفات التي تصدر من مجلس الإدارة بخلاف القواعد القانونية، الحق في الاعتراض على قرارات الاندماج والتخارج من الشركة، الحق في طلب التفتيش على الشركة، الحق في طلب إبطال عقود المعاوضة، الحق في طلب حل الشركة، تغليظ عقوبة التعامل بناء على معلومات داخلية غير متاحة للكافة، الرقابة على التصفية الاختيارية للشركة، الرقابة اللاحقة والتفتيش والحوكمة على الشركات الخاضعة لقانون الاستثمار.

ويتكون المؤشر الفرعى الأول للمؤشر الثانى الرئيسى المتمثل فى نطاق حقوق المساهمين من ستة مكونات هي: ضوابط بيع ٥١٪ من إجمالي أصول الشركة وارتباطه بموافقة المساهمين، ما إذا كان حق المساهمين من يمتلكون ١٠٪ من عدد أسهم الشركة في الدعوة لاجتماعات غير عادية ، ضوابط إصدار أسهم جديدة وارتباطها بموافقة المساهمين ، وضابط منح المساهمين حقوق الاكتتاب في كل مرة تصدر الشركة أسهم جديدة، الضوابط القانونية لموافقة المساهمين على تعيين

وإقالة المراجع الخارجي، ضوابط الموافقة على التغيير فى حقوق تصويت فئة معينة من حملة الأسهم، وتتراوح قيمة هذا المؤشر بين "صفر- ٦".

ويتكون المؤشر الفرعى الثانى للمؤشر الثانى الرئيسى المتمثل فى مؤشر مدى الملكية والإدارة من سبعة مكونات هي: ضوابط تعيين الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، ضوابط تعيين أعضاء مستقلين وغير تنفيذيين بمجلس الإدارة، ضوابط عزل المساهمين لأعضاء مجلس إدارة الشركة دون سبب قبل نهاية فترة ولايتهم، ضوابط وجود لجنة مراجعة مستقلة بمجلس إدارة الشركة، ضوابط تقديم عروض شراء لجميع المساهمين عند الحصول على ٥٠٪ من أسهم الشركة، وضوابط دفع الأرباح المعلنة لهذه العروض خلال المدة المنصوص عليها فى القانون، ضوابط ملكية الشركة التابعة للأسهم المصدرة من قبل الشركة الأم. وتتراوح قيمة هذا المؤشر بين "صفر" و"٧".

يتكون المؤشر الفرعى الثالث للمؤشر الثانى الرئيسى المتمثل فى مؤشر نطاق الشفافية فى الشركات من سبعة مكونات، هي: ضوابط الإفصاح عن حصص الملكية المباشرة أو غير المباشرة التى تمثل ٥٪ رأس مال الشركة، ضوابط الإفصاح عن المعلومات التى تتعلق بعضوية المجالس الأخرى التى ينتمى إليها أعضاء مجلس الإدارة وكذلك المعلومات الأساسية عن عملهم الرئيسى، ضوابط الإفصاح عن المكافآت، ضوابط إضافة بنود على جدول أعمال اجتماع الجمعية العمومية للمساهمين الذين يمتلكون ٥٪ من رأس مال الشركة، ضوابط الإفصاح عن تقارير المراجعة. وتتراوح قيمة هذا المؤشر بين "صفر" و"٧".

ويلاحظ أن المحور الأول بعنوان: الضمانات المتعلقة بالمشاركة فى انعقاد الجمعية العامة والتصويت يتفق مع مؤشر نطاق الشفافية فى الشركات ويشمل عشرة بنود تتمثل فى: حق حضور الجمعية العامة للمساهمين، نظام التصويت التراكمى والإلكترونى، التمثيل فى اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين، دعوة انعقاد الجمعية العامة العادية أو غير العادية فى حال طلب مساهمي الأقلية، نصاب صحة انعقاد الجمعية العامة العادية أو غير العادية، نصاب صدور قرارات الجمعية العامة العادية أو غير العادية، موافقة الجمعية العامة غير العادية فى حالة زيادة رأس المال بأسهم ممتازة، موافقة الجمعية العامة غير العادية فى حالة شطب أوراق المالية، الحق فى مناقشة موضوعات جدول الأعمال والحق فى استجواب أعضاء مجلس الإدارة، حق مساهمي الأقلية فى إيقاف قرارات الجمعية وإبطال قراراتها.

ويتضح من المناقشة السابقة أن بنود المحاور الأربع من الدليل الإسترشادي الصادر عن البورصة المصرية عام (٢٠١٨) تتفق مع مكونات مؤشر حماية حقوق الأقلية وتغطي جميع جوانبها ويفسر ذلك التقدم الملحوظ لمصر في تقرير ممارسة الأعمال وتقرير التنافسية العالمي خاصة بالنسبة لمؤشر حماية حقوق الأقلية والحصول على التمويل.

### ٣/٦ الدراسة التطبيقية لإختبار العلاقة بين حقوق الأقلية والتعاملات الداخلية.

تهدف الدراسة التطبيقية إلى اختبار وتحليل الفروض المتعلقة بالعلاقة بين حقوق الأقلية مقاسا بالخصائص المؤسسية والتعاملات الداخلية من خلال عنصرين أساسيين وهما: إجراءات الدراسة التطبيقية ثم اختبار الفروض ومناقشة النتائج كما يلي.

### ١/٣/٦ إجراءات الدراسة التطبيقية

يتناول هذا الجزء الخطوات المنهجية المتبعة في تحديد مجتمع البحث وإختيار العينة النهائية المستخدمة؛ ومصادر الحصول على البيانات؛ ومتغيرات البحث؛ والأساليب الإحصائية المستخدمة، ونتائج هذه الإختبارات، ومناقشة النتائج.

### ١/١/٣/٦ المجتمع والعينة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع شركات قطاع الأدوية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية ويوضح الجدول رقم (٢) بيان بهذه الشركات في عام ٢٠١٩. وقد تم الحصول على بيانات هذه الشركات المالية والتعاملات الداخلية على الأسهم والخصائص المؤسسية وقيمة حقوق الأقلية اللازمة لإجراء الدراسة التطبيقية من موقع البورصة المصرية الرسمي، ومن موقع مباشر مصر، ومن التقارير المالية المنشورة لهذه الشركات على موقع البورصة وعلى المواقع الإلكترونية للشركات، والموقع الإلكتروني للبنك الدولي.

٢١	عدد الشركات المصرية المسجلة في قطاع الأدوية
----	---

(١٠)	يستبعد الشركات التي لم يتم عليها تعاملات داخلية وهي: الاسكندرية للادوية، العبوات الدوائية المتطورة، النيل للادوية، القاهرة للأدوية، أدكو، ممفيس للأدوية، مينا فارم للأدوية، المركز الطبى الجديد، جلاكسو سميثكلين، راميدا.
١١	مجموع عدد الشركات الخاضعة للدراسة وهي: مستشفى كليوباترا، ابن سينا فارما، ابييكو، العبوات الطبية، ايكى، سبيد ميديكال، سبأ، مستشفى النزهة الدولى، أكتوبر فارما، الاتحاد الصيدلى.

جدول رقم (٢): بيان بالشركات التي خضعت للدراسة

### ٢/١/٣/٦ نموذج الدراسة والأساليب الإحصائية المستخدمة وإختبار فروض الدراسة.

يتناول الجزء التالى مناقشة لنموذج الدراسة المستخدم والأساليب الإحصائية المستخدمة فى إختبار فروض الدراسة ثم مناقشة للنتائج ومقارنتها بنتائج الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع الدراسة.

### ١/٢/١/٣/٦ نموذج ومتغيرات الدراسة

يمكن صياغة نموذج الدراسة وتعريف المتغيرات الرئيسية للدراسة وطرق قياسها فى الجدول رقم (٣) التالى:

البند	طريقة القياس	الدراسات السابقة التى اتبعت نفس طريقة القياس
اختبار فرض الدراسة الأول (١-أ): "توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الإنتهازية".		
اختبار فرض الدراسة الأول (١-ب): "لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الإنتهازية"		
النموذج الأول بدون إدخال		$ITOPSSit = \beta_0 + \beta_1PMSIit + \epsilon_{it}$

		المتغيرات المعدلة (أ-١) :
$ITOPSSit = \beta_0 + \beta_2 PMSIit * Big4Firmsit + \beta_3 PMSIit * Sizeit + \epsilon it$		النموذج الأول بعد إدخال المتغيرات المعدلة (أ-١):
(Chung, Le & Shevlin, 2019; Lin et al., 2019; Cohen, 2012; Fidrmuc et al., 2006; Aragon, Martin, & Shi, Z. 2019).	قيمة تعاملات البيع الإنتهازية والتي تمثل كل عمليات البيع الداخلية بخلاف تعاملات البيع الروتينية.	المتغير التابع: $ITOPSSit$ يمثل تعاملات البيع الداخلية الإنتهازية
Al- Nasser A., A., Abdallah, W., & Saad, M. (2019)	تأخذ القيمة من صفر إلى ٥٠ للشركة $i$ في العام $t$ .	المتغير المستقل في كل النماذج: $PMSIit$ يمثل قيمة مؤشر قوة حماية حقوق المساهمين الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية
	ثابت نموذج الإنحدار	$\beta_0$
	معاملات الإنحدار لمتغيرات التعاملات الداخلية والمتغيرات المعدلة.	$\beta_1 - \beta_3$
	الخطأ العشوائى	$\epsilon it$
اختبار فرض الدراسة الثانى (١- أ): "توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية وتعاملات البيع الداخلية الروتينية". اختبار فرض الدراسة الثانى (١- ب): " لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الروتينية"		
$ITOPRSit = \beta_0 + \beta_1 PMSIit + \epsilon it$		النموذج الثانى بدون إدخال المتغيرات المعدلة (٢- أ):
$ITOPRSit = \beta_0 + \beta_1 PMSIit + \beta_2 PMSIit * Big4Firmsit + \beta_3 PMSIit * Sizeit + \epsilon it$		النموذج الثانى بعد إدخال المتغيرات المعدلة (٢- ب):
(Chung, Le & Shevlin, 2019; Lin et al., 2019; Cohen, 2012; Fidrmuc et al., 2006; Aragon, Martin, & Shi, Z. 2019).	قيمة تعاملات البيع الداخلية الروتينية والتي تمثل عمليات البيع الداخلية التي تمت فى نفس الشهر لمدة عاميين متتالين ولا تقل عن ١,٠%	المتغير التابع: $ITOPRSit$

	من عدد أسهم الشركة.	
اختبار فرض الدراسة الثالث (أ-٣): " توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الروتينية والإنتهازية".		
اختبار فرض الدراسة الثالث (ب-٣): " لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الروتينية والإنتهازية".		
$ITTOTit = \beta_0 + \beta_1 PMSIit + \epsilon_{it}$		النموذج الثالث بدون إدخال المتغيرات المعدلة (أ-٣):
$ITTOTit = \beta_0 + \beta_1 PMSIit + \beta_2 PMSIit * Big4Firmsit + \beta_3 PMSIit * Sizeit + \epsilon_{it}$		النموذج الثالث بعد إدخال المتغيرات المعدلة (ب-٣):
(Chung, Le & Shevlin, 2019; Lin et al., 2019; Cohen, 2012; Fidrmuc et al., 2006; Aragon, Martin, & Shi, Z. 2019).	قيمة تعاملات البيع الداخلية الروتينية والإنتهازية.	المتغير التابع: ITTOTit
اختبار فرض الدراسة الرابع (أ-٤): "توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات الشراء الداخلي الإنتهازى".		
اختبار فرض الدراسة الرابع (ب-٤): "لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات الشراء الداخلي الإنتهازى".		
$ITOPSPit = \beta_0 + \beta_1 PMSIit + \epsilon_{it}$		النموذج الرابع بدون إدخال المتغيرات المعدلة (أ-٤):
$ITOPSPit = \beta_0 + \beta_1 PMSIit + \beta_2 PMSIit * Big4Firmsit + \beta_3 PMSIit * Sizeit + \epsilon_{it}$		النموذج الرابع بعد إدخال المتغيرات المعدلة (ب-٤):
(Chung, Le & Shevlin, 2019; Cohen, 2012; Lin et al., 2019; Fidrmuc et al., 2006; Aragon, Martin, & Shi, Z. 2019).	قيمة تعاملات الشراء الداخلية الروتينية والتي تمثل كل عمليات الشراء الداخلية بخلاف تعاملات الشراء الروتينية.	المتغير التابع: ITOPSPit يمثل تعاملات الشراء الداخلية الإنتهازية
اختبار فرض الدراسة الخامس (أ-٥): " توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية وتعاملات الشراء الداخلى الروتيني".		
اختبار فرض الدراسة الثالث (ب-٥): " لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم		



الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية وتعاملات الشراء الداخلي الروتينى"		
$ITOPRPit = \beta_0 + \beta_1 PMSIit + \epsilon_{it}$	النموذج الخامس بدون إدخال المتغيرات المعدلة (أ-٥):	
$ITOPRPit = \beta_0 + \beta_1 PMSIit + \beta_2 PMSIit * Big4Firmsit + \beta_3 PMSIit * Sizeit + \epsilon_{it}$	النموذج الخامس (بعد إدخال المتغيرات المعدلة) (ب-٥):	
(Chung, Le & Shevlin, 2019; Lin et al., 2019; Cohen, 2012; Fidrmuc et al., 2006; Aragon, Martin, & Shi, Z. 2019).	قيمة تعاملات الشراء الروتينية الإنتهازية والتي تمثل عمليات الشراء التي تمت فى نفس الشهر لمدة عاميين متتالين ولا تقل عن ١,٠% من عدد أسهم الشركة.	ITOPRPit: المتغير التابع:
اختبار فرض الدراسة السادس (٦-أ): " توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات الشراء الداخلية الروتينية والإنتهازية". اختبار فرض الدراسة السادس (٦-ب): " لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص تعاملات الشراء الداخلية الروتينية والإنتهازية".		
$ITTOTit = \beta_0 + \beta_1 PMSIit + \epsilon_{it}$	النموذج السادس: قبل إدخال المتغيرات المعدلة (٦-أ):	
$ITTOTit = \beta_0 + \beta_1 PMSIit + \beta_2 PMSIit * Big4Firmsit + \beta_3 PMSIit * Sizeit + \epsilon_{it}$	النموذج الخامس بعد إدخال المتغيرات المعدلة (٦-ب):	
(Chung, Le & Shevlin, 2019; Lin et al., 2019; Cohen, 2012; Fidrmuc et al., 2006; Aragon, Martin, & Shi, Z. 2019).	قيمة تعاملات الشراء الداخلية الروتينية والإنتهازية.	
<b>المتغيرات المعدلة فى جميع النماذج:</b>		
(Asthana, Khurana & Raman, 2019; Lennox & Li, 2019)	متغير وهمى يأخذ (١) إذا كانت الشركة يراجعها	$PMSIit * Big4Firmsit$

	شريك مكتب من مكاتب المحاسبة الأربعة الكبار وصفر إذا كانت الشركة ليست شريكا.	
(Kim & Zhang, 2019 ; Ayuba, Bambale, Ibrahim & Sulaiman, 2019)	اللوغريتم الطبيعي للقيمة الدفترية للأصول.	PMSlit*Sizeit

جدول رقم (٣): نموذج ومتغيرات الدراسة وكيفية قياسها

### ٢/٢/١/٣/٦ الأساليب الإحصائية المستخدمة واختبار فروض الدراسة.

تم إختبار التوزيع الطبيعي للبيانات باستخدام اختبار كولوموجوروف سميرنوف لعينة واحدة One Sample Kolomogorov Smirnov. وتشير نتائج الإختبار إلى أن جميع قيم الإحتمالات لمتغيرات الدراسة أكبر من ٠,٠٥ مما يدل على أنها تتبع التوزيع الطبيعي. كما تم إختبار التداخل الخطى بين متغيرات الدراسة عن طريق إيجاد معامل VIF وفقا لمعامل Tolerance واحتساب Colliniarity Diagnostics وكانت جميعها أقل من ١٠ وهذا يشير إلى أنه لا توجد مشكلة التداخل الخطى بين متغيرات الدراسة. وفيما يلي نتائج الإحصاء الوصفي والإستدلالي.

يعرض الجدول التالى رقم (٤) الإحصاء الوصفي للتعاملات الداخلية لعمليات البيع خلال عام ٢٠١٨ و ٢٠١٩، وكذلك الإحصاء الوصفي للتعاملات الداخلية لعمليات الشراء خلال عامى ٢٠١٨ و ٢٠١٩:

البيع ٢٠١٩	البيع ٢٠١٨	الشراء ٢٠١٩	الشراء ٢٠١٨	
١١٠٦٠٠٠٣٧	٣٩٧١٣٧	١٧٧٥٩٧٤	١٨٤٩٩٢٢	المتوسط
٥٧٣٥٦٥	٣٣٤٦٥٠	٢٥٧١٢	٤٤٣٤٢	الوسيط
٣٠٢٣٩٩٩١٩٨	١٤٩٦٤٥٨	١٥٥٩٧٤٠٢	٤١٣٨٠٦١٨	المدى
٨٠٢	١٢٤٠٠	١٩٨	١٤٢	أقل قيمة
٣٠٢٤٠٠٠٠٠٠	١٥٠٨٨٥٨	١٥٥٩٧٦٠٠	٤١٣٨٠٧٦٠	أعلى قيمة
٣٣١٨٠٠١١٠٨	٧٥٤٥٥٩٨	١٢٤٣١٨١٥٨	٢٩٩٦٨٧٣١٢	الإجمالى

العدد	١٦٢	٧٠	١٩	٣٠
-------	-----	----	----	----

جدول رقم (٤): الإحصاء الوصفي لعمليات الشراء والبيع التي تمت فى عامى ٢٠١٨ و ٢٠١٩

ويتضح من الجدول السابق ما يلى:

- ١- إرتفاع متوسط قيمة عمليات البيع فى عام ٢٠١٩ مقارنة بعام ٢٠١٨ من ٣٩٧١٣٧ جنيه إلى ١١٠٦٠٠٠٣٧ جنيه أى بزيادة تعادل ٢٢٧% تقريبا وبإجراء اختبار t تبين معنوية هذا الفرق حيث تبلغ قيمة t (-١,٤١٩) عند مستوى ثقة ٩٥%.
- ٢- إنخفاض متوسط قيمة عمليات الشراء فى عام ٢٠١٩ مقارنة بعام ٢٠١٨ من ١٨٤٩٩٢٢ جنيه فى عام ٢٠١٨ إلى ١٧٧٥٩٧٤ جنيه فى عام ٢٠١٩ أى بمعدل إنخفاض يعادل ٠,٠٤% تقريبا وبإجراء اختبار t تبين عدم معنوية هذا الفرق عند مستوى ثقة ٩٥% حيث يبلغ احتمال  $P(T \leq t, 0.5)$  وهو أكبر من قيمة ٠,٠٥.

ويعرض الجدول التالى رقم (٥) الإحصاء الوصفي لصادفى التعاملات الداخلية لعمليات الشراء والبيع خلال عامى ٢٠١٨ و ٢٠١٩ وتم حسابها بطرح قيمة مشتريات التعاملات الداخلية من قيمة مبيعات التعاملات الداخلية (تعاملات البيع - تعاملات الشراء) لنفس العام:

صافى العمليات ٢٠١٨	صافى العمليات ٢٠١٩	
١٨٠٣٣٤٤-	٤٥٦٢٤٠٤٢	المتوسط
٣٥٧١٣-	١٩٩٩٠-	الوسيط
٤٢٨٦٠١١٦	٣٠٣٩٥٣٢٧٤٤	المدى
٤١٣٨٠٧٦٠-	١٥٥٩٠٨٨٠-	أقل قيمة
١٤٧٩٣٥٥	٣٠٢٣٩٤١٨٦٤	أعلى قيمة
-	٣١٩٣٦٨٢٩٥١	الإجمالى
١٦٢	٧٠	العدد

جدول رقم (٥): الإحصاء الوصفي لصادفى عمليات الشراء والبيع لعامى ٢٠١٨ و ٢٠١٩

ويتضح من الجدول السابق أن نتيجة صافى المعاملات الداخلية خلال عام ٢٠١٩ هي البيع بمبلغ ٣١٩٣٦٨٢٩٥١ بينما كانت نتيجة صافى المعاملات الداخلية خلال عام ٢٠١٨ هي الشراء حيث بلغت ٢٩٢١٤١٧١٣ أى أن صافى مبيعات ٢٠١٩ يعادل ١١ ضعف من صافى مشتريات ٢٠١٨. وبإجراء إختبار t تبين معنوية هذا الفرق حيث تبلغ قيمة t (-٢,١٤٦٩) عند مستوى ثقة ٩٥%.

ويعرض الجدول التالى رقم (٦) نسبة كل من قيمة عمليات البيع الروتيني والبيع الإنتهازي ونسبة قيمة عمليات الشراء الروتيني والشراء الإنتهازي فى عامى ٢٠١٨ و ٢٠١٩ معا وفقا لمعيار التصنيف الخاص بتكرار التداول فى نفس الشهر لمدة سنتين متتاليتين فيكون التعامل روتيني وإلا إعتبر إنتهازيا وفقا لدراسة كوهين (٢٠١٢) والتي اتبعتها العديد من الدراسات الأخرى (Chung, Le & Shevlin, 2019; Lin et al., 2019; Fidrmuc et al., 2006; Aragon, Martin, & Shi, Z. 2019).

البيـع الروتينى	البيـع الانتهازى	الشـراء الروتينى	الشـراء الانتهازى
٤٣%	٥٧%	٣٧,٥%	٦٢,٥%

جدول رقم (٦): إجمالى نسبة البيع الروتيني والبيع الإنتهازي فى عامى ٢٠١٨ و ٢٠١٩

ويتضح من الجدول السابق أن نسبة التعاملات الداخلية التى تمثل البيع الروتيني ٤٣% (٥٢% وفقا لدراسة كوهين و ٤٢% وفقا لدراسة لين وآخرون) مقابل ٣٧,٥% الشراء الروتيني (٦٤% وفقا لدراسة كوهين و ١٠٠% وفقا لدراسة لين وراهول)، بينما تمثل نسبة البيع الإنتهازي ٥٧% (٤٨% وفقا لدراسة كوهين و ٥٨% وفقا لدراسة لين وراهول) مقابل نسبة ٦٢,٥% الشراء الإنتهازي (٣٦% وفقا لدراسة كوهين، ٢٠١٢) و صفر% وفقا لدراسة (لين وآخرون، ٢٠١٩).

ويعرض الجدول التالى رقم (٧) قيم مؤشر حقوق الأقلية للأعوام ٢٠١٨، ٢٠١٩ وفقا لما ورد عن البنك الدولي (البنك الدولي، ٢٠١٩).

المؤشر	٢٠١٩	٢٠١٨
مؤشر نطاق الإفصاح (١٠٠٠)	٨	٨
مؤشر نطاق مسؤولية أعضاء مجلس الإدارة (١٠٠٠)	٣	٣
مؤشر سهولة قيام المساهمين بإقامة الدعاوى (١٠٠٠)	٣	٣
مؤشر أنظمة نطاق تضارب المصالح (٣٠٠٠) (١)	١٤	١٤
مؤشر نطاق حقوق المساهمين (٦٠٠)	٥	٤
مؤشر نطاق الملكية و التنظيم (٧٠٠)	٦	٦
مؤشر نطاق شفافية الشركات (٧٠٠)	٦	٥
مؤشر نطاق الحوكمة وحقوق المساهمين (٢٠٠٠) (٢)	١٧	١٥
مؤشر قوة حماية حقوق الأقلية (٥٠٠٠) (٣) = (٢)+(١)	٣١	٢٩
درجة حماية حقوق الأقلية (١٠٠٠٠) (٤) = (٣) * ٢	٦٢	٥٨

جدول رقم (٧): مكونات مؤشر حماية حقوق الأقلية ونقاط المؤشر فى عام ٢٠١٨ و ٢٠١٩ وفقا لتقارير البنك الدولي ٢٠١٩

### ٣/٢/١/٣/٦ إختبارات الفروض والنتائج

تم إختبار مدى تأثير حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية على التعاملات الداخلية سواء المتعلقة بعمليات البيع أو الشراء الروتينية أو الإنتهازية.

أولاً: نتائج تحليل الإنحدار الخطى البسيط (بدون المتغيرات المعدلة) والمتعدد (بعد إدخال المتغيرات المعدلة)

١- الفرض الأول (١-١): "توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الإنتهازية".

تم إختبار مدى تأثير حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية بالتعاملات الداخلية للبيع الإنتهازى بإستخدام نموذج الإنحدار الخطى البسيط وكانت نتيجة الإختبار كما يلى:

<i>Regression Statistics</i>				
Adjusted R Square	0.449794			
	<i>Coefficients</i>	<i>P-value</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Intercept	-68.4684	0.00447	15.71504	0.001002
PMSlit	-2.806148	0.001002	-3.96422	0.001002

جدول رقم (٨) العلاقة بين حقوق الملكية وعمليات البيع الإنتهازى بدون المتغيرات المعدلة

وتشير نتائج تحليل الإنحدار السابقة إلى أن القدرة التفسيرية للنموذج ٤٨% وهذا يشير إلى أن قوة حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية تفسر ٤٨% من التغير فى قيمة عمليات البيع الإنتهازى. ويتضح من الجدول السابق أيضا وجود علاقة عكسية معنوية بين التعاملات الداخلية (البيع الإنتهازى) وحماية حقوق الأقلية حيث أن إشارة  $\beta_1$  سالبة، كما أن قيمة P تساوى ٠,٠٠١٠، أقل من ٠,٠٥، مما يثبت صحة الفرض الأول (١-أ)، كما أن قيمة P للنموذج ككل معنوي حيث أن معنوية قيمة F تساوى ٠,٠٠١٠، أقل من ٠,٠٥. وهذا يشير إلى أنه كلما زادت قوة حماية حقوق الأقلية فى ضوء الإلتزام بمكونات مؤشر حماية حقوق الأقلية والذى يتمثل فى مؤشر أنظمة نطاق تضارب المصالح ومؤشر نطاق الحوكمة وحقوق المساهمين والتي تمثل الخصائص المؤسسية كلما أدى ذلك إلى إنخفاض البيع الإنتهازى. وهذه النتيجة تشير إلى أهمية الخصائص المؤسسية فى حماية حقوق الأقلية والحد من البيع الإنتهازى.

**الفرض الأول (١-ب):** " لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الإنتهازية".

تم إعادة تشغيل نموذج الإنحدار المتعدد بعد إدخال المتغيرات المعدلة - المتمثلة في جودة عملية المراجعة وحجم الشركة- كما يتضح في الجدول رقم (٩). ويلاحظ أن القدرة التفسيرية للنموذج زادت من ٤٨% إلى ٧٦%. وأنه توجد علاقة عكسية بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية وعمليات البيع الإنتهازي وأن هذه العلاقة معنوية، كذلك توجد علاقة عكسية بين جودة عملية المراجعة وعمليات البيع الإنتهازي ولكنها غير معنوية حيث أن قيمة P تساوى ٠,٥٨ أكبر من ٠,٠٥ وكذلك توجد علاقة عكسية بين حجم الشركة وعمليات البيع الإنتهازي ولكنها أيضا غير معنوية حيث أن قيمة P تساوى ٠,٥٤ أكبر من ٠,٠٥، كما أن النموذج ككل معنويا حيث أن معنوية قيمة F تساوى صفر. وهذا يشير إلى أنه كلما زادت قوة مؤشر حماية حقوق الأقلية، وكلما زادت جودة عملية المراجعة وكلما زاد حجم الشركة كلما إنخفضت عمليات البيع الإنتهازي وأن المتغيرات المعدلة قد زادت من القدرة التفسيرية للتغير في قيمة تعاملات البيع الإنتهازية. وبالتالي قبول الفرض (١-ب) حيث أن العلاقة عكسية ولكنها ليست ذات دلالة إحصائية. وبالتالي فإنه كلما زاد حجم الشركة كلما كانت هناك حاجة أن تتم المراجعة بواسطة شريك لمكتب من المكاتب الكبار. وهذه النتائج تتفق مع نتائج دراسات

(Wu, 2016; Ali & Hirshleifer, 2017; Chronopoulos et al., 2019)

<i>Regression Statistics</i>				
Adjusted R Square	0.756708			
	<i>Coefficients</i>	<i>P-value</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Intercept	-112.857	0.040462	18.62499	0.0000
PMSIit*Size <sub>it</sub>	-0.68429	0.542295		
PMSIit*Big4Firms <sub>it</sub>	-0.50312	0.583916		
PMSIit	-4.594549	0.040473		

جدول رقم (٩) العلاقة بين حقوق الأقلية وعمليات البيع الروتيني بعد إدخال المتغيرات المعدلة

٢- الفرض الثاني (٢-أ): " توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية وتعاملات البيع الداخلية الروتينية".

تم إختبار تأثير حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية على التعاملات الداخلية للبيع الروتينى باستخدام نموذج الإنحدار الخطى المتعدد وكانت نتيجة الإختبار كما يلى:

<i>Regression Statistics</i>				
Adjusted R Square		0.03036		
	<i>Coefficients</i>	<i>P-value</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Intercept	16.40312	0.465295	0.027619	0.869053
PMSI <sub>lit</sub>	0.1201	0.869053		

جدول رقم (١٠) العلاقة بين حقوق الأقلية وعمليات البيع الروتينى قبل إدخال المتغيرات المعدلة

تشير نتائج تحليل الإنحدار البسيط السابقة قبل إدخال المتغيرات المعدلة فى الجدول رقم (١٠) إلى أن القدرة التفسيرية للنموذج منخفضة جدا تساوى ٣% والتي تفسر العلاقة بين حماية حقوق الأقلية وتعاملات البيع الروتينى الداخلية. ويتضح من الجدول السابق أيضا عدم وجود علاقة معنوية بين حماية حقوق الأقلية وتعاملات البيع الروتينى الداخلية حيث أن قيمة P تساوى ٠,٨ وهذه القيمة أكبر ٠,٥, ولكن هذا العلاقة علاقة طردية مما يثبت عدم صحة الفرض الثانى (٢-أ). وهذا يشير إلى أن زيادة قوة حماية حقوق الأقلية فى ضوء الإلتزام بمكونات مؤشر حماية حقوق الأقلية والذي يتمثل فى مؤشر أنظمة نطاق تضارب المصالح ومؤشر نطاق الحوكمة وحقوق المساهمين والتي تمثل الخصائص المؤسسية تؤثر على عمليات البيع الروتينى بشكل طردى ولكن غير معنوى. وهذه النتيجة تشير إلى أهمية للخصائص المؤسسية فى أن يكون إتجاه تعاملات البيع الداخلية روتينية والتي ليس من المطلوب الحد منها حيث أن الخطورة تكمن فى العمليات الإنتهازية وليست الروتينية. ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن مكونات مؤشر حقوق الأقلية ليست مصممة للحد من تعاملات البيع الروتينية ولذلك فإنه لم يثبت معنوية العلاقة بين حماية حقوق الأقلية وتعاملات البيع الداخلية الروتينية.



**الفرض الثانى (٢-ب):** " لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الروتينية"

فيما يلى نتائج تحليل الانحدار المتعدد كما يتضح فى الجدول رقم (١١). ويتضح بعد إدخال المتغيرات المعدلة أن القدرة التفسيرية للنموذج انخفضت بدرجة طفيفة من ٣% إلى ٢% وأن نموذج الانحدار ككل غير معنوى. وهذه النتيجة تشير إلى أنه لا يوجد علاقة معنوية بين حماية حقوق الأقلية وجودة عملية المراجعة وحجم الشركة من جانب وعمليات البيع الروتينية ولكن هذه العلاقة طردية مما يشير إلى أهمية وجود مكتب مراجعة شريك لمكاتب المراجعة الأربع الكبار فى أن تكون تعاملات الشراء الداخلية روتينية، كما يرتبط بزيادة حجم الشركة أن تكون تعاملات البيع الداخلية روتينية. وهذه هى نفس النتائج التى تم التوصل إليها قبل إدخال المتغيرات المعدلة. وبالتالي قبول **الفرض الثانى (٢-ب)**. وهذه النتائج تتفق مع نتائج دراسات (Wu, 2016; Ali & Hirshleifer, 2017; Chronopoulos et al., 2019)

<i>Regression Statistics</i>				
Adjusted R Square	0.02146			
	<i>Coefficient</i>		<i>Significance</i>	
	<i>s</i>	<i>P-value</i>	<i>F</i>	<i>F</i>
Intercept	0.91345	0.980032	0.768859	0.520516
PMSI <sub>it</sub>	0.129169	0.880889		
PMSI <sub>it</sub> *Big4Firms <sub>it</sub>	2.957884	0.551794		
PMSI <sub>it</sub> *Size <sub>it</sub>	0.455385	0.708401		

جدول رقم (١١) العلاقة بين حماية حقوق الأقلية وعمليات البيع الروتينية بعد إدخال المتغيرات المعدلة

**٣- الفرض الثالث (٣-أ):** " توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الروتينية والإنتهازية".

تم إختبار مدى تأثير حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية على تعاملات البيع الداخلية (الروتينية والإنتهازية) بإستخدام نموذج الإنحدار الخطى البسيط وكانت نتيجة الإختبار كما

<i>Regression Statistics</i>				
Adjusted R Square	0.999543			
	<i>Coefficients</i>	<i>P-value</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Intercept	2.382415	0.0000	109357.3	0.0000
PMSI <sub>lit</sub>	-0.03393	0.0000		

يتضح فى الجدول رقم (١٢) التالى:

جدول رقم (١٢) العلاقة بين حقوق الأقلية وإجمالى عمليات البيع الإنتهازى والروتينى قبل إدخال المتغيرات المعدلة

وتشير نتائج تحليل الإنحدار البسيط السابقة إلى أن القدرة التفسيرية للنموذج ٩٩% وهذا يشير إلى أن قوة حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والتي تفسر ٩٩% من التغير فى قيمة عمليات البيع (الإنتهازى والروتينى) معا. وهذه نسبة مرتفعة جدا. ويتضح من الجدول السابق أيضا معنوية النموذج ككل حيث أن مستوى المعنوية للنموذج  $F$  تساوى ٠,٠٠٠، ووجود علاقة عكسية معنوية بين حماية حقوق الأقلية والتعاملات الداخلية (البيع الإنتهازى والروتينى) حيث أن إشارة  $\beta_1$  سالبة، كما أنها معنوية حيث تبلغ قيمة  $P$  ٠,٠٠٠ أقل من ٠,٠٥، مما يثبت صحة الفرض الثالث (٣-أ). وهذا يشير إلى أنه كلما زادت قوة حماية حقوق الأقلية فى ضوء الإلتزام بمكونات مؤشر حماية حقوق الأقلية والذي يتمثل فى مؤشر أنظمة نطاق تضارب المصالح ومؤشر نطاق الحوكمة وحقوق المساهمين والتي تمثل الخصائص المؤسسية كلما أدى ذلك إلى إنخفاض تعاملات البيع الداخلية الإنتهازية والروتينية معا. وهذه النتيجة تشير إلى أهمية الخصائص المؤسسية فى حماية حقوق الأقلية والحد من تعاملات البيع الداخلية خاصة الإنتهازية.

**الفرض الثالث (٣- ب):** "لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الروتينية والإنتهازية".

ويلاحظ أنه بإدخال المتغيرات المعدلة فى النموذج والتي تتمثل فى جودة عملية المراجعة وحجم الشركة تبين عدم معنوية النموذج وعدم معنوية العلاقة بين حماية حقوق الأقلية والتعاملات الداخلية المتمثلة فى عمليات البيع الروتينية والإنتهازى معا وكذلك عدم معنوية العلاقة بين جودة عملية المراجعة وحجم الشركة من جانب وإجمالى عمليات البيع الروتينية والإنتهازى من جانب آخر، بالإضافة إلى أن القدرة التفسيرية للنموذج قد انخفض بدرجة كبيرة من ٩٩% إلى ٩%. ولكن جميع الإشارات الخاصة بالمعاملات  $\beta_1$ ,  $\beta_2$ ,  $\beta_3$  كانت سالبة مما يشير إلى أن العلاقة بين المتغير المستقل (حماية حقوق الأقلية) والمتغيرات المعدلة (جودة المراجعة وحجم الشركة) علاقة عكسية ولكنها جميعا غير معنوية وبالتالي **قبول الفرض الثالث (٣- ب)**. وهذه النتائج تتفق مع نتائج دراسات (Wu, 2016; Ali & Hirshleifer, 2017; Chronopoulos et al., 2019).

<i>Regression Statistics</i>				
Adjusted R Square	0.016875			
	<i>Coefficients</i>	<i>P-value</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Intercept	5.15682	0.737236	1.29179	0.287970937
PMSI <sub>it</sub>	-0.01436	0.980389		
PMSI <sub>it</sub> *Big4Firms <sub>it</sub>	-0.23501	0.88322		
PMSI <sub>it</sub> *Size <sub>it</sub>	-0.548794	0.186073		

جدول رقم (١٣) العلاقة بين حماية حقوق الأقلية وعمليات البيع الروتينية والإنتهازى بعد إدخال المتغيرات المعدلة

**٤- الفرض الرابع (٤- أ):** "توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات الشراء الداخلي الإنتهازى".

**الفرض الرابع (٤- ب):** "يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات الشراء الداخلي الإنتهازى".

تم إختبار مدى تأثر وحماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية بتعاملات الشراء الداخلية الإنتهازية بإستخدام نموذج الإنحدار الخطى البسيط قبل إدخال المتغيرات المعدلة وكانت نتيجة الإختبار كما يتضح فى الجدول (١٤) التالى:

Regression Statistics				
Adjusted R Square	0.087992			
			Significance	
	Coefficients	P-value	F	F
Intercept	-5.76599	0.489893	4.473347	0.041619
PMSI <sub>it</sub>	-0.59689	0.041619		

جدول رقم (١٤) العلاقة بين حماية حقوق الأقلية وعمليات الشراء الإنتهازى قبل إدخال المتغيرات المعدلة

وتشير نتائج تحليل الإنحدار البسيط السابقة إلى أن القدرة التفسيرية للنموذج ٩% وهذا يشير إلى أن حماية حقوق الأقلية من خلال الخصائص المؤسسية تفسر ٩% من التغير فى قيمة عمليات الشراء الإنتهازى. ويتضح من الجدول السابق أيضا وجود علاقة عكسية معنوية بين التعاملات الداخلية (الشراء الإنتهازى) وحماية حقوق الأقلية حيث أن إشارة  $\beta_1$  سالبة، كما أنها معنوية حيث أن قيمة P تساوى ٠,٠٤ وهى أقل من ٠,٠٥. مما يثبت صحة الفرض الرابع (٤-أ). وهذا يشير إلى أنه كلما زادت قوة حماية حقوق الأقلية فى ضوء الإلتزام بمكونات مؤشر حماية حقوق الأقلية والذى يتمثل فى أنظمة نطاق تضارب المصالح ومؤشر نطاق الحوكمة وحقوق المساهمين والتي تمثل الخصائص المؤسسية كلما أدى ذلك إلى إنخفاض الشراء الإنتهازى. وهذه النتيجة تشير إلى أهمية الخصائص المؤسسية فى حماية حقوق الأقلية والحد من الشراء الإنتهازى.

ويلاحظ أنه بإدخال المتغيرات المعدلة فى النموذج والتي تتمثل فى جودة عملية المراجعة وحجم الشركة تبين معنوية النموذج ومعنوية العلاقة بين حماية حقوق الأقلية والتعاملات الداخلية المتمثلة فى تعاملات الشراء الإنتهازى الداخلى وكذلك معنوية العلاقة بين جودة عملية المراجعة وحجم الشركة من جانب وإجمالى تعاملات الشراء الإنتهازى الداخلى من جانب آخر، بالإضافة إلى أن القدرة التفسيرية للنموذج قد ارتفعت بدرجة كبيرة من ٩% إلى ٧٩%. ولكن جميع الإشارات الخاصة بالمعاملات  $\beta_1$ ,  $\beta_2$ ,  $\beta_3$  كانت سالبة مما يشير إلى أن العلاقة بين المتغير التابع (تعاملات الشراء الإنتهازى) والمتغيرات المعدلة (جودة المراجعة وحجم الشركة) علاقة عكسية وجميعا معنوية. وبالتالي رفض الفرض الرابع (٤-ب). وتشير هذه النتائج إلى أهمية حماية حقوق الأقلية

من تعاملات الشراء الإنتهازية من خلال الإهتمام بجودة عملية المراجعة خاصة فى ضوء صعوبة أن تتم عملية المراجعة بواسطة شريك لمكاتب المحاسبة والمراجعة الأربع الكبار نتيجة إرتفاع تكلفة أتعاب المراجعة خاصة بالنسبة للشركات صغيرة الحجم والتي تشير النتائج إلى أنها الأكثر عرضة لعمليات الرشاء الإنتهازى. وهذه النتائج تتفق مع نتائج دراسات (Wu, 2016; Ali & Hirshleifer, 2017; Chronopoulos et al., 2019). ويوضح الجدول التالى رقم (١٥) هذه النتائج:

<i>Regression Statistics</i>				
Adjusted R Square	0.792675			
	<i>Coefficients</i>	<i>P-value</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Intercept	-41.5027	0.0000	46.88	0.0000
PMSI <sub>it</sub>	-1.279744	0.0000		
PMSI <sub>it</sub> *Big4Firms <sub>it</sub>	-0.57254	0.0152		
PMSI <sub>it</sub> *Size <sub>it</sub>	-1.463525	0.0000		

جدول رقم (١٥) العلاقة بين حماية حقوق الأقلية وعمليات الشراء الإنتهازى بعد إدخال المتغيرات المعدلة.

٥- اختبار الفرض الخامس (٥-أ): " توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية و تعاملات الشراء الداخلى الروتينى".

تم إختبار العلاقة بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية و تعاملات الشراء الداخلية (الروتينية) بإستخدام نموذج الإنحدار الخطى البسيط وكانت نتيجة الإختبار كما يلى:

<i>Regression Statistics</i>				
Adjusted R Square	0.004691			
Standard Error	2.798278			
Observations	188			
	<i>Coefficients</i>	<i>P-value</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Intercept	18.69161	0.001591	1.881351	0.171833
PMSI <sub>it</sub>	0.26918	0.171833		

جدول رقم (١٦) العلاقة بين حماية حقوق الأقلية تعاملات الشراء الروتينى قبل إدخال المتغيرات المعدلة.

وتشير نتائج تحليل الإنحدار البسيط السابقة إلى أن القدرة التفسيرية للنموذج ١% وهذا يشير إلى أن حماية حقوق الأقلية من خلال الخصائص المؤسسية تفسر ١% من التغير في قيمة عمليات الشراء الروتينى. ويتضح من الجدول السابق أيضا وجود علاقة طردية غير معنوية بين التعاملات الداخلية (الشراء الروتينى) وحماية حقوق الأقلية حيث أن إشارة  $\beta_1$  موجبة، ولكنها ليست معنوية حيث تبلغ قيمة  $P$  وكذلك قيمة  $F$  تساوى ٠,١٧ وهى أكبر من ٠,٠٥ مما يثبت عدم صحة الفرض الخامس (٥-أ) حيث أن العلاقة طردية ولكنها ليست معنوية. وهذه النتيجة تشير إلى عدم وجود أهمية للخصائص المؤسسية فى الحد من عمليات الشراء الروتينى والتي ليس من المطلوب الحد منها حيث أن الخطورة تكمن فى العمليات الإنتهازية وليست الروتينية.

اختبار الفرض الخامس (٥-ب): " لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية وتعاملات الشراء الداخلى الروتينى".

تم إختبار أثر جودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية وتعاملات الشراء الداخلى الروتينى بإستخدام نموذج الإنحدار الخطى المتعدد وكانت نتيجة الإختبار كما يلى:

<i>Regression Statistics</i>				
Adjusted R Square	0.569418			
	<i>Coefficients</i>	<i>P-value</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Intercept	9.292472	0.024177	83.43183	0.0000
PMSI <sub>it</sub>	0.13084	0.3211		
PMSI <sub>it</sub> *Big4Firms <sub>it</sub>	2.40063	0.0000		
PMSI <sub>it</sub> *Size <sub>it</sub>	0.57229	0.0000		

جدول رقم (١٧) العلاقة بين حماية حقوق الأقلية تعاملات الشراء الروتينى بعد إدخال المتغيرات المعدلة.

يلاحظ أن القدرة التفسيرية للنموذج قد ارتفعت من ١% إلى ٥٧% وأن العلاقة المعنوية الوحيدة كانت بين حماية حقوق الأقلية وحجم الشركة. كما أن معنوية النموذج ككل قد تحولت من غير

معنوى إلى معنوى. مما يشير إلى أنه كلما زاد حجم الشركة كلما أدى ذلك إلى أن يكون إتجاه تعاملات الشراء الداخلية تتجه نحو التعاملات الروتينية. وتشير النتائج إلى العلاقة الطردية بين باقى المتغيرات المستقلة والمعدلة وتعاملات الشراء الداخلية الروتينية.

٦- اختبار فرض الدراسة السادس (٦-أ): "توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات الشراء الداخلية الروتينية والإنتهازية". تم إختبار مدى تأثير وحماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية بتعاملات الشراء الداخلية باستخدام نموذج الإنحدار الخطى البسيط وكانت نتيجة الإختبار:

<i>Regression Statistics</i>				
Adjusted R Square	0.00506			
			<i>Significance</i>	
	<i>Coefficients</i>	<i>P-value</i>	<i>F</i>	<i>F</i>
Intercept	18.43703	0.000457	2.139106	0.144993
PMSI <sub>lit</sub>	-0.25563	0.144993		

جدول رقم (١٨) العلاقة بين حماية حقوق الأقلية وعمليات الشراء الروتينية والإنتهازى قبل إدخال المتغيرات المعدلة.

وتشير نتائج تحليل الإنحدار البسيط السابقة إلى أن القدرة التفسيرية للنموذج أقل من ١% وهذا يشير إلى أن حماية حقوق الأقلية من خلال الخصائص المؤسسية تفسر ١% من التغير فى قيمة عمليات البيع الإنتهازى. ويتضح من الجدول السابق أيضا وجود علاقة عكسية غير معنوية بين التعاملات الداخلية (الشراء الروتينية والإنتهازى) وحماية حقوق الأقلية حيث أن قيمة P تساوى ٠,١٤ أكبر من ٠,٠٥ مما يثبت عدم صحة الفرض السادس. وهذا يشير إلى أن العلاقة بين زيادة قوة حماية حقوق الأقلية فى ضوء الإلتزام بمكونات مؤشر حماية حقوق الأقلية والتي تمثل الخصائص المؤسسية وإتجاه التعاملات الداخلية المتمثلة فى عمليات الشراء الروتينية والإنتهازى معا علاقة عكسية. وبإدخال المتغيرات المعدلة إلى نموذج الإنحدار سنتغير معنوية النموذج كما سيتضح فيما يلى.

<i>Regression Statistics</i>				
Adjusted R Square	0.4216			
	<i>Coefficients</i>	<i>P-value</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>

Intercept	14.48525	0.0006	55.42499	0.0000
PMSI <sub>it</sub>	-0.2529	0.0424		
PMSI <sub>it</sub> *Big4Firms <sub>it</sub>	-2.05906	0.0000		
PMSI <sub>it</sub> *Size <sub>it</sub>	-0.461586	0.0000		

جدول رقم (١٩)

العلاقة بين حماية حقوق الأقلية وعمليات الشراء الروتينية والانتهازي بعد إدخال المتغيرات المعدلة.

اختبار فرض الدراسة السادس (٦- ب): "لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص تعاملات الشراء الداخلية الروتينية والانتهازية". تم اختبار هذا الفرض باستخدام نموذج الإنحدار المتعدد وتبين أن القدرة التفسيرية للنموذج قد زادت من ١% إلى ٤٢% وهي زيادة كبيرة جدا. كما أن العلاقة بين حماية حقوق الأقلية وحجم الشركة وجودة عملية المراجعة من جانب تعاملات الشراء الداخلية الانتهازية والروتينية علاقة عكسية معنوية مما يشير إلى رفض فرض الدراسة (٦- ب).

وتشير نتائج إختبارات الفروض السابقة إلى أهمية حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية والذي يتمثل في أنظمة نطاق تضارب المصالح ومؤشر نطاق الحوكمة وحقوق المساهمين والتي تنعكس على الحد من التعاملات الداخلية بشكل عام والانتهازية بشكل خاص سوا كانت تلك التعاملات تتعلق بالتعاملات الداخلية لعمليات البيع أو الشراء. ولكن هذه الأهمية تزدرد في حالة التعاملات الداخلية الانتهازية سواء لعمليات البيع أو الشراء وتزادا في حالة عمليات البيع الانتهازي عنه في حالة عمليات الشراء الانتهازي. وكانت أكثر النماذج معنوية في تفسير العلاقة بين مؤشر حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية والتعاملات الداخلية النموذج الأول المتعلق بعمليات البيع الانتهازي. وهذه النتيجة تشير إلى أن مؤشر حماية حقوق الأقلية يؤدي الهدف المطلوب بدرجة كبيرة في الحد من التلاعبات الانتهازية خاصة لعمليات البيع. وعليه يجب أن تستمر إدارة البورصة المصرية والهيئة العامة للرقابة المالية في دعم مؤشر حماية حقوق الأقلية للحفاظ على هذه الحقوق والحد من تلاعب المساهمين المسيطرين خصوصا في ضوء إتجاهات البيع الانتهازي التي زادت في قطاع الأدوية في عام ٢٠١٩ وما لهذا القطاع من دور هام يتعلق بتوفير الرعاية الصحية والأدوية اللازمة للمواطنين وهذا هو الأخطر في هذه الحالة. حيث تزداد



أهمية هذا القطاع مقارنة بباقي القطاعات لإرتباطه بصحة المواطنين ولا يمكن السماح بأى حال من الأحوال بالتلاعب باستثمارات المساهمين الأقلية والآثار الإجماعية والإقتصادية السلبية المرتبطة بذلك على الشركات والسوق والمجتمع.

ويمكن تلخيص نتائج نموذج الإنحدار البسيط (قبل إدخال المتغيرين المعدلين) ونموذج الإنحدار المتعدد (بعد إدخال المتغيرين المعدلين) فى الجدول التالى:

التعليق	بعد إدخال المتغيرين المعدلين			بدون إدخال المتغيرين المعدلين			المتغيرات
	نوع العلاقة	معنوية العلاقة P-Value	معاملات المتغيرات $\beta$	نوع العلاقة	معنوية العلاقة P-Value	معاملات المتغيرات $\beta$	
قبول الفرض	نتيجة اختبار فرض الدراسة الأول (أ- 1): "توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الإنتهازية".						
قبول الفرض	نتيجة اختبار فرض الدراسة الأول (ب- 1): "لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الإنتهازية".						
لم يتغير إتجاه أو معنوية العلاقة	عكسية معنوية	0.040473	4.594549-	عكسية معنوية	0.001002	-2.806148	PMSIit
-----	عكسية غير معنوية	0.583916	-0.50312	-----	-----	-----	PMSIit*Big4Firmsit
-----	عكسية غير معنوية	0.542295	-0.68429	-----	-----	-----	PMSIit*Sizeit
زادت القدرة التفسيرية للنموذج			0.756708			0.449794	Adjusted R Square
لم تتغير معنوية النموذج	النموذج ككل معنوى	0.0000	18.62499	النموذج ككل معنوى	0.001002	15.71504	F-test
رفض الفرض	نتيجة اختبار فرض الدراسة الثانى (أ- 2): "توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية تعاملات البيع الداخلية الروتينية".						
قبول الفرض	نتيجة اختبار فرض الدراسة الثانى (ب- 2): "لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الروتينية".						
لم يتغير اتجاه أو معنوية العلاقة	طردية غير معنوية	0.880889	0.129169	طردية غير معنوية	0.869053	0.1201	PMSIit
-----	طردية غير معنوية	0.551794	2.957884	-----	-----	-----	PMSIit*Big4Firmsit

-----	طردية غير معنوية	0.708401	0.455385	-----	-----	-----	PMSIit*Sizeit	
انخفضت القدرة التفسيرية للمنموذج بدرجة ضعيفة			0.02146			0.03036	Adjusted R Square	
لم تتغير معنوية النموذج	النموذج ككل غير معنوى	0.520516	0.768859	النموذج ككل غير معنوى	0.869053	0.027619	F-test	
قبول الفرض	نتيجة اختبار فرض الدراسة الثالث (أ-٣): " توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الروتينية والإنتهازية".							
قبول الفرض	نتيجة اختبار فرض الدراسة الثالث (ب-٣): "لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الروتينية والإنتهازية"							
تغيرت معنوية العلاقة	عكسية غير معنوية	0.980389		عكسية معنوية	0.0000	0.03393-	PMSIit	
-----	عكسية غير معنوية	0.88322		-----	-----	-----	PMSIit*Big4Firmsit	
-----	عكسية غير معنوية	0.1860	-0.54879	-----	-----	-----	PMSIit*Sizeit	
انخفضت القدرة التفسيرية للمنموذج بدرجة كبيرة			0.087992			0.999552	Adjusted R Square	
تغيرت معنوية النموذج من معنوى إلى غير معنوى	النموذج ككل غير معنوى	0.287970	1.29179		0.0000	109357.3	F-test	
قبول الفرض	نتيجة اختبار فرض الدراسة الرابع(٤- أ): "توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات الشراء الداخلي الإنتهازى".							
رفض الفرض	نتيجة اختبار فرض الدراسة الرابع (٤- ب): " لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات الشراء الداخلي الإنتهازى".							
	عكسية		1.279744-	عكسية	0.041619	-0.59689	PMSIit	0.0000

	معنوية			معنوية					
	عكسية معنوية			-----	-----	-----	PMSIit*Big4Firmsit	0.0152	0.5725
	عكسية معنوية	0.0000	1.46355-	-----	-----	-----	PMSIit*Sizeit		
زادت القدرة التفسيرية للمنموذج بدرجة كبيرة			0.792675			0.087992	Adjusted R Square		
لم تتغير معنوية النموذج	النموذج ككل معنوى	0.0000	46.88	النموذج ككل معنوى	0.041619	4.473347	F-test		
رفض الفرض	أ): "توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص نتيجة اختبار فرض الدراسة الخامس (٥-). المؤسسية وتعاملات الشراء الداخل الروتينى".								
رفض الفرض	نتيجة اختبار فرض الدراسة الخامس (٥- ب): "لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية وتعاملات الشراء الداخلي الروتينى".								
لم تتغير معنوية العلاقة	طردية غير معنوية			طردية غير معنوية	0.171833	0.26918	PMSIit	0.131519	0.13
	طردية غير معنوية			-----	-----	-----	PMSIit*Big4Firmsit	0.318919	2.40
	طردية معنوية			-----	-----	-----	PMSIit*Sizeit	0.039828	0.57
زادات القدرة التفسيرية للمنموذج بدرجة كبيرة			0.569418			0.004691	Adjusted R Square		
تغيرت معنوية النموذج من غير معنوى إلى معنوى	معنوى	0.0000	83.43183	غير معنوى	0.171833	1.881351	F-test		
رفض الفرض	نتيجة اختبار فرض الدراسة السادس (٦- أ): "توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات الشراء الداخلية الروتينية والإنتهازية".								
قبول الفرض	نتيجة اختبار فرض الدراسة السادس (٦- ب): "لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص تعاملات الشراء الداخلية الروتينية والإنتهازية".								
تغيرت العلاقة من غير	عكسية			عكسية	0.144993	-0.25563	PMSIit	0.0424	-0.2

معنوية إلى معنوية.	معنوية			غير معنوية					
تغيرت العلاقة من غير معنوية إلى معنوية.	عكسية معنوية			-----	-----	-----	PMSIit*Big4Firmsit	0.0000	-2.00
تغيرت العلاقة من غير معنوية إلى معنوية.	عكسية معنوية			-----	-----	-----	PMSIit*Sizeit	0.0000	-0.46
زادت القدرة التفسيرية للنموذج بدرجة كبيرة جدا			0.4216			0.00506	Adjusted R Square		
تغيرت معنوية النموذج من غير معنوى إلى معنوى	0.0000	55.42499		النموذج ككل غير معنوى	0.144993	2.139106	F-test		

## ٧- النتائج والتوصيات والدراسات المستقبلية

## ١/٧ النتائج

- ١- تحقق التعاملات الداخلية الإنتهازية سواء المرتبطة بعمليات البيع أو الشراء عوائد غير عادية بينما لا ينتج عن التعاملات الداخلية الروتينية أية عوائد غير عادية.
- ٢- يزيد متوسط قيمة عمليات البيع الداخلية فى شركات قطاع الأدوية المسجلة فى سوق الأوراق المالية فى عام ٢٠١٩ عن عام ٢٠١٨ بما يعادل ٢٢٧% تقريبا وهو فرق جوهري عند مستوى ثقة ٩٥%.
- ٣- ينخفض متوسط قيمة عمليات الشراء الداخلية فى شركات قطاع الأدوية المسجلة فى سوق الأوراق المالية فى عام ٢٠١٩ عن عام ٢٠١٨ بما يعادل ٠,٠٤% تقريبا وهذا الفرق غير معنوى عند مستوى ثقة ٩٥%.
- ٤- تزيد نسبة إجمالى التعاملات الداخلية الإنتهازية فى شركات قطاع الأدوية المسجلة فى سوق الأوراق المالية فى عامى ٢٠١٨ و ٢٠١٩ عن نسبة التعاملات الداخلية الروتينية حيث بلغت نسبة البيع الإنتهازى ٥٧% مقابل ٤٣% البيع الروتينى. بينما تبلغ نسبة الشراء الإنتهازى ٦٢,٥% فى عام ٢٠١٩ مقابل ٣٧,٥% الشراء الروتينى فى عام ٢٠١٨.
- ٥- تمثلت نتيجة المعاملات الداخلية لشركات قطاع الأدوية المسجلة فى سوق الأوراق المالية المصرى فى عام ٢٠١٩ صافى مبيعات بينما كانت نتيجة المعاملات الداخلية لهذه الشركات فى عام ٢٠١٨ صافى مشتريات وبلغت صافى مبيعات ٢٠١٩ ما يعادل ١١ ضعف من صافى مشتريات ٢٠١٨.
- ٦- صحة الفرض الأول (١-أ) بأنه: "توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الإنتهازية".
- ٧- صحة الفرض الأول (١-ب) "لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية فى ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الإنتهازية". وقد زادت القادرة التفسيرية للنموذج بدرجة كبيرة بعد إدخال المتغيرات المعدلة (حجم الشركة وجودة عملية المراجعة).
- ٨- تعتبر جودة عملية المراجعة وحجم الشركة محددات هامة فى الحد من عمليات البيع الإنتهازى حيث تشير النتائج إلى وجود علاقة عكسية بين جودة عملية المراجعة وحجم الشركة من جانب وعمليات البيع الإنتهازى من جانب آخر.

- ٩- تبين صحة الفرض الدراسة الثاني (٢-أ): بأنه "توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية تعاملات البيع الداخلية الروتينية".
- ١٠- تبين عدم صحة الفرض الثاني (٢-ب) بأنه: "لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الروتينية".
- ١١- توجد علاقة طردية غير معنوية بين جودة عملية المراجعة وحجم الشركة من جانب وعمليات البيع الروتينية من جانب آخر.
- ١٢- تبين صحة الفرض الثالث (٣-أ) بأنه: "توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية (الروتينية والإنتهازية معا)".
- ١٣- تبين صحة الفرض الثالث (٣-ب) بأنه: "لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات البيع الداخلية الروتينية والإنتهازية".
- ١٤- توجد علاقة عكسية غير معنوية بين قوة حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية وجودة عملية المراجعة وحجم الشركة من جانب وعمليات البيع الداخلية الروتينية والإنتهازية من جانب آخر.
- ١٥- تبين صحة الفرض الرابع (٤-أ) بأنه: "توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات الشراء الداخلي الإنتهازى".
- ١٦- تبين عدم صحة الفرض الرابع (٤-ب) بأنه: "لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات الشراء الداخلي الإنتهازى". وقد زادت القدرة التفسيرية للنموذج بدرجة كبيرة بعد إدخال المتغيرات المعدلة من ٩% إلى ٧٩%.
- ١٧- توجد علاقة عكسية غير معنوية بين قوة حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية وجودة عملية المراجعة وحجم الشركة من جانب وعمليات البيع الداخلية الشراء الداخلي الإنتهازى من جانب آخر.

١٨- تبين عدم صحة الفرض الخامس (٥- أ) بأنه: "توجد علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية وتعاملات الشراء الداخلي الروتيني".

١٩- عدم صحة الفرض الخامس (٥- ب) بأنه: "لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية وتعاملات الشراء الداخلي الروتيني". وقد زادت القدرة التفسيرية للنموذج بدرجة كبيرة بعد إدخال المتغيرات المعدلة من ١% إلى ٥٧%.

٢٠- توجد علاقة طردية غير معنوية بين قوة حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية وجودة عملية المراجعة وحجم الشركة من جانب وتعاملات الشراء الداخلي الروتيني من جانب آخر.

٢١- تبين عدم صحة الفرض السادس (٦- أ) بأنه: "توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية والحد من تعاملات الشراء الداخلية الروتينية والانتهازية".

٢٢- تبين صحة الفرض السادس (٦- ب) بأنه: "لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية لجودة عملية المراجعة وحجم الشركة على العلاقة بين حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص تعاملات الشراء الداخلية الروتينية والانتهازية". وقد زادت القدرة التفسيرية للنموذج بدرجة كبيرة بعد إدخال المتغيرات المعدلة من ١% إلى ٤٢%.

٢٣- توجد علاقة عكسية معنوية بين قوة حماية حقوق الأقلية في ضوء الخصائص المؤسسية وجودة عملية المراجعة وحجم الشركة من جانب والحد من تعاملات الشراء الداخلية الروتينية والانتهازية" من جانب آخر.

## ٢/٧ التوصيات

١- على الهيئة العامة للرقابة المالية وإدارة البورصة المصرية تطوير مؤشر ملائم لحماية حقوق الأقلية في حالة التعاملات الداخلية الخاصة بعمليات الشراء الانتهازية حيث أن المؤشر الحالي بمكوناته الفرعية أكثر ملاءمة للتعاملات الداخلية الخاصة بعمليات البيع الانتهازية.



- ٢- يجب تطوير مؤشرات قياس للتمييز بين التعاملات الداخلية الروتينية والتعاملات الداخلية الإنتهازية وإختبار جودتها في الحد من التعاملات الداخلية الإنتهازية نظرا للآثار السلبية المترتبة عليها.
- ٣- على إدارة البورصة المصرية محاسبة الشركات التي لا تفصح عن جميع البيانات المتعلقة بالتعاملات الداخلية حيث أنه بمراجعة موقع مباشر مصر تبين عدم الإفصاح عن كل البيانات التي تتعلق بالتعاملات الداخلية مثل من قام بالتداول وأسعار إتمام الصفقة وذلك على الرغم من كل التنظيمات والتعديلات في القوانين التي صدرت في هذا الصدد.
- ٤- على إدارة البورصة المصرية والهيئة العامة للرقابة المالية إلزام الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية بشكل عام والشركات المسجلة في القطاعات الأكثر أهمية مثل قطاع الرعاية الصحية والأدوية وغيرها والى التي يرتفع بها نسبة التعاملات الداخلية الإنتهازية بقيام منشآت المحاسبة والمراجعة ذات الشراكة مع إحدى منشآت المحاسبة والمراجعة الأربع الكبار بمراجعة القوائم المالية لهذه الشركات للحد من أية تلاعبات إنتهازية أخرى وإكتشافها. والتأكد من جودة عملية المراجعة بالنسبة للشركات صغيرة الحجم التي لا تستطيع تحمل أتعاب عملية المراجعة المرتفعة بواسطة شريك من مكاتب المحاسبة والمراجعة الأربع الكبار.

### ٣/٧ الدراسات المستقبلية

- ١- أثر حماية حقوق الأقلية على العلاقة بين مستويات الاستثمار والتدفقات النقدية، أثر حماية حقوق الأقلية على العلاقة بين مستويات الاستثمار وقيمة الشركة.
- ٢- أثر هيكل الملكية على حماية حقوق الأقلية، أثر جودة نظام الحوكمة على التعاملات الداخلية على الأسهم، محددات التعاملات الداخلية على الأسهم والآثار المترتبة عليها.

## المراجع

### أولاً: مراجع باللغة العربية:

بنك إستثمار شعاع ( ٢٠١٩). ٥,٥ مليار سهم إجمالي التعاملات الداخلية بشركات البورصة فى عام ٢٠١٩. القاهرة: شعاع للأوراق المالية مصر.

الهيئة العامة للرقابة المالية (٢٠١٦). الدليل المصرى لحوكمة الشركات (الإصدار الثالث). القاهرة: مركز المديرين المصرى.

الهيئة العامة للرقابة المالية (٢٠١٨). الدليل الإسترشادى لحماية حقوق الأقلية فى الشركات المساهمة. القاهرة: البورصة المصرية.

البنك الدولى (٢٠١٩). تقرير قياس أنظمة أنشطة الأعمال. مجموعة البنك الدولى. متاح على:

<https://arabic.doingbusiness.org/ar/methodology/protecting-minority-investors>

<https://www.doingbusiness.org/en/custom-query>

### ثانياً: مراجع باللغة الإنجليزية:

Adhikari, Binay, Agrawal, Anup, and Sharma, Bina. (2019). Does litigation risk deter insider trading? Evidence from universal demand laws. SSRN Working Paper: <https://ssrn.com/abstract=3404720>

Ali, U., & Hirshleifer, D. (2017). Opportunism as a firm and managerial trait: Predicting insider trading profits and misconduct. *Journal of Financial Economics*, 126(3), 490-515.

- Al- Nasser A., A., Abdallah, W., & Saad, M. (Forthcoming). Institutional characteristics, investment sensitivity to cash flow and Tobin's q: Evidence from the Middle East and North Africa region. *International Finance*.
- Aragon, G. O., Martin, J. S., & Shi, Z. (2019). Who benefits in a crisis? Evidence from hedge fund stock and option holdings. *Journal of Financial Economics*, 131(2), 345-361.
- Agyemang, O. S., Osei-Effah, M., Agyei, S. K., & Gatsi, J. G. (2019). Country-level corporate governance and protection of minority shareholders' rights. *Accounting Research Journal*. 32(3), 532-555
- Asthana, S., Khurana, I., & Raman, K. K. (2019). Fee competition among Big 4 auditors and audit quality. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52(2), 403-438.
- Ayuba, H., Bambale, A. J. A., Ibrahim, M. A., & Sulaiman, S. A. (2019). Effects of Financial Performance, Capital Structure and Firm Size on Firms' Value of Insurance Companies in Nigeria. *Journal of Finance, Accounting & Management*, 10(1), 57-74.
- Bartkus, G., Belicka, D., Civilka, M., Conac, P. H., Teichmann, C., Lambooy, T., & Hannigan, B. (2018). Study on minority shareholders protection. *Study on Minority Shareholders Protection Publications Office of the European Union*.
- Basak, S., Chabakauri, G., & Yavuz, M. D. (2019). Investor protection and asset prices. *The Review of Financial Studies*, 32(12), 4905-4946.

- Chronopoulos, D. K., McMillan, D. G., Papadimitriou, F. I., & Tavakoli, M. (2019). Insider trading and future stock returns in firms with concentrated ownership levels. *The European Journal of Finance*, 25(2), 139-154.
- Chung, S. G., Goh, B. W., Lee, J., & Shevlin, T. (2019). Corporate tax aggressiveness and insider trading. *Contemporary Accounting Research*, 36(1), 230-258.
- Cohen, L., Malloy, C., & Pomorski, L. (2012). Decoding inside information. *The Journal of Finance*, 67(3), 1009-1043.
- Kim, C., Wang, K., & Zhang, L. (2019). Readability of 10- K reports and stock price crash risk. *Contemporary accounting research*, 36(2), 1184-1216. Kurtulan, G. (2017).
- Lakonishok, J., & Lee, I. (2001). Are insider trades informative?. *The Review of Financial Studies*, 14(1), 79-111.
- Lennox, C., & Li, B. (2019). When Are Audit Firms Sued for Financial Reporting Failures and What Are the Lawsuit Outcomes?. *Contemporary Accounting Research*.
- Lin, Z., Sapp, T. R., Ulmer, J. R., & Parsa, R. (2019). Insider trading ahead of cyber breach announcements. *Journal of Financial Markets*, 100527.
- Miloş, M. C., & Miloş, L. R. (2019). Investor protection and stock market development. Empirical approach on the European Union case. *Juridical Tribune Journal= Tribuna Juridica*, 9(1), 113-125.

- Minority Shareholder Protection in Cross-Border Mergers: A Must for or an Impediment to the European Single Market?. *European Business Organization Law Review*, 18(1), 101-121.
- Wang, Y. (2018). The Evolutionary Analysis on the Expropriation of Large Shareholders on Minority Shareholders. *International Conference on Frontier Computing*. Springer, Singapore.1298-1305.
- Wu, C. C., & Yang, T. H. (2018). Insider Trading and Institutional Holdings in Seasoned Equity Offerings. *Journal of Risk and Financial Management*, 11(3), 53-67.
- Wu, W. (2019). Information asymmetry and insider trading. *Fama-Miller Working Paper*, 13-67.