

# رؤية المهتمين بالشركات المساهمة السعودية حول تنظيم إعادة شراء الشركات لأسهمها: دراسة ميدانية

د. عبدالرحمن بن محمد الرزين  
رئيس قسم المحاسبة  
كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

## ملخص

يوفر هذا البحث توثيقاً لعدد من التجارب الدولية، ومسحا لرؤية عدد من قطاعات المجتمع السعودي المهتمة بالشركات المساهمة (المدراء الماليون، والمستثمرون ومدراء المحافظ الاستثمارية، والأكاديميون) حول موضوع إعادة شراء الشركات لأسهمها وذلك للتعرف على وجهة نظرهم حول المبررات المقبولة لقيام الشركات بإعادة اقتناء أسهمها من المساهمين والتنظيمات والقيود اللازمة لكي يتم ذلك بأسلوب يفيد المساهمين الباقين في الشركة، وبطريقة لا تسمح للمتنفذين الداخليين من استغلال هذه الوسيلة لصالحهم. وقد وثق البحث رغبة كل فئات المجتمع المشمولة بالدراسة في السماح للشركات بشراء أسهمها، وأن هناك مبررات مقبولة لذلك، على رأسها الوفاء بخيارات حقوق شراء الأسهم وإعطاء إشارات مطمئنة للسوق بأن السهم يتداول بأقل من قيمته العادلة. كما بين البحث أن أنسب أسلوب لإعادة الشراء وإعادة الإصدار من وجهة نظر عينة البحث هو الشراء من السوق المفتوح (نظام تداول) مقارنة بالأساليب الأخرى. ويرى أفراد العينة أن صلاحية الموافقة على الشراء ينبغي أن تكون بيد الجمعية العمومية للشركة خلافاً للمدراء الماليين الذين يريدون أن تكون الصلاحية بيد مجلس الإدارة. أما عن حد الشراء الأمثل فهو من وجهة نظر العينة يتراوح بين ١٠% و ٢٠% من أسهم الشركة. ويرى أفراد العينة أن أهم ضوابط إعادة الشراء من خلال نظام تداول هو منع الشركة من أن يكون طلبها هو المفتوح للسوق، وأن تضع أمر شراء يتجاوز أعلى من طلب سابق من طرف آخر خلال يوم التداول. ويرى أفراد العينة أن السماح للشركات بإعادة شراء أسهمها ينبغي أن يصاحبه منع للمستفيدين الداخليين من التعامل في أسهم الشركة فترة تنفيذ الخطة. ويجب على الشركة أن تتخذ خطة الشراء بأسرع وقت ممكن. وذلك خلال ستة أشهر من تاريخ إقرار الخطة. وأبدى أفراد العينة الرغبة في إعطاء الشركة المرونة الكافية في التصرف في الأسهم المشتراه سواء بالإلغاء أو إعادة الإصدار لأي غرض كان وفي أي وقت. ويؤيد المشاركون وضع ضوابط لإعادة الإصدار من خلال نظام تداول أهمها منع الشركة من التأثير على سعر الإقبال بوضع أوامر في نهاية جلسة التداول. ويعطي المدراء موافقة أقل قوة من غيرهم على وضع ضوابط للبيع. وأخيراً يؤيد المشاركون إلزام الشركات بعدد من عناصر الإفصاح المصاحبة لعملية إعادة الشراء على رأسها الإفصاح عن أسباب إعادة الشراء، والكمية المزمع إعادة شرائها، وكيفية تمويل إعادة الشراء.

**The perception of parties interested in Saudi Corporations about organizing stock repurchase: an empirical study**

**Abstract**

The present research offers a documentation of international experience with stock repurchase and a survey of different groups interested in Saudi listed companies (i.e., financial officers, investors, portfolio managers, and academicians) about the legalization of corporate stock repurchases. The research seeks answers about the acceptable rationales for repurchase; the suitable rules to: make repurchase serve the interests of investors, limit the insiders abuse of repurchase. This research found that the sample support a decision to allow companies to repurchase their shares, and their agreement about the acceptable reasons such as fulfilling the stock options, and signaling the market that the share is traded under its fair value. The repurchase and re issue should be through the open market (Tadawul system). The sample agreed that the authority to approve share repurchase plan should be in the hand of the company's general assembly. The buying limit in view of the research sample should be within 10%-20% of the company's traded shares. The most important rule for repurchase through Tadawul is to prohibit company from opening the market or to put a purchase price higher than a preceding independent bid. The repurchase plan should be executed while insider restrain from any transaction in company's socks. The sample agree that the company should execute the plan in the shortest period possible, which was six moths. The sample allows the companies to do what ever it decide to deal with repurchased stock either to cancel it or re issue it. The research documents that the sample agreed to the suggested rule for re issuance of repurchased shares, the most important of which is to prohibit the company from affecting the closing price. Finally the research sample agreed about the disclosures accompanying repurchase, especially the reasons for repurchase, the planned repurchased quantity, and how to finance repurchase.

## رؤية المهتمين بالشركات المساهمة حول تنظيم إعادة شراء الشركات لأسهمها في المملكة العربية السعودية: دراسة استطلاعية

### مقدمة

تقوم الشركات المساهمة على أساسين تطبيقيين هما اقتصاديات الحجم وانفصال الملكية عن الإدارة، حيث تقوم تلك الشركات بجمع مبالغ من مساهمين متعددين ومستقلين، ويتم إدارتها بواسطة مجلس إدارة يمثل هؤلاء المساهمين، والذي يقوم بدوره بتعيين طاقم الإدارة التنفيذي للشركة. وغالبا لا توجد علاقة مباشرة بين المساهمين وإدارة الشركة. وتكون وسيلة الاتصال الرئيسية بين الإدارة والمساهمين عن طريق التقارير الدورية (الربعية والسنوية) إضافة إلى اجتماع الجمعية العمومية. وفي غالب الحالات (إن لم يكن دائما) فإن التقارير السنوية واللقاءات لا توصل جميع معلومات الشركة إلى المساهمين سواء منهم الحاليون أو المرتقبون، مما يوجد شيئا من عدم التوازن في المعلومات المتاحة للطرفين في غير صالح المستثمرين وهو ما يعرف باصطلاح (information asymmetry). وحينما يتم السماح للشركات بإعادة شراء أسهمها فإن جوهر المشكلة يأتي من امتلاك المتنفذين الداخليين (والذين يملكون في الغالب عددا من أسهم الشركة) لمعلومات ليست متاحة للعموم، مما يؤدي إلى قيام الجهات المسؤولة عن تنظيم الشركات المساهمة وأسواق المال بوضع قوانين تحد من سلبيات قيام الشركات بإعادة شراء أسهمها، حماية لمصالح عامة المستثمرين والمتعاملين في السوق. وقد أثبتت بعض الدراسات ارتفاع نسبة ملكية المتنفذين الداخليين لأسهم الشركات التي تقوم بإعادة شراء أسهمها بالمقارنة مع الشركات التي لا تقوم بذلك ( Raad and Wu, 1995; Li

and McNally, 2007). ويؤكد ضرورة تنظيم إعادة شراء الشركات لأسهمها ما تثبته الدراسات الميدانية من أن بعض المتنفذين يقومون بشراء أسهم الشركة لمحافظتهم الخاصة قبل قيام الشركة بالإعلان عن إعادة شراء أسهمها الذي يؤدي في الغالب إلى ارتفاع سعر السهم وقيام أولئك المتنفذين ببيع أسهمهم التي ارتفعت أسعارها نتيجة قيام الشركة بإعادة الشراء ( Raad and Wu, 1995). إضافة إلى ذلك فإن مدراء الشركات قد يقومون بإعادة الشراء للوفاء بالحقوق التي يملكونها والتي تمكنهم من شراء أسهم الشركة بسعر محدد، حيث يقومون بإعادة الشراء بحجة الوفاء بتلك الحقوق والمحافظة على مستوى ربحية السهم ( McCarthy, 1999; Oliver and Moffeit, 2000; Kahle, 2002; Dixon et., al., 2008)، ولكن هذا الإجراء يوجد طلبا إضافيا على أسهم الشركة يؤدي إلى ارتفاع سعرها إلى مستوى يغري المدير بممارسة حقه في الشراء بسعر محدد ثم بيعها بسعر يفوق ذلك يحقق به ربحا في عملية قد لا تكون في مصلحة المساهمين.

وفي ظل هذه البيئة يأتي التساؤل: ما المبررات المقبولة لقيام الشركات بإعادة اقتناء أسهمها من المساهمين؟ وإذا كان هناك إقرار من ذوي العلاقة والاهتمام بالشركات بوجود أسباب مقبولة تبرر تمكين الشركات من إعادة شراء أسهمها، وإذا مكنتها القوانين من ذلك، فما التنظيمات والقيود اللازمة لكي يتم ذلك بأسلوب يفيد المساهمين الباقين في الشركة، وبطريقة لا تسمح للمتنفذين الداخليين من استغلال هذه الوسيلة لصالحهم، وما مدى

### الدراسات السابقة

يوجد كم هائل من الدراسات السابقة في الدول الأخرى والتي تناولت عملية قيام الشركات بإعادة شراء أسهمها، ولكن من زاوية أثر الشراء على السوق. ويتم ذلك بتجليل الأثر على سعر سهم الشركة الذي يسببه قيام الشركة بإعادة شراء جزء من أسهمها على السوق. أما الدراسات التي اهتمت باستجلاء آراء من لهم علاقة بالموضوع وبخاصة المدراء الماليين والمستثمرين، والذين تمثل آراؤهم الأساس لوضع أي تنظيم لهذه العملية، فهي قليلة نسبياً، وتتركز مثل سابقتها في أمريكا. ولا توجد أي دراسات على حد علم الباحث تتعلق بعملية تنظيم عملية إعادة الشراء. وعليه سيقوم الباحث بمراجعة التنظيمات الدولية لإعادة شراء الأسهم في القسم الذي يلي مراجعة الدراسات السابقة للتعرف على تلك التنظيمات ثم استخلاص ما يمكن أن يكون منطلقاً لوضع نظام لإعادة شراء الشركات لأسهمها في المملكة وتضمينه في استبانة البحث.

من أحدث الدراسات التي حاولت تلخيص الأسباب التي تدفع الشركة إلى القيام بإعادة شراء جزء من أسهمها تلك التي قام بها ( Dixon et., al., 2008 ) حيث قاموا بتوزيع استبانة على عينة من المدراء الماليين في الشركات الكبرى البريطانية للتعرف على دوافع شراء الشركة لأسهمها، حيث احتوت الاستبانة على أربعة عشر سبباً محتملاً لقيام الشركات بشراء أسهمها. وقد وجد الباحثون أن أهم سبب في نظر المدراء الماليين هو تحقيق أفضل مزج لمصادر التمويل التي تتنوع بين أدوات حقوق الملكية والدين، يليه رغبة الشركة في إعادة النقدية الزائدة عن الحاجة إلى المساهمين، ثم تحسين ربحية السهم. وقد كان أقل الأسباب أهمية هو رغبة الشركة في إبعاد مساهم معين، يسبقه رغبة الشركة في الظهور الإعلامي.

إمكانية الاستفادة من التجارب الدولية لتنظيم إعادة شراء الشركات لأسهمها؟ تساؤلات يطرحها هذا البحث على عينة من المدراء الماليين، والمستثمرين والأكاديميين للتعرف على رؤيتهم حول جوانب هذا الموضوع.

وتأتي أهمية هذا البحث من كونه يمثل أساساً علمياً لسن أنظمة لتقنين عملية اقتناء الشركات لأسهمها، حيث أنه في الوقت الحالي لا يسمح نظام الشركات السعودي للشركات باقتناء أسهمها إلا إذا كانت الشركة تنوي إلغاءها نهائياً، أو كانت ضمن صفقة شراء لمنشأة أخرى تملك أسهماً في الشركة المشتريتها لها. ولا يخفى على القارئ الدعوات المتكررة من قبل الأفراد والشركات للسماح للشركات المساهمة السعودية باقتناء أسهمها (انظر على سبيل جريدة الرياض، ١٤٢٩).

وتتمثل أهداف البحث في سعيه للتعرف على وجهة نظر ذوي العلاقة بالشركات المساهمة حول عدة جوانب متعلقة بقيام الشركات بإعادة شراء أسهمها، والأساليب التنظيمية المصاحبة لذلك، ومن أهمها:

١. أسباب قيام الشركات المساهمة بإعادة شراء أسهمها.
٢. حجم وأساليب وتوقيت الشراء المتوقع.
٣. الضمانات اللازمة للاستخدام الأمثل لإعادة شراء الأسهم فيما يحقق مصلحة مساهمي الشركة.
٤. الإفصاحات المصاحبة لعمليات إعادة شراء الأسهم.

وسوف يتم تحقيق أهداف البحث عن طريق استبقاء آراء مجموعة من ذوي الاهتمام بهذا الموضوع وهم تحديدًا المدراء الماليون للشركات المساهمة، والمستثمرون في سوق الأسهم، والأكاديميون.

سعر سهم الشركة إلى ما دون قيمته العادلة، وهذا الإجراء يعطي إشارة إلى السوق بهذا الاعتقاد حيث تملك الشركة فهما لواقعها يؤهلها لتقدير قيمتها العادلة أفضل من تقدير السوق لذلك. يلي ذلك عدم وجود استثمارات مجددة لاستثمار النقدية الفائضة في الشركة. وقد أشار المنراء في سؤال عام عن دوافع شراء الأسهم إلى اعتقادهم أن الدافع الرئيسي لإعادة شراء الأسهم رغبة الشركة في تعظيم مصلحة المساهمين. وكشفت تلك الدراسة عن أن الشركات تستخدم في الغالب النقدية المتوفرة لديها لتمويل إعادة الشراء، في حين أن بعض الشركات (١٩% تقريبا) تقترض لتمويل إعادة الشراء. ومما يثير الاهتمام في دراسة ( Baker et., al., 2003) اعتراف المدراء الماليين بعدم شرائهم لكل الكمية التي أعلنت عنها الشركة (٦٢% من عينة الدراسة).

#### التنظيمات الدولية لقيام الشركات بإعادة شراء أسهمها

الولايات المتحدة الأمريكية:  
ترجع أول محاول موقفة لتدخل الدولة في عملية شراء الشركات لأسهمها إلى القضية المرفوعة من قبل SEC ضد شركة Georgia-Pacific. وملخص هذه القضية أن شركة جورجيا باسيفيك كانت في أوائل السنينات الميلادية نشطة في شراء الشركات الأخرى، وكانت الشركة تدفع ثمن الصفقة في شكل أسهم في شركة جورجيا لملاك الشركات المشترية تساوي ثمن الشراء، وعليه فقد كانت عقود الشراء تحدد عدد الأسهم المصدرة لملاك الشركات المشترية بناء على السعر السوقي لسهم شركة جورجيا في فترة تداول معينة. وحتى تقلل شركة جورجيا عدد الأسهم المصدرة لهؤلاء الملاك فإنها تعتمد إلى رفع تلك القيمة السوقية في وقت

وفي البيئة الأمريكية، قام ( Block, 2006) باستجلاء آراء المدراء الماليين لعينة من كبريات الشركات الأمريكية للتعرف على دوافع الشركات لشراء أسهمها. وقد وجد الباحث أن الشركات الأمريكية تستخدم إعادة الشراء بديلا عن التوزيعات النقدية، وذلك لاعتقادهم أن السوق لا يتوقع تكرار إعادة الشراء مثل توقعه لتكرار التوزيعات النقدية، والتزام الشركة بذلك. أما الدافع الثاني لإعادة شراء الأسهم فهو الوفاء بشهادات حقوق شراء الأسهم للمدراء والموظفين بدلا من إصدار أسهم جديدة تؤدي إلى زيادة عدد الأسهم المتداولة والتي بدورها تؤثر سلباً على ربحية السهم. أما السبب الثالث فهو محاولة الإدارة لإرسال إشارات إيجابية للسوق تؤكد أن السهم يتداول بأقل من قيمته العادلة. وقد كان أقل الدوافع أهمية هو استخدام إعادة الشراء وسيلة لمواجهة محاولات السيطرة على الشركة. وحول أسلوب الشراء المناسب، وجد الباحث أن الغالبية العظمى (٨٧,٦%) من المجيبين تفضل أسلوب الشراء من السوق المفتوح. وعن الفترة التي تمضيها الشركة في عملية شراء أسهمها، تبين من البحث أن أغلب الشركات تنفذ خططها خلال سنة من تاريخ إعلانها. ولا ترى أغلبية العينة تعارضا بين قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها وبين قيامها باستثمارات أخرى، أي أن إعادة شراء الأسهم ليست بديلا عن الاستثمارات الأخرى وإنما هي أحد الاستخدامات المناسبة للنقدية المتوفرة عند الشركة.

ومن ضمن الدراسات التي حاولت التعرف على أسباب شراء الشركات لأسهمها تلك التي قام بها ( Baker et., al., 2003)، حيث قاموا بسؤال المدراء الماليين لعينة من الشركات الأمريكية التي قامت بإعادة شراء جزء من أسهمها عن الأسباب التي دفعتهم لإعادة شراء أسهم الشركة. وقد كان السبب الرئيسي من وجهة نظر المدراء الماليين هو اعتقادهم بانخفاض

أوقات انخفاض الأسهم لدعم سيولة السوق مقابل تساهل الهيئة في تطبيق القوانين المصاحبة لعمليات الشراء وبخاصة ما يتعلق بتوقيت الصفقات ( Cook et. Al., 2003). إضافة إلى ذلك فليس كل عملية تتم خارج هذه القاعدة تعد مخالفة لنظام الأوراق المالي، وذلك لاختلاف خصائص الشركات.

وفي المقابل فإن هذه القاعدة لا تحمي الشركات التي تتعامل في أسهم نفسها من المساءلة القانونية لو قامت بشراء أسهمها في حالة توفر معلومات داخلية إيجابية تؤثر على أسهمها. إضافة إلى ذلك فإن قاعدة 10b-18 لا تحمي الشركة من المساءلة القانونية إذا تبين أن اتباع الشركة لمتطلبات القاعدة كان شكليا وتبين من النظر إلى مجمل الحقائق والظروف المحيطة أن عملية الشراء اكتتفها التلاعب بسعر السهم. وحتى عام ٢٠٠٣ لم يكن هناك متطلبات إفصاح عن خطط الشراء من السوق المفتوحة، وإن كانت معظم الشركات تعلن عن خططها لشراء أسهمها ( Oded, 2005)، إضافة إلى أنه لا يشترط إفصاحات عن عمليات الشراء الفعلية ( Kracher and Johnson, 1997).. وقد تم تعديل ذلك اعتبارا من عام ٢٠٠٤، حيث يجب على الشركة الإفصاح عن عمليات الشراء في تقاريرها الربعية والسنوية ( 10-Q and 10-K) عن كميات الشراء الشهرية ومتوسط سعر الشراء ( Kim et., al., 2005 )

#### متطلبات القاعدة 10b-18 Rule :

تشير قاعدة 10b-18 إلى أن الشركة لا تتهم بمخالفتها لمتطلبات قانون الأوراق المالية الصادر عام ١٩٣٤م وخاصة القاعدة 10b-5 بسبب طريقة أو توقيت أو تسعير أو كمية أوامر شراء أسهمها من السوق المفتوح إذا اتبعت الشروط الآتية:

إتمام الصفقات وذلك عن طريق شراء أسهم الشركة من السوق المفتوح مما يؤدي إلى زيادة الطلب على سهم الشركة ومن ثم يرتفع سعر السهم إلى المستوى المرضي للشركة. وكان ل SEC ما أرادت حيث حدثت المحكمة من نشاط شركة جورجيا- باسيفيك في شراء أسهمها من السوق المفتوح. وقد أدت هذه القضية إلى أن يطلب الكونجرس من SEC أن تضع توجيهات لعملية شراء الشركات لأسهمها. وبعد ما يزيد على اثنتي عشرة سنة من المداولات أصدرت SEC في عام ١٩٨٢ القاعدة 10b-18 الاختيارية التي تعطي للشركات منطقة أمان من القضايا القانونية المتعلقة بتهمة التلاعب بسعر السهم إذا قامت الشركة باتباع هذه القاعدة. وتهدف هذه القاعدة إلى تقليل أثر إعادة شراء الشركة لأسهمها على السعر السوقي للسهم، وذلك بما يسمح بأن تحدد قوى السوق سعر السهم من غير تأثير مفتعل من الشركة. ( SEC, 2003 )

ويتم تطبيق القاعدة ( 10b-18) على طلبات الشراء والشراء نفسه للأسهم العادية من قبل الشركة المصدرة بالإضافة إلى العمليات المنفذة من الغير لصالحها. ولا تشمل هذه القاعدة العمليات التي تتم خلال سعي شركة للانضمام مع شركات أخرى، أو السيطرة على شركات أخرى.

هذه القاعدة تعطي للشركة ما يسمى بالمنطقة الآمنة (safe harbor)، وهو ما يعني أن الشركة في حال اتباعها لمتطلبات هذه القاعدة فإنها تحصل على حماية من رفع قضايا ضدها بتهمة التلاعب بسعر سهم الشركة سواء في سعر الشراء نفسه أو توقيته. وهي قاعدة اختيارية وليست إجبارية (Cook et. Al., 2003). ويتعدى الأمر مجرد كونها اختيارية إلى أن هيئة تداول الأوراق المالية الأمريكية تحت صراحة الشركات على شراء أسهمها في

عندما تقوم هي بشراء أسهمها ( Cook et. Al., 2003). ولكن تؤكد هيئة الأوراق المالية الأمريكية على أن الشركة التي تمارس عمليات شراء أسهمها في ظل وجود معلومات إيجابية مهمة غير منشورة ليست في مأمن من تطبيق القاعدة المعروفة ب ( Rule 10b-5) والمتعلقة بعملية الغش في تعاملات الأسهم.

ويعتقد بعض الباحثين ( Cook et. Al., 2003) صعوبة إثبات مدى التزام الشركات بمتطلبات القاعدة 10b-18. ولذلك يبقى التساؤل مفتوحاً أمام عدم وجود قضايا مرفوعة ضد الشركات فيما يتعلق بشرائها لأسهمها: هل هو بسبب اتباعها لتعليمات القاعدة المشار إليها أعلاه، أم لصعوبة إثبات اتباع الشركة لهذه التعليمات من عدمه.

وفي دراسة ميدانية لمدى تطبيق الشركات الأمريكية لمتطلبات القاعدة 10b-18 أثبتت أن Cook et. Al. (2003) أثبتت أن الشركات الأمريكية لا تطبق فعلاً القاعدة بحذافيرها، بل إنه من بين ٥٤ شركة لم يطبق القاعدة فعلاً إلا شركتين فقط. ومن أبرز النتائج التي توصل إليها كوك وزملاؤه أن الشركات يزداد شراؤها للأسهم وتزداد مخالفتها لتعليمات القاعدة في أوقات نزول الأسعار.

قوانين إعادة شراء الأسهم في دول أخرى:

لا تتوفر معلومات إلكترونية كثيرة عن قوانين الدول المختلفة بخصوص إعادة شراء الأسهم. وسوف يتم في هذا القسم من البحث محاولة تلخيص ما تم الحصول عليه من معلومات عن تلك القوانين في بعض الأسواق العالمية الرئيسية إضافة إلى ما يتوفر من معلومات عن الأسواق الإقليمية.

أولاً: طريقة الشراء: يجب أن تستخدم الشركة وسيطاً واحد لتنفيذ عمليات الشراء في اليوم الواحد. ويهدف هذا الشرط إلى عدم إشعار السوق بأن هناك نشاطاً واسعاً في التعامل في أسهم الشركة من قبل المتعاملين في السوق.

ثانياً: توقيت الشراء وكمياته وتسعيه:

١. ألا يتم الشراء عن طريق أكثر من وسيط واحد في اليوم الواحد. ويمكن الشراء مباشرة عن طريق شبكة الاتصالات الإلكترونية.  
٢. ألا يكون أمر الشراء هو المفتوح للسوق.  
٣. ألا يتم وضع أي أمر شراء في العشر دقائق الأخيرة من يوم عمل السوق. أما الشركات الصغيرة فلا يجوز وضع أي أمر شراء في النصف ساعة الأخيرة من عمل السوق.

٤. ألا يتجاوز سعر الشراء الأكبر من: أعلى سعر شراء معلن في السوق من مشتري آخر أو أعلى آخر سعر بيع.

٥. كمية الشراء المجزأة (أقل من ١٠٠٠٠ سهم للصفقة الواحدة. انظر Jones, 2004: p.89) يجب ألا يتجاوز مجموعها في يوم واحد الأكبر من صفقة واحدة أو عدة صفقات نمطية (مضاعفات ١٠٠) تبلغ قيمتها ٢٥% من متوسط كمية التداول في الأسابيع الأربعة السابقة.

ومع أن إعادة شراء الشركة لأسهمها يمكن تصنيفه ضمن عمليات الأشخاص المتنفذين في الشركة (insiders) على اعتبار أن الشركة التي تشتري أسهمها من السوق من الممكن أن يكون لديها معلومات ليست منشورة، إلا أن القوانين الأمريكية لم تطبق نفس متطلبات المتنفذين على الشركة نفسها

كندا:

ومما يتميز به القانون الكندي اعتبار شراء ذوي العلاقة بالشركة من ضمن عمليات شراء الشركة لأسهمها من حيث وجوب إبلاغ السوق المالية بقرارهم شراء أسهم الشركة قبل القيام بأي عملية شراء. ويشترط القانون الكندي بعض الشروط المتعلقة بتنفيذ عملية الشراء منها:

١. الحصول على موافقة مجلس الإدارة (لايشترط القانون الكندي الحصول على موافقة الجمعية العمومية للشركة).
٢. يجب ألا يتعدى سعر الشراء لأي طلب سعر الشراء السابق لأي طلب مستقل عن الشركة، وذلك حتى لا تتهم الشركة بمحاولة رفع سعر السهم لأي سبب كان.
٣. لا يحق للشركة عضل اتفاقات خارج السوق ما لم تكن جزءا من عملية شراء الكميات المستثناة ذات الحجم الكبير (Block purchase)
٤. يجب أن تتم جميع عمليات الشراء عن طريق السوق المفتوحة.
٥. لا يجوز أن يقوم السمسار بطلب أسهم الشركة التي سيقوم هو بعرض نفس الأسهم للبيع، أي ألا يبيع السمسار من مخزونه من أسهم الشركة.
٦. لا يجوز القيام بعمليات الشراء خلال وجود طلب رسمي لشراء أسهم الشركة في عملية سيطرة.
٧. يجب على الشركة الإفصاح عن أي معلومات جوهرية قبل القيام بأي عملية شراء.
٨. يجب ألا تتعدى كمية الشراء في اليوم الواحد الأكبر من ٢٥% من حجم التداول في ذلك اليوم أو ١٠٠٠ سهم. ويستثنى من ذلك عملية الشراء ذات الحجم الكبير (block purchase)، حيث يجوز أن تقوم الشركة بمثل هذه العملية

مع المحاولات المبذولة للتقارب مع القوانين السارية في أمريكا ( Hughes and Hewat, 2007) إلا أن القانون الكندي يتميز بخصائص أخرى (TSX, 2009)، أهمها اشتراط موافقة السوق المالية على خطة الشراء. إضافة إلى ذلك يوجب القانون الكندي على الشركات الراغبة في إعادة الشراء أن تصدر نشرة إعلامية تحدد فيها عدد الأسهم المرغوب إعادة شرائها، وطريقة التصرف في الأسهم المشتراة، وأسباب إعادة الشراء. ويمكن للشركة أن تبدأ عملية الشراء بعد الحصول على موافقة السوق المالية أو إصدار نشرتها الإعلامية أيهما يحدث أخيرا، على أن يتم الشراء خلال مدة لا تتجاوز السنة من تاريخ أول عملية شراء. ومن أبرز اشتراطات القانون الكندي أن ينص طلب الترخيص بالشراء على عدد الأسهم التي سيتم شراؤها وليس مجرد الحد الأقصى لما يمكن شراؤه. كما يجب على الشركات توفير معلومات عن أي عمليات شراء سابقة تمت خلال الاثني عشر شهرا السابقة لعملية الشراء الجديدة، تتضمن عدد الأسهم التي تم شراؤها، ومتوسط سعر الشراء. ومن مميزات القانون الكندي التقارير الدورية التي يشترطها على الشركات المشتريّة. فهو يشترط أن تقدم الشركة تقريرا للسوق المالية خلال عشرة أيام من نهاية أي شهر تتم فيه عملية شراء حتى لو تم الشراء بطريق غير السوق المالية. ويتضمن هذا التقرير عدد الأسهم المشتراة في ذلك الشهر ومتوسط سعر شرائها، وماذا تم بشأن الأسهم المشتراة: هل ألغيت أم لا تزال باقية في الشركة لإصدارها مستقبلا. وتقوم السوق المالية بنشر مثل هذه المعلومات دوريا للعموم. ويجب أن تظهر هذه المعلومات في التقارير الربعية والسنوية للشركة، وأي نشرات أخرى تصدرها الشركة.



٥. يجب على الشركة تقديم تقرير تفصيلي عن خطة الشراء إلى السوق المالية. كما يجب عليها تقديم تقرير فوري في نهاية كل يوم تتم فيه عمليات الشراء.

٦. لا يجوز لأي شخص له علاقة بقرار إعادة شراء الشركة لأسهمها أن يتعامل في أسهمه بيعا أو شراءً خلال فترة تنفيذ خطة الشركة لإعادة شراء أسهمها.

#### بريطانيا:

لم يتم السماح للشركات بإعادة شراء أسهمها إلا في بداية الثمانينات الميلادية (Shirley, 1997). ويسمح قانون الشركات البريطاني للشركات بإعادة شراء أسهمها بطريقتين: من السوق المفتوحة وتسمى (on market repurchase)، والثانية من خارج السوق وذلك بالعرض على المساهمين بسعر محدد أو بالمزايدة، وتسمى هذه الطريقة (off market repurchase). ومما يميز به القانون البريطاني عن بقية القوانين هو إلزامه للشركات المشتريّة بإلغاء الأسهم المشتراه نهائيا (Dixon et., al., 2008). ووفقا للقانون البريطاني، فإنه يجب على الشركة المشتريّة الحصول على موافقة الجمعية العمومية على خطة الشراء، وإبلاغ السوق المالية بالخطة فور الموافقة عليها، كما يجب إبلاغ السوق المالية فوراً بكامل تفاصيل الكميات المشتراه يومياً. ومن ضمن اشتراطات القانون البريطاني ما يلي (Kim et., al., 2005):

١. يجب تنفيذ خطة الشراء خلال ١٨ عشر شهرا من موافقة الجمعية العامة. وإذا لم تقم الشركة بشراء كامل الكمية المخطط لها خلال تلك المدة فيجب عليها الحصول على موافقة جديدة من الجمعية العمومية.

مرة واحدة في الأسبوع، على ألا تتم أي عملية شراء أخرى في نفس اليوم الذي تمت فيه عملية الحجم الكبير.

٩. لا يجوز أن تتعدى كمية الشراء التي تتم خلال اثني عشر شهرا من أول عملية شراء ١٠% من الأسهم المتداولة. كما لا يجوز خلال شهر واحد إعادة شراء أكثر من ٢% من أسهم الشركة المتداولة.

١٠. لا يجوز أن يكون طلب الشركة هو المفتوح للسوق في أي يوم، كما لا يجوز وضع أي طلب في الثلاثين دقيقة الأخيرة قبل إقفال السوق.

١١. يجب أن تتم عمليات الشراء من خلال سمسار واحد.

#### اليابان:

تم السماح للشركات اليابانية بإعادة شراء أسهمها اعتبارا من عام ١٩٩٤م (Kim et., al., 2005). وفي وقت إقرار النظام تم اشتراط موافقة الجمعية العمومية على خطة إعادة الشراء. إلا أن هذا الشرط ألغي في عام ١٩٩٧، بحيث يكفي موافقة مجلس الإدارة على خطة الشراء. ويضع القانون الياباني عددا من الشروط التفصيلية لإعادة الشراء يمكن تلخيصها فيما يلي:

١. لا يجوز الشراء في أي يوم بسعر أعلى من سعر الإغلاق في اليوم السابق ليوم الشراء.
٢. لا يجوز وضع أي طلب شراء خلال النصف ساعة الأخير من يوم عمل السوق.
٣. لا يجوز القيام بأي عمليات شراء خلال الأسبوع السابق لنهاية السنة المالية.
٤. لا يجوز شراء أكثر من ٢٥% من متوسط كمية التداول اليومية خلال الشهر السابق ليوم الشراء.

بنفس معاملة أي طرف آخر بنوي السيطرة على شركة أخرى. ويتضمن قانون السيطرة الألماني شروطا معقدة تجعل الشركات في ألمانيا تستخدم فقط طريقة الشراء من السوق المفتوحة.

فرنسا:

لم يتم السماح للشركات الفرنسية بإعادة شراء أسهمها إلا في عام ١٩٩٨ (Kim et., al., 2005; Ginglinger and Hamon, 2009). وقد تضمن القانون الفرنسي عددا من الاشتراطات لقيام الشركات بإعادة شراء أسهمها، يمكن تلخيصها فيما يلي:

١. يجب الحصول على موافقة الجمعية العمومية على خطة الشراء.
٢. يجب الحصول على موافقة السوق المالية على خطة الشراء.
٣. يجب ألا تتعدى الكمية المخطط لشراؤها ١٠% من أسهم الشركة المتداولة.
٤. لا يجوز أن يكون طلب الشركة هو المفتوح أو المقفل للسوق في أي يوم شراء.
٥. في أي يوم يتم فيه الشراء، لا يجوز وضع طلب شراء يزيد عن أعلى سعر سجل في يوم الشراء، كما لا يجوز وضع طلب شراء يقل عن أقل سعر سجل في ذلك اليوم.
٦. لا يجوز شراء أكثر من ٢٥% من متوسط الكمية المسجلة في السوق لسهم الشركة خلال الأيام الثلاثة السابقة للشراء.
٧. لا يجوز تنفيذ أي عمليات شراء خلال الخمسة عشر يوما السابقة لإعلان الشركة لتقريرها السنوي، أو خلال وجود معلومات لدى الشركة

٢. لا يجوز أن تتعدى الكمية المخطط لشراؤها ١٥% من أسهم الشركة المتداولة.

٣. لا يجوز الشراء بسعر يزيد عن متوسط سعر الخمسة أيام السابقة ليوم الشراء بأكثر من ٥%.

٤. لا يجوز أن تقوم الشركة بأي عملية شراء خلال فترة الحظر على تعاملات المتفذين الداخليين وذوي العلاقة، والتي عادة تسبق الإعلان عن القوائم المالية للشركة.

ألمانيا:

تم السماح للشركات بإعادة شراء أسهمها في ألمانيا اعتبارا من عام ١٩٩٨م (Druke et., al., 2002). وتتخصص اشتراطات القانون الألماني لشراء الأسهم فيما يلي:

١. موافقة الجمعية العمومية للشركة على إعادة الشراء.
٢. الحد الأقصى لعدد الأسهم المشتراة ١٠% من أسهم الشركة المتداولة.
٣. لا يجوز أن تتعدى قيمة الشراء رصيد الأرباح المحتجزة.
٤. أن تتم إعادة الشراء خلال ١٨ شهرا من موافقة الجمعية العمومية.
٥. يجب أن تحدد الجمعية العمومية الحد الأعلى والحد الأدنى لسعر الشراء.
٦. يجب الإعلان للعموم عن خطة الشراء من خلال وكالة الأنباء الألمانية الرسمية.

ويسمح القانون الألماني للشركات بالشراء من السوق المفتوحة أو عن طريق العرض بسعر محدد أو بالمزايدة خارج السوق. إلا أن مما يميز القانون الألماني هو تطبيقه لقانون السيطرة على الطريقة الثانية للشراء، حيث يعامل الشركة المشتري

باشتراطه حصول الشركة على موافقة جمعيتها العمومية غير العادية على إعادة الشراء بعد حصولها على موافقة هيئة سوق المال. كما يضع سقفا زمنيا لتنفيذ خطة إعادة الشراء حيث يشترط على الشركات تنفيذ الخطة خلال مدة لا تتجاوز ستة أشهر من تاريخ موافقة الجمعية العامة غير العادية للشركة على الخطة. وإضافة إلى شروط عامة أخرى فإن قواعد إعادة الشراء تتضمن ما يلي:

١. ألا تزيد قيمة الأسهم المعاد شراؤها عن الأرباح المحتجزة القابلة للتوزيع.
٢. ألا تكون لدى الشركة خسائر متراكمة (مفهوم من الشرط الأول).
٣. ألا يكون على الشركة التزامات قائمة عاجزة عن سدادها.
٤. ألا يكون على الشركة دعاوى قضائية يتوقع أن تؤثر سلبا وبصورة جوهرية على مركزها المالي.

إضافة إلى ذلك فإن القواعد تضع حدودا إجرائية على عملية إعادة الشراء بعضها خاضع لتقدير الشركة مثل إمكانية عجزها عن سداد التزامات قائمة، وبعضها قابل للتحديد مثل اشتراط عدم انخفاض رأس المال المصدر عن الحد الأدنى حسب القانون، وعدم انخفاض نسبة الأصول الجارية إلى الخصوم الجارية عن ١٥٠٪، أو انخفاض نسبة حقوق المساهمين إلى الالتزامات طويلة الأجل عن ١٠٠٪.

ومما توجهه القواعد العمانية إيجابا الشركات على إعادة إصدار أسهمها المشتراة خلال سنة من تاريخ اكتمال إعادة الشراء مع إمكانية التمديد لسنة أخرى من خلال الجمعية العامة غير العادية. كما تمنع تلك القواعد الشركات من القيام بعملية إعادة شراء أخرى بعد اكتمال للخطة الأولى إلا بعد عامين على الأقل من تنفيذ

يتوقع أن تؤثر معنويا على السوق.

٨. يجب على الشركة الإقصاص عن الكميات المشتراة خلال سبعة أيام من تاريخ الشراء.
٩. يجب على المتفذين الداخليين إعلام السوق المالية شهريا بالكميات التي باعوها للشركة.

ومع وجود هذه الاشتراطات، إلا أن التطبيق العملي لها في فرنسا يبدو أقل من المطلوب، حيث أثبت (Ginglinger and Hamon, 2009) مخالفة الشركات الفرنسية لمتطلبات قانون إعادة الشراء. فعلى سبيل المثال وجد الباحثان أن ما يقارب ٧٩% من الشركات المشتريّة خلال فترة الدراسة خالفت حدود الكميات القصوى للشراء. إضافة إلى ذلك، فإن ما يقارب ٢٠% من الشركات المشتريّة نفذت عمليات الشراء خلال مدة الحظر التي تسبق تاريخ إعلان النتائج المالية. وقد تركزت المخالفات في الشركات الصغيرة، والأقل تداولاً في السوق الفرنسية.

#### سلطنة عمان:

يتيح القانون العماني للشركات المساهمة إعادة شراء أسهمها بما لا يتجاوز ١٠% من رأسمالها (الهيئة العامة لسوق المال، ٢٠٠٩). ولم يحدد القانون هل المقصود رأس المال المصرح به أو المصدر. ويشترط القانون العماني على الشركات الراغبة في إعادة شراء أسهمها طلب موافقة هيئة سوق المال. وقد وضعت الهيئة العامة لسوق المال قواعد تنظم عملية إعادة شراء الأسهم تبدأ بوجوب حصول الشركة على موافقة الجهات الرقابية التي تخضع لها الشركة، ووجود خطة رسمية تبين ضمن أثنائها أسباب إعادة شراء الأسهم، مع توضيح أن عملية إعادة الشراء لا يحتمل أن يترتب عليها أي تقلبات في سعر الأسهم. ويزيد التنظيم العماني تعقيد عملية إعادة الشراء

تعيد الشركة شراء نسبة لا تتجاوز ١٠% من إجمالي أسهمها بقصد بيعها مستقبلا.

وتتلخص هذه الضوابط فيما يلي:

١. حصول الشركة على موافقة هيئة الأوراق المالية.
٢. أن يتم التنفيذ خلال سنة من تاريخ الموافقة.
٣. وجود فائض نقدي لإتمام عملية الشراء مع عدم استخدام رأس المال أو الاحتياطي القانوني في عملية الشراء (وهو ما يعني أن الشراء لا يتعدى رصيد الأرباح المحتجزة).
٤. الإعلان للجمهور عن عملية الشراء، وعدم التنفيذ قبل مرور أسبوعين من تاريخ الإعلان.
٥. لا يجوز بيع أي كمية مشتراة قبل إتمام عملية الشراء للكمية المعلن عنها.
٦. أن يتم بيع الأسهم المشترية خلال مدة لا تتجاوز السنتين من تاريخ آخر شراء. وما لم يتم بيعه خلال تلك المدة يجب إلغاؤه قانونيا.
٧. أن يتم البيع والشراء من خلال السوق المفتوحة.
٨. لا يجوز للشركة زيادة رأسمالها قبل بيع الكميات المعاد شراؤها.
٩. لا يجوز ممارسة أي عملية شراء خلال فترة ١٥ يوما قبل و ٣ أيام بعد الإعلان عن البيانات المالية للشركة أو أية معلومات جوهرية.
١٠. يجب أن تمر فترة لا تقل عن سنة من تاريخ آخر بيع للأسهم المشترية قبل أن تطلب الشركة إعادة شراء أسهمها مرة أخرى.
١١. يجب أن تحصل البنوك على موافقة البنك المركزي لإعادة شراء أسهمها.

الخطوة الأولى. وأخيرا تشترط قواعد السوق العماني أن تتم عملية الشراء من خلال السوق الثانوية وذلك وفق الضوابط الآتية:

١. أن يتم الشراء من خلال أكثر من وسيط.
٢. الإعلان للسوق عن عدد الأسهم المراد شراؤها والفترة التي سيتم فيها الشراء.
٣. ألا يتم التنفيذ إلا بعد ١٥ يوما من الإعلان.

ويتضح من العرض أعلاه أن التنظيم العماني يشدد كثيرا في عملية إعادة الشراء ويشترط شروط قد لا تكون تحت سيطرة الشركة مثل اشتراطه تأكيد الشركة بأنه لا يحتمل أن يترتب على عملية إعادة الشراء أي تقلبات في سعر الأسهم. وهذا ما لا يمكن للشركة ضمانه. إضافة إلى ذلك فإن التنظيم يجبر الشركات على إعادة إصدار أسهمها المشترية خلال سنة من تاريخ اكتمال إعادة الشراء، وهو شرط قد يتنافى مع أحد أهداف إعادة الشراء وهو توزيع النقدية الفائضة على المساهمين، ورغبة الشركة في تقليص أعمالها، مما لا يتوفر معه النية لإعادة الإصدار في وقت قريب. وأخيرا فإن أغرب شرط في التنظيم العماني هو اشتراط أن يتم الشراء من خلال أكثر من وسيط، مع أنه يتوقع من القوانين الحد من استخدام أكثر من وسيط حتى لا توحى الشركة للسوق بأن هناك طلبا عاليا على السهم مما قد يدفع بأسعار الأسهم إلى أعلى.

#### الإمارات العربية المتحدة:

ينظم إعادة شراء الشركات لأسهمها في الإمارات العربية المتحدة المادة الثامنة والستون من قانون الشركات التجارية (هيئة الأوراق المالية والسلع، ٢٠٠٦) الذي يحظر من حيث المبدأ إعادة شراء الشركة لأسهمها لأغراض غير تخفيض رأس المال. ولكنه يسمح بضوابط معينة أن

المصري للشركة إعادة شراء أسهمها في حال الرغبة في تخفيض رأس المال، ولكن هذا القانون يوجب على الشركات إلغاء هذه الأسهم خلال شهر من تاريخ إعادة شرائها، إضافة إلى أنه يحدد طريقة الشراء والتي تتلخص في الإعلان لكل المساهمين عن الرغبة في الشراء لكمية معينة وبسعر محدد

#### الأرجنتين:

يمنع القانون الأرجنتيني من حيث المبدأ إعادة شراء الشركات لأسهمها (Leverone, 1998). ولكنه يسمح بذلك في الحالات الآتية:

١. إذا كان الغرض من إعادة الشراء إلغاء الأسهم وتخفيض رأس المال.
٢. يجوز إعادة شراء الأسهم في حالات استثنائية بغرض تجنيب الشركة أضرار شديدة، بشرط أن تكون قيمتها مدفوعة بالكامل، وأن يتم استخدام النقدية المتولدة من الأرباح.
٣. إذا كانت الأسهم ضمن مجموعة أصول اشترتها الشركة كما في حالات الاندماج.

ويعتبر سوق الأوراق المالية الأرجنتيني أن الانخفاض الشديد في سعر سهم الشركة الناتج من الانخفاض العام في أسعار الأسهم بسبب الأزمات مثلا من الأضرار الشديدة التي تتيح للشركة إعادة شراء أسهمها. ويمنع القانون الأرجنتيني إعادة الشراء في حالات خاصة هي:

١. إذا كانت الشركة على علم بعرض للسيطرة على الشركة من قبل طرف آخر.
٢. إذا كانت الأسهم مملوكة بشكل مباشر أو غير مباشر من قبل أطراف ذوي علاقة بالشركة.

١٢. لا يجوز أن يكون أي من أعضاء مجلس الإدارة أو المدراء التنفيذيين أطرافا في عمليتي البيع أو الشراء.

١٣. يجب الإفصاح في التقارير الربعية عن عمليات البيع والشراء.

١٤. ليس للأسهم المشتراة أي حق في الأرباح أو التصويت إلى أن يعاد بيعها.

ويعطي القانون الإماراتي هيئة الأوراق المالية والسلع (هيئة الأوراق المالية والسلع، ٢٠٠٦) حق وضع الضوابط الإجرائية لعمليات إعادة شراء الأسهم. ومن أهم ما ورد في قرار هيئة الأوراق المالية تحمیل الشركة مسؤولية عدم وجود أية آثار سلبية لعمليتي الشراء والبيع على الوضع المالي للشركة.

#### مصر:

لا يمنع القانون المصري الشركات المساهمة من إعادة شراء أسهمها (وزارة الاقتصاد، ١٩٩٨). ولم ينص ذلك القانون على طريقة معينة أو إجراءات محددة لإعادة شراء الأسهم فيما عدا لو كان إعادة الشراء بغرض تخفيض رأس المال. ويوجب القانون المصري على الشركات التي حصلت على جانب من أسهمها بأي طريقة أن تتصرف في هذه الأسهم للخير في مدة أقصاها سنة من تاريخ حصولها عليها، وإلا التزمت بإنقاص رأسمالها بالقيمة الاسمية لتلك الأسهم. ويتيح القانون المصري بصفة خاصة إعادة شراء الأسهم لتوزيعها على العاملين في الشركة كجزء من نصيبهم في الأرباح. وينص هذا القانون على إفصاحات ملزمة للشركات التي تعيد اقتناء أسهمها تتضمن عدد الأسهم التي حصلت عليها ونسبتها على رأس المال المصدر وتاريخ حصولها عليها، مع وجوب إخطار الهيئة العامة لسوق المال بذلك. وأخيرا يتيح القانون

ويشترط القانون الأرجنتيني مجموعة من الشروط الإجرائية عند إعادة شراء الأسهم مثل طلب موافقة السوق المالية مع بيان الغرض من إعادة الشراء، والفترة التي سيتم فيها التنفيذ، والمجال السعري للسهم الذي سيتم الشراء في حدوده. إضافة إلى ذلك يجب إبلاغ السوق المالية بعمليات الشراء الفعلية متضمنة التواريخ والأسعار وإجمالي المبالغ. ولا يجوز وفقاً لذلك القانون تنفيذ الشراء إلا بعد الإعلان عن نية الشراء بيوم واحد على الأقل.

#### أستراليا:

لم يتم السماح للشركات الأسترالية بإعادة شراء أسهمها إلا في عام ١٩٨٩م ( Mitchell and Dharmawan, 2007). وقد تم تعديل القانون الأسترالي في عام ١٩٩٥ لتسهيل عملية إعادة شراء الأسهم. ويتضمن هذا القانون عدداً من الاشتراطات التي تحد من استخدام عملية إعادة شراء الأسهم لأغراض شخصية. وقد لخص (Mitchell and Dharmawan, 2007) هذه الاشتراطات فيما يلي:

١. يجب الإعلان الرسمي من الشركة عن خطة الشراء.
٢. يجب تحديد أسباب قيام الشركة بإعادة شراء جزء من أسهمها.
٣. الإفصاح عما إذا كان أعضاء مجلس الإدارة والمدراء سيبيعون أسهمهم أو جزء منها للشركة.
٤. يجب تحديد عدد الأسهم التي تتوي الشركة إعادة شرائها.
٥. يجب أن تبدأ عملية الشراء خلال شهرين من تاريخ الإعلان عنها.
٦. يجب الإعلان يومياً عن كميات ومبالغ الشراء، خلال ذلك اليوم، ومجموع الأسهم التي اشترت حتى تاريخه، والكمية المتبقية من الخطة.
٧. يجب الحصول على موافقة الجمعية العمومية لكميات الشراء التي تزيد عن ١٠% من الأسهم المتداولة.
٨. يجب إلغاء الأسهم المشتراة.

#### منهجية البحث

سوف يتم في هذا البحث اتباع المنهج الوصفي الميداني، الذي يسعى إلى إجابة أسئلة البحث عن طريق استجلاء آراء عينة من مجتمع البحث بغرض اختبار فرضيات البحث (القحطاني وآخرون، ١٤٢٧؛ أوما سيكاران، ١٤٢٧). وعليه فإن وسيلة

#### أسبانيا:

يسمح القانون الأسباني للشركات بإعادة شراء أسهمها بما لا يتجاوز ٥% من أسهمها المتداولة، وذلك بشرط الحصول على موافقة الجمعية العمومية للشركة (Spain, 1999). ويضع القانون الأسباني عدداً من القيود على عملية الشراء والبيع لتقليل أثر تلك العمليات على التداولات اليومية. ويعد القانون الأسباني من القوانين القليلة التي تنظم كلا من عمليتي البيع والشراء. ومن هذه القيود ما يلي:

١. لا تزيد كمية الشراء في اليوم لأوحد عن ٢٥% من كمية التداول في ذلك اليوم.
٢. سعر الشراء لأي صفقة يجب أن يكون أعلى من سعر أي طلب آخر أو أعلى من سعر آخر صفقة تمت بين متعاملين مستقلين. وفي المقابل يجب أن يكون سعر البيع أقل من سعر آخر صفقة تمت بين متعاملين مستقلين آخرين أو سعر أقل عرض في السوق.
٣. يجب أن يتم وضع الطلبات والعروض خلال الساعات الرسمية للسوق المالية وقبل الخمس دقائق الأخيرة التي تسبق إغلاق السوق.
٤. يجب أن تجري الشركات كل تعاملاتها في أسهمها بيعة وشراءً من خلال سمسار واحد.

وبخاصة فيما يتعلق بأثر  
المستفيدين الداخليين، والإفصاح  
عن عمليات الشراء.

وهذه التساؤلات التي يطرحها البحث  
يصعب توقع فرضيات متجهة لها، حيث  
يعد هذا البحث (على حد علم الباحث) أول  
بحث في هذا المجال. واتباع المنهج المتبع  
في عدد من الدراسات السابقة في بيانات  
أخرى (انظر على سبيل المثال Baker et.,  
al., 2003; Block, 2006; Dixon et., al.,  
2008) سيتم تقديم إجابات لتساؤلات  
البحث، وإجراء بعض التحليلات  
والاختبارات الإحصائية المناسبة، على  
التفصيل الوارد في الفقرات الآتية.

#### الاستبانة:

لغرض جمع البيانات اللازمة للإجابة على  
أسئلة البحث تم إعداد استبانة لتوزيعها  
على عينة البحث. وقد اشتملت الاستبانة  
على فقرات تفصيلية لأسئلة البحث تساعد  
على الوصول إلى إجابات تمكن من بناء  
نظام لقيام الشركات بإعادة شراء أسهمها  
مبني على أساس علمي (انظر الملحق بهذا  
البحث). وللتأكد من الصلاحية الظاهرية  
وصلاحية محتوى الاستبانة وتحقيقها  
للهدف الذي أعدت من أجله، فقد تم  
عرضها على نخبة من ذوي الاهتمام  
بالموضوع الذين أبدوا ملاحظات تم الأخذ  
بها عند الإعداد النهائي للاستبانة. وقد تم  
إعداد الاستبانة في نموذج إلكتروني يضمن  
السرية التامة للمشاركين (للاطلاع على  
الاستبانة الإلكترونية يمكن زيارة الموقع  
[www.suwet.com/repurchase](http://www.suwet.com/repurchase)). ومع أن  
أسئلة الاستبانة كانت من نوع الأسئلة  
المغلقة (التي تتضمن إجابات محددة إما في  
شكل رأي يتراوح بين موافق بشدة إلى  
غير موافق إطلاقاً، أو اختيار من متعدد)  
إلا أن الباحث حرص على تضمين  
الاستبانة فراغات ليتمكن المجيب من  
إضافة مواضيع أخرى لكل قسم من  
الاستبانة، إضافة إلى فراغ في نهاية

البحث المناسبة هي الاستبانة. أما مجتمع  
البحث فهم المؤثرون والمتأثرون بقرارات  
الشركات المساهمة. ويمثل الجانب الأول  
المدراء الماليين في الشركات المساهمة،  
في حين يمثل الجانب الآخر المستثمرون  
ومدراء المحافظ الاستثمارية. وإحداث  
توازن بين الجانبين، سيتم أخذ عينة من  
الأكاديميين المتخصصين في المحاسبة،  
باعتبارهم مستقلين عن الجانبين، ويفترض  
أن تكون آراؤهم تخدم الصالح العام.

#### تساؤلات البحث وفرضياته:

من خلال تتبع الدراسات السابقة،  
والتنظيمات الدولية المتعلقة بشراء  
الشركات لأسهمها، فإن هذا البحث يعرض  
لعدد من التساؤلات، أهمها التعرف على  
مدى موافقة ذوي العلاقة على تمكن  
الشركات من إعادة شراء أسهمها. ومن  
خلال تتبع الحراك المجتمعي بشأن إعادة  
شراء الأسهم المنداي بالسماح للشركات  
بشراء أسهمها، سيتم بناء فرضية البحث  
الأولى، وهي:

ف١: هناك اتفاق عام بين ذوي العلاقة  
والاهتمام بالشركات المساهمة (المدراء  
الماليين، والمستثمرين، والأكاديميين)، من  
حيث الموافقة على السماح للشركات بإعادة  
شراء أسهمها.

بلي ذلك التعرف على الأسباب المقبولة  
للسماح للشركات بشراء أسهمها في البيئة  
السعودية، ثم التعرف على رؤية عينة  
البحث حول عدة مواضيع متعلقة بشكل  
مباشر بموضوع شراء الشركات لأسهمها  
أهمها:

١. أسلوب وتوقيت وتسعير وكميات  
عمليات شراء الشركة لأسهمها،  
وأسلوب التصرف مستقبلاً في  
الأسهم المشتراة.
٢. الاحتياطات اللازمة لجعل عملية  
شراء الأسهم والتصرف فيها  
تصب في مصلحة المساهمين،

٤. الأكاديميون، والذين يمكن النظر إليهم على أنهم ذووا خبرة محايدون، ويسهمون بشكل فعال ومستقل في صياغة الأنظمة ذات العلاقة.

ونظرا لطبيعة البحث الاستكشافية، فإن العينة المناسبة هي العينة الميسرة (القحطاني وآخرون، ١٤٢٧؛ أو ما سكاران، ١٤٢٧). وقد تم إرسال الاستبانة الإلكترونية إلى من توفرت لهم عناوين بريد إلكتروني من المدراء الماليين للشركات المساهمة السعودية ومدراء المحافظ والأكاديميون، كما تم عرض الاستبانة في أحد المواقع الإلكترونية المتخصصة في الأسهم لمشاركة المستثمرين. ويبين الجدول الآتي العدد المحصل من الاستبانات.

الاستبانة، ليضيف المحيب أي مواضيع يراها ذات علاقة بموضوع الاستبانة.

#### العينة:

يتكون مجتمع البحث من أربع مجموعات لها علاقة مباشرة أو اهتمام بموضوع شراء الشركات لأسهمها، وهي:

١. المدراء الماليون، الذين غالبا ما يكونون هم منبع قرار الشركة بشراء أسهمها.
٢. المستثمرون، وهم الذين يتأثرون مباشرة بقرار الشركات بشراء أسهمها.
٣. مدراء المحافظ الاستثمارية، وهم الذين يتوقع أن يكون لديهم مهنية عالية في الاستثمار في أسهم الشركات المتداولة.

الجدول رقم (١): المحصل من الاستبانات

النسبة	العدد	المجموعة
٢٦	١٣	المدراء الماليون
٢٠	١٠	المستثمرين
١٠	٥	مدراء المحافظ
٤٤	٢٢	الأكاديميون
١٠٠	٥٠	مجموع العينة

الباحث استخدم البريد الإلكتروني الرسمي المعلن للمدراء الماليين ومدراء المحافظ والأكاديميين، إضافة إلى الاتصال الهاتفي بقدر الإمكان للتعرف على البريد الإلكتروني المناسب.

وبما أن البحث بطبيعته استكشافي، وهو الأول (بحسب علم الباحث) في هذا الموضوع، فإن الباحث يعتقد مناسبة إجراء البحث اعتمادا على الاستبانات المحصلة.

ويعزو الباحث ضعف نسبة الاستجابة إلى عدة أسباب من أهمها:

١. التخصصية العالية للموضوع، حيث لا يتوقع من كل المنتسبين لمجتمع البحث إلمامهم بالموضوع.
٢. ضعف الاهتمام بشكل عام بالبحث العلمي في البيئة العربية، وهي ملاحظة عامة يشعر بها عامة الباحثين في مختلف التخصصات.
٣. تعدد عناوين البريد الإلكتروني لعدد من المنتسبين لمجتمع البحث، مما يصعب معه التعرف على البريد الأكثر استخداما، علما أن



## الاختبارات الإحصائية:

بما أن هدف البحث الرئيسي هو معرفة توجهات عينة البحث حول عدد من الأمور المتعلقة بالسماح للشركات بشراء أسهمها، فسيتم تلخيص النتائج لمعرفة نسب الإجابة ومتوسطاتها والانحراف المعياري المصاحب لها. إضافة إلى ذلك سيتم التأكد من المعنوية الإحصائية للاختلافات بين مجموعات العينة في رؤيتهم حول أسئلة البحث باستخدام الاختبارات الإحصائية المناسبة مثل اختبار كروسكال واليس (Kruskal Wallis Test)، واختبار مان ويتني (Mann-Whitney U) واختبار كاي سكوير (Pearson Chi-Square). ويتوقع أن تخدم النتائج القائمين على تنظيم تداول الأسهم على وضع الأنظمة والقوانين المتعلقة بإعادة شراء الشركات لأسهمها.

## تحليل البيانات

تعرض الفقرات الآتية التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة بغرض استخلاص النتائج منها ثم عرض توصيات البحث.

رأي المشاركين في السماح للشركات بإعادة شراء أسهمها من حيث المبدأ: تنص فرضية البحث على أن هناك اتفاق عام بين ذوي العلاقة والاهتمام بالشركات المساهمة (المدراء الماليين، والمستثمرين، ومدراء المحافظ الاستثمارية، والأكاديميين)، من حيث الموافقة على السماح للشركات بإعادة شراء أسهمها. ويبين الجدول رقم (٢) متوسط إجابات العينة على سؤال عن مدى موافقتهم من عدمها على قيام الشركات بإعادة شراء أسهمها.

## الجدول رقم (٢): رأي المشاركين في السماح للشركات بإعادة شراء أسهمها\*

المشاركون	المتوسط	الانحراف المعياري
المدراء الماليين	٤,٠٨	١,٠٤
المستثمرين	٤,٣٠	١,٢٥
مدراء المحافظ	٤,٤٠	٠,٩٠
الأكاديميون	٣,٧٧	١,١٠
مجموع العينة	٤,٠٢	١,٠٨

\* تم قياس الإجابات على مقياس من خمس نقاط تتراوح بين موافق بشدة (٥) وغير موافق إطلاقاً (١)

أسهمها مطلب لكل شرائح المجتمع المهتمة بالشركات المساهمة.

مبررات قيام الشركات بإعادة شراء أسهمها:

من خلال استعراض الدراسات السابقة تم استخلاص عدد من الأسباب التي يمكن أن تلجأ إليها الشركات لتبرير قيامها بإعادة شراء أسهمها، وتم عرض هذه المبررات على عينة البحث. ويلخص الجدول رقم (٣) رؤية أفراد عينة البحث حول هذه المبررات.

ويتضح من خلال إجابات أفراد العينة موافقتهم على قيام الشركات بإعادة شراء أسهمها (المتوسط=٤,٠٢). وكان أقوى المؤيدين لإعادة الشراء هم مدراء المحافظ والمستثمرون (المتوسط=٤,٤٠ و ٤,٣٠ على التوالي) يليهم المدراء الماليون (المتوسط=٤,٠٨)، في حين كان آخر المؤيدين هم الأكاديميون (المتوسط=٣,٧٧). ولا يوجد اختلاف معنوي بين مجموعات العينة في رأيهم حول السماح للشركات بإعادة شراء أسهمها، مما يعني قبول فرضية البحث وتأكيد أن السماح للشركات بإعادة شراء

الجدول رقم (٣): مبررات قيم الشركات بإعادة شراء أسهمها

الاكتاديميون	مدراء المحافظ		المستثمرون		المدراء الماليين		العينة		مجموع العينة	المبررات
	الاحراف المتوسط المعياري	الاحراف المتوسط المعياري	الاحراف المتوسط المعياري	الاحراف المتوسط المعياري	الاحراف المتوسط المعياري	الاحراف المتوسط المعياري	الاحراف المتوسط المعياري			
١,٢٣	٢,٨٥	٠,٨٤	٤,٢٠	١,٢٥	٤,٠٠	١,٦٠	٢,٨٢	١,٤٤	٣,٢٢	إعادة التقييم القائمة لدى الشركة إلى المساهمين الراغبين في البيع
١,٤٠	٢,٩٥	١,٥٢	٢,٦٠	١,٨٠	٣,٨٨	١,٠٣	٢,٣٦	١,٤٥	٢,٩٣	عدم وجود استثمارات مجدية في الوقت الحاضر
١,١٣	٣,٧٠	٠,٨٩	٤,٤٠	٠,٩٥	٣,٢٩	٠,٦٧	٤,٦٤	١,٠٧	٣,٩٥	الولاء بتغيرات حقوق شراء الأسهم المنوطة للموظفين
١,٣٣	٢,٧٥	١,٦٧	٣,٦٠	١,٤٩	٣,٧٥	١,٢١	٣,٣٦	١,٣٥	٣,١٨	تحسين النسب المالية للشركة على المدى على الأصول والتمدد على السهم
١,٣٦	٣,٥٢	١,٧٩	٣,٨٠	١,٥١	٣,٣٨	١,١٩	٣,٧٣	١,٣٦	٣,٥٨	إعطاء إشارات تطبيقية للسوق بأن سعر السهم يتداول بأقل من قيمته الحالية
١,٣٣	٣,٢٦	١,٦٧	٣,٦٠	١,٦٧	٣,٤٤	١,٢٨	٣,٧٥	١,٤٠	٣,٤٤	الاستفادة من انخفاض سعر السهم لطرحه في المستقبل بسعر أفضل
٠,٦٩	١,٤٢	١,٧٩	٢,٢٠	١,٨٣	٢,٨٣	٠,٦٧	١,٣٦	١,١٧	١,٧١	الارتداد الاعلانية
١,٣٩	٣,١٥	٠,٨٩	٤,٦٠	١,٢٢	٣,٦٧	١,٢١	٢,٤٥	١,٣٨	٣,٢٤	مواجهة مخاطر السيطرة على الشركة*

\*أفرق معنوي بين مجموعات العينة عند مستوى معنوية ٥% أو أقل باستخدام اختبار كرسكال واليس.

١. المدراء الماليين والمستثمرين  
(معامل الاختلاف = ٠,٠٠٧)
٢. المدراء الماليين والأكاديميين  
(معامل الاختلاف = ٠,٠١٣)

وبالرجوع إلى الجدول رقم (٣) يتبين أن المدراء الماليين هم أكثر المجموعات موافقة على استخدام إعادة الشراء للوفاء بخيارات حقوق شراء الأسهم الممنوحة للموظفين (المتوسط = ٤,٦٤) في حين أن المستثمرين والأكاديميين هم الأقل تأييدا لهذا المبرر (المتوسط = ٣,٢٩ و ٣,٧٠ على التوالي). ويمكن تفسير هذا الاختلاف بالاهتمام الرئيسي للمدراء الماليين عند إصدار أسهم جديدة للوفاء بخيارات حقوق شراء الأسهم، حيث يفضلون شراء الأسهم من السوق وإعادة إصدارها للموظفين بحيث يحدون من زيادة عدد الأسهم المتداولة بهذا الإجراء، مع ما يكتنف هذه العملية من تحمل الشركة لتكلفة تتمثل في الفرق بين سعر الشراء وسعر الإصدار.

أما بالنسبة للعامل الآخر (مواجهة محاولات السيطرة على الشركة) فيبين اختبار مان ويتبي أن الخلاف كان بين كل من:

١. المدراء الماليين والمستثمرين  
(معامل الاختلاف = ٠,٠٤٢)
٢. المدراء الماليين ومدراء المحافظ  
(معامل الاختلاف = ٠,٠٠٧)
٣. مدراء المحافظ والأكاديميين  
(معامل الاختلاف = ٠,٠٣١)

وبالرجوع إلى الجدول رقم (٣) يتبين أن مدراء المحافظ هم الأكثر تأييدا لهذا المبرر (المتوسط = ٤,٦٠) يليهم المستثمرون (المتوسط = ٣,٦٧)، في حين أن المدراء الماليين غير مؤيدين لهذا المبرر (المتوسط = ٢,٩٥). ويمكن تفسير هذا الموقف من المدراء الماليين برغبتهم في إظهار قراراتهم على أنها لا تخدم

ويبين هذا الجدول أن المبررات المقبولة من وجهة نظر العينة ككل هي:

١. الوفاء بخيارات حقوق شراء الأسهم الممنوحة للموظفين  
(المتوسط = ٣,٩٥)
٢. إعطاء إشارات تطمينية للسوق بأن السهم يتداول بأقل من قيمته العادلة  
(المتوسط = ٣,٥٨)
٣. الاستفادة من انخفاض سعر السهم لطرحة في المستقبل بسعر أفضل  
(المتوسط = ٣,٤٤)
٤. مواجهة محاولات السيطرة على الشركة  
(المتوسط = ٣,٢٤)
٥. إعادة النقدية الفائضة لدى الشركة إلى المساهمين الراغبين في البيع  
(المتوسط = ٣,٢٢)
٦. تحسين النسب المالية للشركة مثل العائد على الأصول والعائد على السهم  
(المتوسط = ٣,١٨).

في حين أن المبررات غير المقبولة كانت:

١. الإثارة الإعلامية  
(المتوسط = ١,٧١)
٢. عدم وجود استثمارات مجدية في الوقت الحاضر  
(المتوسط = ٢,٩٣)

ويلاحظ من خلال إجراء اختبار معنوية الاختلاف بين المجموعات عدم وجود اختلاف معنوي بين مجموعات العينة في رؤيتهم لمبررات إعادة شراء الأسهم فيما عدا مبررين هما:

١. الوفاء بخيارات حقوق شراء الأسهم الممنوحة للموظفين (معامل الاختلاف = ٠,٠١٦)
٢. مواجهة محاولات السيطرة على الشركة (معامل الاختلاف = ٠,٠٢٠)

وباستخدام اختبار مان ويتبي تبين أن الخلاف بالنسبة للمبرر الأول (الوفاء بخيارات حقوق الشراء) كان بين كل من:

٣. الطلب بسعر محدد لكمية محددة والشرء من العارضين بنفس الطريقة المعتادة لتخصيص الأسهم عند الاكتتاب (إذا زادت الكمية المعروضة عن المطلوبة).

وقد أتيح للمشاركين اختيار أكثر من أسلوب حيث يمكن في الواقع العملي للشركة استخدام أي من هذه الأساليب. ويبين الجدول رقم (٤) تلك الأساليب ورؤية عينة البحث حولها.

مصالحهم الشخصية إذ أنه في الغالب يتم تفسير مواجهة محاولة السيطرة على أنها تخدم مصالح المدراء بالمقارنة بمصالح المستثمرين.

#### أسلوب الشراء المناسب:

يمكن للشركات إعادة شراء أسهمها بعدة أساليب تم تحديدها في استبانة البحث وهي:

١. الشراء من خلال نظام تداول مثل أي متداول آخر.
٢. الشراء عن طريق المناقصة، أي شراء الكمية المطلوبة ممن يعرضها بأقل سعر.

#### الجدول رقم (٤): أساليب الشراء المناسبة\*

أساليب الشراء	مجموع العينة**	المدراء الماليين	المستثمرون	مدراء المحافظ الأكاديميون
من خلال نظام تداول مثل أي متداول آخر	٧٣,٩%	٤٥,٥%	٩,٠%	٨,٥%
عن طريق المناقصة (أي شراء الكميات المطلوبة ممن يعرضها بأقل سعر)	٦,٥%	٠%	٠%	١,٥%
الطلب بسعر محدد لكمية محددة والشرء من العارضين بنفس الطريقة المعتادة لتخصيص الأسهم عند الاكتتاب (إذا زادت الكمية المعروضة عن المطلوبة)	٣٠,٤%	٥٤,٥%	٢,٠%	٢,٠%

\* النسبة المئوية من مجموع العينة أو المجموعة المؤيدة لاستخدام أسلوب شراء معين.  
\*\* النسب لا تجمع مع بعض لأنه يمكن للمشارك اختيار أكثر من أسلوب للشراء.

النتيجة ممثلة لرؤية المجموعات المختلفة للعينة ما عدا اختيار المدراء الماليين للأسلوب الأخير وهو الطلب بسعر محدد لكمية محددة (النسبة=٥٤,٥%) بجانب اختيارهم للأسلوب الأول (النسبة=٤٥,٥%). وليس هناك اختلاف معنوي (باستخدام اختبار كاي سكوير) بين المجموعات المختلفة لعينة البحث. ويبدو أن سبب اختيار عامة المشاركين لهذا الأسلوب لتسهيل إجراءات تطبيقه وعدم تأثيره المباشر على سعر السهم حيث لا يلاحظ المتداول من قام بطلب الشراء. ولا

ويبين ذلك الجدول أن أكثر الأساليب مناسبة هو الشراء من خلال نظام تداول مثل أي متداول آخر في السوق (النسبة=٧٣,٩%)، حيث تضع الشركة طلبها للشراء ويتم تنفيذه آلياً من غير أن يتضح للمتعاملين من قام بوضع الطلب. وكان أقل الأساليب مناسبة من وجهة نظر العينة أسلوب الشراء عن طريق المناقصة (النسبة=٦,٥%)، حيث تطلب الشركة شراء كمية معينة من أسهمها من الجمهور، ويتم الشراء ممن يعرض بأقل سعر إلى أن تكتمل الكمية المطلوبة. وقد كانت تلك

يجد الباحث تفسيراً مقنعاً لاختيار عدد من المدراء الماليين للأسلوب الأخير (أسلوب الشراء لكمية محددة بسعر محدد) مع ما يكتنف هذا الأسلوب من تكاليف وجهود إدارية إضافية، إضافة إلى احتمال عدم نجاح الشركة في شراء الكمية المطلوبة حيث يمكن أن يتأثر سعر السهم إيجاباً بما يجعل سعر السوق أعلى من سعر طلب الشركة.

**صلاحية الموافقة على إعادة الشراء:**  
من أهم الأسئلة المتعلقة بقرار الشركة إعادة شراء أسهمها من له صلاحية الموافقة على إعادة الشراء؟ الجمعية العمومية، أم مجلس الإدارة، أم يترك الأمر للإدارة التنفيذية للشركة؟ تم توجيه هذا السؤال لعينة البحث والتي تم تلخيص إجاباتها في الجدول رقم (٥).

الجدول رقم (٥): صلاحية الموافقة على قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها

مدير الشركة	مجلس الإدارة	الجمعية العمومية	مجموع العينة
٤,٣%	٣٠,٤%	٦٥%	المدراء الماليون
٠%	٨١,٨%	١٨,٢%	المستثمرون
٢٠%	٤٠%	٤٠%	مدراء المحافظ
٠%	٥%	٩٥%	الأكاديميون

في الغالب بين مصلحة المدير ومصلحة المستثمرين.

**الحد الأقصى الذي يمكن أن تشتريه الشركة من أسهمها:**

من ضمن الموضوعات الواجب التعرض لها في قضية إعادة شراء الأسهم هو كمية الأسهم التي يمكن للشركة أن تعيد شراءها. وكما سبقت الإشارة إليه في صدر هذا البحث فإن معظم الدول تضع حداً للشراء يبلغ في المتوسط ١٠% من الأسهم القائمة للشركة. ولأهمية هذا الموضوع فقد تم تضمينه في استبانة البحث، وتم تلخيص وجهة نظر أفراد العينة حوله في الجدول رقم (٦).

الجدول رقم (٦): الحد الأقصى الذي يمكن أن تشتريه الشركة من أسهمها

نسبة أخرى*	٢٠%	١٥%	١٠%	٥%	مجموع العينة
١٣%	٢٦,١%	١٧,٤%	٣٤,٨%	٨,٧%	المدراء الماليون
٠%	٠%	١٨,٢%	٦٣,٦%	١٨,٢%	المستثمرون
٣٠%	٣٠%	٢٠%	١٠%	١٠%	مدراء المحافظ
٠%	٦٠%	٤٠%	٠%	٠%	الأكاديميون
١٥%	٣٠%	١٠%	٤٠%	٥%	

\* يرى بعض المشاركين رفع النسبة، وبعضهم يرى تركها مفتوحة، والبعض الآخر يرى ربط النسبة بفائض السيولة المتوفر

عددا من الضوابط التي تقنن عملية إعادة الشراء من خلال نظام تداول. ويبين الجدول رقم (٧) في الصفحة التالية وجهة نظر العينة حيال هذه الضوابط.

ويبين ذلك الجدول أن كل الضوابط المعروضة لعينة البحث حظيت بالموافقة. وقد كان أكثر هذه الضوابط تأييدا من وجهة نظر مجموع العينة هو منع الشركة من أن يكون طلبها هو المفتوح للسوق (المتوسط=٤,٠٩) يليه منع الشركة من وضع أمر شراء بسعر يتجاوز أعلى سعر لطلب سابق مسجل في نظام تداول من طرف آخر خلال يوم التداول. وقد تقاربت وجهات نظر مجموعات العينة (لا توجد فروق معنوية) حيال هذه الضوابط، إلا أنه يلاحظ أن مدراء المحافظ هم الأكثر تأييدا لمعظم الضوابط المعروضة يليهم في ذلك الأكاديميون. ومن التفسيرات الممكنة لهذا التوجه هو المستوى المهني المتوقع من هذه الفئات والتي تعي أكثر من غيرها أهمية وجود ضوابط تحفظ السوق من التصرفات المؤثرة على سعر السهم غير التأثيرات الحقيقية. ويلاحظ في الطرف الآخر أن المدراء الماليين هم الأقل تأييدا لفرض ضوابط على السوق (للم تتم معارضة أي من الضوابط في المتوسط، ولكن مستوى التأييد أقل من باقي المجموعات)، وهو أمر متوقع، حيث أن مثل هذه الضوابط موجهة لهؤلاء المدراء للحد من السلوكيات المؤثرة بشكل غير طبيعي على سعر السهم.

ويبين ذلك الجدول أن ما يقارب ٣٥% من عينة البحث تفضل أن يكون الحد الأقصى ١٠% من أسهم الشركة. أما على مستوى مجموعات العينة فقد اختلفت وجهات النظر. وقد كان الفرق ذا معنوية إحصائية بين وجهات النظر المختلفة لمجموعات العينة (معامل الاختلاف=١٠,٠٠٠). وكما يتضح من الجدول رقم (٥)، فإن المدراء الماليين والأكاديميين يفضلون أن يكون الحد الأقصى ١٠% (النسبة=٦٣,٦% و ٤٠% على التوالي)، في حين يفضل المستثمرون ومدراء المحافظ أن يكون الحد الأقصى ٢٠% (النسبة=٣٠% و ٦٠% على التوالي). وإن كان تفضيل المدراء مثار استغراب حيث كان من المتوقع طلبهم لأقصى نسبة ممكنة لإعطائهم مرونة أكثر في إدارة إعادة الشراء، فإن تفضيل المستثمرين ومدراء المحافظ لنسبة عالية يمكن فهمه على أنه مطلب منهم لزيادة سيولة السوق بإتاحة نسبة عالية نوعا ما لإعادة الشراء.

#### ضوابط إعادة الشراء من خلال نظام تداول:

تم استقراء ممارسات الأسواق المالية المختلفة في صدر هذا البحث وذلك فيما يتعلق بأسلوب إعادة الشراء. وتبين أن عامة قوانين الدول تسمح بإعادة الشراء من خلال السوق المفتوح في ظل ضوابط معينة. ولتوثيق وجهة نظر المهتمين بالشركات المساهمة في المملكة فقد تم توجيه سؤال في استبانة البحث يتضمن

الجدول رقم (٧): الضوابط المتعلقة بالشراء من خلال نظام تداول

الأكاديميون		مدراء الحسابات		المستثمرون		المضاربون		مجموع الهيئة	
الاحصاف	المتوسط	الاحصاف	المتوسط	الاحصاف	المتوسط	الاحصاف	المتوسط	الاحصاف	المتوسط
٠,٩٧	٤,١٠٥	٠,٨٩	٤,٤٠	١,٥٠	٣,٦٧	٠,٤٨	٣,٣٠	١,٠٤	٣,٨٤
٠,٩٩	٣,٧٦	١,٣٠	٣,٨٠	١,٥١	٣,٥٦	٠,٣٢	٣,١٠	١,٠٥	٣,٥٨
١,١٩	٣,٨٦	١,٥٨	٣,٠٠	١,٥٤	٤,١١	٠,٧٤	٣,٩٠	١,٢٣	٣,٨٢
١,٢٥	٤,١٩	١,٠٩	٤,٢٠	١,٥٨	٤,٠٠	٠,٧٤	٣,٩٠	١,١٨	٤,٠٩
١,١٧	٣,٨١	١,٤١	٤,٠٠	١,٥٨	٣,٧٨	٠,٥٣	٣,٥٦	١,٢٤	٣,٧٧

لا يجوز أن يتجاوز سعر أمر  
الشراء أعلى طلب سابق مسجل في  
نظام تداول من طرف آخر خلال  
يوم التداول

لا يجوز أن تتجاوز كمية الشراء  
للطلب الواحد في أي يوم أعلى  
كمية طلب سابق مسجل في نظام  
تداول من طرف آخر خلال يوم  
التداول

لا يجوز أن تضع الشركة أكثر من  
طلب شراء في نفس الوقت  
المفترض للموكل

لا يجوز أن يكون طلب الشركة هو  
المنتج للموكل

لا يجوز أن تضع الشركة أي طلب  
في النصف ساعة الأخيرة من  
التداول

٣ فرق معنوي بين مجموعات الهيئة عند مستوى معنوية ٥% أو أقل باستخدام اختبار كرسكال واليس.

قدرتهم على استباق قرار الشركة واتخاذهم قرارات تخدم مصالحهم الشخصية. وقد تم توجيه سؤال لعينة البحث حول الاحتياطات الواجب اتخاذها لمنع المستفيدين الداخليين من استغلال إعادة الشراء لمصلحتهم. ويلخص الجدول رقم (٨) رؤية عينة البحث حول هذا الموضوع.

الاحتياطات المناسبة لمنع المستفيدين الداخليين من استغلال إعادة الشراء: من المشاكل المصاحبة للسماح للشركات بإعادة شراء أسهمها إمكانية استغلال المستفيدين الداخليين من عملية إعادة الشراء لصالحهم، حيث أنهم أكثر اطلاعا من غيرهم على واقع الشركة، إضافة إلى

الجدول رقم (٨): الاحتياطات المناسبة لمنع المستفيدين الداخليين من استغلال إعادة الشراء

مجموع العينة	المدراء الماليون	المستثمرون	مدراء المحافظ الأكاديميون	
٤,٤%	٠%	١١,١%	٠%	يمنعون فترة تنفيذ الخطة من الشراء
٨,٩%	٠%	٢٢,٢%	٤٠%	يمنعون فترة تنفيذ الخطة من البيع
١٠١,١%	١٠٠%	٢٢,٢%	٤٠%	يمنعون فترة تنفيذ الخطة من البيع والشراء
٣٣,٣%	٠%	٣٣,٣%	٢٠%	يمنعون دائما من التعامل في أسهم الشركة ما داموا مصنفين على أنهم أطراف داخلية
٢,٢%	٠%	١١,١%	٠%	لا يمنعون أبدا

أطراف داخلية. ويلاحظ أن الأكاديميين بشكل عام هم الأكثر تشددا، ولعل مرد ذلك إلى اطلاعهم على عدد من المشاكل العالمية الناجمة عن تصرفات المستفيدين الداخليين.

الحد الأقصى للمدة التي ينبغي على الشركة أن تنفذ خطة الشراء خلالها: وثق البحث عددا من نتائج الأبحاث السابقة التي بينت أن الشركات تعلن أحيانا عن خطة لإعادة شراء أسهمها، ولكنها لا تضع خطة زمنية للتنفيذ، بل إن بعضها لا تقوم بتنفيذ الخطة إطلاقا. وهذا التصرف قد يحدث ارتباكا في سوق الأسهم، ويخلق أزمة ثقة بين المستثمرين وإدارة الشركة. ولذا تضمن البحث الحالي مقترحا للتعرف على رؤية المهتمين بالشركات السعودية حول تحديد مدة يجب خلالها على الشركة

وبيين ذلك الجدول أن النسبة الأكبر من أفراد العينة تميل إلى منع المستفيدين الداخليين من بيع وشراء أسهم الشركة فترة تنفيذ الخطة (النسبة = ٥١%)، يلي ذلك من يرى منع المستفيدين الداخليين دائما من التعامل في أسهم الشركة ما داموا مصنفين على أنهم أطراف داخلية (النسبة = ٣٣,٣%). وعلى مستوى مجموعات العينة يوجد اختلاف معنوي بين المجموعات في قرارهم حيال المستفيدين الداخليين (معامل الاختلاف = ٠,٠٠٦). واختبار كاي سكوير). ويتضح من الجدول رقم (٨) اتفاق المدراء الماليين على منع المستفيدين الداخليين من التعامل في أسهم الشركة فترة تنفيذ الخطة فقط (النسبة = ١٠٠%)، في حين يميل الأكاديميون إلى المنع الدائم للمستفيدين الداخليين ما داموا مصنفين على أنهم



تنفيذ خطتها بموجب القانون. ويبين الجدول رقم (٩) رؤية المشاركين في هذا البحث حول هذا الموضوع.

الجدول رقم (٩): الحد الأقصى للمدة التي ينبغي على الشركة أن تنفذ خطة الشراء خلالها					
مجموع العينة	سنة أشهر	سنة	سنتين	مفتوحة	مدة أخرى
٥١,٢%	١٨,٦%	٢,٣%	٢٧,٩%	٠%	
٦٦,٧%	٠%	٠%	٣٣,٣%	٠%	
٤٤,٤%	٣٣,٣%	٠%	٢٢,٢%	٠%	
١٠٠%	٠%	٠%	٠%	٠%	
٣٨,١%	٢٣,٨%	٤,٨%	٣٣,٣%	٠%	

تحت مسمى "أسهم الخزائنة" مطروحة من رأس المال الإسمي أو من مجموع حقوق الملكية بحسب الطريقة التي تتبعها الشركة للمحاسبة عن أسهم الخزائنة ( Kieso et., 2001). وتبعاً للقانون الذي تتبعه الشركة فإنها إما أن تقوم بإلغائها أو إعادة إصدارها لأي غرض كان (مثل إعادة إصدارها في السوق المفتوح، أو للوفاء بخيارات حقوق شراء الأسهم، أو لتنفيذ عملية اندماج). وقد تم استفتاء المشاركين في استبانة البحث عن رؤيتهم حول التصرف الأمثل الذي ينبغي إلزام الشركات باتباعه حيال مخزونهم من أسهم الخزائنة. ويلخص الجدول رقم (١٠) اتجاهات عينة البحث حول هذا الموضوع.

ويتضح من الجدول أن أكثر من نصف العينة (النسبة=٥١,٢%) تفضل أن تنفذ الشركة خطة الشراء خلال ستة أشهر من إقرارها. وهذا هو الاتجاه لمجموعات العينة المختلفة. ومن حسن الحظ أن هذا أيضاً هو رأي المدراء الماليين (النسبة=٦٦,٧%). وهذا يعني رغبة المهتمين بالشركات المساهمة أن ينتهي تأثير خطة الشركة على السوق بأسرع وقت مما يحد من الآثار غير الحقيقية المترتبة على وضع خطة لا يتم تنفيذها، أو تنفذ على مدار فترة طويلة.

تصرف الشركة في الأسهم المشتراة: عندما تقوم الشركات بإعادة شراء أسهمها فإنه يتم عرضها في قائمة المركز المالي

الجدول رقم (١٠): تصرف الشركة في الأسهم المشتراة

مجموع العينة	المدراء الماليون	المستثمرون	مدراء المحافظ	الأكاديميون*
١١,١%	٠%	٣٣,٣%	٠%	٩,٥%
٢٠%	٢٠%	٢٢,٢%	٤٠%	١٤,٣%
٨,٩%	١٠%	٠%	٠%	١٤,٣%
٥٧,٨%	٧٠%	٤٤,٤%	٦٠%	٥٧,١%

تقوم بإلغائها فوراً  
تقوم بإلغائها إذا لم يكن لدى موظفيها خيارات شراء أسهم وتتوي الشركة إعادة إصدار الأسهم المشتراة مقابلها  
تقوم بإلغائها إن لم تتمكن من إصدارها مرة أخرى خلال سنة من تاريخ آخر عملية شراء.  
يرتك الخيار المطلق

للشركة في التصرف في  
الأسهم المشتراة

\* يرى أحد الأكاديميين أن لا يتم الطرح إلا في ظروف استقرار السوق.

التنظيمات الملائمة لإعادة إصدار الأسهم:  
من ضمن التساؤلات المكتملة لتنظيم إعادة  
الشركات لأسهمها تلك المتعلقة بتنظيم  
إعادة الإصدار فيما لو قررت الشركة  
إعادة الإصدار بدلا من الإلغاء. ويوضح  
الجدول رقم (١١) تفضيلات عينة البحث  
حول هذا الموضوع.

ويتبين من الجدول أن اتجاه مجموع العينة  
وكل مجموعاتها تتجه نحو إعطاء الشركة  
أقصى مرونة للتصرف في أسهم الخزانة.  
ويبدو أن لدى أفراد العينة ثقة في إدارات  
الشركات من حيث أنها ستقوم بالتصرف  
الأمثل بما يخدم مصالح المستثمرين.

الجدول رقم (١١): التنظيمات الملائمة لإعادة إصدار الأسهم

مجموع العينة	المدراء الماليون	المستثمرون	مدراء المحافظ	الأكاديميون
٢٥%	١٠%	٣٣,٣%	٤٠%	٢٥%
يجب أن تمر فترة محددة بين عملية الشراء وعملية إعادة الإصدار (سنة أشهر على الأقل من تاريخ آخر عملية شراء) ما لم تكن إعادة الإصدار للوفاء بحقوق خيارات شراء الأسهم				
٣٤,١%	١٠%	٤٤,٤%	٤٠%	٤٠%
يجب أن تمر فترة محددة بين عملية الشراء وعملية إعادة الإصدار (سنة أشهر على الأقل من تاريخ آخر عملية شراء) أيا كان الغرض من إعادة الإصدار.				
٤٠,٩%	٨٠%	٢٢,٢%	٢٠%	٣٥%
يمكن للشركة أن تصدر الأسهم المشتراة في أي وقت				

وتقليل الآثار المترتبة على السوق الناتجة  
عن تصرفات الإدارة، وبخاصة الحد من  
استخدام الشركة لعملية إعادة الشراء ثم  
إعادة الطرح في فترات قصيرة للتأثير  
على سعر السهم خدمة لأغراض غير تلك  
التي تخدم المستثمرين.

الأسلوب الملائم لإعادة طرح الأسهم التي  
سبق شراؤها:  
مطلما أن هناك عدة أساليب لإعادة شراء  
الشركة لأسهمها، فإن هناك أيضا أكثر من

ويلاحظ من خلال هذا الجدول أن الاتجاه  
العام للعينة كان نحو إعطاء الشركة  
المرونة الكاملة لإعادة الإصدار في أي  
وقت (النسبة = ٤٠,٩%). وقد كان أكثر  
المجموعات تأييدا لهذا الاتجاه هم المدراء  
الماليون (النسبة = ٨٠%)، في حين كان  
الأقل هم المستثمرون ومدراء المحافظ  
(النسبة = ٢٢,٢% و ٢٠% على التوالي).  
وهو اتجاه متوقع ومفهوم، حيث يرغب  
المدراء في حرية التصرف وتقليل القيود،  
في حين يرغب المستثمرون في الوضوح

آخر (النسبة=٧٠%)، وهذا هو اتجاه كل مجموعات العينة. ويتفق هذا الاتجاه مع رؤية العينة التي سبق عرضها حول أسلوب الشراء الملائم، حيث كان مجموع العينات والمجموعات الممثلة لها تؤيد أن يتم الشراء من خلال نظام تداول. وهذا الاتجاه يحقق عددا من المزايا للشركة منها مرونة الشراء والبيع وتقليل التكاليف المصاحبة، إضافة إلى تقليل الأثر على السوق حيث تندمج عمليات الشركة مع عمليات المستثمرين.

أسلوب إعادة الإصدار أو الطرح، تتمثل في طرحها في السوق المفتوح مثل أي بائع آخر، أو طرحها للاكتتاب في حقوق الأولوية مما يتيح فرصا متكافئة للمساهمين الحاليين للحفاظ على مراكز ملكيتهم في الشركة. ولأهمية هذا الموضوع في عملية تنظيم عملية إعادة شراء الشركات لأسهمها، تم عرضه على عينة البحث لمعرفة اتجاههم حياله.

ويبين الجدول رقم (١٢) أن مجموع العينة يؤيد عرض الأسهم في تداول مثل أي بائع

الجدول رقم (١٢): الأسلوب الملائم لإعادة طرح الأسهم التي سبق شراؤها

مجموع العينة	المدراء الماليون	المستثمرون	مدراء المحافظ	الأكاديميون
٣٠%	١٠%	٣٧,٥%	٠%	٢٦,٣%
٧٠%	٩٠%	٦٢,٥%	١٠٠%	٧٣,٧%

يتم طرحها للاكتتاب في حقوق الأولوية

يتم عرضها في نظام تداول مثل أي متعامل في السوق

(المتوسط=٤,٠٠)، في حين كان أقلها تأييدا منع الشركة من وضع كميات أكبر من الكميات المعروضة في أمر سابق مستقل. وللتأكد من مدى اتفاق مجموعات العينة حيال هذه الضوابط تم اختبار معنوية الاختلاف بينهم، وظهر اختلاف معنوي في ثلاثة ضوابط هي:

١. لا يجوز للشركة إعادة الإصدار ما لم تقم بشراء كامل الكمية التي أعلنت عنها في خطة الشراء (معامل الاختلاف=٠,٠٠٠).

٢. لا يجوز أن يتجاوز سعر عرض البيع أدنى عرض بيع سابق مسجل في نظام تداول من طرف آخر خلال يوم التداول (معامل الاختلاف=٠,٠٠١).

ضوابط إعادة إصدار الأسهم المشتراة من خلال عرضها في نظام تداول:

تنظم عادة أسواق المال عملية طرح الشركات لأسهم الخزانة بحيث تقلل الأثر السلبية على السوق. وقد تم مراجعة عدد من تجارب الدول في هذا المجال في الجزء النظري من هذا البحث. وقد تم استخلاص مجمل الضوابط المنظمة لعملية إعادة الإصدار وعرضها على عينة البحث.

ويبين الجدول رقم (١٣) في الصفحة التالية أن عينة البحث بشكل عام توافق على جميع الضوابط. وكان أكثرها تأييدا رغبة المشاركين في منع الشركات من التأثير على سعر إقبال السهم من خلال وضع أوامر في نهاية جلسة التداول

الجدول رقم (١٣): ضوابط إعادة إصدار الأسهم المشتركة من خلال عرضها في نظام تداول

الأكاديميون		مدرء المحافظ		المستثمرون		المراءء المالكين		مجموع العينة	
الاحراف	المتوسط	الاحراف	المتوسط	الاحراف	المتوسط	الاحراف	المتوسط	الاحراف	المتوسط
المعياري	المعياري	المعياري	المعياري	المعياري	المعياري	المعياري	المعياري	المعياري	المعياري
١,٢٤	٤,١٤	١,٠٠	٤,٥٠	٠,٣٣	٤,٨٩	٠,٦٠	١,٨٩	١,٤٢	٣,٨٦
٠,٨٠	٤,٣٠	١,٠٠	٤,٥٠	١,٤٠	٤,٢٥	١,٠١	٢,٤٤	١,٢٤	٣,٩٠
١,٣٥	٣,٧١	٠,٩٦	٤,٢٥	١,٤٦	٤,١٣	١,٠١	٢,٤٤	١,٣٨	٣,٥٧
١,٢٥	٣,٨١	١,٧١	٢,٧٥	١,٤١	٤,٣٨	١,٤٥	٣,١١	١,٤١	٣,٦٧
١,١٨	٤,١٠	١,١٠	٤,٢٠	٢,٠٧	٣,٥٠	١,٣٠	٣,٢٢	١,٤٠	٣,٨١
١,١٤	٤,١٠	١,٠٠	٤,٥٠	١,٤١	٤,٣٨	١,٣٠	٣,٢٢	١,٢٥	٤,٠٠

لا يجوز للشركة إعادة الإصدار ما لم يتم شراء كامل القيمة التي اعلنت عنها في خطة الشراء\*  
 لا يجوز أن يتجاوز سعر عرض البيع الذي عرض سابق مسجل في نظام تداول من طرف آخر خلال يوم التداول\*  
 لا يجوز أن تتجاوز كمية البيع للعرض الواحد في أي يوم أعلى كمية عرض سابق مسجل في نظام تداول من طرف آخر خلال يوم البيع\*  
 لا يجوز أن تضع الشركة أكثر من عرض بيع في نفس الوقت  
 لا يجوز أن يكون عرض الشركة هو المفتح للمناق  
 لا يجوز أن تضع الشركة أي عرض في النصف ساعة الأخيرة من التداول  
 الفرق متفوي بين مجموعات العينة عند مستوى معنوية ٥% أو أقل باستخدام اختبار كرسكال و ليس.

٣. لا يجوز أن تتجاوز كمية البيع للعرض الواحد في أي يوم أعلى كمية عرض سابق مسجل في نظام تداول من طرف آخر خلال يوم البيع (معامل الاختلاف=٠,٠٢٢).

حيث خالف المدراء الماليون بفيئة مجموعات العينة، ولم يوافقوا على هذه الضوابط. وتبعاً لما تمت ملاحظته عند مناقشة العناصر السابقة في الاستبانة، فإن المدراء الماليين لا يرغبون في كثرة القيود على قراراتهم، في حين ترى المجموعات الأخرى ضرورة ضبط عملية الإصدار وتخليص السوق من الممارسات التي قد تؤثر بشكل غير عادل على سعر السهم.

**الإفصاحات المصاحبة لعملية إعادة شراء الأسهم:**

إن أهم خدمة تقدم للمتعاملين في سوق الأسهم هي المعلومات المعينة للمتداولين على اتخاذ قرارات رشيدة. ولذلك تحرص معايير المحاسبة وتعليمات أسواق المال على توفير الشركات للمعلومات المفيدة لمتخذي القرارات. وبما أن عمليات إعادة شراء الأسهم من العمليات ذات الأثر على قرارات المتعاملين مع الشركات المساهمة فإنه من الضروري أن تتوفر المعلومات الكافية عن مثل هذه العمليات في الوقت المناسب. ويتتبع الدراسات السابقة وممارسات الدول الأخرى تم اقتراح مجموعة من الإفصاحات المتعلقة بعمليات إعادة شراء الأسهم وعرضها على المشاركين في عينة البحث. ويبين الجدول رقم (١٤) في الصفحة التالية هذه الإفصاحات ورؤية عينة البحث حولها. ويتضح من خلال هذا الجدول رغبة عينة البحث في إلزام الشركات بهذه الإفصاحات وبخاصة الإفصاحات الآتية:

١. سبب أو أسباب الشراء (المتوسط=٤,٣٢).
٢. عدد الأسهم التي تتوي الشركة إعادة شرائها (المتوسط=٤,٢٠).
٣. كيفية تمويل إعادة الشراء (مثلاً: النقدية المتاحة، بيع بعض الاستثمارات في الشركة.. الخ) (المتوسط=٤,١٩).

وكان أقل هذه الإفصاحات تأييداً "التاريخ المتوقع للقيام بأول عملية شراء" (المتوسط=٣,٢٧). ويمكن فهم ضعف التأييد لهذا الإفصاح من حيث أنه يلزم الشركة بتاريخ معين، مما قد يوقع الشركة في حرج لو تأخرت أو تقدمت قليلاً عن هذا التاريخ من غير قصد.

وللتأكد من مدى اتفاق مجموعات العينة حيال هذه الإفصاحات تم اختبار معنوية الاختلاف بينهم، وظهر اختلاف معنوي في ثلاثة عناصر هي:

١. كيفية تمويل إعادة الشراء (مثلاً: النقدية المتاحة، بيع بعض الاستثمارات في الشركة.. الخ) (معامل الاختلاف=٠,٠٠٢).
٢. المدة التي تتوي الشركة خلالها تنفيذ خطة إعادة الشراء (معامل الاختلاف=٠,٠١٠).
٣. عزم الشركة على تنفيذ الخطة كاملة خلال مدة محددة (معامل الاختلاف=٠,٠٠٣).

وكما هو متوقع فقد كان المخالف للاتجاه العام هم المدراء الماليون الذين لا يريدون إفشاء معلومات الشركة المتعلقة بكيفية التمويل، ولا إلزام الشركة بأحداث مستقبلية قد لا يتمكنون من الوفاء بها.

الجدول رقم (١٤): الإفصاحات المساهمة لعملية إعادة شراء الأسهم

الإفصاحات	مجموع العينة		المدة المالية		المستثمرون		مدراء المحافظ		الأكيديون	
	الاحتراف المعياري	المتوسط	الاحتراف المعياري	المتوسط	الاحتراف المعياري	المتوسط	الاحتراف المعياري	المتوسط	الاحتراف المعياري	المتوسط
عدد الأسهم التي تنوي الشركة إعادة شراؤها	١,٢١	٣,٢٠	١,٧٥	٤,١١	١,١٧	٤,٥٠	١,٠٠	٤,٦٧	٠,٥٧	٤,٦٧
كيفية تمويل إعادة الشراء (مثلا: النقدية المتاحة، بيع بعض الاستثمارات في الشركة... الخ) *	٤,١٩	٢,٨٠	١,٤٠	٤,٣٨	٠,٧٤	٤,٥٠	١,٠٠	٤,٧١	٠,٤٦	٤,٧١
سبب أو أسباب الشراء	٤,٣٢	٣,٨٠	١,٤٠	٤,٦٣	٠,٧٤	٤,٠٠	١,٠٠	٤,٥٢	٠,٨١	٤,٥٢
التاريخ المتوقع للقيام بأول عملية شراء	٣,٢٧	٢,٤٠	١,٣٥	٣,٣٨	١,٩٩	٣,٢٠	١,٤٨	٣,٦٧	١,٤٣	٣,٦٧
المدة التي تنوي الشركة خلالها تنفيذ خطة إعادة الشراء *	٣,٧٩	٢,٧٨	١,٢٠	٣,٠٠	١,٩٣	٤,٤٠	٠,٨٩	٤,٣٨	٠,٨٦	٤,٣٨
عزم الشركة على تنفيذ الخطة كاملة خلال مدة محددة *	٣,٨٤	١,٢٧	٠,٩٥	٣,٦٣	١,٧٧	٤,٢٠	١,١٠	٤,٤٠	٠,٨٢	٤,٤٠

\* افرق معنوي بين مجموعات العينة عند مستوى معنوية ٥% أو اقل باستخدام اختبار كرسكال و ليسون.

### التوصيات

بعد قيام الشركات بإعادة شراء أسهمها من العمليات الداخلية التي تحتاج إلى تنظيم دقيق يحمي سوق الاستثمار من إساءة الإدارة لاستخدامها ومن استغلال المتنفذين الداخليين لمثل هذه العمليات لصالحهم. ولذلك قامت العديد من الدول بتنظيم عملية إعادة شراء الشركات لأسهمها. ولا يزال نظام الشركات السعودي يمنع الشركات من إعادة شراء أسهمها إلا في حدود ضيقة. وقد ازدادت في الآونة الأخيرة المطالبات بالسماح للشركات بإعادة شراء أسهمها أسوة بما هو معمول به في كثير من الدول. ولقد قام البحث الحالي بتوثيق تجارب الدول الأخرى ومراجعة الدراسات السابقة في هذا المجال. وتم على أثر ذلك تصميم استبانة تضمنت عددا من النقاط المتعلقة بتنظيم إعادة شراء الأسهم وإعادة إصدارها. ويمكن من خلال ما تم توثيقه من تجارب الدول الأخرى وما بينه تحليل البيانات في هذا البحث عرض التوصيات الآتية لتكون نواة لتعديل القوانين الحالية أو سن قوانين جديدة:

١. السماح للشركات السعودية بإعادة شراء أسهمها بما لا يتجاوز ٢٠% من أسهمها القائمة.
٢. يجب على الشركات أن يكون لديها خطة معلنة للشراء تقرها الجمعية العمومية للشركة، وتتضمن مبررات محددة تقبلها هيئة السوق.
٣. تتم إعادة الشراء من خلال نظام تداول عن طريق وسيط واحد للشركة الواحدة تعتمد هيئة السوق المالية وفقا للضوابط الآتية:

- أ- لا يجوز أن يتجاوز سعر أمر الشراء أعلى طلب سابق مسجل في نظام تداول من طرف آخر خلال يوم التداول
- ب- لا يجوز أن تتجاوز كمية الشراء للطلب الواحد في

- أي يوم أعلى كمية طلب سابق مسجل في نظام تداول من طرف آخر خلال يوم التداول
- ت- لا يجوز أن تضع الشركة أكثر من طلب شراء في نفس الوقت
- ث- لا يجوز أن يكون طلب الشركة هو المفتوح للسوق
- ج- لا يجوز أن تضع الشركة أي طلب في النصف ساعة الأخيرة من التداول
٤. لا يجوز لمن يتم تصنيفهم على أنهم أطراف داخلية أن يمارسوا أي تعاملات في أسهم الشركة من تاريخ الإعلان عن الخطة إلى الانتهاء من تنفيذها.
٥. يجب على الشركة تنفيذ خطة الشراء خلال ستة أشهر من إقرارها.
٦. إذا رغبت الشركة في إعادة إصدار الأسهم المشتركة للعموم فيجب أن يتم ذلك عن طريق الوسيط المعتمد في نظام تداول وذلك وفقا للضوابط الآتية:
  - أ- لا يجوز للشركة إعادة الإصدار ما لم تقم بشراء كامل الكمية التي أعلنت عنها في خطة الشراء.
  - ب- لا يجوز أن يتجاوز سعر عرض البيع أدنى عرض بيع سابق مسجل في نظام تداول من طرف آخر خلال يوم التداول.
  - ت- لا يجوز أن تتجاوز كمية البيع للعرض الواحد في أي يوم أعلى كمية عرض سابق مسجل في نظام تداول من طرف آخر خلال يوم البيع.

الهيئة العامة لسوق المال (سلطنة عمان).  
٢٠٠٩. قواعد إعادة شراء شركات  
المساهمة العامة لأسهمها.

هيئة الأوراق المالية والسلع (الإمارات  
العربية المتحدة). ٢٠٠٦. قرار رئيس  
مجلس إدارة الهيئة رقم (١١٣/ر) لسنة  
٢٠٠٦ بشأن الضوابط والإجراءات  
التنظيمية لتطبيق نص المادة (١٦٨) من  
قانون الشركات التجارية المعدلة بموجب  
القانون الاتحادي رقم (١٨) لسنة ٢٠٠٦  
بشأن شراء الشركة لأسهمها.

وزارة الاقتصاد (جمهورية مصر العربية).  
١٩٩٨. قانون شركات المساهمة وشركات  
التوصية بالأسهم والشركات ذات  
المسؤولية المحدودة ومنكرته الإيضاحية  
ولائحته التنفيذية.

Baker, H.; G. Powell; and E.  
Veit. 2003. Why companies use  
open-market repurchases: A  
managerial perspective. *The  
Quarterly Review of Economics  
and Finance*, 43: 483-504.

Block, S. 2006. An empirical  
study of stock repurchase  
programs among fortune 1000  
companies. *Corporate Finance  
Review*, 11 (2): 22-31.

Cook, D. O; L Krigman; and J.  
C. Leach. 2003. An analysis of  
SEC guidelines for executing  
open market repurchases. *The  
Journal of Business*, 76 (2): 289-  
315.

Dixon, R.; G. Palmer; B.  
Stradling; and A. Woodhead.  
2008. An empirical survey of the  
motivation for share repurchases  
in the UK. *Managerial Finance*,  
34 (12): 886-906.

Druke, H.; J. Tobien; and A.  
Bussemaker. 2002. Germany:

ث- لا يجوز أن تضع الشركة  
أكثر من عرض بيع في  
نفس الوقت.

ج- لا يجوز أن يكون عرض  
الشركة هو المفتوح للسوق.

خ- لا يجوز أن تضع الشركة  
أي عرض في النصف  
ساعة الأخيرة من التداول

٧. يجب على الشركة أن تفصح في  
قوائمها المالية الربعية والسنوية  
عن المعلومات الآتية المتعلقة  
بإعادة شراء الأسهم:

أ- عدد الأسهم التي تنوي  
الشركة إعادة شرائها.

ب- كيفية تمويل إعادة الشراء.

ت- سبب أو أسباب الشراء.

ث- التاريخ المتوقع للقيام بأول  
عملية شراء.

ج- المدة التي تنوي الشركة  
خلالها تنفيذ خطة إعادة  
الشراء.

ح- عزم الشركة على تنفيذ  
الخطة كاملة خلال مدة  
محددة.

خ- كميات الشراء الفعلية حتى  
تاريخ آخر قوائم مالية  
مصدرة.

## المراجع

القحطاني، سالم؛ أحمد العامري؛ معدي آل  
مذهب؛ وبدران العمر. ١٤٢٥. منهج  
البحث في العلوم السلوكية، الطبعة الثانية:  
الرياض.

سيكاران، أوما. ١٤٢٧. طرق البحث في  
الإدارة: مدخل لبناء المهارات البحثية،  
ترجمة: إسماعيل بسيوني، دار المريخ:  
الرياض



- Canadian open market repurchase announcements. *Managerial Finance*, 33(1): 65-80.
- McCarthy, E. 1999. Stock buybacks: The rules. *Journal of Accountancy* (May): 91-97.
- Mitchell, J. and G. Dharmawan. 2007. Incentives for on-market buy-backs: Evidence from a transparent buy-back regime. *Journal of Corporate Finance*, 13: 146-169.
- Oded, J. 2005. Why do firms announce open-market repurchase programs? *The Review of Financial Studies*, 18 (1): 271-300.
- Oliver, J and K. Moffeit. 2000. Corporate share buybacks. *The CPA Journal*, 70 (8): 56-58.
- Raad, E. and H. Wu. 1995. Insider trading effects on stock returns around open market repurchase announcement: An empirical study. *Journal of Financial Research*, 18(1): 45-57.
- Securities Exchange Commission (SEC). 2003. *Purchases of Certain Equity Securities by the Issuer and Others; Direct Final Rule*. SEC: Washington.
- Shirley, P. 1997. Share repurchases. *Fiscal Studies*, 18 (2): 211-221.
- Spain: Criteria for stock repurchase. 1999. Spain: criteria for stock repurchase. *International Financial Law Review*, 18 (3): 50.
- Share repurchasing: new German takeover act limits option for stock corporations. *International Financial Law Review*, 21 (9): 85.
- Ginglinger, E. and J. Hamon. 2009. Share repurchase regulations: Do firms play by the rules? *International Review of Law and Economics*, 29: 81-96.
- Hughes, P. and C. Hewat. 2007. TSX amends rules on normal course issuer bids. *Blakes Bulletin On Securities Law*, May: 1-3.
- Kahle, K. 2002. When a buyback isn't buyback: Open market repurchases and employee options. *Journal of Financial Economics*, 63: 235-261.
- Kieso, D.; J. Weygandt; and T. Warfield. 2001. *Intermediate Accounting*, John Wiley & Sons, Inc.: New York.
- Kim, J.; R. Schremper; and N. Varaiya. 2005. Open market repurchase regulations: A cross-country examination. *Corporate Finance Review*, 9 (4): 29-38.
- Kracher, B. and R. Johnson. 1997. Repurchase announcements, lies and false signals. *Journal of Business Ethics*, 16 (15): 1677-1685.
- Leverone, L. 1998. Argentina: Stock price fall could allow share buyback. *International Financial Law Review*, 17 (11): 64.
- Li, K. and W. McNally. 2007. The information content of

الملحق

استبانة عن موضوع السماح للشركات المساهمة السعودية بإعادة شراء أسهمها

الرجاء تحديد عمك الرئيسي:

١. مدير مالي ( ) ٢. مستثمر ( ) ٣. مدير محفظه ( ) ٤. أكاديمي ( ) ٥. آخر: حدد.....

إذا كنت مديرا ماليا، الرجاء تحديد القطاع الذي تنتمي إليه شركتك:.....

ما مدى موافقتك على تمكين الشركات من إعادة شراء أسهمها من حيث المبدأ ؟

موافق بشدة ( ) ، موافق ( ) ، محايد ( ) ، غير موافق ( ) ، غير موافق بشدة ( ) .

لو تم السماح للشركات بشراء أسهمها، فما مدى قبولك للأسباب التي تبرز بها الشركات إعادة شراء أسهمها.

غير مقبول إطلاقا	غير مقبول إلى حد ما	محايد	مقبول إلى حد ما	مقبول تماما	
					إعادة النقدية الفائضة لدى الشركة إلى المساهمين الراغبين في البيع
					عدم وجود استثمارات مجدية في الوقت الحاضر
					الوفاء بخيارات حقوق شراء الأسهم الممنوحة للموظفين
					تحسين النسب المالية للشركة مثل العائد على الأصول والعائد على السهم
					إعطاء إشارات تطمينية للسوق بأن سعر السهم يتداول بأقل من قيمته العادلة
					الاستفادة من انخفاض سعر السهم لطرحة في المستقبل بسعر أفضل
					الإثارة الإعلامية
					مواجهة محاولات السيطرة على الشركة
					أسباب أخرى؟ أرجو ذكرها في المساحة أدناه

ما أسلوب الشراء الذي تراه مناسباً؟ يمكن اختيار أكثر من أسلوب

١. من خلال نظام تداول مثل أي متداول آخر ( )

٢. عن طريق المناقصة (أي شراء الكميات المطلوبة من عرضها بأقل سعر) ( )

٣. الطلب بسعر محدد لكمية محددة والشراء من المعارضين بنفس الطريقة المعتادة لتخصيص الأسهم عند الاكتتاب (إذا زادت الكمية المعروضة عن المطلوبة) ( )

من ترى له صلاحية الموافقة على قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها؟ (فضلا أختَر إجابة واحدة فقط)

الجمعية العمومية ( )

مجلس الإدارة ( )

مدير الشركة ( )

ما الحد الأقصى الذي يمكن أن تشتريه الشركة من أسهمها؟

٥% ( ) ، ١٠% ( ) ، ١٥% ( ) ، ٢٠% ( ) ، نسبة أخرى.....

ما مدى موافقتك من عدمها على الضوابط الآتية المتعلقة بالشراء من خلال نظام تداول:

الإجراء	موافق بشدة	موافق حد ما	محايد	غير موافق إلى حد ما	غير موافق إطلاقاً
لا يجوز أن يتجاوز سعر أمر الشراء أعلى طلب سابق مسجل في نظام تداول من طرف آخر خلال يوم التداول					
لا يجوز أن تتجاوز كمية الشراء للطلب الواحد في أي يوم أعلى كمية طلب سابق مسجل في نظام تداول من طرف آخر خلال يوم التداول					
لا يجوز أن تضع الشركة أكثر من طلب شراء في نفس الوقت					
لا يجوز أن يكون طلب الشركة هو المفتح للسوق					
لا يجوز أن تضع الشركة أي طلب في النصف ساعة الأخيرة من التداول					

إجراءات أخرى: أرجو ذكرها في المساحة أدناه

ما الاحتياطات المناسبة لمنع المستفيدين الداخليين من استغلال إعادة الشراء (فضلاً اختر إجابة واحدة)

يمنعون فترة تنفيذ الخطة من الشراء	( )
يمنعون فترة تنفيذ الخطة من البيع	( )
يمنعون فترة تنفيذ الخطة من البيع والشراء	( )
يمنعون دائماً من التعامل في أسهم الشركة ما داموا مصنفين على أنهم أطراف داخلية	( )
لا يمنعون أبداً	( )

ما الحد الأقصى الذي تراه للمدة التي ينبغي على الشركة أن تنفذ خطة الشراء خلالها؟  
سنة (شهر) ( )، سنة ( )، سنتين ( )، مفتوح ( )، وقت آخر ( )، حدد.....

كيف يجب أن تتصرف الشركة في الأسهم المشتراة (فضلاً اختر إجابة واحدة فقط)	
تقوم بإلغائها فوراً	( )
تقوم بإلغائها إذا لم يكن لدى موظفيها خيارات شراء أسهم وتتوي الشركة إعادة إصدار الأسهم المشتراة مقابلها	( )
تقوم بإلغائها إن لم تتمكن من إصدارها مرة أخرى خلال سنة من تاريخ آخر عملية شراء.	( )
يترك الخيار المطلق للشركة في التصرف في الأسهم المشتراة	( )

رأي آخر: أرجو ذكره في المساحة أدناه

ما الترتيبات التي تراها ملائمة لو سمح للشركات بإعادة إصدار أسهمها التي سبق أن اشترتها؟ (فضلاً اختر إجابة واحدة فقط)

يجب أن تمر فترة محددة بين عملية الشراء وعملية إعادة الإصدار (سنة أشهر على الأقل من تاريخ آخر عملية شراء) ما لم تكن إعادة الإصدار للوفاء بحقوق خيارات شراء الأسهم	( )
يجب أن تمر فترة محددة بين عملية الشراء وعملية إعادة الإصدار (سنة أشهر على الأقل من تاريخ آخر عملية شراء) أياً كان الغرض من إعادة الإصدار.	( )
يمكن للشركة أن تصدر الأسهم المشتراة في أي وقت	( )

إذا سمح للشركة بإعادة إصدار كل أو بعض أسهمها التي سبق أن اشترتها، فما الأسلوب الملائم الذي تراه لذلك (أرجو اختيار إجابة واحدة فقط):

( )	يتم طرحها للاكتتاب في حقوق الأولوية
( )	يتم عرضها في نظام تداول مثل أي متعامل في السوق

أسلوب آخر؟ أرجو ذكره في المساحة أدناه:

لو تم السماح للشركات بإعادة إصدار أسهمها من خلال عرضها في نظام تداول، فما الضوابط التي ترى وضعها لذلك

موافق بشدة	موافق إلى حد ما	محايد	غير موافق إلى حد ما	غير موافق إطلاقاً

تنظيمات أخرى؟ أرجو إضافتها في المساحة أدناه

ما الإفصاحات التي ترى إلزام الشركة بها عندما تقرر إعادة شراء أسهمها؟

موافق بشدة	موافق إلى حد ما	محايد	غير موافق إلى حد ما	غير موافق إطلاقاً

إفصاحات أخرى؟ أرجو ذكرها في المساحة أدناه

أشكرك على مساهمتك القيمة. وإذا كان لديك اقتراحات أخرى، أرجو إضافتها في المساحة أدناه: