

التسعير الخاطئ للأسهم وأثره على عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم: بالتطبيق على الشركات غير المالية المدرجة بالبورصة المصرية¹

د. خالد عبد القادر محمد

مدرس بقسم إدارة الاعمال

كلية التجارة- جامعة بني سويف

جمهورية مصر العربية

yasenk682@gmail.com

ملخص البحث

استهدف البحث الحالي دراسة عدد من العلاقات المباشرة والتفاعلية، حيث تمثلت العلاقات المباشرة في دراسة علاقة تأثير التسعير الخاطئ للأسهم بأعلى وبأقل من قيمتها الحقيقية على إعادة شراء الأسهم وكذلك اثر إعادة شراء الأسهم علي ردود فعل السوق. وكذلك دراسة العلاقات التفاعلية (الدور المعدل) لكلا من فرص النمو، وتوزيعات الأرباح، ودرجة إعادة شراء الأسهم على العلاقة بين إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق. وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المصرية الغير مالية المدرجة في سوق المال المصري خلال الفترة من 2012-2022، وبلغ عددها 53 شركة. وفي سبيل تحقيق ذلك تم تطوير 6 فروض اعتمد الباحث في اختبارها على استخدام تحليل الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، وأسلوب دراسة الحدث، والانحدار الخطي المتعدد. قد اسفرت نتائج التحليل الاحصائي للبيانات عن وجود تأثير ايجابي معنوي للتسعير الخاطئ للأسهم بأقل من قيمتها الحقيقية على إعادة شراء الأسهم. وكذلك وجود تأثير سلبي معنوي للتسعير الخاطئ للأسهم بأعلى من قيمتها الحقيقية على إعادة شراء الأسهم. كذلك توصل البحث الي وجود تأثير ايجابي معنوي لعمليات إعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه إعادة الشراء وان هذا التأثير ينخفض في حالة وجود فرص نمو امام لشركة، وكذلك في حالة قيام الشركة بإجراء توزيعات أرباح. أيضا توصل البحث الي انه كلما زاد المنفق من التدفق النقدي الحر على إعادة شراء الأسهم (درجة إعادة شراء الاسهم) كلما انخفض التأثير الإيجابي لعمليات إعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق حتى يصل الي الصفر عندما تصل نسبة المنفق من التدفق النقدي الحر الي 45.11% وبعد هذه النقطة يخفتي التأثير الإيجابي ويظهر تأثير سلبي لعمليات إعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق.

الكلمات الدالة

التسعير الخاطئ للسهم، إعادة شراء الاسهم، ردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الاسهم، فرص النمو، توزيعات الأرباح، درجة

إعادة شراء الأسهم

¹ تم تقديم البحث في 2023/12/19، وتم قبوله للنشر في 2024/1/20.

(1) المقدمة

تعد إدارة التدفق النقدي من أهم الوظائف لأي منظمة، حيث انه عندما يكون لدى الشركات دخل إيجابي أو تدفق نقدي حر متاح، فإنها عادة ما تكون على استعداد لتوزيع الفائض النقدي على مساهمها كرد فعل على استثماراتهم لفترة طويلة. وعلي ذلك كانت معظم الشركات في العالم تفضل دفع أرباح الأسهم في شكل نقد، أو حتى أسهم (Mazur, Dang and Vo, 2023). ومن هنا تصبح سياسة توزيع الأرباح قرارًا مهمًا، وبالتالي ينبغي توزيع الأرباح على المستثمرين أو إعادة استثمارها من أجل النمو المستقبلي. ومع ذلك، على مدى العقود القليلة الماضية، شهد نشاط إعادة شراء الأسهم نموًا غير عادي وأصبح ممارسة شائعة في الأسواق المتقدمة مثل الولايات المتحدة أو أوروبا منذ منتصف الثمانينات (Bargeron and Farrell, 2021).

بعد قيام هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) في عام 1982، بتقنين إعادة شراء الأسهم، قامت عدد من الشركات الأمريكية بعمل برامج إعادة شراء الأسهم وذلك لإعادة التدفقات النقدية الزائدة إلى المساهمين (Huang, 2018; Palladino and Lazonick, 2022). تحدث "إعادة شراء الأسهم" عندما تقوم الشركة بشراء أسهمها مرة أخرى من سوق الأوراق المالية (حفيضة، 2018). ففي عام 2018، أنفقت الشركات الأمريكية 806.4 مليار دولار على إعادة شراء الأسهم، وهذا المبلغ يعتبر أعلى بكثير من المبلغ التي تدفعه كأرباح للمساهمين 461.8 مليار دولار (Yardeni, Abbott and Quintana, 2019; Palladino and Lazonick, 2022). إن هذه الظاهرة قد تعني أن إعادة شراء الأسهم أصبحت الطريقة المفضلة لإعادة نتائج الاستثمار إلى المساهمين بدلاً من توزيعات الأرباح التقليدية (Goodacre, 2023).

علاوة على ذلك، وعلي عكس ما يجري عالميا، كانت عمليات إعادة شراء الأسهم امرا نادرا في السوق المصرية، وذلك حتي أصدرت الهيئة العامة للرقابة المالية في بداية مارس 2020 إجراءات استثنائية تبسط إجراءات شراء اسهم الخزينة من خلال الغاء الزام الشركات بالإخطار المسبق والسماح للشركات بإخطار سوق الأوراق المالية في نفس اليوم المقترح لتنفيذ الشراء من خلال السوق المفتوح وبنفس سعر الورقة المالية خلال جلسة التداول. وعلي الا تتجاوز نسبة أسهم الخزينة 10% من إجمالي أسهم الشركة المقيدة (كتاب دوري رقم 13 لسنة 2020 الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية). وادي قرار الهيئة الي زيادة غير مسبوقه في عمليات إعادة شراء الأسهم بنسبة تراوحت بين 0.5% الي 2.5% من الأسهم المطروحة، وشمل ذلك العديد من الشركات الكبيرة مثل اوراسكم للتنمية مصر، السويدي الكترك، جي بي اوتو، مدينة نصر للإسكان (موقع البورصة المصرية، 2022: <https://www.egx.com.eg>).

ان السبب وراء تبني الشركات لبرامج إعادة شراء الأسهم أصبح تساؤل هام في المجال الأكاديمي للتمويل (Bargeron and Farrell, 2021). وقد تم الإعلان عن دوافع مختلفة وراء تبني الشركات لبرامج إعادة شراء الأسهم، أحد اهم هذه الدوافع وفقا لتوقعات نظرية توقيت السوق هو تعديل هيكل رأس المال في ضوء التسعير الخاطئ للأسهم، حيث تتوقع النظرية ان الشركات المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية يجب ان تعيد شراء حقوق ملكيتها لاستغلال فرص سوء التسعير، بينما يجب على الشركات المبالغ في تقييم أسهمها ان

تتجنب إعادة الشراء بل يجب عليها ان تقوم بإصدار أسهم جديدة (Liu, Sun, Ye, Tao and Kan, 2023; Zaveritiaeva and Nechaeva, 2017)

ومع ذلك، على الرغم من الدعم النظري والتجريبي للتأثير الإيجابي لإعادة شراء الأسهم على ردود أفعال السوق، فقد أشارت الدراسات الحديثة على سبيل المثال، (Bargeron and Farrell (2021); Goldberg (2018) إلى أن استجابة السوق قد لا تكون كبيرة دائماً. على سبيل المثال، أظهر مؤشر S&P 500 لإعادة الشراء، الذي يتبع أفضل 100 سهم بأعلى نسب إعادة الشراء، أن العائد على أكبر الأسهم كان 1.3٪ فقط في عام 2018، وهو ما يقل بشكل كبير عن عائد S&P 500 البالغ 3.2٪ (Yardeni et al., 2019). علاوة على ذلك، أعلنت سيتي جروب عن إعادة شراء الأسهم بأكثر من 15 مليار دولار في عام 2017، لكن أسهمها انخفضت بأكثر من 20٪ خلال فترة العام التالي (Goldberg, 2018; Yardeni et al., 2019). وتظهر هذه النتائج أنه على الرغم من توقعات المديرين، فإن عمليات إعادة شراء الأسهم ليست جميعها توتي ثمارها.

علاوة على ذلك، تعد برامج إعادة شراء الأسهم طريقة مكلفة لزيادة ثروة الشركة لأنها تستهلك كمية هائلة من النقد الداخلي وقد تتطلب دفع أقساط أعلى من أسعار السوق الحالية (Wrońska, Kaźmierska and Rozkovec, 2018; Goodacre, 2023). ولذلك، ومن أجل تجنب استخدام مبالغ كبيرة من النقد في عمليات إعادة شراء الأسهم غير المثمرة، يحتاج المديرين إلى فهم سبب عدم تفاعل السوق مع بعض عمليات إعادة شراء الأسهم دون غيرها (Goodacre, 2023; شلقامي, 2019). بناء على ما سبق يسعى البحث الحالي الي التعرف على أثر التسعير الخاطئ للأسهم على عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه تلك العمليات في ظل فرص النمو، وتوزيعات الأرباح، ودرجة إعادة الشراء كعوامل تحد من تفاعل السوق مع بعض عمليات إعادة شراء الأسهم دون غيرها، والبحث يدور حول هذا الموضوع.

(2) مشكلة البحث

تعتبر ظاهرة إعادة شراء الأسهم واحدة من أهم الاتجاهات في تمويل الشركات في التسعينيات وقد أثارَت الزيادة في حجم وقيمة عمليات إعادة شراء الأسهم مخاوف بشأن ماهية الدوافع الحقيقية لإعادة شراء الأسهم (Tabtieng, 2013; Palladino, 2020). ويرجع الدافع الأساسي وراء إعادة شراء الأسهم الذي تقدمه اغلب الشركات التي تقوم بعمليات إعادة شراء أسهمها في أن أسهمها مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية، وذلك عندما لا تكون فرص النمو المستقبلية متاحة؛ للإشارة إلى زيادة الأداء المستقبلي، وبالتالي يُنظر إلى أسهم الشركة على أنها "استثمار جيد" (Dong, Hirshleifer and Teoh, 2012; Schultz, 2023). وتشير الشركات التي تقوم بعمليات إعادة شراء أسهمها أيضاً في كثير من الأحيان إلى زيادة ربحية السهم التي سيتم الحصول عليها من خلال عمليات إعادة الشراء كحافز لها لإعادة الشراء (Lazonick, 2016; Dhanani, 2016). ومع ذلك، فمن المحتمل انه قد يتم إجراء عمليات إعادة شراء الأسهم لتضليل السوق من خلال الاستفادة من تأثير إشارات المعلومات وتعزيز ربحية السهم أو لصالح المديرين التنفيذيين (Chan et al., 2010).

عندما يكون لدى الشركة فائض نقدي، يمكن توجيه النقد إما نحو تحقيق أهداف النمو أو إعادة الاستثمار إلى أصحاب المصالح (من خلال توزيعات الأرباح أو سداد الديون أو إعادة شراء الأسهم) (Palladino, 2020).

لقد زادت المبالغ التي تم إنفاقها على إعادة شراء الأسهم بشكل كبير على مدى العقدين الماضيين وأصبحت عمليات إعادة شراء الأسهم هي طريقة الدفع المفضلة عند مقارنتها بأرباح الأسهم (Wesson and Botha, 2019). وفي المقابل يجب توخي الحذر من استخدام عمليات إعادة شراء الأسهم للإشارة إلى المعلومات الداخلية أو من أجل تقليل تكاليف الوكالة المرتبطة بالتدفقات النقدية الحرة، حيث قد لا يكون ذلك فعالاً دائماً بالنسبة للشركات التي لديها كثافة رأس المال ولها تكاليف اقتراض عالية (Lee, Ejara and Gleason, 2010; Mao and Gu, 2008). وبالتالي مثل هذه الشركات تحتاج إلى الاحتفاظ بالنقد الداخلي لفرص النمو. وبناء على ذلك، فإن وجود فرص النمو من شأنه أن يقلل من عمليات إعادة شراء الأسهم (Wesson and Botha, 2019). كذلك من غير المرجح أن يستجيب المستثمرون باستمرار لعمليات إعادة شراء الأسهم بغض النظر عما إذا كانت الشركة تصدر مدفوعات أرباح ام لا، لأن مدفوعات أرباح الأسهم تلعب دوراً مماثلاً في عمليات إعادة شراء الأسهم من حيث الإشارة وخفض تكاليف الوكالة (Sheel and Zhong, 2005; Dalbor and Upneja, 2007).

كذلك ونظراً نظراً لأهمية النقد المولد داخلياً، فإن إنفاق مبالغ زائدة من التدفق النقدي الحر على عمليات إعادة شراء الأسهم قد يثير مخاوف بين المستثمرين ويقلل من فعاليته من حيث الإشارة وخفض تكاليف الوكالة (Kim, Kim and Woods, 2011; Firth, Leung and Rui, 2010). وبالرغم من وجود العديد من العوامل التي يمكن أن تسبب اختلافات في ردود أفعال السوق، إلا أنه لم تحاول أي دراسة التعرف على ردود فعل المستثمرين على عمليات إعادة شراء الأسهم في السوق المصرية (في حدود علم الباحث). ولسد هذه الفجوة البحثية، فإن هذه الدراسة هدفت الي التعرف على العوامل المختلفة التي يمكن أن تؤثر على ردود أفعال السوق تجاه عمليات إعادة شراء الأسهم. وبشكل أكثر تحديداً، وبالرغم من وجود أنواع مختلفة من عمليات إعادة شراء الأسهم اعتماداً على الجمهور المستهدف (على سبيل المثال، السوق المفتوحة، أو المفاوضات الخاصة، أو إعادة الشراء بالمناقصة الذاتية، أو عرض المناقصة بسعر ثابت، أو المزاد الهولندي في الأسواق المتقدمة). فقد ركزت هذه الدراسة على إعادة شراء أسهم السوق المفتوحة، والتي تشير إلى إعادة شراء جزء من الأسهم القائمة مباشرة من السوق المفتوحة (البورصة) ويمثل ما يقرب من 95٪ من جميع عمليات إعادة الشراء (Fernandes, 2014).

بناء على ما سبق، وعلى ما سيتم عرضه من نتائج الدراسات السابقة ونظريات مختلفة يسعى البحث الحالي الي التعرف على تأثير التسعير الخاطئ للأسهم بأقل وبأعلى من القيمة الحقيقية على عمليات إعادة شراء الأسهم وتأثيرها على ردود فعل السوق ومدى تأثر العلاقة بينهما في ضوء فرص النمو، وتوزيعات الأرباح، ودرجة إعادة شراء الأسهم. وفي ضوء ذلك يمكن للباحث صياغة مشكلة البحث من خلال الإجابة على التساؤلات التالية:

- هل يؤثر التسعير الخاطئ للأسهم بأقل او اعلي من قيمتها الحقيقية على عمليات إعادة شراء الأسهم،
- هل تؤثر عمليات إعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم،
- هل تؤثر فرص النمو على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم،

- هل تؤثر توزيعات الأرباح على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم،
- هل تؤثر درجة إعادة شراء الاسهم على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم.

(3) أهداف البحث

- يهدف البحث الحالي الي وضع إطار مقترح واختباره لتفسير طبيعة العلاقات بين التسعير الخاطئ للأسهم وعمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة الشراء في ضوء فرص النمو وتوزيعات الأرباح ودرجة إعادة شراء الأسهم، وذلك من خلال ما يلي:
- (1-3) دراسة واختبار تأثير كلا من التسعير الخاطئ للأسهم بأقل من قيمتها الحقيقية وبأعلى من قيمتها الحقيقية على عمليات إعادة شراء أسهم الشركات الغير مالية المدرجة بالبورصة المصرية
 - (2-3) دراسة واختبار أثر عمليات إعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه إعادة شراء أسهم الشركات الغير مالية المدرجة بالبورصة المصرية،
 - (3-3) دراسة واختبار أثر فرص النمو على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء أسهم الشركات الغير مالية المدرجة بالبورصة المصرية،
 - (4-3) دراسة واختبار أثر توزيعات الأرباح على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء أسهم الشركات الغير مالية المدرجة بالبورصة المصرية،
 - (5-3) دراسة واختبار أثر درجة إعادة شراء الاسهم على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء أسهم الشركات الغير مالية المدرجة بالبورصة المصرية.
 - (6-3) كذلك يهدف البحث الحالي الي تقديم بعض الاقتراحات والتوصيات للمستثمرين، والقائمين على إدارة الشركات الغير مالية المدرجة بالبورصة المصرية، والتي تسهم في تفهم طبيعة العلاقات بين التسعير الخاطئ للأسهم وعمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم والاثار المعدل لكلا من فرص النمو، توزيعات الأرباح، ودرجة إعادة شراء الأسهم على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم.

(4) أهمية البحث

وفقا للمناقشة أعلاه، تأتي أهمية هذا البحث من جوانب عديدة:

- يعتبر البحث تدعيما للجهود البحثية المحدودة حول العلاقة المباشرة بين التسعير الخاطئ للأسهم وإعادة شراء الأسهم وأثرها على ردود فعل السوق وكذلك العلاقات غير المباشرة (المعدلة) لكلا من فرص النمو وتوزيعات الأرباح ودرجة إعادة شراء الاسهم للشركات غير المالية في سياق جمهورية مصر العربية.
- هذا هو البحث الأولى (في حدود اطلاع الباحث) الذي يختبر الدور المعدل لكلا من فرص النمو وتوزيعات الأرباح ودرجة إعادة شراء الأسهم في العلاقة المباشرة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق

تجاه إعادة الشراء. حيث انه من الناحية النظرية، كلما زادت فرص النمو وكلما قامت الشركة بتوزيعات أرباح انخفض الأثر الإيجابي لعمليات إعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق، كذلك كلما زاد المنفق من التدفق النقدي الحر على عمليات إعادة شراء الأسهم (درجة إعادة الشراء) عن نقطة محده كلما تحول الأثر الإيجابي لعمليات إعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق الى اثر سلبي.

- هناك القليل من الأدلة (في الادب الاجنبي) ولا يوجد ادلة في سياق جمهورية مصر العربية (في حدود علم الباحث) حول العلاقة في شكل مقلوب حرف U لأثر المنفق من التدفق النقدي الحر على عمليات إعادة شراء الأسهم (درجة إعادة الشراء) على التأثير الإيجابي لعمليات إعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه إعادة الشراء.

- تقديم مقترحات لمساعدة المستثمرين والقائمين على إدارة الشركات الغير مالية المدرجة بالبورصة المصرية لمعرفة أهمية التسعير الخاطئ للأسهم (وبناء عليه تحديد تنفيذ إعادة شراء الأسهم من عدمه) وأثرها على إعادة شراء الأسهم وتحديد توقيت حدوث اثر إعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق من خلال تحديد العوائد الغير عادية والتراكمية لإعادة شراء الأسهم في من خلال استخدام أسلوب الـ Event Method.

وبالتالي فإن ذلك يمثل قصورا في البحوث السابقة وهو ما يحاول الباحث معالجته في هذا البحث وبالتالي فهو يعالج الفجوة البحثية في تلك العلاقات.

(5) ادبيات البحث

يتناول الباحث خلال هذا الجزء من البحث كلا من الإطار النظري لمتغيرات البحث (التسعير الخاطئ للأسهم، عمليات إعادة شراء الأسهم) وكذلك الدراسات السابقة التي تناولت العلاقات المختلفة (مباشرة وغير مباشرة) بين متغيرات البحث ضمن الإطار النظري للبحث، وذلك من خلال عرض العلاقات التالية بين متغيرات البحث.

(1-5) العلاقة بين التسعير الخاطئ للأسهم وعمليات إعادة شراء الأسهم

تسعير الأسهم يعبر عن قيمة الشركة في سوق الأوراق المالية، وقيمة السهم تعتمد على عدة عوامل منها أرباح الشركة، العائد على الاستثمار، النمو المستقبلي، وغيرها من العوامل الاقتصادية والصناعية (Guest, Kothari, and Venkat, 2023). تسعير الأسهم بشكل صحيح يعتبر أمراً حيوياً للمستثمرين، حيث يساعد على اتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة وتجنب تحمل مخاطر مرتفعة، حيث ان تقييم الأسهم بشكل غير دقيق، فإن ذلك قد يؤدي إلى فقدان الأموال أو الفرص المتاحة، ولذلك من الهام إجراء تحليل دقيق للشركات والأسواق المالية لتفادي التقديرات الغير دقيقة واتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة (Hamouda, 2021).

ويشير التسعير الخاطئ للأسهم إلى تقدير غير دقيق لقيمة السهم في السوق المالية، ويحدث ذلك عندما يكون هناك ارتفاع أو هبوط حاد في سعر السهم، مما يؤدي إلى تقييم غير متناسب مع أداء الشركة أو قوتها الاقتصادية الفعلية (Dong, Hirshleifer and Teoh, 2012; Xiong, Meng, Joseph and Shen, 2020). أشار Shen, Zheng, Xiong, Tang, Dou and Silverman (2021) الى ان التسعير الخاطئ للأسهم يحدث عندما يكون سعر السهم غير مناسب أو لا يعكس القيمة الحقيقية للشركة، ويمكن أن يكون ذلك نتيجة للتأثيرات السلبية أو الإيجابية الزائدة، أو عدم كفاية المعلومات المتاحة للمستثمرين.

وفيما يتعلق بالأسباب التي تؤدي الي التسعير الخاطئ، فقد أشار (Yook (2010); Guest et al., (2023) الي ان توقعات نمو الأرباح في الاجل الطويل ضرورية لتقييم أسعار الأسهم، حيث تعتمد القيمة التقديرية الداخلية لاسهم الشركة على توقعات نمو الأرباح طويلة الاجل. وبالتالي فان توقعات النمو المفترضة تؤدي الي التسعير الخاطئ للأسهم ويتم بعد ذلك تصحيح هذه التوقعات في الفترات اللاحقة ويؤثر هذا التصحيح على عوائد الأسهم اللاحقة عن طريق تقليل التسعير الخاطئ للأسهم والذي نتج عن التوقعات السابقة المتفائلة للغاية (Miwa, 2016). إضافة الي ما سبق أشار (Akturk, Karan and Pirgaip (2022) الي ان عمليات إعادة الشراء تقلل من تقلبات أسعار الأسهم في البلدان المتقدمة مثل المملكة المتحدة. كذلك توصلت دراسة (Chen et al., (2013 إلى أن الشركات التي تعيد شراء الأسهم في غضون ثلاث سنوات من طرح أسهمها للاكتتاب العام تشهد انخفاضاً غير عاديًا في الأداء التشغيلي وقيمة الأسهم.

كذلك من ضمن الأسباب التي تؤدي الي تقدير خاطئ للأسهم كما ورد بالدراسات السابقة (Xiong et al. (2020); Vagenas-Nanos (2020); Warr, Elliott, Koeter-Kant and Öztekin (2012); Van Hai, Park, Tsai and Eom (2020) التقدير الغير صحيح للشركة، حيث إذا قيم المستثمرون الشركة بطريقة خاطئة، سواء كان ذلك بسبب تقدير غير دقيق للأرباح المتوقعة أو تقدير غير صحيح للمخاطر المحتملة، يمكن أن يؤدي ذلك إلى تسعير خاطئ للسهم. كذلك إذا كان التحليل الأساسي للشركة غير دقيق أو إذا تم تقدير قيمة الاستثمار بشكل خاطئ، يمكن أن يؤدي ذلك إلى تقدير غير صحيح للأسهم (Lailiyah, Purwanti and Sulton, 2020). كذلك تؤثر عوامل السوق الاقتصادية والسياسية والاجتماعية على أسعار الأسهم إذا لم يتم تقدير هذه العوامل بشكل صحيح، يمكن أن يحدث تسعير غير دقيق للأسهم (Schultz, 2023). كذلك اكدت عدد من الدراسات السابقة (Guest et al. (2023); Vagenas-Nanos (2020); Xiong et al., (2020); Zhang, (2005) والطلب في السوق، والتي يمكن أن تتأثر بعوامل مختلفة، تؤدي الي تسعير خاطئ للأسهم حيث إذا كان هناك ارتفاع غير مبرر في الطلب أو العرض، فإن ذلك يمكن أن يؤدي إلى تسعير غير دقيق.

إضافة الي ما سبق تشمل الأسباب التي تؤدي الي تقدير خاطئ للأسهم سلوك المستثمرين، حيث قد يتأثر سعر السهم بشكل كبير بسبب سلوك المستثمرين، مثل البيع او الشراء الجماعي (Hamouda, 2021). كذلك قد تؤثر العوامل النفسية، مثل التفاؤل الزائد أو الخوف الزائد، على قرارات المستثمرين وتقديرهم لقيمة الأسهم. وكذلك أكد (Chen, Ni-Yun, and Chi-Chun Liu. (2021); Schultz, (2023) ان الاخبار الغير متوقعة، مثل الاعلانات الغير متوقعة أو الاحداث الكبيرة المتعلقة بالشركة يمكن أن تؤثر بشكل كبير على سعر السهم. وأيضاً عدم توفر معلومات كافية عن الشركة يمكن أن يؤدي إلى تقدير خاطئ لقيمتها الحقيقية (Bonaimé, Öztekin and Warr, 2014).

ومن خلال عدد من الدراسات التي أجريت في الأدبيات، يركز الباحثون بشكل رئيسي على فرضيتين بدليتين، وهي فرضية (التسعير بأقل من القيمة الحقيقية) وفرضية (التدفق النقدي الحر)، حيث أنه عندما يعتقد المديرون أن أسهم شركاتهم مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية، فإنهم سيدفعون علاوة لشراء أسهم شركاتهم من خلال إرسال إشارة إلى المستثمرين الخارجيين الأقل اطلاعاً بأن القيمة المستقبلية للشركة لا تنعكس بدقة في سعر سهمها، وسوف تحسن الآفاق المستقبلية لأي استثمار فوري في أسهم شركاتهم (Vagenas-Nanos,

2020). وبعبارة أخرى، إذا اعتقد المدبرون أن أسهم شركاتهم مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية، فقد يقومون بإعادة شراء الأسهم في محاولة لتصحيح انخفاض قيمة السوق. وذلك لأن المستثمرين يفسرون إنفاق المديرين بمبالغ نقدية هائلة على عمليات إعادة شراء الأسهم كإشارة إلى ثقة الإدارة في أن الزيادات المتوقعة في الربحية المستقبلية ستوفر تدفقات نقدية كافية (Tabtieng, 2013). وفي هذا الصدد توصلت دراسة (Dhanani 2016) الي أن الإشارة إلى انخفاض قيمة الأسهم هي من بين الأسباب الثلاثة الأولى التي تدفع المديرين البريطانيين إلى إجراء عمليات إعادة الشراء.

وبدلاً من ذلك، ووفقاً لفرضية التدفق النقدي الحرفان الشركات التي لديها فائض نقدي ولكن لديها محفظة ضعيفة من فرص الاستثمار ستواجه تكاليف الوكالة إذا لم يتم توزيع الفائض على المساهمين (Schultz, 2023). وفي مواجهة تكاليف الوكالة هذه، يكون لدى المديرين حوافز لاستثمار الأموال الفائضة في التعويضات (عمليات الدمج والاستحواذ) أو بعض المشاريع الأخرى التي قد تؤدي إلى صافي قيمة حالية سلبية. في هذه الحالة، ستكون عمليات إعادة شراء الأسهم أمراً أساسياً للشركات لتوزيع فائض التدفق النقدي الحر، وبالتالي الحد من احتمالية أي استثمار مهدر (Shen et al., 2021).

إن الدافع من دراسة عمليات إعادة الشراء هو التحقق من فرضيتين (التسعير بأقل من القيمة الحقيقية) وفرضية (التدفق النقدي الحر)، بحيث تتوافق فرضية الإشارة مع فكرة التسعير بأقل من القيمة، حيث تعتقد الشركات المدرجة أن أسهمها مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية وفي هذه الحالة، تقوم الشركات بتوزيع أموالها الفائضة على مساهمها عن طريق إعادة شراء أسهمها الخاصة، وبالتالي تقلل هذه الممارسة من عدد الأسهم القائمة، والتي قد تساعد عادة على زيادة سعر السهم (Van Hai et al., 2020). ومن ثم، فمن المتوقع أن يؤدي الإعلان عن إعادة الشراء إلى رد فعل إيجابي في السوق.

إضافة الي ما سبق، تتوقع نظرية توقيت السوق لهيكل رأس المال ان الشركات المقيمة بأقل من قيمتها يجب ان تعيد شراء أسهمها لاستغلال فرص سوء التسعير، بينما يجب على الشركات المبالغ في تقييم أسهمها ان تتجنب إعادة الشراء بل يجب عليها ان تقوم بإصدار أسهم جديدة (Bonaimé et al., 2014; Zavertiaeva and Nechaeva, 2017). كذلك أكد (Warr, Elliott, Koëter-Kant & Öztekin, 2012) على انه إذا ما تم المبالغة في تقدير حقوق الملكية في السوق، فان تكلفة اصدار الأسهم الجديدة تنخفض، في حين ان الأسهم المقومة بأقل من قيمتها الحقيقية تؤدي الي ارتفاع تكلفة حقوق الملكية، وبالتالي إذا تم تغيير تكلفة اصدار حقوق الملكية بهذه الطريقة وكانت الشركة تعيد استثمار تلك التكاليف فان معدل الدين المستهدف سيعتمد على درجة سوء تسعير حقوق الملكية (Warr et al., 2012).

ومن جهة اخري، تنص نظرية تمويل الشركات من خلال الأسهم على انه عند المبالغة في تقدير قيمة أسهم الشركة فيمكنها رفع رأسمالها بسعر اعلي والحصول لاحقا على تمويل إضافي (Dong et al., 2012)، أي ان قيود تمويل الشركات تكون منخفضة نسبيا (Shen, Zheng, Xiong, Tang, Dou & Silverman, 2021). كذلك ووفقاً لنظرية تلبية احتياجات السوق عندما يتم المبالغة في تقدير قيمة الشركة يكون لدى المستثمرين عادة توقعات اعلي بشأن الأداء المستقبلي للشركة (Shen et al., 2021). ومن اجل تلبية توقعات السوق المتفائلة قد تستثمر الإدارة في فرص استثمارية عالية المخاطر وذات عائد اعلي (Andriosopoulos et al., 2015). ويمكن للشركات

تعزيز ثقة المستثمرين في التطور المستقبلي للشركة من خلال الاستثمار في البحوث والتطوير وذلك للحفاظ على سعر مرتفع لاسهم الشركة (Bergh and Gibbons, 2011).

كذلك أكد (Xiong, Meng, Joseph and Shen (2020) على ان هناك علاقة قوية بين التسعير الخاطئ للأسهم وتقييم الأسهم عندما تكون المعلومات قليلة، حيث تعتبر الأسهم المرتبطة بمعلومات غير مترابطة Sparse أصعب في التقييم لان التسعير الخاطئ يؤدي الي ارتكاب المستثمرين أخطاء في تقييماتهم الذاتية. وفي هذا الصدد اكدت معظم الدراسات النظرية انه يفترض ان يكون المستثمرين عقلانيين في اتخاذ قراراتهم لتحقيق فائدة أكبر، وعلى ذلك يحاول المستثمرين تكوين محافظهم الاستثمارية المثلى باستخدام جميع المعلومات المتاحة (Van Hai, Park, Tsai and Eom, 2020). كذلك توصلت دراسة (Sodhi et al., (2023) الي ان القيمة السوقية الي القيمة الدفترية (M/B) كان لها تأثير إيجابية على ردود فعل السوق تجاه عمليات إعادة شراء الاسهم، ويشير ذلك الي أن الأسهم المبالغ في قيمتها تؤدي الي ردود أفعال ايجابية من السوق والنتائج اختلفت مع الدراسات السابقة لكن هذا التأثير الايجابي غير معنوي. وبناء على ما سبق فقد افترض هذا البحث ما يلي:

H.1: يؤثر التسعير الخاطئ للأسهم بأقل من قيمتها الحقيقية تأثيراً إيجابياً معنوياً على عمليات إعادة شراء أسهم الشركات غير المالية المدرجة بالبورصة المصرية.

H.2: يؤثر التسعير الخاطئ للأسهم بأعلى من قيمتها الحقيقية تأثيراً سلبياً معنوياً على عمليات إعادة شراء أسهم الشركات غير المالية المدرجة بالبورصة المصرية.

(2-5) العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه عمليات إعادة الشراء

تشير عملية إعادة شراء الأسهم، إلى قيام الشركة بشراء نسبة معينة من أسهمها الخاصة من المستثمرين في السوق المالية او من المساهمين مباشرة، يتم ذلك عادةً من خلال العروض العلنية لشراء الأسهم أو من خلال صفقات خاصة (Bargeron and Farrell, 2021; Huang, 2018). ويمكن للشركة الاحتفاظ بهذه الأسهم والغائها، أو استخدامها لتلبية احتياجات مختلفة، مثل تحسين قيمة السهم أو تعزيز العائد للمساهمين (Chen, et al, 2021; محمد، 2021). وتكون عمليات إعادة شراء الأسهم عادةً موضوعة ضمن إطار زمني محدد وتستند إلى تقييم الشركة لحاجتها للسيولة والفوائد المتوقعة من العملية (Dhanani, 2016). يمكن أن تساهم هذه العمليات في رفع قيمة السهم عن طريق تقليل عدد الأسهم المتداولة في السوق، مما يزيد من قيمة كل سهم بشكل نسبي (DeAngelo, 2023). يمكن أن يكون لعمليات إعادة شراء الأسهم تأثير إيجابي على سعر السهم وعلى القيمة السوقية للشركة، وقد يتم استخدامها كوسيلة لتحقيق الأهداف المالية أو لرد القيمة للمساهمين، ومع ذلك، يجب أن تتم هذه العمليات وفقاً للتشريعات المحلية واللوائح المالية المعمول بها (Manconi, Peyer and Vermaelen, 2019).

هناك عدة أسباب قد تدفع الشركات إلى القيام بعمليات إعادة الشراء، منها؛ تحسين قيمة السهم، فعندما تقوم الشركة بشراء أسهمها الخاصة، يمكن أن يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة السهم المتبقي، حيث يتم تقليل عدد الأسهم القائمة (Kulchania and Sonika, 2023). أيضا يمكن لعملية إعادة الشراء أن تكون وسيلة لتوزيع الأرباح بشكل فعال، خاصةً عندما يعتبر إعادة الشراء خياراً أفضل من دفع أرباح نقدية (Huang, 2018).

كذلك يُعتبر إعادة الشراء أحد الوسائل التي يمكن استخدامها لتحسين هيكل رأس المال للشركة، حيث يمكن أن يؤدي تقليل عدد الأسهم المتداولة إلى تحسين نسب الدين للأسهم وتحسين التوزيع (Bargeron et al., 2021). وأيضاً أكد (DeAngelo, 2023) على أنه يمكن لعملية إعادة الشراء أن تسهم في إدارة السيولة، حيث يمكن للشركة شراء الأسهم عندما يكون لديها توجه نحو استخدام السيولة بشكل فعال. أيضاً عندما تحقق الشركة أرباحاً جيدة وتريد منع تضخم في قيمة السهم، يمكنها استخدام عملية إعادة الشراء للحفاظ على استقرار القيمة (Kulchania and Sonika, 2023).

ومن جهة أخرى، عرف (Sodhi et al., 2023) "رد فعل السوق" بأنه أداء غير عادي للسهم (عوائد غير عادية)، وهو الاختلاف بين عائد السهم المتوقع وعائد السهم المحقق. ويعزى هذا الاختلاف في أداء السهم إلى إعلان إعادة الشراء. وفي استطلاع قامت به دراسة (Dhanani, 2016) على المديرين البريطانيين توصلت إلى أن توزيع الفائض النقدي هو السبب الرئيسي لإجراء عمليات إعادة الشراء، وقد دعمت الأدلة التجريبية هذا الارتباط (Lee et al., 2010; Burns et al., 2015; Cesari and Ozkan, 2015).

ومع تزايد تنفيذ برامج إعادة شراء الأسهم، تم اقتراح العديد من النظريات (على سبيل المثال، نظرية الإشارة، ونظرية الوكالة، ونظرية الضرائب، ونظرية تعديل هيكل رأس المال، ونظرية تقليل الاستحواذ، ونظرية خيارات أسهم الموظفين) لشرح الدوافع الإدارية لبرامج إعادة شراء الأسهم (Liu, 2021; Huang, 2018). ومع ذلك، فإن ما يميز نظرية الإشارة ونظرية الوكالة عن النظريات الأخرى هو أنها ترتبط بشكل مباشر بدوافع المديرين لإعادة شراء الأسهم بجهودهم للتأثير بشكل إيجابي على ردود أفعال السوق (Bhana, 2007; Kuan, Li and Liu, 2012). كذلك ولأن السبب وراء تبني الشركات لبرامج إعادة شراء الأسهم أصبح سؤالاً هاماً في المجال الأكاديمي للتمويل، قد تم الإعلان عن دوافع مختلفة وراء تبني الشركات لبرامج إعادة شراء الأسهم، منها الرغبة في تعديل هيكل رأس المال، ومقاومة عمليات الاستحواذ، وتجنب الازدواج الضريبي الذي يصاحب عادة توزيعات الأرباح (DeAngelo, 2023; Nur and Dadan, 2017; شلقامي, 2019). علاوة على ذلك، يُنظر عادة إلى عمليات إعادة شراء الأسهم على أنها تأثيراً إيجابياً على توقعات السوق، وبالتالي تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم المقومة بأقل من قيمتها (Zhang, 2005).

ووفقاً لنظرية الإشارة، عندما تشتري شركة ما عدداً كبيراً من أسهمها الخاصة، يمكن اعتبار ذلك إشارة إيجابية على ثقة الشركة في أرباحها المستقبلية وأفاق نموها وذلك يؤثر بشكل إيجابي على توقعات المستثمرين (Frank, Murray, and Sanati, 2021). السبب الآخر وراء تبني الشركات لبرامج إعادة الشراء يعتمد على نظرية الوكالة الخاصة بالتدفق النقدي الحر، حيث تعمل عمليات إعادة الشراء بشكل فعال على تقليل التدفق النقدي الحر المتاح، وبالتالي التخفيف بشكل كبير من مخاوف المستثمرين من أن المديرين قد يسيئون استخدام التدفقات النقدية الحرة المفرطة على حساب المساهمين (Lin, Chen and Tsai, 2017).

كذلك تعتمد نظرية الإشارة على فكرة أن المديرين يتمتعون بإمكانية وصول أفضل إلى المعلومات الداخلية حول الشركة مقارنة بالمساهمين الخارجيين (Fama and French, 2001; حفیضة, 2018). يمكن أن يؤدي "عدم تناسق" المعلومات هذا إلى مواقف يكون لدى المديرين فيها أخبار جيدة فيما يتعلق بربحية الشركة

المستقبلية ولكن لا تعكس قيمة الأسهم هذه المعلومات بشكل كامل (Bergh and Gibbons, 2011). على الرغم من أنه يمكن للمديرين إصدار إعلان عام في محاولة لتقليص فجوة المعلومات، فقد رأى العديد من الباحثين أن مثل هذه الإعلانات البسيطة لا تؤخذ على محمل الجد من قبل المستثمرين بسبب عدم وجود أدلة ملموسة (Lotfi, 2018; Manconi, Peyer and Vermaelen, 2019). وبناءً على ذلك، قد يستخدم المديرون الإيماءات النشطة، مثل إجراء برامج إعادة شراء الأسهم، لنقل أو الإشارة إلى معلومات موثوقة تفيد بأن مستقبل الشركة مشرق (Bhana, 2007; Lindgren and Sjöberg, 2018).

وفي المقابل، تعتمد نظرية الوكالة على فرضية مفادها أن مصالح الوكيل (الإدارة) لا تتماشى دائمًا مع مصالح الموكل (المساهمين) (Nur and Dadan, 2017). وبعبارة أخرى، في حين يعطي المساهمون الأولوية لتعظيم قيمتهم الخاصة، قد تتخذ الإدارة قرارات تصب في مصالحهم وليس في مصلحة المساهمين. تفترض نظرية الوكالة للتدفق النقدي الحر أن المديرين هم أكثر عرضة لوضع مصالحهم الخاصة قبل مصالح المساهمين عند توفر التدفقات النقدية الحرة الزائدة. وبمجرد تمويل جميع نفقات التشغيل والمشاريع الرأسمالية، قد يميل المديرون إلى استخدام الأموال النقدية المتبقية لتحقيق منافع شخصية لهم (Jensen, 1986). وتري نظرية الوكالة بأن الإدارة يمكن أن تقلل بشكل فعال من مخاوف المساهمين بشأن التدفقات النقدية الحرة الزائدة من خلال استخدام الفائض النقدي، وعلى ذلك فإن صرف مبالغ كبيرة من التدفقات النقدية الزائدة من خلال إعادة شراء الأسهم يمكن أن يحقق هذا الهدف بشكل فعال (Kuan et al., 2012).

إضافة إلى ما سبق، أيدت العديد من الدراسات السابقة (Chan et al. (2004); Grullon and Michaely (2004); Firth et al. (2010); Nur and Dadan (2017); Firth et al. (2010)). فكرة أن رد فعل السوق يكون أكبر في حالة عمليات إعادة الشراء التي تقوم بها الشركات الصغيرة. وقد فسرت الدراسات ذلك بأن الشركات الصغيرة تواجه مشاكل أكثر خطورة تتعلق بعدم تناسق المعلومات؛ كما أنها لا تخضع للبحث من قبل المستثمرين المؤسسيين، وغالبًا ما تركز وكالات التصنيف على الشركات الأكبر حجمًا. ولذلك، عندما يتم الإعلان عن إعادة شراء الأسهم من قبل الشركات، ينبغي للأسواق أن تنقل المزيد من المعلومات المتعلقة بالتسعير الأقل من القيمة الحقيقية للمستثمرين. كذلك ومن وجهة نظر حوكمة الشركات وهيكل الملكية، تؤدي عمليات إعادة شراء الأسهم إلى تركيز أكبر للملكية وتعزيز سلطة المساهمين المسيطرين، فقد يمارس المديرون عمليات إعادة شراء الأسهم لتعزيز سيطرتهم عن طريق زيادة عدد الأسهم المتوفرة في عملية الاستحواذ (Ginglinger and L'her, 2006).

ومن جهة أخرى أحد أهم الأسباب التي تؤدي إلى ردود فعل سلبية للسوق تجاه عمليات إعادة الشراء، هو عندما تتم عمليات إعادة الشراء بسبب الثقة الإدارية المفرطة في الحكم على السوق، مما يؤثر سلبًا على إعادة الشراء (Shu et al., 2013). ومع ذلك، فإن استخدام مثال حقيقي للسوق يساعد في تخفيف هذا الخلاف، على سبيل المثال، رد الفعل السلبي الذي شهدته شركة WPP PLC في عام 2014 عندما أعلنت عن برنامج إعادة الشراء (Lin et al., 2017). أدرك السوق أن إعادة الشراء كانت أداة وقائية لتضخيم قيمة الأسهم والنسب المحاسبية بشكل مصطنع على المدى القريب، وبالتالي فإن الإعلان على المدى الفوري عن فشل الشركة في تحقيق هدف الإيرادات الخاص بها لن يؤدي إلا إلى تآكل المكاسب الكاذبة التي تم تحقيقها مؤخرًا (Yook, 2010). كذلك أكد Sodhi et al. (2023) على أن الشركات التي تتمتع بتاريخ جيد في توزيع الأرباح تشهد

ردود فعل أكثر إيجابية في السوق؛ ومع ذلك، لوحظ وجود تأثير سلبي على رد فعل السوق إذا أعلنت الشركات عن إعادة الشراء بعد الإبلاغ السنوي عن صافي الخسارة. علاوة على ذلك، في حالة الشركات غير المالية، يظهر السوق رد فعل إيجابيا ثابتا على المدى القصير، ولكن على المدى الطويل يكون رد فعلها سلبيا باستمرار (Yook, 2010). بناء على ما سبق، فإن التأثير الإيجابي لإعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق يرجع بشكل أساسي إلى تأثيرات الإشارات وتقليل مشكلات الوكالة المرتبطة بالتدفقات النقدية الحرة. وبناء على ذلك فقد افترض هذا البحث ما يلي:

H.3: تؤثر عمليات إعادة شراء الأسهم تأثيرا إيجابيا معنوياً على ردود فعل السوق تجاه إعادة شراء اسهم الشركات غير المالية المدرجة بالبورصة المصرية.

ومع ذلك، قد لا تكون هذه التأثيرات واحدة في جميع الحالات. يناقش الجزء التالي العوامل المختلفة التي قد تؤدي الي تقليل او زيادة أحد التأثيرين المذكورين أعلاه أو كليهما، وبالتالي تخفيف او زيادة التأثير الإيجابي العام لإعادة شراء الأسهم على ردود أفعال السوق.

(1-2-5) أثر فرص النمو على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق

عندما تكون هناك فرص للنمو، فإن الشركات تحتاج إلى الاحتفاظ بالنقد المولد داخليا (Frank et al., 2021). تفترض نظرية النظام الاختياري (Myers and Majluf (1984) أنه عندما تقوم الشركات بجمع رأس المال من أجل فرص النمو، يفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي (الديون أو حقوق الملكية) لأن العوائد المرتفعة مطلوبة عادة (على سبيل المثال، فوائد كبيرة أو مدفوعات أرباح الأسهم) (Liu, 2021). لذلك، عندما تواجه الشركات فرصاً للنمو، فإن المستثمرين، وخاصة أولئك الذين يمنحون الأولوية لنمو الشركة وتوسعها على العوائد الفورية، قد يتفاعلون سلبيا مع إعادة شراء الأسهم لأن استثمار أرباح الشركات من خلال إعادة الشراء قد يضر بالمشاريع الاستثمارية المستقبلية (Boudry, Kallberg and Liu, 2013).

ومع ذلك، فقد أشارت الدراسات السابقة إلى اختلاف النتائج فيما يتعلق بتأثير فرص النمو على ردود أفعال السوق تجاه عمليات إعادة شراء الأسهم. حيث أيدت بعض الدراسات على سبيل المثال، (Dittmar (2000)؛ (Firth et al. (2010)؛ (Gruillon and Michaely (2004) وجهة النظر القائلة بأن فرص النمو لها تأثير سلبي، في حين أن دراسات أخرى على سبيل المثال، (Zheng and Gong (2014)؛ (Wrońska-Bukalska et al. (2018) لم تتوصل الي نتائج هامة. وقد افترض البحث الحالي أن هذه النتائج المتباينة يمكن أن تعزى إلى فشل الدراسات السابقة على سبيل المثال، (Dittmar, 2000; Gruillon and Michaely, 2004; Zheng and Gong, 2014) في مراعاة المستويات المتنوعة للشركات من كثافة رأس المال والاقتراض عندما قاموا بفحص تأثير فرص النمو على ردود أفعال السوق لإعادة شراء الأسهم. حيث عندما تكون كثافة رأس مال الشركة (تكاليف شراء الأصول الثابتة مثل المعدات والممتلكات والمصانع) منخفضة، يجب أن تكون هناك حاجة أقل للاحتفاظ بالنقد المولد داخليا من أجل فرص النمو (Drobetz and Grüninger, 2007). ولذلك، حتى في ظل وجود فرص نمو عالية، قد يتفاعل السوق بشكل أقل سلبية مع عمليات إعادة شراء الأسهم التي تنفذها الشركات ذات كثافة رأس

المال المنخفضة أو خيارات التمويل الخارجي منخفضة التكلفة المتاحة بسهولة (Sualehkhattak and Hussain, 2017).

إضافة الي ما سبق، تشير عدد من الدراسات السابقة (Frank et al. (2021); Boudry et al. (2013); Lazonick (2016) إلى أن الشركات التي تعيد شراء الأسهم تقلل من استثماراتها نحو النمو على المدى الطويل. كذلك توصلت دراسة (Grullon and Michaely (2004) إلى أن العلاقة السلبية بين إعادة شراء الأسهم ومستوى استثمار رأس المال (على أساس النفقات الرأسمالية والبحوث ونفقات التطوير) يمكن تفسيرها بانخفاض فرص النمو الواضح في شركات إعادة الشراء الأمريكية. وفي دراسة اجراها (Boudry et al. (2013) تم قياس فرص النمو باستخدام المخاطر المنهجية وتكلفة رأس المال، جنبًا إلى جنب مع التدفق النقدي والأداء التشغيلي واستثمار رأس المال، أظهرت جميع هذه المتغيرات انخفاضًا عند مقارنة فترات ما قبل وما بعد إعادة الشراء، مما يشير إلى انخفاض في فرص النمو. ومع ذلك، عند التحقق من تأثير إعادة شراء الأسهم على استثمار رأس المال، من المهم تحديد ما إذا كانت فرص النمو البديلة متاحة ام لا، وهنا توصل (Wesson and Botha (2019) الي انه في ظل عدم وجود فرص بديلة للنمو، فإن إعادة شراء الأسهم من قبل الشركات المقومة بأقل من قيمتها تعكس الاستخدام الأمثل للنقد الفائض.

إضافة الي ما سبق وإذا ما اخذنا علي سبيل المثال شركات صناعة المطاعم، نجد ان شركات المطاعم تمتلك عادة كميات كبيرة من الأصول الملموسة، مثل الأراضي والمباني والمعدات، مما يشير إلى ضخامة رأس مال المطاعم (Kim et al., 2011). بمعنى آخر، من أجل تحويل فرص النمو إلى أعمال تجارية، تحتاج شركات المطاعم إلى مبالغ ضخمة من النقد مقدّمًا. علاوة على ذلك، تميل أسواق الديون عمومًا إلى فرض أسعار فائدة مرتفعة على شركات المطاعم بسبب ارتفاع معدلات التخلف عن السداد (Mao and Gu, 2008; Boudry et al., 2013). بالإضافة إلى ذلك، فإن انخفاض النسبة الحالية لشركات المطاعم، والتي تشير إلى أن الأصول المتداولة لا يمكن أن تلبي الالتزامات المتداولة، تساهم أيضًا في زيادة تكاليف الاقتراض نظرًا لأن المقرضين المحتملين يستخدمون هذه النسبة عند منح قروض قصيرة الأجل (Vyas and RK, 2018). هذه العوامل تجعل الأمر أكثر أهمية بالنسبة لشركات المطاعم للاحتفاظ بالنقود المولدة داخليًا لتقليل احتمالية التخلي عن فرص النمو المربحة.

وأيضًا، عندما تستخدم الشركات النقد الفائض للاستثمار في المشاريع الرأسمالية ذات القيمة الحالية الصافية المرتفعة، فإن هذه الاستثمارات تؤدي في النهاية إلى نمو رأس المال على المدى الطويل (Sualehkhattak and Hussain, 2017). وهنا أوضح كلاً من (Kim and Gu (2009); Kim et al. (2013) أن وجود فرص النمو هو عامل محدد قوي لمستويات الاحتفاظ النقدي، مما يشير إلى أن الشركات تحتفظ بمزيد من النقد كإجراء وقائي. لذلك، في ظل وجود فرص النمو، فإن المستثمرين لن يتفاعلوا مع عمليات إعادة شراء الأسهم لأنها تقلل من الاحتياطي النقدية الداخلية لفرص الاستثمار المستقبلية. وبناء على هذا المنطق فقد افترض هذا البحث ما يلي:

H.4: تؤثر فرص النمو على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم، فكلما زادت فرص النمو امام الشركة كلما انخفض التأثير الإيجابي لعمليات إعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه إعادة شراء اسهم الشركات غير المالية المدرجة بالبورصة المصرية.

(2-2-5) أثر توزيعات الأرباح على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق

توزيعات الأرباح هي طريقة تقليدية لتوزيع جزء من أرباح الشركة على مساهمها (Vyas and RK, 2018). وعلى الرغم من ذلك، إلا أنه في المملكة المتحدة، لا يُنظر إلى عمليات إعادة الشراء على أنها بدائل لأرباح الأسهم، بل إن كلا منهما يكمل الآخر (Burns et al., 2015; Renneboog and Trojanowski, 2011). وبالمثل، أوضح Ferris et al. (2006) أن أيًا من الطريقتين (أي إعادة شراء الأسهم أو توزيعات الأرباح) لا تتفوق على الأخرى من حيث خفض تكاليف الوكالة. وهذا يعني أن كلتا الطريقتين يمكنهما التحكم في تصرفات المديرين عن طريق سحب الأموال الزائدة من الشركة (Burns et al., 2015).

وبالرغم من ذلك، عندما تم تقديم برامج إعادة شراء الأسهم لأول مرة كبديل لتوزيعات الأرباح ثم أخذت مكانها لاحقًا باعتبارها الطريقة الأكثر شيوعًا لسداد المساهمين، حاول العديد من الباحثين التحقق مما إذا كانت برامج إعادة شراء الأسهم بمثابة بديل أو مكمل لتوزيعات الأرباح. يرى بعض الباحثين على سبيل المثال، أن إعادة شراء الأسهم لها مزايا معينة مقارنة بتوزيعات أرباح الأسهم، مثل المزايا الضريبية بسبب عدم الخضوع للضريبة المزدوجة التي تصاحب عادة توزيعات أرباح الأسهم. ومع ذلك، يرى العديد من الباحثين على سبيل المثال، أن عمليات إعادة شراء الأسهم وتوزيعات الأرباح قابلة للتبادل عندما يتعلق الأمر بتأثيرات الإشارة وتقليل تكاليف الوكالة للتدفق النقدي الحر. وتتمتع عمليات إعادة الشراء بفوائد متعددة مقارنة بتوزيع الأرباح، لأنها أفضل وسيلة لتحقيق تطلعات الشركة (Allen et al., 2000)، كما أنها تقلل من عدم اتساق وتمائل المعلومات (D'Mello and Shroff, 2000; Baker et al., 2003) كما أنها تتمتع بأن الشركة غير مطالبة بدفع توزيعات أرباح اعلي (Fenn and Liang, 2001; De Cesari et al., 2015).

سبب آخر لتفضيل الشركات القيام بعمليات إعادة الشراء هو السماح بالاحتفاظ بالأسهم المعاد شراؤها في الخزانة (Andriopoulos and Lasfer, 2015)، وبالتالي السماح بتمويل خيارات الأسهم. وهذا هو الدافع الذي روج بقوة لعملية إعادة الشراء (Lofli, 2018; Sheel and Zhong, 2005) ولكن له جانب سلبي، حيث أن فائض خيارات الأسهم القائمة يمكن أن يقلل من أداء الأسهم الناجم عن إعلان إعادة الشراء بمقدار الثلثين (Valeeva et al., 2023). كذلك في ضوء النظر الي كلا من إعادة شراء الأسهم وتوزيعات الأرباح أشار Anagnostopoulos et al. (2022) الي ان التطور المالي المستمر، يجعل عمليات إعادة الشراء أكثر كفاءة من الناحية الضريبية من أرباح الأسهم. كذلك، يعد فرض الضرائب على توزيعات الأرباح على مستوى المساهمين، وليس بشكل غير مباشر عبر الشركات، (مثل الاستقطاع الضريبي) أكثر كفاءة أيضا.

يتمثل الدافع وراء عمليات إعادة شراء الأسهم عمومًا هو خلق قيمة للمساهمين، حيث لوحظ ارتفاع في أسعار الاسهم ونصيب السهم من الأرباح (EPs) بعد إعلانات إعادة شراء الأسهم (Manconi, Peyer and Vermaelen, 2019). وتتعلق قيمة المساهمين بالمخاطر التي يتحملونها، ويمكن تحقيق العوائد المالية التي يطلبها المساهمين من خلال نمورأس المال أو من خلال توزيع أرباح نقدية، ويتم إنشاء قيمة المساهمين عندما يتحقق العائد (نمورأس المال بالإضافة إلى دخل الأرباح) على استثماراتهم أي معدل العائد المتوقع (Dalbor and Upneja, 2007). ويتحقق نمورأس المال عندما ترتفع القيمة السوقية لأسهمهم ويحدث ذلك من خلال زيادات قصيرة الأجل في سعر السهم أو عن طريق زيادات في أسعار السهم على المدى الطويل بناءً على القوة الأساسية لأداء الشركة (Mazur et al., 2023). قد يكون لقرار توزيعات الأرباح تأثير قصير المدى أو طويل المدى على سعر السهم، حيث تؤدي توزيعات الأرباح وإعادة شراء الأسهم عمومًا إلى ارتفاع في أسعار الأسهم على المدى القصير، حيث تفوق عوائد إعادة شراء الأسهم عادةً عوائد أرباح الأسهم (Akturk et al., 2022).

بناءً على ما سبق، يبدو أن الإدارة تستخدم توزيعات الأرباح، بدلاً من إعادة شراء الأسهم، كإشارة علي جودة عمليات الشركة، وبالتالي، فهذا يعني أن أرباح الأسهم وعمليات إعادة الشراء ليس بديلان لبعضهما البعض (Valeeva et al., 2023). بينما من وجهة نظر دوافع نشاط إعادة الشراء، فإن الدوافع الأكثر صلة هي الاستفادة من انخفاض قيمة الأسهم وتوزيع النقد الزائد، وبالتالي، فإن إعادة الشراء لا تحل محل أرباح الأسهم (Đāng and Chen, 2022). وفيما يتعلق بطبيعة عمليات إعادة الشراء، فإنها تشير إلى أن عمليات إعادة الشراء وأرباح الأسهم تستخدم بشكل مستقل من قبل الشركات في أوقات مختلفة في دورة الأعمال وحسب خصائص الشركة (Ginglinger and L'her, 2006; Goldberg, 2018).

التفسير الرئيسي الآخر لأنشطة إعادة الشراء هو فرضية التدفق النقدي الحر، حيث تستخدم الشركات عمليات إعادة الشراء من أجل تقليل تكاليف الوكالة، وبالتالي ستقوم بتعديل سلوك إعادة الشراء الخاص بها وفقاً لوضعها النقدي (Palladino, 2020). عندما يكون هناك فصل بين الملكية والإدارة داخل الشركة، فإن ذلك يشير إلى أن دفع التدفقات النقدية للمساهمين إما من خلال إعادة شراء الأسهم، أو كأرباح، يمكن أن يخفض تكاليف الوكالة، وبالتالي تميل الشركات التي تتمتع بمستوى عالٍ من النقد الحر إلى الحصول على معدل أعلى لإعادة الشراء (Brown et al., 2015; Vyas and RK, 2018).

وعلى ذلك، تم توثيق استخدام توزيعات الأرباح كوسيلة للمديرين للإشارة إلى المعلومات وخفض تكاليف الوكالة بشكل جيد. وقد بين كلا من (1999) Borde et al. و (2005) Sheel and Zhong أن المستثمرين يعدلون تقديراتهم للقيمة السوقية للشركات استجابةً لسياسات توزيع الأرباح. بالإضافة إلى ذلك، أفاد Palladino (2007) Dalbor and Upneja (2020) أن توزيعات أرباح الأسهم ترتبط بشكل إيجابي بعدد المساهمين، مما يشير إلى وجود دوافع إدارية لتقليل تكاليف الوكالة باستخدام أرباح الأسهم. بناءً على المنطق المذكور أعلاه، افترض البحث الحالي أن عمليات إعادة شراء الأسهم وتوزيعات الأرباح متساوية نسبيًا من حيث الإشارة إلى المعلومات الداخلية وتقليل تكاليف الوكالة للتدفقات النقدية الحرة. ومع ذلك، فإن هذا يطرح سؤالاً آخر: هل سيتغير حجم رد فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم إذا تم تنفيذها بالتزامن مع توزيعات الأرباح؟ إذا اختارت إحدى الشركات توزيعات الأرباح على إعادة شراء الأسهم، فإن فجوة المعلومات لدى الشركة

ستنخفض بالفعل حتى قبل إعادة شراء الأسهم (Gim and Jang, 2019). وبالمثل، إذا قامت إحدى الشركات بدفع أرباح الأسهم بالإضافة إلى إعادة شراء الأسهم، فإن تكاليف وكالة الشركة لن تكون مصدر قلق خطير كما هو الحال بالنسبة للشركات التي تقوم بإعادة شراء الأسهم فقط (Eije and Megginson, 2008). ومن ثم، فإن رد فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم ينبغي أن يكون أقل أهمية بالنسبة للشركات التي تدفع أرباحاً مقارنة بالشركات التي لا تدفع أرباحاً.

وفي هذا الصدد توصل Sodhi et al. (2023) أيضاً إلى أن توزيعات الأرباح لها تأثير إيجابي على ردود فعل السوق، وهو ما يتوافق مع وجهة النظر التاريخية القائلة بأن المملكة المتحدة تفضل توزيعات الأرباح (Renneboog and Trojanowski (2011) وأن عمليات إعادة الشراء وأرباح الأسهم يكمل كلا منهما الآخر (Ferris (2015; Denis and Osobov, 2008; Burns et al., 2015). وبالتالي، إذا كانت الشركات ترغب في أن تشهد رد فعل إيجابي من السوق تجاه عمليات إعادة الشراء، فيجب عليها أولاً أن تقوم بتوزيع أرباح كبيرة، وإن تأثير صافي الخسارة سلبي (Sodhi et al., 2023). كذلك قد أظهر تأثير توزيعات الأرباح تناقضات أيضاً، حيث لا يزال تأثيره على رد فعل السوق غير معنوي (Lee et al., 2010; Andriosopoulos and Lasfer, 2015)؛ ومع ذلك، فإن له تأثيراً إيجابياً على اتخاذ القرارات الإدارية بإعادة الشراء (Burns et al., 2015). علاوة على ذلك، بمجرد دفع أرباح الأسهم، تميل الشركات إلى الحفاظ على المدفوعات (Gim and Jang, 2019). ونظراً للطبيعة الشائكة لتوزيعات الأرباح، فمن المحتمل أن يكون مستوى عدم تناسق المعلومات وتكاليف الوكالة قد تم تخفيفه بالفعل من خلال توزيعات أرباح متسقة، مما يقلل من تأثير إعادة شراء الأسهم على ردود أفعال السوق (Skinner, 2008). لذلك، افترض البحث ما يلي:

H.5: تؤثر توزيعات الأرباح على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء أسهم الشركات غير المالية المدرجة بالبورصة المصرية، فردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم تكون أضعف بالنسبة للشركات التي تدفع توزيعات أرباح مقارنة بالشركات التي لا تدفع توزيعات أرباح.

(3-2-5) أثر درجة إعادة الشراء على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق

بداية يُنظر عموماً إلى عمليات إعادة شراء الأسهم على أن لها تأثيراً إيجابياً على ردود أفعال السوق. ومع ذلك، نظراً لأهمية النقد المولد داخلياً أشارت دراسة (Kim et al. (2011 إلى أن إنفاق الكثير من النقد المولد داخلياً على إعادة شراء الأسهم يمكن أن يسبب قلق المستثمرين بشأن استنزاف الاحتياطي النقدية. وبعبارة أخرى، فإن الدرجة العالية من إعادة شراء الأسهم يمكن أن يكون لها تأثير سلبي على ردود فعل السوق. وبناء على ذلك، فإن هذا الاعتقاد قد أدى إلى السؤال البحثي التالي: ما هو المستوى الأمثل لإعادة شراء الأسهم من حيث تعظيم التأثير الإيجابي لإعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق؟

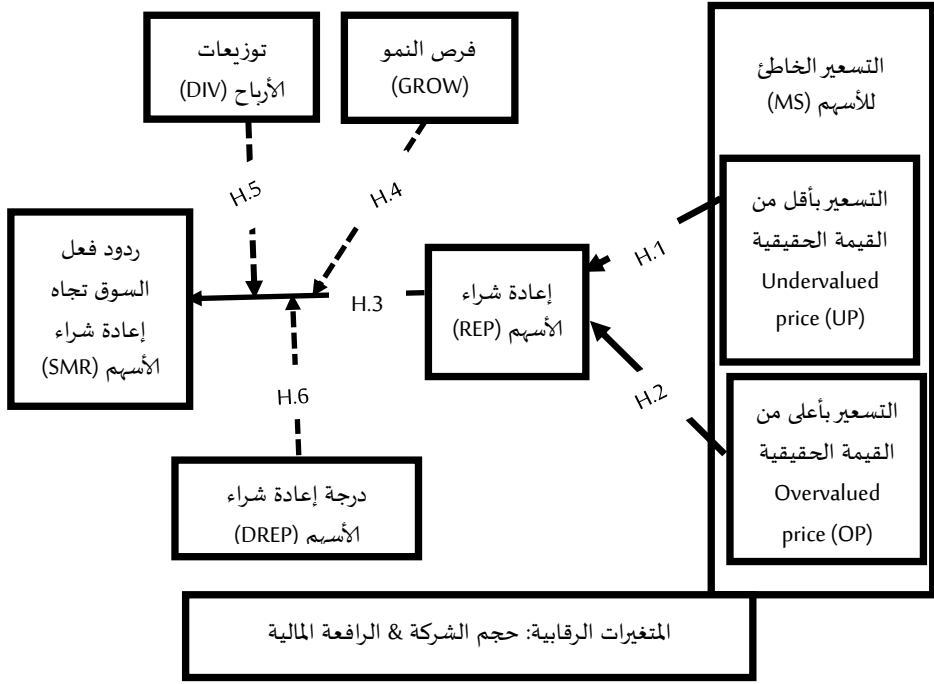
وفي هذا الصدد، توصل Yook (2010) إلى أن الإعلانات المتكررة تقلل من حجم رد الفعل الإيجابي طويل الأجل للسوق في الولايات المتحدة. كذلك أشار Sodhi et al. (2023) إلى أن المديرين البريطانيين قد استفيدوا من التشبع الرجعي المماثل، لأن هذا سوف يقلل من التأثير السلبي لعمليات إعادة الشراء. وبالطبع فإن ذلك سيؤدي إلى إما إجراء عمليات إعادة شراء متكررة و/أو زيادة طول عمرها من خلال إعادة التفاوض. أيضاً

أكدت دراسة Sodhi, et al, (2023) على أن رد فعل السوق تجاه عمليات إعادة شراء الشركات غير المالية، على المدى القصير، يتفاعلون بشكل إيجابي، ومع ذلك، على المدى الطويل، يصبح رد فعلهم سلبياً. افترض البحث الحال أنه على الرغم من أن التأثير الإيجابي لإعادة شراء الأسهم على ردود أفعال السوق يزداد مع عدد الأسهم المعاد شراؤها، إلا أنه يجب أن يكون هناك أيضاً حد أقصى لإعادة شراء الأسهم؛ وبعد هذه الحد، سيحدث تأثير سلبي. عند تلك النقطة، يبدأ المستثمرون في إثارة مخاوف هامشية بشأن استخدام النقد في عمليات إعادة شراء الأسهم التي تفوق الفوائد الهامشية للإشارات وخفض تكاليف الوكالة. أي أنه على الرغم من أن التأثير الإيجابي لإعادة شراء الأسهم على ردود أفعال السوق يزداد مع درجة إعادة شراء الأسهم، إلا أن المعدل في النهاية يمكن أن ينخفض إلى الصفر، وفي النهاية يتحول إلى مستوى سلبي عند نقطة معينة. ولذلك، افترض البحث الحالي وجود علاقة منحنية بين درجة إعادة شراء الأسهم (مقاسة بإعادة شراء الأسهم إلى التدفقات النقدية الحرة) وردود فعل السوق. وبناء على هذا المنطق فقد افترض البحث الحالي ما يلي:

H.6: تؤثر درجة إعادة شراء الأسهم تأثيراً في شكل مقلوب حرف U على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء اسهم الشركات غير المالية المدرجة بالبورصة المصرية، فكلما زادت درجة إعادة الشراء عن نقطة محددة انخفض التأثير الإيجابي وظهر تأثير سلبي لعمليات إعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه إعادة شراء.

(6) الإطار المقترح للدراسة

يوضح الشكل التالي الإطار المقترح للدراسة



شكل 1: الإطار المقترح للدراسة

المصدر: إعداد الباحث في ضوء تحليل الدراسات السابقة

← العلاقات المباشرة
← - - - العلاقات المعدلة

وبناء على الشكل السابق تتمثل فروض البحث فيما يلي:

- يؤثر التسعير الخاطئ للأسهم بأقل من قيمتها الحقيقية تأثيراً إيجابياً معنوياً على عمليات إعادة شراء الأسهم
- يؤثر التسعير الخاطئ للأسهم بأعلى من قيمتها الحقيقية تأثيراً سلبياً معنوياً على عمليات إعادة شراء الأسهم.
- تؤثر عمليات إعادة شراء الأسهم تأثيراً إيجابياً معنوياً على ردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم
- تؤثر فرص النمو على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم، فكلما زادت فرص النمو امام الشركة كلما انخفض التأثير الإيجابي لعمليات إعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه إعادة شراء.
- تؤثر توزيعات الأرباح على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم، فكلما زادت فرص النمو امام الشركة كلما انخفض التأثير الإيجابي لعمليات إعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه إعادة شراء.

- تؤثر درجة إعادة شراء الأسهم تأثيراً في شكل مقلوب حرف U على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم، فكلما زادت درجة إعادة الشراء عن نقطة محددة انخفض التأثير الإيجابي وظهر تأثير سلبي لعمليات إعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه إعادة شراء.

(7) منهجية البحث

تحقيقاً لأهداف البحث واختبار فروضه، يقوم الباحث بوصف مجتمع وعينة الدراسة، توصيف وقياس متغيرات البحث، أدوات وإجراءات الدراسة التطبيقية، تحليل النتائج واختبار فروض البحث.

(1-7) مجتمع وعينة الدراسة التطبيقية

لتحقيق أهداف البحث تم تعريف مجتمع الدراسة التطبيقية في كافة الشركات الغير مالية 1 المقيدة بالبورصة المصرية في مختلف القطاعات خلال الفترة من 2012 حتى 2022 (2)، والتي يجري عليها تعامل نشط بما يخدم أهداف الدراسة، والتي قامت بالإعلان عن برامج إعادة شراء الأسهم خلال فترة الدراسة. ويتكون مجتمع البحث من 53 شركة أعلنت عن إعادة شراء الأسهم 3 خلال فترة الدراسة التطبيقية، وقد تم الحصول على المعلومات من شركة مصر لنشر المعلومات www.egidegypt.com (كما ورد بالملاحق (1)).

(2-7) تعريف وقياس متغيرات البحث

(1-2-7) المتغير المستقل: التسعير الخاطئ للأسهم

بداية يشير التسعير الخاطئ للأسهم إلى تقدير غير دقيق لقيمة السهم في السوق المالية، ويحدث ذلك عندما يكون هناك ارتفاع أو هبوط حاد في سعر السهم، مما يؤدي إلى تقييم غير متناسب مع أداء الشركة أو قوتها الاقتصادية الفعلية (Dong et al., 2012; Xiong et al., 2020). استخدم كل من (Baker and Wurgler (2002 نسبة القيمة السوقية الي القيمة الدفترية كمقياس لتقييم (تسعير) الأسهم، حيث رأى الباحثان ان هذه النسبة تظهر الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، وبالتالي تقيس درجة التسعير غير الكفاء للأسهم. ومع ذلك فان استخدام هذا المتغير كمقياس للتسعير غير الكفاء يعاني من بعض العيوب منها (Zavertiaeva and Nechaeva, 2017; Miwa and Gu, 2008): (1) قد لا تعكس نسبة القيمة السوقية الي القيمة الدفترية التسعير غير الكفاء للأسهم فحسب، بل تعكس أيضاً فرص النمو والاستثمار. (2) لا تلتقط هذه النسبة تقلبات أسعار الأسهم في السوق بمرور الوقت. لقياس التسعير غير الكفاء للأسهم يستخدم الباحث الدراسة المنهجية التي طورها Rhodes kropf, Robinson and Viswanathan (2005) لتحليل نسب

1 - تم استبعاد البنوك والمؤسسات المالية كما هو الحال في معظم الدراسات السابقة؛ نظراً لطبيعتها الخاصة ولخضوعها لقوانين ولوائح تنظيمية خاصة بها تختلف عن تلك التي تخضع لها بقية الشركات.

2 - اختار الباحث هذه الفترة الزمنية لتمثل الفترة محل البحث الحالي؛ نظراً لإمكانية وسهولة الحصول على البيانات المتعلقة بمتغيرات البحث خلال هذه الفترة.

3 - تم استبعاد الشركات التي تعد قوائمها المالية بعملة خلاف الجنيه المصري، تفادياً لأثر تقلبات أسعار صرف العملات.

القيمة السوقية الي القيمة الدفترية بطريقة تفصل مكونات التسعير غير الكفاء عن فرص النمو، على النحو التالي:

$$(V - B) \times M - B = (M - V)$$

حيث M هي القيمة السوقية لحقوق الملكية، V هي القيمة الحقيقية، B هي القيمة الدفترية لحقوق الملكية، وما يميز هذا المقياس هو اعتماده على القيمة الحقيقية للأسهم وليس على القيمة الدفترية، ويتم احتسابها من خلال المعادلة التالية:

يمكن حساب القيمة الحقيقية (V) كدالة خطية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية وصافي الدخل والرافعة المالية من خلال المعادلة التالية:

$$\begin{aligned} \ln(M_{i,t}) = & \alpha_{0,j,t} + \alpha_{1,j,t} \ln(B_{i,t}) + \alpha_{2,j,t} \ln(|NI_{i,t}|) + \alpha_{3,j,t} - \ln(|NI_{i,t}|) \\ & + \alpha_{4,j,t} \text{Levi}_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

تشير M الي القيمة السوقية لحقوق الملكية (قبل الإعلان عن إعادة شراء الاسهم)، و B الي القيمة الدفترية لحقوق الملكية، بينما $NI_{i,t}$ فتشير الي صافي الدخل للشركة 1 في الفترة t، اما $I-1$ فهو متغير وهمي يأخذ القيمة واحد (يساوي واحد صحيح) في حالة السنوات التي تحقق فيها الشركات صافي دخل سالب (صافي خسارة) بينما يأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك. كما تعبر $\text{Levi}_{i,t}$ عن الرافعة المالية للشركة i في الفترة t. وأخيراً يرمز الي الصناعات المختلفة (Vagenas- Nanos, 2020; Fu et al., 2013; Warr et al., 2012)

يتم التقاط التباين في القيمة السوقية التي لا يمكن تفسيرها من خلال العوامل المذكورة أعلاه بواسطة معامل الخطأ $\epsilon_{i,t}$ ويعبر عن انحراف القيمة الحقيقية لحقوق الملكية عن قيمتها السوقية، ولذلك يعتبر مقياس طبيعي للتقييم غير الكفاء لسهم الشركة i في الفترة t. تكون الشركة مقومة باعلي من قيمتها عندما يكون معامل الخطأ أكبر من الصفر.

(2-2-7) المتغير التابع: عمليات إعادة شراء الأسهم وأثرها على ردود فعل سوق الأسهم

بداية تشير عملية إعادة شراء الأسهم، إلى قيام الشركة بشراء نسبة معينة من أسهمها الخاصة من المستثمرين في السوق المالية او من المساهمين مباشرة، يتم ذلك عادةً من خلال العروض العلنية لشراء الأسهم أو من خلال صفقات خاصة (Bargeron et al., 2021; Huang, 2018). تم قياس عمليات إعادة شراء الأسهم (REP) من خلال قسمة قيمة الأسهم التي تم إعادة شرائها فعلا على القيمة السوقية للأسهم العادية في السنة السابقة للإعلان عن إعادة شراء الأسهم. استخدم البحث الحالي طريقة دراسة الاحداث Event Study Method (ESM) لفحص تأثير عمليات إعادة شراء الأسهم على ردود فعل سوق الأسهم، وهي طريقة تستخدم على نطاق واسع لقياس تأثير حدث اقتصادي على قيمة او عوائد أسهم الشركة (Nur and Dadan, 2017; Lindgren and Sjöberg, 2018; Lotfi, 2018). وفقا لهذه الطريقة يتم الفصل بين مكونات تحركات أسعار أسهم الشركات بسبب احداث خاصة بالشركة والتحركات على مستوي السوق. ومن المتوقع ان المكون المنسوب الي احداث خاصة بالشركة مثل إعلانات إعادة شراء الأسهم يتسبب في وجود عوائد غير طبيعية Abnormal Returns (AR) والتي يتم حسابها كما يلي:

العوائد الغير طبيعية (AR) = العوائد التي كان من المتوقع حدوثها إذا لم تقوم الشركة بإعادة شراء الأسهم (-) العوائد التي تحققت نتيجة قيام الشركة بإعادة شراء الأسهم.

وفيما يلي تفسيراً أكثر لكيفية قياس العوائد الغير طبيعية التراكمية Abnormal and Cumulative Returns ; حيث يتم تقدير العوائد المتوقعة على أسهم الشركة بناء على نموذج أسعار السوق من خلال مقارنة عوائد الأسهم بعوائد مؤشر السوق (EGX100) لتحديد تأثيرات السوق الاجمالية وذلك من خلال المعادلات التالية (Gim and Jang, 2019):

(المعادلة الاولى Eq 1):

$$R_{j,t} = \alpha_j + \beta_j R_{m,t} + \varepsilon_{j,t}$$

حيث: $R_{j,t}$ = العائد على السهم (j) في اليوم (t) & $R_{m,t}$ = العائد على السوق في اليوم (t)

$$R_{j,t} = \ln \left(\frac{P_{j,t}}{P_{j,t-1}} \right) \times 100$$

(المعادلة الثانية Eq 2):

حيث: $P_{j,t}$ = سعر اغلاق السهم z في اليوم t

(المعادلة الثالثة Eq 3):

$$ER_{j,t} = \alpha_j + \beta_j R_{m,t}$$

حيث $ER_{j,t}$ = العوائد المتوقعة على السهم z في اليوم t

(المعادلة الرابعة Eq 4):

$$AR_{j,t} = R_{j,t} - ER_{j,t}$$

حيث $AR_{j,t}$ = العوائد الغير طبيعية للسهم z في اليوم t

(المعادلة الخامسة Eq 5):

$$CAR_{j,t} = \sum_{t=t-1}^{t1} AR_{j,t}$$

حيث $CAR_{j,t}$ = العوائد الغير طبيعية التراكمية للسهم z في اليوم t

بالنسبة لفترة التقدير

يتم استخدام فترة تقدير من 2 يوم الي 244 يوما يتم استخدام هذه الفترة لان متوسط عدد أيام التداول في السنة التقويمية هو 244 يوما لمعظم السنوات لذلك تعتبر فترة التقدير القريبة من هذا الرقم مناسبة لأنها تشمل جميع الدورات الموسمية المحتملة التي تمر بها الشركة (التقرير الدوري للبورصة المصرية، 2022).

ويتم ادخال بيانات المعادلة الاولى والثانية (Eq.1,2) الي الانحدار ثم باستخدام المربعات الصغرى المقدره $(\epsilon_j, t, \& \alpha_j)$ من المعادلة الاولى يتم الحصول علي العائد المتوقع من خلال اجراء تحليل الانحدار العادي للمربع الأذنى (OLS) خلال فترة الحدث (الإعلان عن إعادة شراء الاسهم) من (-1) يوم الي (+1) يوم (3 أيام قبل يوم الحدث (اليوم صفر) الذي يعكس الإعلان عن إعادة شراء الأسهم & 5 أيام بعد يوم الحدث) (المعادلة 3). وبالرغم من عدم وجود معيار موحد لمدة فترة الحدث فإن فترة الحدث من (-1) يوم الي (+1) يوم هي نافذة الحدث الأكثر استخداما لالتقاطها ردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم حيث يمكن ان تقلل فترة الحدث القصيرة بشكل فعال من التأثيرات المربكة للأحداث الأخرى الخاصة بالشركة وقد تم تضمين يوم واحد قبل الحدث في فترة الحدث لالتقاط أي تسريب محتمل للمعلومات قبل الحدث.

وأخيرا، تم حساب العائد الغير طبيعي "AR" عن طريق طرح العائد المتوقع للسهم من العائد الفعلي للسهم اثناء نافذة الحدث من (-1) يوم الي (+1) يوم (المعادلة 4). للحصول على الصورة الكاملة لتأثير اعلان إعادة شراء الأسهم يجب فحص أكثر من يوم واحد لذلك من الضروري حساب عدة أيام. ويؤدي تلخيص جميع العوائد الغير طبيعية (ARS) في نافذة الحدث من (-1) يوم الي (+1) يوم لكل ملاحظة بشكل منفصل الي العائد غير الطبيعي التراكمي (المعادلة 5) والذي يمكن استخدامه كمتغير تابع في التحليلات. وبناء علي ذلك تصبح عدد المشاهدات 477 مشاهدة (53 شركة × (يوم الحدث + 3 أيام قبل الحدث + 5 أيام بعد الحث = 9 أيام) = 477 مشاهدة)

(3-2-7) المتغيرات المعدلة

- فرص النمو: القيمة السوقية للشركة ÷ القيمة الدفترية لإجمالي الأصول; وذلك وفقا للأدبيات السابقة ومنها (Boudry et al., 2013; Palladino, 2020; Sualehkhattak and Hussain, 2017; Wesson and Botha, 2019)
- توزيعات الأرباح: تحصل الشركة التي تقوم بتوزيعات ارباح في العام السابق لإعلان إعادة شراء الأسهم على (1) وغير ذلك (0); وذلك وفقا للأدبيات السابقة ومنها (Sheel and Zhong, 2005; Aktürk et al., 2022; Đang and Chen, 2022; Grullon and Michaely, 2002; Lotfi, 2018)
- درجة إعادة شراء الأسهم: نسبة إعادة شراء الأسهم إلى التدفقات النقدية الحرة (مبلغ إعادة الشراء في السنة Y1 ÷ التدفقات النقدية الحرة في السنة Y1); وذلك وفقا للأدبيات السابقة ومنها (Lindgren and Sjöberg, 2018; Liu, 2021)

(4-2-7) المتغيرات الرقابية

- الرافعة المالية LEV: إجمالي الديون ÷ إجمالي الأصول

- حجم الشركة SIZE: لوغار يتم إجمالي الأصول

(3-7) النماذج الرياضية لاختبار فروض البحث

لاختبار فرضيات هذا البحث تم تحديد معادلات الانحدار التالية:

$$REP_{it} = \beta_0 + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + Time\ dummies + e_{it}$$

(Model 1) لقياس صحة الفرض الأول (حيث تشير REP الي عمليات إعادة شراء الأسهم، UP يشير الي التسعير

الخاطئ للاسهم بأعلي من قيمتها الحقيقية، SIZE حجم الشركة، LEV الرافعة المالية)

$$REP_{it} = \beta_0 + \beta_1 OP_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + Time\ dummies + e_{it}$$

(Model 2) لقياس صحة الفرض الثاني (حيث تشير OP الي التسعير الخاطئ للاسهم بأقل من قيمتها الحقيقية)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 REP_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + Time\ dummies + e_{it}$$

(Model 3) لقياس صحة الفرض الثالث (حيث يشير CAR الي العوائد الغير طبيعية التراكمية)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 REP_{it} + \beta_2 GROW_{it} + \beta_3 REP \times GROW_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + Time\ dummies$$

(Model 4) لقياس صحة الفرض الرابع (حيث تشير GROW الي فرص النمو)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 REP_{it} + \beta_2 DIV_{it} + \beta_3 REP \times DIV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + Time\ dummies + e_{it}$$

(Model 5) لقياس صحة الفرض الخامس (حيث تشير DIV الي توزيعات الأرباح)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 REP_{it} + \beta_2 DREP_{it} + \beta_3 REP \times DREP_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + Time\ dummies + e_{it}$$

(Model 6) لقياس صحة الفرض السادس (حيث تشير DREPT الي درجة إعادة شراء الاسهم)

(8) إجراءات الدراسة واختبار الفروض

تتضمن الدراسة التطبيقية مجموعة من الإجراءات وأساليب التحليل الاحصائي لاختبار فروض البحث، وذلك

كما يلي:

(1-8) إجراءات الدراسة

تم اجراء الدراسة قياسا على منهجية غالبية الدراسات السابقة (Gim and Jang, 2019; Schultz, 2023; Barger et al., 2021; Bonaimé et al., 2014; Chen et al., 2021; Lindgren and Sjöberg, 2018; Palladino, 2020; Aktürk et al., 2022; Đăng and Chen, 2022)، من خلال استخدام أسلوب دراسة الحدث وتمثلت

أدوات الدراسة التطبيقية في الاعتماد على البيانات الواردة بالقوائم المالية والايضاحات المتمة، وقد تم الحصول عمها من مصادر متعددة: موقع شركة مصر لنشر المعلومات <http://www.egidegypt.com>، الموقع الالكتروني لشركات العينة، موقع البورصة المصرية <https://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx>، وموقع مباشر للمعلومات <https://www.mubasher.info/countries/eg>. وتم استخراج القيم من المصادر السابقة، ثم قياس متغيرات الدراسة، سواء بشكل مباشر او عن طريق استخدام النسب والنماذج الملائمة لقياس تلك المتغيرات.

(2-8) الاحصاء الوصفي

يوضح الجدول التالي رقم (1) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المستقلة والتابعة (التسعير الخاطئ للأسهم، إعادة شراء الأسهم، ردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الاسهم) والمتغيرات المعدلة (فرص النمو، توزيعات الأرباح، درجة إعادة الشراء) وكذلك المتغيرات الرقابية (حجم الشركة، الرافعة المالية) المستخدمة بالبحث.

جدول 1: الإحصاء الوصفي لمتغيرات البحث

الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	أعلى قيمة	أقل قيمة	المتغيرات
4.615	2.986	24.357	0.224	التسعير الخاطئ للأسهم بأقل من القيمة
0.762	0.1206-	1.495	1.602-	التسعير الخاطئ للأسهم بأعلى من القيمة
0.0277	0.02831	0.1084	0.0002	إعادة شراء الاسهم
0.9277	1.9000	5.693	0.879	ردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم
1.347	1.258	6.962	0.1474	فرص النمو
0.3980	0.808	1	0.00	توزيعات الأرباح
0.0202	0.0176	0.1000	0.0002	درجة إعادة الشراء
0.269	0.478	0.939	0.0157	الرافعة المالية
2.026	21.989	25.960	17.322	حجم الشركة

المصدر: إعداد الباحث استنادا لنتائج التحليل الإحصائي

بناء على البيانات الواردة في الجدول (1) يتضح ان التسعير الخاطئ للأسهم بأقل من القيمة لشركات العينة تتراوح بين 0.22 الي 24.35 بمتوسط عام 2.98 وبانحراف معياري 4.61 كذلك اظهر الجدول ان التسعير الخاطئ للأسهم بأعلى من القيمة لشركات العينة تتراوح بين -1.6 الي 1.49 بمتوسط عام -0.12 وبانحراف معياري 0.76 كذلك اظهر الجدول ان إعادة شراء الاسهم لشركات العينة تتراوح بين 0.0002 الي 0.108 بمتوسط عام 0.028 وبانحراف معياري 0.027. وكذلك ردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم والتي تعكسها العوائد التراكمية الغير عادية لشركات العينة تتراوح بين 0.87 الي 5.69 بمتوسط عام 1.9 وبانحراف معياري 0.927. وهكذا بالنسبة لباقي متغيرات البحث كما وردت في جدول (1).

(3-8) أساليب التحليل الاحصائي

اعتمد الباحث علي الإحصاء الوصفي لتحديد الخصائص الرئيسية لمتغيرات البحث، واختبار فروض البحث والاجابة عن اسئلته، تم الاعتماد على اجراء تحليل الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية ordinary least square (OLS) خلال فترة الحدث (الإعلان عن إعادة شراء الاسهم) لاختبار العوائد الغير

طبيعية التراكمية ومدى الاعتماد عليها كمتغير تابع لنماذج الانحدار المستخدمة لاختبار فروض البحث. كذلك استخدم الباحث الانحدار الخطي المتعدد Multiple Linear Regression لاختبار الفروض. وقد تم تشغيل نماذج الانحدار باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS الإصدار رقم (23).

(4-8) نتائج اختبار فروض البحث

(1-4-8) تأثير إعادة شراء الأسهم على العوائد غير الطبيعية والعوائد الغير طبيعية التراكمية

قبل إجراء التحليلات الرئيسية لاختبار الفرضيات، أجرت هذه الدراسة أولاً سلسلة من اختبارات T للتحقق مما إذا كانت العوائد غير الطبيعية المقدر (ARs) والعوائد غير الطبيعية التراكمية (CARs) تختلف بشكل معنوي عن الصفر، وذلك قياساً على (Zheng and Gong, 2014; Lindgren and Sjöberg, 2018; Nur and Dadan, 2017). ويوضح ذلك الجدول (2) والشكل (2) فيما يلي.

جدول 2: اختبار t-test للعوائد غير العادية اليومية والعوائد غير الطبيعية التراكمية (CARs)

على مدار دراسة الحدث

Event date	Abnormal Returns	T-value	P-value	Obs
Day-3	-0.35	1.45	0.150	477
Day-2	1.53	1.23	0.336	477
Day-1	0.73**	2.16	0.034	477
Day 0	1.92***	4.63	0.000	477
Day 1	1.83*	1.76	0.078	477
Day 2	1.27*	1.90	0.061	477
Day 3	1.38***	3.35	0.003	477
Day 4	0.72**	2.26	0.024	477
Day 5	0.23	1.27	0.329	477
Event window	CAR	T-VALUE	P-value	Obs
Day (-1, +1)	4.10***	4.55	0.000	477
Day (-1, +3)	6.52***	4.47	0.000	477
Day (-1, +5)	7.12**	2.16	0.032	477
Day (-1, -3)	7.57	1.30	0.321	477

* P < 0.1 & ** P < 0.05 & *** P < 0.01

المصدر: اعداد الباحث في ضوء نتائج التحليل الاحصائي

كما هو مبين في الجدول 2، تم تحديد عوائد إيجابية غير طبيعية كبيرة (ARs) في الأيام؛ اليوم الأول قبل الحدث (T-1) ($t = 2.16, p < 0.05$) & يوم الحدث (T.0) ($t = 4.63, p < 0.05$) & اليوم الأول بعد الحدث (T.1) ($p < 0.01$)، $t = 1.76$) & اليوم الثاني بعد الحدث (T.2) ($t = 1.90, p < 0.1$) & اليوم الثالث بعد الحدث (T.3) ($p < 0.05$)، $t = 3.35$) & اليوم الرابع بعد الحدث (T.4) ($t = 2.26, p < 0.05$).

تشير النتائج إلى أن التأثير الإيجابي لإعادة شراء الأسهم على أسعار أسهم الشركات تم اكتشافه لأول مرة قبل يوم واحد من إعلان إعادة شراء الأسهم واستمر حتى 4 أيام بعد الإعلان. حيث وكما هو موضح في الجدول (2)

فان التأثير غير معنوي في الأيام الثاني والثالث قبل الحدث وكذلك بداية من اليوم الخامس بعد الحدث أيضا كان التأثير غير معنوي، حيث معنوية أكبر من 0.1 ($p > 0.05$).

يمكن تفسير التأثير الإيجابي الغير معنوي الذي يحدث قبل يوم واحد من إعلان إعادة شراء الأسهم على أنه تسرب محتمل للمعلومات قبل الإعلان. وبالمثل، من بين نوافذ الأحداث المختلفة للعوائد غير الطبيعية التراكمية CAR، أظهرت فترات الأحداث من -1 إلى +1 ($t = 4.55, p < 0.05$) ومن -1 إلى +3 ($t = 4.47, p < 0.05$) أقوى النتائج المهمة.

علاوة على ذلك، استمرت أهمية العوائد غير الطبيعية التراكمية CAR حتى فترة الحدث من -1 إلى +5. باختصار، تشير النتائج ذات الأهمية الإحصائية للعوائد غير الطبيعية اليومية (ARs) والعوائد غير الطبيعية التراكمية (CAR) لفترة الحدث من -1 إلى +1 إلى أن العوائد غير الطبيعية التراكمية نافذة الحدث لمدة 3 أيام (-1، +1) مؤهل إحصائيا كمتغير تابع لنماذج الانحدار المحددة في هذا البحث.

(2-4-8) نتائج اختبار الفرض الأول

يتعلق الفرض الأول بأثر التسعير الخاطئ للأسهم بأقل من قيمتها الحقيقية على إعادة شراء الاسهم. ولأجل اختبار هذا الفرض استخدم الباحث نموذج الانحدار التالي

$$REP_{it} = \beta_0 + \beta_1 UP_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + Time\ dummies + e_{it}$$

ويوضح الجدول التالي رقم (3) نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (1) كما يلي:

جدول 3: نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (1) لاختبار العلاقة محل الفرض الأول

Variables	β	Std.Error	T	Sig	VIF
Constant	-.064	.040	-1.611	.114	-
UP	.384	.001	3.050	.004	1.082
LEV	.038	.014	.280	.781	1.277
SIZ	.277	.002	1.954	.057	1.368
$R^2 = 0.296$			$Adj\ R^2 = 0.252$		
F = 6.736			Sig = 0.001		

المصدر: اعداد الباحث في ضوء نتائج التحليل الاحصائي

يتضح من تحليل نتائج الجدول (3) ان نموذج الانحدار معنوي وصالح لاختبار العلاقة بين التسعير الخاطئ للأسهم بأقل من قيمتها كمتغير مستقل وإعادة شراء الأسهم كمتغير تابع، حيث يتضح ان القيمة الاحتمالية للنموذج ($F = 6.736$ & $Sig = 0.001$) وان قيمة معامل التحديد ($Adj\ R^2$) والتي توضح المقدرة التفسيرية للنموذج بلغت (25.2%) وهو ما يشير الي قدرة التسعير الخاطئ للأسهم بأقل من قيمتها وحجم الشركة معا على تفسير (25.2%) من اجمالي التغيرات في عمليات إعادة شراء الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وترجع باقي النسبة الي الخطأ العشوائي في التقدير والمتغيرات الأخرى التي لا يتضمنها النموذج وتعد ذات تأثير علي عمليات إعادة شراء الأسهم. كما أن نموذج الانحدار لا يعاني من مشكلة الارتباط الخطي الذاتي

المتعدد (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة، حيث كانت قيمة (VIF) أقل من (10) لجميع متغيرات النموذج.

وبتحليل معاملات الانحدار، تبين وجود تأثير إيجابي ومعنوي للتسعير الخاطئ للأسهم بأقل من قيمتها على إعادة شراء الأسهم بمقدار (38.4%) وقيمة احتمالية أقل من 5% (0.004). ويعني ذلك أيضا ان 38.4% من التغير في إعادة شراء الأسهم يعود الي التسعير الخاطئ للأسهم بأقل من قيمتها. وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية تبين من تحليل معاملات الانحدار كما ورد بالجدول (3)، وجود تأثير إيجابي ومعنوي لحجم الشركة على إعادة شراء الأسهم بمقدار (27.7%) وقيمة احتمالية أقل من 10% (0.057). كذلك تبين ان قرارات إعادة شراء الأسهم لم يثبت تأثيرها بالرفع المالي للشركات محل الدراسة حيث بلغت معنوية التأثير اكبر من 10% (0.781). وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت اليه الدراسات السابقة (Zhang, 2005; Chen, Ni-Yun, and Chi-Chun, 2020; Liu, 2021; Schultz, 2023; Dhanani, 2016; Warr et al., 2012; Sodhi et al., 2023; Van Hai et al., 2020) حول التأثير الإيجابي للتسعير الخاطئ للأسهم بأقل من قيمتها على إعادة شراء الأسهم. ويتفق ذلك مع فرضية (التسعير بأقل من القيمة الحقيقية) وفرضية (التدفق النقدي الحر). حيث أنه عندما يعتقد المديرون أن أسهم شركاتهم مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية، فإنهم سيدفعون علاوة لشراء أسهم شركاتهم من خلال إرسال إشارة إلى المستثمرين الخارجيين الأقل اطلاعاً بأن القيمة المستقبلية للشركة لا تنعكس بدقة في سعر سهمها. كذلك إذا اعتقد المديرون أن أسهم شركاتهم مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية، فقد يقومون بإعادة شراء الأسهم في محاولة لتصحيح انخفاض قيمة السوق. كذلك يتفق ذلك مع نظرية توقيت السوق لهيكل رأس المال والتي تشير الي ان الشركات المقيمة بأقل من قيمتها يجب ان تعيد شراء أسهمها لاستغلال فرص سوء التسعير، بينما يجب على الشركات المبالغ في تقييم أسهمها ان تتجنب إعادة الشراء بل يجب عليها ان تقوم بإصدار أسهم جديدة

(3-4-8) نتائج اختبار الفرض الثاني

يتعلق الفرض الثاني بأثر التسعير الخاطئ للأسهم باعلي من قيمتها الحقيقية على إعادة شراء الاسهم. ولأجل اختبار هذا الفرض استخدم الباحث نموذج الانحدار التالي

$$REPit = \beta_0 + \beta_1 OPit + \beta_2 SIZEit + \beta_3 LEVit + Time\ dummies + eit$$

ويوضح الجدول التالي رقم (4) نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (2) كما يلي:

جدول 4: نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (2) لاختبار العلاقة محل الفرض الثاني

Variables	β	Std.Error	T	Sig	VIF
Constant	-.085	.040	-2.117	.039	-
OP	-.274	.005	-2.167	.035	1.004
LEV	.032	.015	.224	.824	1.277
SIZ	.369	.002	2.579	.013	1.281
$R^2 = 0.235$			Adj $R^2 = 0.187$		
F = 4.907			Sig = 0.005		

المصدر: اعداد الباحث في ضوء نتائج التحليل الاحصائي

يتضح من تحليل نتائج الجدول (4) ان نموذج الانحدار معنوي وصالح لاختبار العلاقة بين التسعير الخاطئ للأسهم باعالي من قيمتها كمتغير مستقل وإعادة شراء الأسهم كمتغير تابع، حيث يتضح ان القيمة الاحتمالية للنموذج ($F= 4.907$ & $Sig= 0.005$) وان قيمة معامل التحديد ($Adj R^2$) والتي توضح المقدرة التفسيرية للنموذج بلغت (18.7%) وهو ما يشير الي قدرة التسعير الخاطئ للأسهم باعالي من قيمتها وحجم الشركة معا على تفسير (18.7%) من اجمالي التغيرات في عمليات إعادة شراء الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وترجع باقي النسبة الي الخطأ العشوائي في التقدير والمتغيرات الأخرى التي لا يتضمنها النموذج وتعد ذات تأثير علي عمليات إعادة شراء الأسهم. كما أن نموذج الانحدار لا يعاني من مشكلة الارتباط الخطي الذاتي المتعدد (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة، حيث كانت قيمة (VIF) أقل من (10) لجميع متغيرات النموذج.

وبتحليل معاملات الانحدار، تبين وجود تأثير سلبي ومعنوي للتسعير الخاطئ للأسهم باعالي من قيمتها على إعادة شراء الأسهم بمقدار (27.4%) وبقية احتمالية اقل من 5% (0.035)، ويعني ذلك ان الشركات الغير مالية المقيدة بالبورصة المصرية لا تقوم بعمليات إعادة شراء الأسهم كلما كانت أسهمها مقومة بقيمة اعلي من قيمتها وذلك بنسبة 27.4%. وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية تبين من تحليل معاملات الانحدار كما هو موضح بالجدول (4)، وجود تأثير إيجابي ومعنوي لحجم الشركة على إعادة شراء الأسهم بمقدار (36.9%) وبقية احتمالية اقل من 5% (0.013). كذلك تبين ان قرارات إعادة شراء الأسهم لم يثبت تأثيرها بالرفع المالي للشركات محل الدراسة حيث بلغت معنوية التأثير أكبر من 10% (0.824).

وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت اليه الدراسات السابقة (Dhanani, 2016; Shen et al., 2021; Dong et al., 2012; Shen et al., 2021;) حول التأثير السلبي للتسعير الخاطئ للأسهم باعالي من قيمتها على إعادة شراء الأسهم. ويتفق ذلك مع نظرية تمويل الشركات من خلال الأسهم على انه عند المبالغة في تقدير قيمة أسهم الشركة فيمكنها رفع رأسمالها بسعر اعلي والحصول لاحقا على تمويل إضافي. ويتفق أيضا مع فرضية (التسعير بأقل من القيمة الحقيقية) وفرضية (التدفق النقدي الحر). ولكن لا يتفق ذلك مع نظرية تلبية احتياجات السوق والتي تشير الي انه عندما يتم المبالغة في تقدير قيمة الشركة يكون لدي المستثمرين عادة توقعات اعلي بشأن الأداء المستقبلي للشركة. ومن اجل تلبية توقعات السوق المتفائلة قد تستثمر الإدارة في فرص استثمارية عالية المخاطر وذات عائد اعلي. ولكن لا يتفق ذلك مع ما توصلت اليه دراسة (Sodhi et al., 2023) بأن الأسهم المبالغ في قيمتها تؤدي الي ردود أفعال ايجابية من السوق

(4-4-8) نتائج اختبار الفرض الثالث

يتعلق الفرض الثالث بأثر إعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه عمليات إعادة شراء الأسهم مقاسه بالعوائد التراكمية الغير طبيعية (CAR). ولأجل اختبار هذا الفرض استخدم الباحث نموذج الانحدار التالي

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 REP_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + Time\ dummies + e_{it}$$

ويوضح الجدول التالي رقم (5) نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (3) كما يلي:

جدول 5: نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (3) لاختبار العلاقة محل الفرض الثالث

Variables	β	Std.Error	T	Sig	VIF
Constant	-1.060	.438	-.738	.464	-
REP	.281	.701	2.003	.031	1.190
LEV	-.031	.502	-.214	.831	1.276
SIZ	.273	.071	1.755	.076	1.455
$R^2 = 0.204$			$Adj R^2 = 0.155$		
F = 4.108			Sig = 0.011		

المصدر: اعداد الباحث في ضوء نتائج التحليل الاحصائي

يتضح من تحليل نتائج الجدول (5) ان نموذج الانحدار معنوي وصالح لاختبار العلاقة بين إعادة شراء الأسهم كمتغير مستقل وردود فعل السوق تجاه إعادة الشراء مقاسا بالعوائد التراكمية غير الطبيعية كمتغير تابع، حيث يتضح ان القيمة الاحتمالية للنموذج ($F = 4.108$ & $Sig = 0.011$) وان قيمة معامل التحديد ($Adj R^2$) والتي توضح المقدرة التفسيرية للنموذج بلغت (15.5%) وهو ما يشير الي قدرة إعادة شراء الأسهم وحجم الشركة معا على تفسير (15.5%) من اجمالي التغيرات في العوائد التراكمية غير الطبيعية لاسهم الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وترجع باقي النسبة الي الخطأ العشوائي في التقدير والمتغيرات الأخرى التي لا يتضمنها النموذج وتعد ذات تأثير علي العوائد التراكمية غير الطبيعية. كما أن نموذج الانحدار لا يعاني من مشكلة الارتباط الخطي الذاتي المتعدد (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة، حيث كانت قيمة (VIF) أقل من (10) لجميع متغيرات النموذج.

وبتحليل معاملات الانحدار، تبين وجود تأثير ايجابي ومعنوي لإعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه إعادة الشراء مقاسا بالعوائد التراكمية غير الطبيعية بمقدار (28.1%) وقيمة احتمالية اقل من 5% (0.031)، ويعني ذلك ان عمليات إعادة شراء الأسهم للشركات الغير مالية المقيدة بالبورصة المصرية تؤثر تأثير ايجابي معنوي بنسبة 28.1% على ردود فعل السوق. وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية تبين من تحليل معاملات الانحدار كما هو موضح بالجدول (5)، وجود تأثير ايجابي ومعنوي لحجم الشركة على ردود فعل السوق تجاه إعادة الشراء مقاسا بالعوائد التراكمية غير الطبيعية بمقدار (27.3%) وقيمة احتمالية اقل من 10% (0.076). كذلك تبين ان ردود فعل السوق تجاه عمليات إعادة شراء الاسهم لم يثبت تأثيرها بالرفع المالي للشركات محل الدراسة حيث بلغت معنوية التأثير أكبر من 10% (0.831).

وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت اليه الدراسات السابقة علي سبيل المثال (Zhang, 2005; Frank et al., 2021; Lin et al., 2017; Kuan et al., 2012; Firth et al., 2010; Nur and Dadan, 2017) لإعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق. ويتفق ذلك مع نظرية الإشارة، والتي تشير الي انه عندما تشتري شركة ما عددًا كبيرًا من أسهمها الخاصة، يمكن اعتبار ذلك إشارة إيجابية على ثقة الشركة في أرباحها المستقبلية وأفاق نموها وذلك يؤثر بشكل إيجابي على توقعات المستثمرين. ايضا يتفق ذلك مع نظرية الوكالة الخاصة بالتدفق النقدي الحر، حيث تعمل عمليات إعادة شراء الأسهم بشكل فعال على تقليل التدفق

النقدي الحر المتاح، وبالتالي التخفيف بشكل كبير من مخاوف المستثمرين من أن المديرين قد يسيئون استخدام التدفقات النقدية الحرة المفرطة على حساب المساهمين. وكذلك يتفق ذلك مع نظرية الإشارة حيث قد يستخدم المديرون الإيماءات النشطة، مثل إجراء برامج إعادة شراء الأسهم، لنقل أو الإشارة إلى معلومات موثوقة تفيد بأن مستقبل الشركة مشرق من خلال عمليات إعادة شراء الأسهم.

(5-4-8) نتائج اختبار الفرض الرابع

يتعلق الفرض الرابع بأثر فرص النمو على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم مقاسه بالعوائد التراكمية الغير طبيعية (CAR)، فكلما زادت فرص النمو امام الشركة كلما انخفض التأثير الإيجابي لعمليات إعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه إعادة شراء. ولأجل اختبار هذا الفرض استخدم الباحث نموذج الانحدار التالي

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 REP_{it} + \beta_2 GROW_{it} + \beta_3 REP \times GROW_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + Time\ dummies + eit$$

ويوضح الجدول التالي رقم (6) نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (4) كما يلي:

جدول 6: نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (4) لاختبار العلاقة محل الفرض الرابع

Variables	β	Std.Error	T	Sig	VIF
Constant	-1.567	.435	-1.092	.281	-
REP	.161	.201	1.868	.072	2.181
GROW	-.346	.124	-1.930	.060	2.044
REP * GROW	.137	.562	1.980	.043	2.584
LEV	.007	.495	.048	.962	1.307
SIZ	.350	.072	2.221	.031	1.573
$R^2 = 0.276$			Adj $R^2 = 0.197$		
F = 3.505				Sig = 0.009	

المصدر: اعداد الباحث في ضوء نتائج التحليل الاحصائي

يتضح من تحليل نتائج الجدول (6) ان نموذج الانحدار معنوي وصالح لاختبار اثر فرص النمو كمتغير معدل على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم مقاسه بالعوائد التراكمية الغير طبيعية (CAR)، حيث يتضح ان القيمة الاحتمالية للنموذج ($F = 3.505$ & $Sig = 0.009$) وان قيمة معامل التحديد ($Adj R^2$) والتي توضح المقدرة التفسيرية للنموذج بلغت (19.7%) وهو ما يشير الي قدرة فرص النمو وإعادة شراء الأسهم وحجم الشركة معا على تفسير (19.7%) من اجمالي التغيرات في العوائد التراكمية غير الطبيعية لاسهم الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وترجع باقي النسبة الي الخطأ العشوائي في التقدير والمتغيرات الأخرى التي لا يتضمنها النموذج وتعد ذات تأثير علي العوائد التراكمية غير الطبيعية. كما أن نموذج الانحدار لا يعاني من مشكلة الارتباط الخطي الذاتي المتعدد (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة، حيث كانت قيمة (VIF) أقل من (10) لجميع متغيرات النموذج.

وبتحليل معاملات الانحدار، تبين وجود تأثير إيجابي ومعنوي لإعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه إعادة الشراء مقاسا بالعوائد التراكمية غير الطبيعية بمقدار (16.1%) وبقيمة احتمالية اقل من 10% (0.072)، وتبين أيضا ان هذا التأثير الإيجابي انخفض الي 13.7 % (بمقدار 2.4%) نتيجة تأثير فرص النمو كمتغير معدل وهذا التأثير معنوي حيث بلغت القيمة الاحتمالية اقل من 5% (0.043)، ويعني ذلك انه كلما زادت فرص النمو امام الشركة كلما انخفض التأثير الإيجابي لعمليات إعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه إعادة الشراء مقاسا بالعوائد التراكمية غير الطبيعية

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية تبين من تحليل معاملات الانحدار كما هو موضح بالجدول (6)، وجود تأثير إيجابي ومعنوي لحجم الشركة على ردود فعل السوق تجاه إعادة الشراء مقاسا بالعوائد التراكمية غير الطبيعية بمقدار (35%) وبقيمة احتمالية اقل من 5% (0.031). كذلك تبين ان ردود فعل السوق تجاه عمليات إعادة شراء الاسهم لم يثبت تأثيرها بالرفع المالي للشركات محل الدراسة حيث بلغت معنوية التأثير أكبر من 10% (0.962).

وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت اليه الدراسات السابقة (Shen et al., 2021; Boudry et al., 2013; Sualehkhattak and Hussain, 2017; Lazonick, 2016; Grullon and Michaely, 2004; Kim et al., 2011) حول تأثير فرص النمو على ردود أفعال السوق تجاه عمليات إعادة شراء الأسهم. حيث كلما زادت فرص النمو امام الشركات التي تنوي تنفيذ برامج إعادة شراء اسهمها كلما انخفض التأثير الايجابي لإعادة شراء الاسهم على ردود فعل السوق. ويتفق ذلك مع فرضية التدفق النقدي الحرفوقا لها فان الشركات التي لديها فائض نقدي ولكن لديها محفظة ضعيفة من فرص الاستثمار ستواجه تكاليف الوكالة إذا لم يتم توزيع الفائض على المساهمين، وفي مواجهة تكاليف الوكالة هذه، يكون لدى المديرين حوافز لاستثمار الأموال الفائضة، في هذه الحالة، ستكون عمليات إعادة شراء الأسهم أمراً أساسياً للشركات لتوزيع فائض التدفق النقدي الحر، وبالتالي الحد من احتمالية أي استثمار مهدر. كذلك وجود فرص النمو هو عامل محدد قوي لمستويات الاحتفاظ النقدي، مما يشير إلى أن الشركات تحتفظ بمزيد من النقد كإجراء وقائي. لذلك، في ظل وجود فرص النمو، فإن المستثمرين لن يتفاعلوا مع عمليات إعادة شراء الأسهم لأنها تقلل من الاحتياطيات النقدية الداخلية لفرص الاستثمار المستقبلية

(6-4-8) نتائج اختبار الفرض الخامس

يتعلق الفرض الخامس بأثر توزيعات الأرباح على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق مقاسه بالعوائد التراكمية الغير طبيعية (CAR). فردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم تكون أضعف بالنسبة للشركات التي تدفع أرباح مقارنة بالشركات التي لا تدفع أرباح. ولأجل اختبار هذا الفرض استخدم الباحث نموذج الانحدار التالي:

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 REP_{it} + \beta_2 DIV_{it} + \beta_3 REP \times DIV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + Time\ dummies + eit$$

ويوضح الجدول التالي رقم (7) نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (5) كما يلي:

جدول 7: نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (5) لاختبار العلاقة محل الفرض الخامس

Variables	β	Std.Error	T	Sig	VIF
Constant	-.004	.442	-.003	.998	-
REP	.363	.205	1.687	.098	3.103
DIV	-.265	.394	-1.565	.125	1.917
REP * DIV	.125	.666	2.545	.008	3.519
LEV	-.039	.482	-.278	.783	1.306
SIZ	.221	.068	1.486	.044	1.482
$R^2 = 0.313$			Adj $R^2 = 0.238$		
F = 4.190			Sig = 0.003		

المصدر: اعداد الباحث في ضوء نتائج التحليل الاحصائي

يتضح من تحليل نتائج الجدول (7) ان نموذج الانحدار معنوي وصالح لاختبار اثر توزيعات الارباح كمتغير معدل على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم مقاسه بالعوائد التراكمية الغير طبيعية (CAR)، حيث يتضح ان القيمة الاحتمالية للنموذج بلغت ($F = 4.190$ & $Sig = 0.003$) وان قيمة معامل التحديد ($Adj R^2$) والتي توضح المقدرة التفسيرية للنموذج بلغت (23.8%) وهو ما يشير الي قدرة توزيعات الارباح وإعادة شراء الأسهم وحجم الشركة معا على تفسير (23.8%) من اجمالي التغيرات في العوائد التراكمية غير الطبيعية لاسهم الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وترجع باقي النسبة الي الخطأ العشوائي في التقدير والمتغيرات الأخرى التي لا يتضمنها النموذج وتعد ذات تأثير علي العوائد التراكمية غير الطبيعية. كما أن نموذج الانحدار لا يعاني من مشكلة الارتباط الخطي الذاتي المتعدد (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة، حيث كانت قيمة (VIF) أقل من (10) لجميع متغيرات النموذج.

وبتحليل معاملات الانحدار، تبين وجود تأثير ايجابي ومعنوي لإعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه إعادة الشراء مقاسا بالعوائد التراكمية غير الطبيعية بمقدار (36.3%) وبقية احتمالية اقل من 10% (0.098)، وتبين أيضا ان هذا التأثير ايجابي انخفض الي 12.5% (بمقدار 23.8%) نتيجة تأثير توزيعات الارباح كمتغير معدل وهذا التأثير معنوي حيث بلغت القيمة الاحتمالية اقل من 5% (0.008)، ويعني ذلك ان التأثير ايجابي لعمليات إعادة الشراء على ردود فعل السوق مقاسا بالعوائد التراكمية غير الطبيعية يكون أضعف بالنسبة للشركات التي تدفع أرباح مقارنة بالشركات التي لا تدفع أرباح، حيث انخفض التأثير ايجابي لعمليات إعادة الشراء على ردود فعل السوق في حالة توزيعات الأرباح كمتغير معدل.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية تبين من تحليل معاملات الانحدار كما هو موضح بالجدول (7)، وجود تأثير ايجابي ومعنوي لحجم الشركة على ردود فعل السوق تجاه إعادة الشراء مقاسا بالعوائد التراكمية غير الطبيعية بمقدار (22.1%) وبقية احتمالية اقل من 5% (0.044). كذلك تبين ان ردود فعل السوق تجاه

عمليات إعادة شراء الأسهم لم يثبت تأثيرها بالرفع المالي للشركات محل الدراسة حيث بلغت معنوية التأثير أكبر من 10% (0.783).

وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت اليه الدراسات السابقة (Skinner, 2008; Von Eije and Megginson, 2008; Cesari et al., 2015; Mazur et al., 2023; Đang and Chen, 2022; Liu et al., 2023; Anagnostopoulos et al., 2022; Valeeva et al., 2023; Gim and Jang, 2019) حول تأثير توزيعات الأرباح على ردود أفعال السوق تجاه عمليات إعادة شراء الأسهم. حيث تستخدم توزيعات الأرباح، بدلا من إعادة شراء الأسهم، كإشارة علي جودة عمليات الشركة، وخفض تكاليف الوكالة بشكل جيد. كذلك يعدل المستثمرين تقديراتهم للقيمة السوقية للشركات استجابةً لسياسات توزيع الأرباح. إضافة الي ذلك إذا اختارت إحدى الشركات توزيعات الأرباح على إعادة شراء الأسهم، فإن فجوة المعلومات لدى الشركة ستنخفض بالفعل حتى قبل إعادة شراء الأسهم. وبالمثل، إذا قامت إحدى الشركات بدفع أرباح الأسهم بالإضافة إلى إعادة شراء الأسهم، فإن تكاليف وكالة الشركة لن تكون مصدر قلق خطير كما هو الحال بالنسبة للشركات التي تقوم بإعادة شراء الأسهم فقط. ومن ثم، فإن رد فعل السوق تجاه إعادة الشراء ينبغي أن يكون أقل أهمية بالنسبة للشركات التي تدفع أرباحا مقارنة بالشركات التي لا تدفع أرباحا. وهذا ما اثبته البحث الحالي من خلال اثبات صحة الفرض الخامس.

(7-4-8) نتائج اختبار الفرض السادس

يتعلق الفرض السادس بأثر درجة إعادة شراء الأسهم على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم مقاسه بالعوائد التراكمية الغير طبيعية (CAR)، حيث تؤثر درجة إعادة شراء الأسهم تأثيرا في شكل مقلوب حرف U على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم، فكلما زادت درجة إعادة الشراء عن نقطة محددة انخفض التأثير الإيجابي وظهر تأثير سلبي لعمليات إعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه إعادة شراء. ولأجل اختبار هذا الفرض استخدم الباحث نموذج الانحدار التالي:

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 REP_{it} + \beta_2 DREP_{it} + \beta_3 REP \times DREP_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + Time\ dummies + eit$$

ويوضح الجدول التالي رقم (8) نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (6) كما يلي:

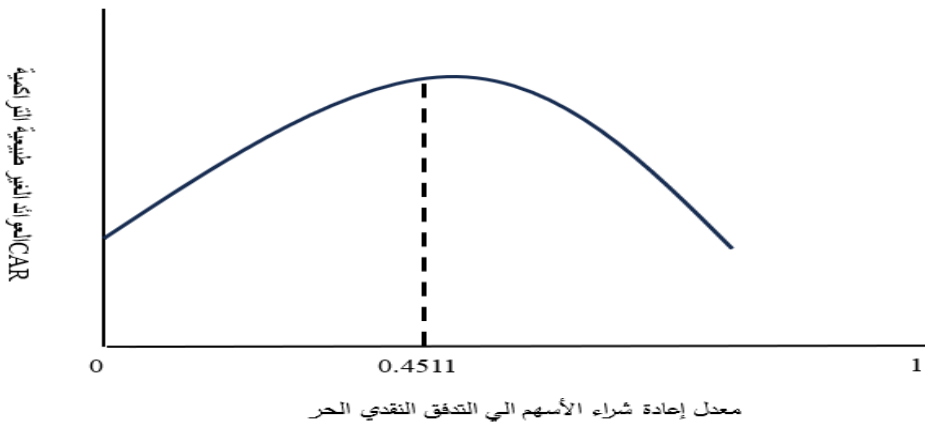
جدول 8: نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (6) لاختبار العلاقة محل الفرض السادس

Variables	β	Std.Error	T	Sig	VIF
Constant	-.704	.308	-5.39	.593	-
REP	.720	.465	4.409	.000	2.152
DREP	-.280	.063	-3.525	.001	5.634
REP * DREP	-.798	.888	-2.423	.019	6.757
SIZ	.267	.063	1.946	.058	1.524
LEV	-.158	.448	-1.215	.231	1.364
	$R^2 = 0.430$		$Adj\ R^2 = 0.368$		
		F = 6.938		Sig = 0.000	

المصدر: اعداد الباحث في ضوء نتائج التحليل الاحصائي

يتضح من تحليل نتائج الجدول (8) ان نموذج الانحدار معنوي وصالح لاختبار علاقة التأثير الغير خطية nonlinearity لدرجة إعادة شراء الأسهم كمتغير معدل على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم مقاسه بالعوائد التراكمية الغير طبيعية (CAR)، حيث يتضح ان القيمة الاحتمالية للنموذج ($F= 6.938$ & $Sig= 0.000$) وان قيمة معامل التحديد ($Adj R^2$) والتي توضح المقدرة التفسيرية للنموذج بلغت (36.8%) وهو ما يشير الي ان قدرة درجة إعادة شراء الأسهم وإعادة شراء الأسهم وحجم الشركة معا على تفسير (36.8%) من اجمالي التغيرات في العوائد التراكمية غير الطبيعية لاسهم الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وترجع باقي النسبة الي الخطأ العشوائي في التقدير والمتغيرات الأخرى التي لا يتضمنها النموذج وتعد ذات تأثير علي العوائد التراكمية غير الطبيعية. كما أن نموذج الانحدار لا يعاني من مشكلة الارتباط الخطي الذاتي المتعدد (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة، حيث كانت قيمة (VIF) أقل من (10) لجميع متغيرات النموذج.

وبتحليل معاملات الانحدار، تبين وجود تأثير ايجابي ومعنوي لإعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه إعادة الشراء مقاسا بالعوائد التراكمية غير الطبيعية بمقدار (72%) وبقية احتمالية اقل من 5% (0.000)، كذلك تبين وجود تأثير سلبي لإعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه إعادة الشراء مقاسا بالعوائد التراكمية غير الطبيعية بمقدار (79.8%) وبقية احتمالية اقل من 5% (0.019)، وذلك عند وجود درجة إعادة الشراء كمتغير معدل. حيث تشير النتائج إلى أن درجة إعادة شراء الأسهم كان لها علاقة معكوسة على شكل حرف U على العلاقة بين عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق، وهذا يدعم الفرض السادس. رياضيا وباستخدام مشتقة إعادة شراء الأسهم ($0 = REP \times 1.596 - 0.720$) وبحل المعادلة للحصول علي قيمة $REP = 0.4511$ (تقريبا $1.596 / 0.720 = 2.216$). وهذا يعني أن رد الفعل الإيجابي للسوق زاد حتى وصلت عمليات إعادة شراء الأسهم إلى 45.11% من التدفقات النقدية الحرة ثم انخفضت بعد ذلك عندما تجاوز المعدل نسبة 45.11%. وتشير هذه النتيجة إلى أن عمليات إعادة شراء الأسهم لها تأثير إيجابي على ردود فعل سوق الأوراق المالية من حيث تعزيز تقييم السوق لعمليات إعادة الشراء، ولكن عمليات إعادة شراء الأسهم المفرطة يمكن أن يكون لها تأثير سلبي على السوق. يعرض الشكل 2 تمثيلاً بيانياً للعلاقة على شكل مقلوب حرف U.



شكل 2: العلاقة المقلوبة على شكل حرف U بين درجة إعادة شراء الأسهم والعوائد التراكمية غير الطبيعية

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية تبين من تحليل معاملات الانحدار كما هو موضح بالجدول (8)، وجود تأثير إيجابي ومعنوي لحجم الشركة على ردود فعل السوق تجاه إعادة الشراء مقاسا بالعوائد التراكمية غير الطبيعية بمقدار (26.7%) وبقيمة احتمالية اقل من 10% (0.058). كذلك تبين ان ردود فعل السوق تجاه عمليات إعادة شراء الأسهم لم يثبت تأثيرها بالرفع المالي للشركات محل الدراسة حيث بلغت معنوية التأثير أكبر من 10% (0.231).

وتمتفق هذه النتيجة مع ما توصلت اليه الدراسات السابقة (Yook, 2010; Gim and Jang, 2019; Kim et al., 2011; Sodhi et al., 2023) حول تأثير درجة إعادة شراء الأسهم (مقاسة بنسبة التدفق النقدي المنفق على إعادة شراء الأسهم) على ردود أفعال السوق تجاه عمليات إعادة شراء الأسهم. حيث ان إنفاق الكثير من النقد المولد داخليا على إعادة شراء الأسهم يمكن أن يسبب قلق المستثمرين بشأن استنزاف الاحتياطيات النقدية، ويقود ذلك الي رد فعل ايجابية تجاه عمليات إعادة شراء الشركات غير المالية، على المدى القصير، يتفاعلون بشكل إيجابي، ومع ذلك، على المدى الطويل، يصبح رد فعلهم سلبياً. فعلى الرغم من أن التأثير الإيجابي لإعادة شراء الأسهم على ردود أفعال السوق يزداد مع عدد الأسهم المعاد شراؤها، إلا أنه يجب أن يكون هناك أيضاً حد أقصى لإعادة شراء الأسهم؛ وبعد هذه الحد، سيحدث تأثير سلبي. عند تلك النقطة، يبدأ المستثمرون في إثارة مخاوف هامشية بشأن استخدام النقد في عمليات إعادة شراء الأسهم التي تفوق الفوائد الهامشية للإشارات وخفض تكاليف الوكالة.

(9) النتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة

استهدف البحث اختبار وتحليل التسعير الخاطئ للأسهم على عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه تلك العمليات من ناحية، ومن ناحية اخرى اختبار الأثر التفاعلي لفرص النمو، وتوزيعات الأرباح، ودرجة إعادة الشراء كعوامل تحد من تفاعل السوق مع بعض عمليات إعادة شراء الأسهم، على العلاقة بين إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق. وقد توصل البحث الي عدد من النتائج يعرضها فيما يلي:

- هناك تأثير إيجابي لإعادة شراء الأسهم على أسعار أسهم الشركات المصرية المقيدة بالبورصة المصرية محل البحث تم اكتشافه لأول مرة قبل يوم واحد من إعلان إعادة شراء الأسهم واستمر حتى 4 أيام بعد الإعلان. كذلك تم التوصل الي ان التأثير غير المعنوي في الأيام الثاني والثالث قبل الحدث وكذلك بداية من اليوم الخامس بعد الحدث، يمكن تفسيره على أنه تسرب محتمل للمعلومات قبل الإعلان. وبناء على ذلك تم الاعتماد على العوائد غير الطبيعية التراكمية كمتغير تابع مؤهل إحصائياً لنماذج الانحدار المحددة.
- هناك تأثير إيجابي ومعنوي للتسعير الخاطئ للأسهم بأقل من قيمتها على إعادة شراء الأسهم. حيث ادي تراجع أسعار الأسهم الي جعل إعادة الشراء امرا مغريا في حد ذاته، حيث قامت بعض الشركات باستخدام عمليات إعادة الشراء للاستثمار في نفسها عندما وجدت ان الأسهم مقومة بأقل من قيمتها. فعلي سبيل المثال، اعادة شركة مدينة نصر للإسكان والتعمير شراء 7 ملايين سهم، تمثل 0.5% من اجمالي رأس مال الشركة منذ انهيار السوق في مارس 2020 وأشار مدير علاقات المستثمرين بشركة مدينة نصر للإسكان

- والتعمير" نعتقد انها كانت فرصة جيدة للشراء، حيث كان السعر منخفضا للغاية، وكان لدينا أموال إضافية"(انتربرايز، يوليو 2020).
- هناك تأثير سلبي ومعنوي للتسعير الخاطئ للأسهم بأعلى من قيمتها على إعادة شراء الأسهم. حيث انه عند المبالغة في تقدير قيمة أسهم الشركة فيمكنها رفع رأسمالها بسعر اعلي والحصول لاحقا على تمويل إضافي من خلال طرح أسهم جديدة او بيع أسهم خزينة بسعر اعلي وبقيمة اعلي من قيمتها الحقيقية وتجنب شراء أسهمها المقومة بقيمة اعلي.
 - هناك تأثير ايجابي ومعنوي لإعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه إعادة الشراء مقاسا بالعوائد التراكمية غير الطبيعية، حيث انه عندما تشتري شركة ما عددًا كبيرًا من أسهمها الخاصة، يمكن اعتبار ذلك إشارة إيجابية على ثقة الشركة في أرباحها المستقبلية وأفاق نموها وذلك يؤثر بشكل إيجابي على توقعات المستثمرين ويعكس رد فعل إيجابي تجاه إعادة شراء الأسهم.
 - التأثير الايجابي لإعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه إعادة الشراء مقاسا بالعوائد التراكمية غير الطبيعية ينخفض نتيجة تأثير فرص النمو كمتغير معدل. ويعني ذلك انه كلما زادت فرص النمو امام الشركة كلما انخفض التأثير الإيجابي لعمليات إعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه إعادة الشراء مقاسا بالعوائد التراكمية غير الطبيعية. حيث انه في ظل وجود فرص النمو، فإن المستثمرين لن يتفاعلوا مع عمليات إعادة شراء الأسهم لأنها تقلل من الاحتياطيات النقدية الداخلية لفرص الاستثمار المستقبلية.
 - ردود فعل السوق مقاسه بالعوائد التراكمية غير الطبيعية تجاه إعادة شراء الأسهم تكون أضعف بالنسبة للشركات التي تدفع أرباح مقارنة بالشركات التي لا تدفع أرباح. بمعنى اخر ينخفض التأثير الايجابي لإعادة شراء الأسهم على ردود فعل السوق تجاه إعادة الشراء مقاسا بالعوائد التراكمية غير الطبيعية نتيجة تأثير توزيعات الأرباح كمتغير معدل. وبالتالي رد فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم ينبغي أن يكون أقل أهمية بالنسبة للشركات التي تدفع أرباحا مقارنة بالشركات التي لا تدفع أرباحا.
 - هناك علاقة منحنية في شكل حرف لـ بين درجة إعادة شراء الأسهم (مقاسة بإعادة شراء الأسهم إلى التدفقات النقدية الحرة) وردود فعل السوق، حيث انه على الرغم من أن التأثير الإيجابي لإعادة شراء الأسهم على ردود أفعال السوق يزداد مع درجة إعادة شراء الأسهم، إلا أن هذا التأثير يمكن أن ينخفض إلى الصفر، وفي النهاية يتحول إلى مستوى سلبي عند تزايد درجة اعادة الشراء نقطة معينة (45.11% من التدفق النقدي الحر المنفق على عمليات اعادة شراء الاسهم).
- وفي ضوء نتائج البحث يوصي الباحث بما يلي:
- يجب على هيئة الرقابة المالية وضع شروط وتبني إجراءات محدده بالقيام بممارسات عمليات إعادة شراء الأسهم، للحد من حالات التلاعب والاحتيال التي قد تتحقق عند قيام الشركة المصدرة بشراء اسهمها في البورصة، اذ انه بالرغم من اهمية عمليات إعادة شراء الأسهم للشركة والسوق الا انها قد تستغلها لتحقيق مصلحة بعض الاطراف (المساهمين الحاليين) على حساب البعض الاخر (المساهمين الجدد).
 - ينبغي ان تتم عملية اعادة الشراء عندما يتم التأكد من وصول جميع المعلومات الي جميع المساهمين والمستثمرين ويكون سهم الشركة اقل بكثير من تقدير الادارة لقيمتها الحقيقية. والا تقوم بشراء أسهم إذا

ما كانت قيمة أسهم الشركة مقومة بأعلى من قيمتها بل في هذه الحالة يجب على الشركة إعادة توجيه الفائض النقدي لديها لاستثمارات اضافية وفرص نمو للوصول بقيمة أسهم الشركة الي القيمة العادلة، ويمكن ان تستفيد الشركة من تقييم اسهمها باعلي من قيمتها من خلال اصدار أسهم جديدة او بيع أسهم خزينة، واستغلال حصيلة ذلك في فرص النمو ايضا.

- يجب ان يكون الاستخدام الرئيسي لعمليات إعادة لشراء في حالة الطروحات السنوية الجديدة، حيث تستخدم أسهم الخزينة في ضبط سعر الاسهم المصدره من الشركة وخلق نوع من التوازن بين العرض والطلب كما في حالة الطرح السنوي وتكوين حساب للحفاظ على استقرار سعر السهم السوقي خلال فترة معينة بعد الطرح.

- يجب على الشركات التي يكون امامها فرص النمو ان توجه الجزء الاكبر من الفائض النقدي لديها لاستغلال فرص النمو المتاحة وتقليل المنفق من هذا الفائض علي عمليات إعادة شراء الاسهم لأنه عندما يكون امام الشركة فرص نمو ولا تقوم باستغلالها وتوجيه الفائض النقدي لديها لعمليات إعادة شراء الاسهم يقود ذلك الي خفض الاثر الايجابي لعمليات إعادة شراء الاسهم علي ردود فعل السوق.

- يجب على الشركات ان توازن بين توزيعات الأرباح السنوية وإعادة شراء الاسهم ليس بديلان بل مكملان لبعضهما البعض، وان تقلل من المنفق على إعادة شراء الاسهم في حالة قيامها بتوزيعات ارباح وذلك حتي لا ينخفض الاثر الايجابي لعمليات إعادة شراء الاسهم علي ردود فعل السوق بما قد يؤثر في النهاية علي القيمة الحقيقية لاسهم الشركة ويخلق عرض وطلب غير حقيقي ولا يعكس الوضع الفعلي للشركة، بما قد يقود في النهاية الي تقييم اسهم الشركة بأعلى او بأقل من قيمتها الحقيقية.

- يجب على ادارة الشركة الاهتمام بتحديد الحجم الامثل لعمليات إعادة شراء الاسهم (توصل البحث الحالي من خلال التحليل الاحصائي للبيانات المالية للشركات الغير مالية المقيدة بالبورصة المصرية محل الدراسة الي ان النسبة يجب الاتعدي 45.11% من التدفق النقدي الحر المنفق على عمليات إعادة شراء الاسهم) لما لها من تأثير تفاعلي على العلاقة بين إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة الشراء.

(10) مجالات البحث المستقبلية

في ضوء تحليل نتائج الدراسات السابقة والنتائج والتوصيات التي توصل اليها البحث الحالي، يقترح الباحث مجالات البحث المستقبلية التالية:

- دراسة أثر درجة إعادة شراء الاسهم على ردود فعل السوق وانعكاسها على التسعير الخاطئ للأسهم.
- دراسة أثر كلا من فرص النمو وتوزيعات الأرباح كمتغيرات وسيطة في العلاقة بين إعادة شراء الاسهم وردود فعل السوق.
- دراسة أثر زيادة الفائض النقدي، وخفض رأس المال على إعادة شراء الاسهم، وانعكاسه على التسعير الخاطئ للأسهم.
- دراسة أثر الاحتفاظ بالنقدية على إعادة شراء الاسهم وفرص النمو وانعكاسه على قيمة الشركة.

- Aktürk, E., Karan, M. B., & Pirgaip, B. (2022). Is the effect of dividend policy on the volatility of stock prices stable? An empirical study on European countries. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 51(4), 484-504.
- Allen, F., Bernardo, A. E., & Welch, I. (2000). A theory of dividends based on tax clienteles. *The journal of finance*, 55(6), 2499-2536.
- Anagnostopoulos, A., Atesagaoglu, O. E., & Cárceles-Poveda, E. (2022). Financing corporate tax cuts with shareholder taxes. *Quantitative Economics*, 13(1), 315-354.
- Anderson- Weir, C. H. (2010). How does the stock market react to corporate environmental news? *Undergraduate Economic Review*, 6(1), 9.
- Andriosopoulos, D., & Lasfer, M. (2015). The market valuation of share repurchases in Europe. *Journal of Banking & Finance*, 55, 327-339.
- Baker, H. K., Powell, G. E., & Veit, E. T. (2003). Why Companies use open-market repurchases: A managerial perspective. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 43(3), 483-504.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *journal of finance*, 57(1), 1-32.
- Bargeron, L., & Farrell, M. (2021). The price effect of stock repurchases: Evidence from dual class firms. *Management Science*, 67(10), 6568-6580
- Bergh, D. D., & Gibbons, P. (2011). The stock market reaction to the hiring of management consultants: A signalling theory approach. *Management Studies*, 48(3), 544-567.
- Bhana, N. (2007). The market reaction to open market share repurchases announcements: The South African experience. *Investment Analysts Journal*, 36(65), 25-36.
- Bonaimé, A. A., Öztekin, Ö., & Warr, R. S. (2014). Capital structure, equity mispricing, and stock repurchases. *Journal of Corporate Finance*, 26, 182-200.
- Borde, S. F., Byrd, A. K., & Atkinson, S. M. (1999). Stock price reaction to dividend increases in the hotel and restaurant sector. *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 23(1), 40-52.

- Boudry, W. I., Kallberg, J. G., & Liu, C. H. (2013). Investment opportunities and share repurchases. *Journal of Corporate Finance*, 23, 23-38.
- Brown, C., Handley, J., & O'Day, J. (2015). The Dividend Substitution Hypothesis: Australian Evidence. *Abacus*, 51(1), 37-62.
- Burns, N., McTier, B. C., & Minnick, K. (2015). Equity-incentive compensation and payout policy in Europe. *Journal of Corporate Finance*, 30, 85-97.
- Chan, K., Ikenberry, D. L., Lee, I., & Wang, Y. (2010). Share repurchases as a potential tool to mislead investors. *Journal of Corporate Finance*, 16(2), 137-158.
- Chen, Ni-Yun, and Chi-Chun Liu. (2021). Share repurchases and market signaling: Evidence from Earnings Management. *International Review of Finance* 21: 1203–24.
- Chen, S. S., Ho, K. W., Huang, C. W., & Wang, Y. (2013). Buyback behavior of initial public offering firms. *Journal of Banking & Finance*, 37(1), 32-42.
- Dalbor, M. C., & Upneja, A. (2007). An examination of dividend policy in the US restaurant industry. *Journal of Foodservice Business Research*, 10(2), 83-91.
- Đặng, T. K., & Chen, Y. P. (2022) Share Repurchase and Cash Dividend Payout Policy in Vietnamese Stock Market: Substitute or Complement?. *Available at SSRN 4220650*.
- De Cesari, A., & Ozkan, N. (2015). Executive incentives and payout policy: Empirical evidence from Europe. *Journal of Banking & Finance*, 55, 70-91.
- DeAngelo, H. (2023). The attack on share buybacks. *European Financial Management*, 29(2), 389-398.
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62-82.
- Dhanani, A. (2016). Corporate share repurchases in the UK: Perceptions and practices of corporate managers and investors. *Journal of Applied Accounting Research*, 17(3), 331-355.
- Dittmar, A. K. (2000). Why do firms repurchase stock. *The Journal of Business*, 73(3), 331-355.
- D'mello, R., & Shroff, P. K. (2000). Equity undervaluation and decisions related to repurchase tender offers: An empirical investigation. *The Journal of Finance*, 55(5), 2399-2424.

- Dong, M., Hirshleifer, D., & Teoh, S. H. (2012). Overvalued equity and financing decisions. *The Review of Financial Studies*, 25(12), 3645-3683.
- Drobetz, W., & Grüninger, M. C. (2007). Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management*, 21, 293-324.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial economics*, 60(1), 3-43.
- Fenn, G. W., & Liang, N. (2001). Corporate payout policy and managerial stock incentives. *Journal of financial economics*, 60(1), 45-72.
- Fernandes, N. (2014). *Finance for Executives: A practical guide for managers*. NPVPublishing.
- Ferris, S. P., Sen, N., & Yui, H. P. (2006). God save the queen and her dividends: Corporate payouts in the United Kingdom. *the Journal of Business*, 79(3), 1149-1173.
- Firth, M., Leung, T. Y., & Rui, O. M. (2010). Double signals or single signal? An investigation of insider trading around share repurchases. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 20(4), 376-388.
- Frank, M. Z., & Sanati, A. (2021). Financing corporate growth. *The Review of Financial Studies*, 34(10), 4926-4998.
- Gim, J., & Jang, S. S. (2019). Heterogeneous dividend behaviors: The role of restaurant franchising. *International Journal of Hospitality Management*, 80, 183-191.
- Ginglinger, E., & L'her, J. F. (2006). Ownership structure and open market stock repurchases in France. *European Journal of Finance*, 12(1), 77-94.
- Goldberg, M. (2018). Investors Should Be Furious: 3 Blue-Chip Stock Buybacks That Went Horribly Wrong.
- Goodacre, H. (2023). The Increasing Popularity of Share Buybacks Outside the US.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *the Journal of Finance*, 57(4), 1649-1684.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2004). The information content of share repurchase programs. *The Journal of Finance*, 59(2), 651-680.

- Guest, N. M., Kothari, S. P., & Venkat, P. (2023). Share Repurchases on Trial: Large-Sample Evidence on Share Price Performance, Executive Compensation, and Corporate Investment. *Forthcoming at Financial Management*. 19-40.
- Hafidha, N. M. (2018). Testing the effect of both stock repurchases and retained earnings on stock prices in the Egyptian stock market. *Scientific Journal of Economics and Trade*, (1) (48), 519- 564. (In Arabic)
- Hamouda, F. (2021). Identifying economic shocks with stock repurchase programs. *Cogent Economics & Finance*, 9(1), 1968112.
- Huang, R. (2018). *Are Open Market Share Repurchase Programs Really Flexible?* SSRN.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Kim, J., Kim, H., & Woods, D. (2011). Determinants of corporate cash-holding levels: An empirical examination of the restaurant industry. *International Journal of Hospitality Management*, 30(3), 568-574.
- Kim, J., Woods, D., Kim, H. (2013). Identifying the financial characteristics of cash-rich and cash-poor restaurant firms: a logistic regression analysis. *Tour. Econ.* 19 (3), 583–598.
- Kuan, T. H., Li, C. S., & Liu, C. C. (2012). Corporate governance and cash holdings: A quantile regression approach. *International Review of Economics & Finance*, 24, 303-314.
- Kulchania, M., & Sonika, R. (2023). Flexibility in share repurchases: Evidence from UK. *European Financial Management*, 29(1), 196-246.
- Lailiyah, E. H., Purwanti, I., & Sulton, M. (2020). Misprice, leverage and stock buyback: Evidence in Indonesia. *Journal Ekonomi Bisnis dan Kewirausahaan (JEBIK)*, 9(2), 98-108.
- Lazonick, W. (2016). How stock buybacks make Americans vulnerable to globalization. Working Paper, East-West Center Workshop on Mega-Regionalism-New Challenges for Trade and Innovation.
- Lee, C. I., Ejara, D. D., & Gleason, K. C. (2010). An empirical analysis of European stock repurchases. *Journal of multinational financial management*, 20(2-3), 114-125.

- Lin, T. J., Chen, Y. P., & Tsai, H. F. (2017). The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure. *Finance Research Letters*, 20, 1-12.
- Lindgren, D., & Sjöberg, P. (2018). Long-term Abnormal Returns Following Share Repurchase Announcements: Do repurchasing firms outperform the market?
- Liu, H., Sun, N., Ye, Y., Tao, Y., & Kan, Y. (2023). The Impact of Corporate Public Market Share Repurchases on Capital Market Information Efficiency. *Emerging Markets Finance and Trade*, 1-21.
- Liu, Y. S. (2021). Investor sentiment, trading activity and effect of the open-market share repurchase based on firm characteristics. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 50(1), 39-64.
- Lotfi, T. (2018). Dividend and stock repurchase announcement in Tunisia: a signaling approach. *Glob. J. Manage. Bus. Res.* 18 (1), 33–52.
- Manconi, A., Peyer, U., & Vermaelen, T. (2019). Are buybacks good for long-term shareholder value? Evidence from buybacks around the world. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(5), 1899-1935.
- Mao, Z., & Gu, Z. (2008). The relationship between financial factors and firm performance: empirical evidence from US restaurant firms. *Journal of Foodservice Business Research*, 11(2), 138-159.
- Mazur, M., Dang, M., & Vo, A. (2023). Dividends and share repurchase during the COVID-19 economic crisis. *Journal of Financial Research*, 46(2), 291-314.
- Miwa, K. (2016). Investor sentiment, stock mispricing, and long-term growth expectations. *Research in International Business and Finance*, 36, 414-423.
- Muhammad, M. M. (2021). The relationship between the decision to repurchase shares and the company's value from an accounting perspective in light of the "Covid-19" pandemic, an applied study on companies listed on the Egyptian Stock Exchange, Issue (1), Volume (5), *Alexandria Journal of Accounting Research*, 1-61. (In Arabic)
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial*, 13(2), 187-221.

- Nur, A. M. A., & Dadan, R. (2017). Analysis of abnormal return, stock return and stock liquidity before and after buyback share: case study of companies listed in Indonesia stock exchange in period of 2011- 2015. *Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences*, 71(11), 287-297.
- Palladino, L. (2020). Do corporate insiders use stock buybacks for personal gain?. *International Review of Applied Economics*, 34(2), 152-174.
- Palladino, L., & Lazonick, W. (2022). Regulating stock buybacks: the \$6.3 trillion question. *International Review of Applied Economics*, 1-25.
- Renneboog, L., & Trojanowski, G. (2011). Patterns in payout policy and payout channel choice. *Journal of Banking & Finance*, 35(6), 1477-1490.
- Rhodes-Kropf, M., Robinson, D. T., & Viswanathan, S. (2005). Valuation waves and merger activity: The empirical evidence. *Journal of financial Economics*, 77(3), 561-603.
- Schultz, P. (2023). The Response to Share Mispricing by Issuing Firms and Short Sellers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 58(3), 1078-1110.
- Sheel, A., & Zhong, Y. (2005). Cash dividend announcements and abnormal returns in the lodging and restaurant sectors: An empirical examination. *The Journal of Hospitality Financial Management*, 13(1), 49-58.
- Shen, H., Zheng, S., Xiong, H., Tang, W., Dou, J., & Silverman, H. (2021). Stock market mispricing and firm innovation based on path analysis. *Economic Modelling*, 95, 330-343.
- Sholqami, M. F. (2019). Financial leverage, special risks, and abnormal returns for announcing share repurchases on the Egyptian Stock Exchange, *Alexandria University Journal of Administrative Sciences*, 56 (4). 51-66. (In Arabic)
- Shu, P. G., Yeh, Y. H., Chiang, T. L., & Hung, J. Y. (2013). Managerial overconfidence and share repurchase. *International Review of Finance*, 13(1), 39-65.
- Skinner, D. J. (2008). The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of financial economics*, 87(3), 582-609.
- Sodhi, A., Mateus, C., Mateus, I., & Stojanovic, A. (2023). The market reaction to repurchase announcements. *Journal of Risk and Financial Management*, 16(10), 443.

- Sualehkhattak, M., & Hussain, C. M. (2017). Do growth opportunities influence the relationship of capital structure, dividend policy and ownership structure with firm value: Empirical evidence of KSE. *Journal of Accounting & Marketing*, 6(01), 1-11.
- Tabtieng, N. (2013). Motivations for share repurchase programs and the effect of share prices on managerial decisions to end share repurchase programs in Thailand. *International Journal of Business and Social Science*, 4(10).
- Vagenas-Nanos, E. (2020). The benefits of overvaluation: evidence from mergers and acquisitions. *Financial Management*, 49(1), 91-133.
- Valeeva, D., Klinge, T. J., & Aalbers, M. B. (2023). Shareholder payouts across time and space: an internationally comparative and cross-sectoral analysis of corporate financialisation. *New Political Economy*, 28(2), 173-189.
- Van Hai, H., Park, J. W., Tsai, P. C., & Eom, C. (2020). Lottery mindset, mispricing and idiosyncratic volatility puzzle: Evidence from the Chinese stock market. *The North American Journal of Economics and Finance*, 54, 101266.
- Von Eije, H., & Megginson, W. L. (2008). Dividends and share repurchases in the European Union. *Journal of financial economics*, 89(2), 347-374.
- Vyas, H., & RK, P. (2018). A Study of Buyback of Shares as a Restructuring Tool: Reference to the Indian Companies Act. *International Journal of Research in Management & Social Science*, 6(1).
- Warr, R. S., Elliott, W. B., Koëter- Kant, J., & Öztekin, Ö. (2012). Equity mispricing and leverage adjustment costs. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(3), 589-616.
- Wesson, N., & Botha, M. J. (2019). The effect of share repurchases on corporate investment policies: The South African experience. *Acta Commercii*, 19(1), 1-11.
- Wrońska- Bukalska, E., Kaźmierska-Jóźwiak, B., & Rozkovec, J. (2018). The information content of share repurchases: evidence from Poland, 172-185.
- Xiong, X., Meng, Y., Joseph, N. L., & Shen, D. (2020). Stock mispricing, hard-to-value stocks and the influence of internet stock message boards. *International Review of Financial Analysis*, 72, 101576.
- Yardeni, E., Abbott, J., & Quintana, M. (2019). Stock market indicators: S&P 500 buybacks & dividends.

- Yook, K. C. (2010). Long-run stock performance following stock repurchases. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 50(3), 323-331.
- Zavertiaeva, M., & Nechaeva, I. (2017). Impact of market timing on the capital structure of Russian companies. *Journal of Economics and Business*, 92, 10-28.
- Zhang, H. (2005). Share price performance following actual share repurchases. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1887-1901.
- Zheng, Y., & Gong, R. (2014). Market Reaction to Repurchase Announcement-A Study for UK 2010–2011 Stock Market Reaction. In *Proceedings of the Seventh International Conference on Management Science and Engineering Management: Focused on Electrical and Information Technology Volume II* (pp. 1051-1066). Springer Berlin Heidelberg.

الملاحق

ملحق (1)

قائمة بالشركات غير المالية التي تمثل عينة الدراسة

م	الشركة	تاريخ الإعلان عن إعادة الشراء	التفاصيل
1	جنوب الوادي للأسمت	2012/7/12	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 168.142 سهم خزينة
2	اسمنت سيناء	2014/2/13	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 941557 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 2000000
3	اسمنت سيناء	2014/3/20	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 1000000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 1000000
4	نيست	2014/9/23	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 1250000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 1250000
5	نيست	2014/9/29	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 1400550 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 1400550
6	مصر للأسمنت - قنا	2015/6/23	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 500000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 500000
7	الوادي العالمية	2015/11/15	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 500000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 500000
8	المطورون العرب القابضة	2016/1/18	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 125000000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 125000000
9	عامر جروب	2016/1/18	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 125000000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 125000000
10	مدينة مصر	2016/2/9	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 4000000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 4000000
11	رمكو	2016/2/21	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 1000000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 1000000
12	إجيبكو	2016/7/12	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 2877684 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 4730000
13	راية	2016/9/14	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 155378 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 2000000
14	يونيباك	2016/9/25	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 300000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 300000
15	الجيزة العامة للمقاولات	2016/10/5	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 3300000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 3300000
16	سيا	2016/10/5	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 164603 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 250000
17	الصعيد العامة للمقاولات	2016/10/5	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 17000000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 17000000
18	السويدي اليكتريك	2016/10/9	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 3600000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 3600000

م	الشركة	تاريخ الإعلان عن إعادة الشراء	التفاصيل
19	القاهرة للاستثمارات والتنمية	2016/10/16	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 3000000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 3000000
20	السويدي اليكتريك	2016/10/18	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 1400000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 1400000
21	المتحدة للاسكان	2016/10/26	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 1500000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 1500000
22	جلوبال تيلكوم	2017/1/15	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 524569062 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 524569062
23	إجيبكو	2017/1/22	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 1852316 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 1852316
24	برايم القابضة	2017/1/23	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 2834667 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 2834667
25	ليسيكو	2017/7/24	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 8000000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 8000000
26	بيراميزا	2017/11/14	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 608659 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 608659
27	إيجيترانس	2018/10/2	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 2212500 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 2212500
28	القابضة المصرية الكويتية	2020/3/1	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 2649922 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 17500000
29	بالم هيلز	2020/3/2	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 39000000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 62351992
30	مدينة مصر	2020/3/11	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 7260000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 28800000
31	المصريين للاسكان	2020/3/17	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 4463561 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 11350000
32	الصعيد العامة للمقاولات	2020/3/18	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 67724216 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 76191522
33	الجيزة العامة للمقاولات	2020/3/18	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 60154880 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 29289262
34	المتحدة للاسكان	2020/3/18	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 4502664 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 28320313
35	يونيباك	2020/3/18	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 1915260 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 7700000
36	الوادي العالمية	2020/3/19	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 163879 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 1820000
37	الشرقية الوطنية للأمن الغذائي	2020/3/22	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 59588 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 1000000

التسعير الخاطئ للأسهم وأثره على عمليات إعادة شراء الأسهم وردود فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم

م	الشركة	تاريخ الإعلان عن إعادة الشراء	التفاصيل
38	إيسترن كومباني	2020/3/22	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 33634075 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 67500000
39	جولدن كوست	2020/3/22	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 170000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 2000000
40	ايبككو	2020/3/29	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 1600000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 1600000
41	السويدي اليكتريك	2020/4/2	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 10500000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 54604500
42	إيسترن كومباني	2020/4/26	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 6776135 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 34000000
43	المصرية للمشروعات السياحية العالمية	2020/4/26	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 993447 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 993447
44	اسباير كابيتال	2020/6/7	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 9486981 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 93648499
45	النعيم القابضة	2020/6/29	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 27442248 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 27442248
46	القابضة المصرية الكويتية	2020/7/15	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 8048000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 14850078
47	اسيك للتعددين	2021/8/17	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 100000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 100000
48	مصريني سويف للأسمت	2021/12/29	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 6069877 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 7500000
49	راميدا	2022/3/8	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 23020000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 100000000
50	راميدا	2022/9/5	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 6450000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 76980000
51	أوراسكوم للاستثمار القابضة	2022/10/17	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 2900000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 2900000
52	بيرواميزا	2022/11/3	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 300000 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 300000
53	الرواد	2022/12/1	أعلنت الشركة عن انتهاءها من شراء 587760 سهم خزينة بينما كانت قد استهدفت شراء 587760

المصدر: اعداد الباحث بالاعتماد على ما تم نشره من شركة مصر لنشر المعلومات

Mispricing stock and its impact on share repurchase and market reactions to share repurchases, an application on non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange

Dr. Khaled Abdel Kader Mohamed

Abstract

The current research aimed to study a number of direct and interactive relationships. The direct relationships consisted of studying the relationship between the effect of mispricing shares at overvalued and undervalued on the repurchase of shares, as well as the effect of repurchasing shares on market reactions. As well as studying the interactive relationships (modifying role) of growth opportunities, dividends, and the degree of share repurchases on the relationship between share repurchases and market reactions. This was done by using a sample of non-financial companies listed on the Egyptian Stock Market during the period from 2012-2022, the number of which reached 53 companies. In order to achieve this, 6 hypotheses were developed, and the researcher relied on testing them on the use of regression analysis using the ordinary least squares method, the event study method, and multiple linear regression. The results of the statistical analysis of the data resulted in a significant positive effect of undervalued mispricing shares on the repurchase of shares. There is also a significant negative effect of overvalued mispricing shares on the repurchase shares. The research also found that there is a significant positive effect of stock repurchases on the market's reactions to the repurchase, and that this effect decreases if there are growth opportunities for a company, as well as if the company pays dividends. The research also found that the more free cash flow spent on share repurchases (the degree of share repurchases), the lower the positive impact of share repurchases on market reactions until it reaches zero when the percentage of free cash flow spent reaches 45.11%. After this point, the positive effect disappears and a negative effect of stock repurchases on market reactions appears.

Keywords

Stock Mispricing, Stock Repurchases, Market Reactions to Stock repurchase, Growth Opportunities, Dividends, Degree of Share Repurchases.

التوثيق المقترح للدراسة وفقا لنظام APA

محمد، خالد عبد القادر (2024). التسعير الخاطئ للأسهم وأثره على عمليات إعادة شراء الأسهم وردد فعل السوق تجاه إعادة شراء الأسهم: بالتطبيق على الشركات غير المالية المدرجة بالبورصة المصرية. مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية، كلية الأعمال، جامعة الإسكندرية 61(1)، 161-209.