

## اختبار تأثير كل من إعادة شراء الأسهم والأرباح المحتجزة على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية

### دكتورة

نسرين محمد حفيضة

مدرس إدارة الاعمال

المعهد العالى للحاسبات والمعلومات

وتكنولوجيا الإدارة - طنطا

### ملخص

لقد تزايدت أهمية عمليات إعادة شراء الشركات لأسهمها في العديد من دول العالم ، خلال العقود الاخيرة . وعلى الرغم من وجود العديد من الأسباب والمزايا التي تدفع الشركات لاعادة شراء الأسهم ، الا ان هذه العمليات قد تعرضت للانتقاد بسبب استخدامها للأموال التي يمكن تحويلها للأرباح المحتجزة ومن ثم للاستثمارات المربحة . أى أن هناك تعارض بين إعادة شراء الأسهم وبين الأرباح المحتجزة .

ونظراً لانه من الضروري تحديد اثار السياسات والاجراءات المختلفة للشركات على أسعار الأسهم ، فمن هنا يبرز السؤال الهام الذى يمثل مشكلة البحث " ما هو تأثير كل من اعادة شراء الأسهم والأرباح المحتجزة على أسعار الأسهم فى سوق الاوراق المالية المصرية ؟ " .

وللاجابة على هذا السؤال ، فقد قامت الباحثة باختبار فروض البحث من خلال إجراء الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من ١٦ شركة قامت باعادة شراء اسهمها وهى تمثل جميع الشركات التى امكن جمع البيانات اللازمة للبحث عنها من

شركات مؤشر EGX-100 ، وذلك خلال الفترة من يوليو ٢٠١٠ حتى ديسمبر  
٢٠١٥ .

وقد اوضحت نتائج التحليل الاحصائى للبيانات تدعيم فروض البحث ، بأن  
هناك تأثير ايجابى معنوى لكل من اعادة شراء الأسهم والارباح المحتجزة على أسعار  
الأسهم ، وإن إعادة شراء الأسهم أقوى تأثيراً على أسعار الأسهم فى سوق الأوراق  
المالية المصرية.

## Abstract

The importance of stock repurchase has increased in many countries over the last decades . Although there are several reasons and advantages of stock repurchases , these operations have been criticized because of using cash increases that may be turned to retained earning and then to profitable investments . Then there is a contrast between stock repurchase and retained earnings .

Because it is important to determine the effects of different policies and procedures of firms on stock prices , then there this an important question which represents the research problem : " What are the effects of both stock repurchases and retained earnings on stock prices in the Egyptian securities market ? " .

To answer this question , I have tested the research hypotheses through the empirical study with a sample of 16

firms which have done stock repurchases and that represent all firms in the EGX-100 index that the required data are available during the period July 2010 to December 2015 ..

The results of data statistical analysis supported the research hypotheses that both stock repurchases and retained earnings have positive and significant effects on stock prices , and that Stock repurchases have the powerful effect on stock prices in the Egyptian securities market .

**مقدمة:**

يعتبر توجيه مصادر أموال الشركة الى الاستخدامات المثلى لها عاملاً رئيسياً لتحقيق أهداف الشركة وتعظيم قيمتها السوقية. حيث يجب على إدارة الشركة ان تسعى دائماً لاختيار افضل البدائل المتاحة لاستخدامات الأموال. وفيما يتعلق بحالة وجود فائض من الأموال بالشركة، نجد أن هناك العديد من البدائل التي يمكن للإدارة المفاضلة بينها لاستخدام هذا الفائض، وذلك من خلال سياسة التوزيعات Dividend Policy حيث يمكن توجيه هذه الأموال الى الارباح المحتجزة Retained Earning، اجراء توزيعات نقدية Cash Dividends ، أو اعادة شراء أسهم الشركة ( Stock Repurchase ( Buyback . وبالتركيز على اعادة شراء الأسهم نجد أنها احدى سياسات تقديم المدفوعات لحاملي الأسهم Payout Policy to Stockholders ، أى انها احدى انواع التوزيعات التي يمكن ان تستخدمها الشركة لدفع فائض الاموال الى حاملي الأسهم، وذلك بشراء جزء من اسهم رأس مال الشركة . وتؤدي إعادة شراء الشركة لأسهمها إلى انخفاض حقوق الملكية ، فى حين لا يؤثر ذلك على القوة الايرادية للشركة ، وانما يؤدي الى ارتفاع كل من ربحية السهم ونصيب السهم من التوزيعات النقدية ، وذلك نتيجة لانخفاض عدد الأسهم القائمة.

ويطلق على الأسهم التي يعاد شراؤها أسهم الخزينة Treasury Stocks ولا يكون لهذه الأسهم حق فى الحصول على توزيعات ولا فى التصويت فى الجمعية العمومية (هندي، ٢٠٠٦ ؛ يس واخرون ٢٠١٠ ) ( Ross et al , 2000 ) . وتعطى إعادة شراء الأسهم للمستثمرين فى الشركة حق المفاضلة بين الحصول على توزيعات نقدية أو لا ، فالمستثمر الذى يرغب فى الحصول على نقدية يمكنه بيع جزء من أسهمه اما المستثمر الذى لا يحتاج إلى نقدية فيمكنه الاحتفاظ بأسهمه،

حيث يمكن أن ترتفع قيمتها السوقية بعد إعادة شراء الأسهم وذلك نتيجة لما يمكن أن تنقله إعادة الشراء من معلومات للسوق بأن اسعار اسهم الشركة أقل مما يجب (هندي ، ٢٠٠٥) .

وعلى مدار العقود الاخيرة ، منذ أوائل الثمانينات وحتى الان اخذت عمليات اعادة شراء الأسهم في الانتشار بشكل كبير في مختلف دول العالم مثل : الولايات المتحدة ، كندا ، المملكة المتحدة ، اليابان ، ألمانيا ، وكذلك اخذت في الانتشار في العديد من الدول النامية ومنها مصر ، بما يمكن معه القول بان عمليات اعادة شراء الأسهم قد اصبحت ظاهرة عالمية ، فعلى سبيل المثال : نجد ان شركات مؤشر S&P 500 قد انفتحت في عمليات اعادة شراء الأسهم مبالغ مالية تفوق قيمة المبالغ المدفوعة في صورة توزيعات لحملة الأسهم في عام ٢٠١٥ ، حيث قدرت مبالغ اعادة شراء الأسهم بحوالي ٥٧٢ بليون دولار مقابل ٣٨٢ بليون دولار للتوزيعات ( Allen & Michaely, 2002 ; Grullon & Ikenberry, Fairchild , 2006 ; Pacheco & Raposo , 2007; Bayer et 2000 ; al 2015 Strachl & Ibbotson ,2015 ; Skinner , 2006 ; Mauboussin et al , 2016) .

### وهناك العديد من الاسباب لاعادة شراء الشركات لأسهمها من أهمها:

- ١- توفير الأسهم اللازمة لتنفيذ خطة مشاركة العاملين في ملكية الشركة .
- ٢- تحقيق مزايا ضريبية للمساهمين، وذلك بالمقارنة بحالة إجراء توزيعات نقدية.
- ٣- إجراء تعديل في هيكل رأس المال وذلك بتخفيض حقوق الملكية وزيادة نسبة الاموال المقترضة.
- ٤- مواجهة عروض الشراء العدائية لاسهم الشركة ، حيث تؤدي إعادة شراء الشركة لاسهمها إلى تخفيض عدد الأسهم حرة التداول في السوق .

٥- إعطاء اشارات مالية للسوق Financial Signals بأن القيمة السوقية للأسهم التي يعاد شراؤها أقل مما يجب Under Valued، مما يعمل على إزالة عدم تماثل المعلومات بين الادارة والمستثمرين ويساعد على ارتفاع أسعار أسهم الشركة (هندي ، ٢٠٠٥ ؛ يس واخرون ، ٢٠١٠ ) ( Skinner , ٢٠٠٦ ) .  
وتقوم الشركات بإعادة شراء أسهمها بطرق مختلفة تتمثل في :  
عمليات السوق المفتوح Open Market والتي يتم من خلالها إعادة شراء الأسهم من سوق الاوراق المالية ، عطاءات الشراء Tender Offer وذلك بطرح العطاءات لجميع المساهمين أو لعدد قليل منهم ، وهناك ايضاً طريقة التفاوض مع بعض حملة الأسهم الرئيسيين  
Negotiation with Major Stockholders (Brealey & Myers,1991)

**أما فيما يتعلق بالتصرف في أسهم الخزينة ( الأسهم التي يعاد شرائها) فنجد أن هناك العديد من الطرق التي تتمثل في :**

- أ- إعادة بيع الأسهم في السوق المفتوح لتوفير سيولة للشركة .
  - ب- توزيع هذه الأسهم على المساهمين كأسهم مجانية أو بسعر منخفض كإحدى طرق توزيع الارباح على المساهمين .
  - ج- تخفيض رأس المال المدفوع بالشركة ، وذلك في حالة عدم وجود فرص استثمارية متاحة .
  - د- استخدام اسهم الخزينة في خطة الإثابة والتحفيز للعاملين بالشركة ، وذلك بتمليكها للعاملين وفقاً للنظام المعتمد بالشركة .
- وفيما يتعلق بالشركات المصرية التي تقوم باعادة شراء اسهمها فانه يجب ان تتصرف هذه الشركات في اسهم الخزينة لديها خلال سنة من تاريخ شرائها ، وذلك وفقاً للتشريع المصري . حيث تجدر الإشارة الى أن التشريعات الخاصة بكل دولة تتضمن قواعد

للمعالجة الرقابية لاسهم الخزينة من خلال وضع قواعد لعمليات اعادة شراء الشركات لاسهمها وكيفية التصرف فيها، وذلك لمنع استغلال هذه العمليات للتلاعب باسعار الأسهم وكذلك لحماية حملة الأسهم ودائني الشركة (يس واخرون ، ٢٠١٠) .  
والان ، بعد القاء الضوء على اعادة شراء الأسهم من حيث المفهوم والخصائص الاساسية ، تجدر الاشارة الى انه على الرغم من انتشار عمليات اعادة شراء الأسهم ووجود العديد من الاسباب التي تدفع الشركات في مختلف دول العالم لاعادة شراء اسهمها ، الا ان هناك من يوجه النقد لهذه العمليات لانها تستخدم الاموال التي يمكن توجيهها الى الأرباح المحتجزة واعادة استثمارها في الشركة (Lazonick , 2014 ; Kronlund et al , 2016).  
ومن هنا يتناول هذا البحث موضوع تأثير اعادة شراء الأسهم والارباح المحتجزة على اسعار الأسهم

## ١- مشكلة البحث :

لقد أدى انتشار عمليات اعادة شراء الأسهم إلى اعتقاد البعض بأن هناك اتجاه تدريجي لاحلال اعادة شراء الأسهم محل التوزيعات Substituted Repurchases for Dividend (Grullon & Michaely,2002) ، وذلك حيث قامت بعض الشركات بتمويل عمليات اعادة شراء الأسهم عن طريق الاموال التي يمكن استخدامها في اجراء التوزيعات.

وقد يرجع انتشار عمليات اعادة شراء الأسهم الى ما تتميز به من امكانية تحقيق المرونة المالية للشركة Financial Flexibility وذلك بالمقارنة بالتوزيعات فالشركات يمكنها أن تعلن عن اعادة شراء اسهمها ثم لا تنفذ هذه العمليات ، حيث لا يوجد نفس القدر من الالتزام بالتنفيذ بالمقارنة بالتوزيعات ، وكذلك نجد ان الشركة لا يوجد عليها التزام صريح او ضمنى بتكرار برامج اعادة شراء الأسهم في حين نجد

أن الشركات التي توقف توزيعاتها تتعرض لردود افعال سلبية في سوق الأسهم (Jagannathan et al , 2000) .

وكذلك تساعد اعادة شراء الأسهم في تحقيق المرونة المالية للشركة من خلال: امكانية اجراء تعديلات في هيكل رأس مال الشركة، امكانية تصحيح اسعار اسهم الشركة في حالة انخفاضها عن قيمتها الحقيقية ، وكذلك امكانية زيادة سيولة أسهم الشركة ( Grullon & Ikanberry, 2000) .

وعلى الرغم من وجود العديد من الاسباب والمزايا (التي سبق توضيحها) التي تدفع الشركات لاعادة شراء اسهمها، الا ان هناك بعض الاراء التي تنتقد وتعارض اعادة الشراء. فهناك وجهة نظر بعدم جدوى اعادة شراء الشركات لاسهمها لان المبالغ المستخدمة في هذه العمليات ، كان من الممكن توجيهها الى البحوث والتطوير Research & Development وزيادة حجم التوظيف بالشركات ( kronlund et al , 2016) .

فعمليات اعادة شراء الأسهم تستخدم الاموال التي يمكن تحويلها الى الأرباح المحتجزة ثم اعادة استثمارها في المشروعات الاستثمارية التي تساعد على نمو الشركات ، اى أنها تؤثر سلبيا على العمليات الاستثمارية ومن ثم فمن الافضل تحويل الاموال الى الارباح المحتجزة بدلاً من إعادة الشراء ( Lazonick , ٢٠١٤ ) ونظرا لأهمية اختبار تأثير السياسات والاجراءات المختلفة التي تقوم بها ادارة الشركة على اسعار الأسهم ، فمن هنا تبرز مشكلة هذا البحث وذلك فيما يتعلق باختبار تأثير كل من اعادة شراء الأسهم والأرباح المحتجزة على أسعار الأسهم .

هذا وقد تبين للباحثة أن هناك اراء نظرية ونتائج عملية مختلفة ومتنوعة للعلاقة بين اعادة شراء الأسهم وأسعارها (كما يلى توضيحه عند عرض الدراسات السابقة) (لبده ، ٢٠٠٨ ؛ هندی ، ٢٠٠٥ ؛ دادن وبديده ، ٢٠١٢ ) (Yook , 2010 ; Gullett & Redman , 2014 ; Bayar et al , 2015)



وكذلك تبين للباحثة وجود اسس نظرية ونتائج عملية مختلفة ومتنوعة لتأثير الأرباح المحتجزة على اسعار الأسهم ( لبده ، ٢٠٠٨ ؛ هندی ، ٢٠٠٤ ) (Gordon , 1959 ; Friend & Puckett , 1964 ; Naamon , 1989 ; ALTraudi & Milhem , 2013 ; Javed & Shah , 2015 ) .

وبذلك يمكن القول بعدم وجود اراء محددة وقاطعة تتعلق بتأثير كل من اعادة شراء الأسهم والأرباح المحتجزة على أسعار الأسهم . ومن هنا تحاول الباحثة من خلال هذه الدراسة التعرف على طبيعة هذا التأثير في سوق الأوراق المالية المصرية. وبذلك تتمثل مشكلة هذا البحث في السؤال التالي:

" ما هو تأثير كل من اعادة شراء الأسهم والأرباح المحتجزة على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية ؟ " .

٢- أهمية البحث :

٢-١ الأهمية الأكاديمية :

تتمثل أهمية هذا البحث من الناحية الأكاديمية في تناوله لموضوع اعادة شراء الأسهم كأحد الموضوعات الهامة التي جذبت اهتمام الباحثين والممارسين منذ أوائل الثمانينات وحتى الان في مختلف دول العالم ، في حين توجد ندرة في الدراسات العربية التي تناولت هذا الموضوع وكذلك توجد ندرة في الدراسات التي تناولت تأثير كل من اعادة شراء الأسهم والارباح المحتجزة على اسعار الأسهم المصرية.

٢-٢ الأهمية العملية :

تتمثل الأهمية العملية لهذا البحث بالنسبة لمديري الشركات القائمين باعداد السياسات المالية المتعلقة بالمدفوعات لحملة الأسهم وباحتجاز الأرباح ، وكذلك بالنسبة للمستثمرين والمهتمين بأسواق المال . وذلك بالقاء الضوء على تأثير كل من

اعادة شراء الأسهم والارباح المحتجزة على اسعار الأسهم فى سوق الأوراق المالية المصرية من اجل ترشيد عمليات اتخاذ القرارات.

### ٣- أهداف البحث :

يهدف هذا البحث الى :

- أ- جذب انتباه الباحثين والمسئولين بالشركات من أجل دراسة ومتابعة عمليات اعادة شراء الأسهم كأحد البدائل الهامة المتاحة لتقديم مدفوعات لحملة الأسهم فى سوق الاوراق المالية المصرية .
- ب- التعرف على تأثير اعادة شراء الأسهم على اسعارها .
- ت- التعرف على تأثير الارباح المحتجزة على اسعار الأسهم.
- ث- التعرف على اقوى المتغيرين تأثيرا على اسعار الأسهم فى سوق الاوراق الماية المصرية .

### ٤- الاطار النظرى للبحث :

يعرض الاطار النظرى للبحث أهم النظريات التى تناولت كل من اعادة شراء الأسهم والارباح المحتجزة وتأثيرهما على أسعار الأسهم ، وذلك من خلال تناول النظريات المتعلقة بسياسات التوزيعات بالشركة . حيث تعتبر اعادة شراء الأسهم نوع من التوزيعات ، كما أن احتجاز الأرباح يتم من خلال سياسة التوزيعات . وتجدر الإشارة الى أن عرض الاطار النظرى يتم بدون شرح الافتراضات التى تقوم عليها كل نظرية .

وفيما يلى عرض لأهم هذه النظريات : (لبده ، ٢٠٠٨ ؛ هندی ، ٢٠٠٤ )

( Ross et al , 2000 ; Allen & Michaely , 2000 ) .

## ٤-١ نظرية عدم مناسبة سياسة التوزيعات Irrelevance of Dividend Theory

وفقا لهذه النظرية نجد ان سياسة التوزيعات التي تختارها الشركة لا تؤثر على قيمة السهم ، ومن ثم لا تؤثر على قيمة الشركة حيث يري ميللر ومدجلياني ان القرار المؤثر هو قرار الاستثمار الذي ينتج عنه تحقيق الارباح التي تساهم في ارتفاع قيمة الشركة ، أما قرار توزيع الارباح او الاحتفاظ بها كأرباح محتجزة فليس له تأثير لان المستثمر يمكن ان يضع بنفسه سياسة التوزيع التي تناسبه Home-Made Dividend .

ففي حالة عدم وجود تكاليف معاملات وضرائب فان المستثمر لا يهتم بسياسة التوزيعات التي تتبعها الشركة ، حيث يمكنه بيع جزء من الأسهم في حالة عدم كفاية التوزيعات او شراء جزء منها في حالة زيادة التوزيعات عن حاجته. وتجدر الاشارة الى انه في حالة وجود تكلفة معاملات فإن قيام المستثمر باجراء سياسة التوزيع الخاصة به يؤدي الى ارتفاع التكاليف التي يتحملها بالاضافة الى ان وجود حد أدنى من صفقات البيع والشراء يجعل من الافضل ان تختار الشركة سياسة التوزيعات للمستثمر .

## ٤-٢ نظرية تأثير التوزيعات Theory Relevance of Dividend

وفقا لهذه النظرية التي قدمها جوردن ولنتنر ويطلق عليها عصفور في اليد Bird in Hand ، نجد أن سياسة توزيع الارباح تؤثر على قيمة الشركة لأن درجة تأكد المستثمرين بالنسبة للتوزيعات تفوق درجة التأكد بشأن الحصول على المكاسب الرأسمالية التي يمكن ان تتحقق عند احتجاز الارباح واستثمارها.

كما أن هناك بعض المستثمرين يفضلون الحصول على نصيبهم من الأرباح في صورة توزيعات كدخل حالي لهم *Desire for Current Income* وذلك بدلا من الحصول عليها في صورة ارباح رأسمالية عند نجاح استثمارات الشركة . وبذلك نجد أن القيمة السوقية للشركة تتأثر ايجابيا عند اجراء التوزيعات نتيجة لانخفاض معدل العائد للمطلوب على الاستثمار في الشركات التي تجرى توزيعات نسبة كبيرة من أرباحها .

#### ٤ - ٣ نظرية التمييز الضريبي *Tax Differential Theory*

تتعارض هذه النظرية مع كل من نظرية عدم ملائمة التوزيعات وكذلك مع نظرية تأثير التوزيعات . فوفقا لهذه النظرية ، نجد انه اذا كان معدل الضريبة على التوزيعات يزيد عن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية (التي تنتج عن استثمار الأرباح المحتجزة) فإن المستثمرين يطالبون بمعدل مرتفع على الاستثمار في الشركة التي تجرى توزيعات نسبة كبيرة من ارباحها، وذلك بالمقارنة بشركة مماثلة تحتجز نسبة كبيرة من ارباحها ، مما يؤدي الى ارتفاع تكلفة الاموال للشركة التي تجرى توزيعات كبيرة وبالتالي انخفاض قيمتها السوقية. اي ان مؤيدي هذه النظرية يرون ان الأرباح المحتجزة تؤثر ايجابيا على القيمة السوقية للشركة وذلك للمزايا الضريبية التي يمكن ان يتحقق للمستثمر عند احتجاز الأرباح والتي ترجع الى :

أ - انخفاض معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية عن معدل الضريبة على التوزيعات.

ب - تأثير القيمة الزمنية للنقود ، حيث تدفع الضريبة على التوزيعات بمجرد الحصول عليها، أما الضريبة على الارباح الرأسمالية فتدفع عند بيع السهم ، مما يؤدي الى انخفاض الضرائب على الارباح الرأسمالية بالمقارنة بالضرائب على التوزيعات.

#### ٤-٤ نظرية الفائض Residual Theory of Dividend

وفقا لهذه النظرية نجد ان المستثمر يؤيد احتجاز الارباح عندما يكون معدل العائد على الاستثمار الذى يمكن للشركة تحقيقه عند استثمار الارباح المحتجزة يفوق معدل العائد الذى يمكن ان يحققه المستثمر عند استثمار امواله بنفسه ( فى حالة اجراء توزيعات) .

وبذلك فان الشركة تقوم باحتجاز الارباح عندما يكون معدل العائد المتوقع على الاقتراحات الاستثمارية المتاحة يفوق ( أو يساوى على الاقل ) معدل العائد المطلوب من المستثمر ، وما يتبقى بعد ذلك يتم توزيعه.

ومن هنا نجد أنه وفقا لنظرية الفائض ، فان سياسة التوزيعات لا تؤثر على القيمة السوقية للشركة ، وانما العامل المؤثر هو وجود قرارات استثمارية مربحة، حيث يجب ان تكون التوزيعات على حملة الأسهم من الفائض من الارباح .

أى أن حجم التوزيعات يتوقف على قرارات الاستثمار، حيث يجب ان تركز ادارة الشركة على مقابلة الاحتياجات الاستثمارية والمحافظة على النسبة المرغوبة للديون الى حقوق الملكية قبل دفع اى توزيعات.

#### ٤-٥ نظرية تأثير العميل Clientele Effect

يظهر تأثير العميل على سياسة التوزيعات نتيجة لاختلاف رغبات المستثمرين ، حيث يفضل بعض المستثمرين الارباح المحتجزة والتي يمكن ان تحقق مزايا

ضريبية لهم ، فى حين يفضل بعضهم توزيعات الارباح التى توفر لهم دخل اساسى فى الوقت الحالى .  
ويؤدى اختلاف التفضيلات لارتفاع القيمة السوقية لاسهم الشركة التى يزداد الطلب على اسهمها نتيجة لسياسة توزيع معينة يفضلها المستثمر .  
أى ان لكل سياسة توزيعات فئة معينة من المستثمرين الذين يفضلونها ، وكلما زاد عدد المستثمرين الذين يفضلون سياسة معينة ، كلما ارتفع سعر السهم للشركة التى تختار هذه السياسة .  
فالشركة تختار سياسة توزيع معينة لجذب فئة معينة ، وعند تغيير سياستها فانها تجذب فئة اخرى .

#### ٤-٦ نظرية المحتوى المعلوماتى للتوزيعات Information Content of Dividend Theory

وفقا لهذه النظرية نجد ان زيادة التوزيعات تعتبر مصدر للمعلومات عن نجاح الشركة ، كفاءة الادارة فى تحقيق الارباح ، وكذلك عن توقعات جيدة للادارة عن الاداء المستقبلى للشركة ، مما يؤدى الى ارتفاع القيمة السوقية للاسهم .  
فزيادة التوزيعات تعطى اشارات للسوق عن اخبار جيدة خاصة بالشركة Signal Good News ، لأن ذلك يعنى وجود توقعات للادارة عن ارتفاع الربحية المستقبلية والتدفقات النقدية ، مما يؤثر ايجابيا على القيمة السوقية لأسهم الشركة .  
والان ، بعد عرض اهم النظريات التى تناولت كل من اعادة شراء الأسهم (التي تعتبر نوع من التوزيعات) ، والارباح المحتجزة وعلاقتها بأسعار الأسهم ، يتضح لنا وجود اراء نظرية متنوعة و متعارضة فيما يتعلق بإمكانية تأثير كل منها على اسعار الأسهم .

## ٥- الدراسات السابقة Literature Review

فى هذا الجزء من البحث يتم عرض الدراسات السابقة التى تناولت كل من اعادة شراء الأسهم ، والارباح المحتجزة وعلاقة كل منها باسعار الأسهم ، حيث يتم تقسيم هذه الدراسات كما يلى :

- ١-٥ دراسات تناولت محددات واهمية اعادة شراء الأسهم .
- ٢-٥ دراسات تناولت العلاقة بين اعادة شراء الأسهم واسعارها .
- ٣-٥ دراسات تناولت العلاقة بين الارباح المحتجزة واسعار الأسهم .

وفيما يلى نتناول عرض لهذه الدراسات:

١-٥ دراسات تناولت محددات واهمية اعادة شراء الأسهم :

دراسة ( Jagannathan et al , 2000 )

استهدفت هذه الدراسة قياس نمو عمليات اعادة شراء الأسهم التى تتم عن طريق السوق المفتوح ، وتحليل الظروف التى يتم من خلالها استخدام كل من اعادة شراء الأسهم والتوزيعات.

وقد تم تطبيق هذه الدراسة على الشركات الامريكية فى قاعدة بيانات Compustat عن الفترة من ١٩٨٥ - ١٩٩٦ . وقد توصل الباحثون الى ان اعادة شراء الأسهم والتوزيعات يتم استخدام كل منهما فى اوقات مختلفة عن الأخرى وبواسطة انواع مختلفة من الشركات . فاعادة شراء الأسهم ترتبط بالتقلبات الدورية Procyclical ، فى حين تزداد التوزيعات بانتظام عبر الفترات الزمنية . كما ان

التوزيعات يتم اجرائها عادة بواسطة الشركات التي يتوافر لديها تدفقات نقدية تشغيلية مرتفعة (مؤقتة) .

كما توصل الباحثون الى ان الشركات التي تقوم باعادة شراء الأسهم تمتلك نفقات نقدية اكثر تقلب More Volatile.

### دراسة ( Grullon & Michaely , ٢٠٠٢ )

قام الباحثان من خلال هذه الدراسة باختبار امكانية احلال الشركات لاعادة شراء الأسهم محل التوزيعات .  
وقد تم تطبيق الدراسة على قاعدة بيانات Compustat عن الفترة من ١٩٧٢ - ٢٠٠٠ .

ومن أهم النتائج ان معدل نمو المدفوعات من التوزيعات كان اقل من المعتاد، وان المبالغ التي تم انفاقها على اعادة شراء الأسهم تزايد بعد منتصف الثمانينات. وبذلك تبين أن اعادة شراء الأسهم لم تعد فقط شكل مهم للمدفوعات التي تقدمها الشركات الامريكية لحملة اسهمها ، ولكن تقوم الشركات بتمويل اعادة الشراء فى بعض الاحيان من الاموال التي يمكن استخدامها لزيادة التوزيعات.  
وقد اشارت نتائج هذه الدراسة الى ان الشركات تقوم باحلال اعادة الشراء محل التوزيعات تدريجيا.

### دراسة (Brav et al , 2004)

استهدفت هذه الدراسة تحديد العوامل التي تقود قرارات التوزيعات واعادة شراء الأسهم . وقد تم من خلالها اجراء استقصاء ٣٨٤ مسؤل مالى مع اجراء ٢٣ مقابلة .

وقد تم التوصل من خلال هذه الدراسة الى ان تحديد مستوى التوزيعات يأتي بالتساوى مع اتخاذ قرارات الاستثمار ، اما قرار اعادة الشراء فيأتى فى حالة وجود



نقدية متبقية Residual Cash Flow بعد الانفاق الرأسمالي . كما تم التوصل الى ان عدد كبير من المديرين يفضلون اعادة الشراء لانها اكثر مرونة من التوزيعات، وأن التنفيذيين يعتقدون أن المستثمرين المؤسسين يكونوا محايدين بالنسبة لكل من التوزيعات واعادة الشراء ، وان سياسات الدفع يكون لها تأثير قليل على هذه الفئة من المستثمرين.

### دراسة (Renneboog & Trojanowski , 2005)

قام الباحثان من خلال هذه الدراسة باختبار تأثير رقابة حملة الأسهم على نسب المدفوعات Payout Ratios ، والتي تشمل كل من التوزيعات وإعادة شراء الأسهم . وقد تم اجراء الدراسة على ٩٨٥ شركة انجليزية من الشركات المقيدة فى بورصة لندن عن الفترة من ١٩٩٢- ١٩٩٨ .

ومن أهم النتائج : أن سياسة الدفع التى تستخدمها الشركة ترتبط بتركيز الرقابة Control Concentration ، فعلى الرغم من أن الربحية تعتبر محدد هام لقرارات الدفع الا ان وجود مجموعة قوية من حملة الأسهم او ائتلاف منهم يضعف العلاقة بين الربحية وسياسة الدفع ، حيث تؤثر قوة تصويت ائتلاف او اتحاد من حملة الأسهم (على سياسة الدفع) سلبيا على هذه العلاقة ، اما معنوية التأثير فتختلف باختلاف التصنيفات المختلفة لمجموعة حملة الأسهم مثل: الشركات الصناعية، المستثمرين الافراد، المديرين، المؤسسات المالية.

### دراسة ( Lie , ٢٠٠٥ )

استهدفت هذه الدراسة اختبار كيفية ارتباط عملية الاختيار بين البدائل المختلفة لزيادة او تخفيض كل من : التوزيعات واعادة شراء الأسهم وبين التغيرات فى مستوى خلال تشغيل ودرجة التأكد .

وقد تم اجراء الدراسة على قاعدتي بيانات Compustat & CRSP عن الفترة من ١٩٨٠ - ١٩٩٧ .

وقد اوضحت النتائج : أن زيادة إعادة شراء الأسهم والتوزيعات يصاحبها تحسين الدخل ، وانخفاض ثقلب الدخل ، وان تحسين الدخل يعتبر اكبر بالنسبة للشركات التي تقوم بزيادة التوزيعات بالمقارنة بتلك التي تقوم باعادة شراء الأسهم . كما أن ثقلبات الدخل اللاحقة تكون منخفضة بدرجة اكبر للشركات التي تزيد التوزيعات عن اعادة شراء الأسهم .

#### دراسة (Skinner, 2006)

قام الباحث من خلال هذه الدراسة باختبار كيفية تغير العلاقة بين الارباح وسياسة الدفع العامة عبر الخمسين عام السابقة. وقد تم تطبيق الدراسة على قاعدة بيانات Compustat عن الفترة من اوائل الخمسينات وحتى نهاية عام ٢٠٠٤ . وقد توصل الباحث إلى : انه منذ الثمانينات كان هناك مجموعتين من القائمتين بالدفع : الشركات التي تدفع توزيعات وتقوم باعادة شراء الأسهم ، والشركات التي تقوم باعادة الشراء فقط . وأن المديرين يستخدمون إعادة شراء الأسهم لدفع الارباح الى حملة الأسهم ، فالارباح تحدد اجمالى مدفوعات الشركة (التوزيعات وإعادة الشراء) . كما توصل الباحث الى ان اعادة الشراء تلعب دوراً هاماً ومنتزاداً يساعد في تفسير اختفاء التوزيعات . والنتيجة الرئيسية لهذه الدراسة : أن العلاقة بين الارباح والمدفوعات ظلت قوية مثلما كانت في فترة الخمسينات والستينات، كما أن هناك تزايد في عمليات إعادة شراء الأسهم .

#### دراسة (Pacheco, 2007)

حاول الباحث من خلال هذه الدراسة التعرف على محددات اعادة شراء الأسهم لأول مرة . وقد تم اجرائها على ٢٠١٦ شركة صناعية مقيدة في بورصات : NASDAQ , NYSE , AMEX وهذه الشركات قامت بطرح اسهمها للجمهور بين عامى ١٩٧٥ و ٢٠٠٢ ، وقامت باعادة شراء اسهمها للمرة الاولى بين عامى ١٩٨٠ و ٢٠٠٢ .

ومن اهم نتائج هذه الدراسة: ان الشركات التى قامت باعادة الشراء لأول مرة هى الشركات الصغيرة التى اتسمت بوجود : رفع منخفض، مخاطر تشغيل منخفضة، مدفوعات مرتفعة، تدفقات نقدية تشغيلية كبيرة وربحية مرتفعة ، وذلك بالمقارنة بالشركات التى لم تقم باعادة الشراء . وقد تم التوصل ايضا انه بالمقارنة بالشركات التى تقوم باعادة الشراء للمرة الثانية أو عدة مرات فان الشركات التى تقوم باعادة الشراء لأول مرة كانت هى الاصغر ولها تدفق نقدى مرتفع .

### دراسة (الرزين ، ٢٠١٠)

تمثل هدف هذه الدراسة فى التعرف على رؤية عدد من قطاعات المجتمع السعودى المهتمة بالشركات المساهمة (المديرون الماليون - المستثمرون - مديرو المحافظ الاستثمارية - الاكاديميون) حول اعادة شراء الشركات لاسهمها ، والتعرف على وجهة نظرهم حول جدوى اعادة الشراء .

ومن أهم نتائج الدراسة : رؤية عينه الدراسة ان القيام باعادة الشراء يكون بقرار من الجمعية العمومية وذلك فى حالة وجود مبررات مقبولة مثل اعطاء اشارات للسوق عن ان سعر السهم اقل من قيمته الحقيقية ، كما انه يجب تنفيذ اعادة الشراء فى اسرع وقت بعد الاعلان مع ضرورة توفير وسائل الافصاح اللازمة عن العملية.

كذلك تبين من اراء العينة ان الاسلوب المناسب للشراء هو عمليات السوق المفتوح  
عن طريق نظام التداول .

#### دراسة ( Decesari et al ,٢٠١١ )

قام الباحثون من خلال الدراسة باختبار تأثير كل من : إعادة شراء الأسهم  
ومبيعات أسهم الخزينة على كل من : السيولة وتقلب العوائد لاسهم الشركات ، وقد  
تم تطبيق الدراسة علي عينة من الشركات الايطالية عن الفترة من ١٩٩٧ -  
٢٠٠٤ .

ومن أهم النتائج : أن عمليات السوق المفتوح التي يتم من خلالها اعادة شراء  
الأسهم أو بيع اسهم الخزينة تعمل على زيادة السيولة واستقرار اسعار الأسهم .

#### دراسة ( Liu et al ,٢٠١٤ )

تمثل هدف هذه الدراسة في التعرف على العلاقة بين طرق الدفع وكل من :  
مراحل دورة حياة الشركة وهيكل رأس المال . وقد تم تطبيقها على عينة من  
الشركات المقيدة في بورصة تايوان عن الفترة من ٢٠٠٠ - ٢٠١٠ .  
ومن أهم نتائجها :

أن الشركات التي تقوم باعادة الشراء بدون توزيعات نقدية تكون اقل نضجا في دورة  
حياتها (مرحلة نضج اقل) من الشركات الاخرى ، كما ان طريقة الدفع تتفاعل مع  
هيكل رأس المال .

#### دراسة ( Masry & Elmenshawy , 2015 )

استهدفت هذه الدراسة اختبار امكانية تحسين السيولة وزيادة استقرار اسعار  
الأسهم عن طريق اعادة شراء الأسهم .وقد تم التطبيق على ٥٦ عملية اعادة شراء  
قامت بها ٢٧ شركة مصرية عن الفترة من ٢٠١٢ - ٢٠١٤ .

وقد اوضحت النتائج : وجود تأثير ايجابي لاعادة شراء الأسهم على السيولة ، وان هناك تأثير عكسي على تقلب عوائد الأسهم.

٥-٢ دراسات تناولت العلاقة بين اعادة شراء الأسهم وعوائد الأسهم تنوعت وتعارضت نتائج العديد من الدراسات السابقة التي اختبرت الأداء طويل الاجل بعد عمليات اعادة شراء الأسهم ، حيث توصلت بعضها لوجود عوائد غير عادية للمحفظه التي تتكون من اسهم الشركات التي تقوم باعادة شراء اسهمها ( Lakonishok & Vermaelen , 1990 ; Ikenberry , Lkonishok & Vermaelen , 2000 ; Chan , Ikenberry & Lee , 2007 ) ، في حين توصلت دراسات اخرى الى عدم وجود ارباح غير عادية فى الاجل الطويل بعد الاعلان عن اعادة شراء الأسهم ( Mitchell & Stafford , 2008 ; Bradford , 2008 ) .

وفيما يلى عرض لبعض الدراسات الاخرى التي تناولت العلاقة بين اعادة شراء الأسهم وعوائد الأسهم والتي توالى بعد الدراسات المشار اليها :

#### دراسة (YOOK , ٢٠١٠)

حاول الباحث من خلال هذه الدراسة التعرف على أسباب تنوع نتائج العديد من الدراسات التي اختبرت الاداء طويل الاجل بعد اعادة شراء الأسهم (والتي سبق الاشارة اليها) ، حيث قام بتطبيق دراسته على جميع برامج اعادة شراء الأسهم التي تم الاعلان عنها من الشركات المقيدة فى بورصات ، AMEX ، NYSE ، NASDAQ عن الفترة من ١٩٩٤ - ٢٠٠٧ .

وقد توصل الباحث الى ان : تعارض النتائج السابقة يمكن ان يكون بسبب عدم تقسيم العينة فى هذه الدراسات المشار اليها الى شركات قامت باعادة الشراء فعليا

بعد الاعلان وشركات لم تقم باعادة الشراء بعد الاعلان عنه . كما أنه يجب ان يؤخذ فى الاعتبار مدى تداخل الاعلان اكثر من مرة عن عمليات اعادة الشراء خلال فترة قياس الاداء .

وكذلك توصل الباحث الى ان الشركات التى تعلن بصورة غير متكررة عن اعادة شراء الأسهم وتقوم بالشراء فعليا يمكنها تحقيق عوائد غير عادية فى المدى الطويل .

### دراسة (دادن وبديدة ، ٢٠١٢)

استهدفت هذه الدراسة التعرف على مدى تأثير سياسة توزيع الارباح (التوزيعات النقدية ، اعادة شراء الأسهم ، وربحية السهم) على قيمة الشركة . وكذلك دراسة تأثير المحتوى الاعلامى لهذه السياسة على القيمة، وذلك من خلال دراسة الحدث . وقد تم تطبيق الدراسة على ٤٠ شركة من الشركات المقيدة فى بورصة باريس للاوراق المالية والتى تمثل مؤشر CAC ٤٠ ، حيث تم استخدام بيانات ٣٣ شركة فقط بسبب استبعاد شركات القطاع المالى .  
وقام الباحثان بتحليل البيانات باستخدام الانحدار الخطى البسيط والمتعدد ودراسة الحدث وذلك عن الفترة من ٢٠٠٧-٢٠١٠ ومن اهم نتائج هذه الدراسة:

عدم وجود تأثير لسياسة الارباح المحتجزة واعادة شراء الأسهم على متوسط سعر السهم (قيمة الشركة) ، فى حين تبين أن التوزيعات النقدية هى السياسة التى يهتم بها المستثمرون الفرنسيون فالتوزيعات النقدية هى المحدد لسعر السهم السوقى .

### دراسة ( Gullet & Redman 2014 )

قام الباحثان من خلال الدراسة باختبار علاقة كل من : التوزيعات واعادة شراء الأسهم بعوائد الأسهم، وقد تم تطبيق الدراسة على عينة من الشركات الامريكية

عن الفترة من ٢٠٠٧-٢٠١٣ . وقام الباحثان بتحليل البيانات باستخدام تحليل الارتباط والانحدار .

ومن اهم النتائج : ان سياسة التوزيعات لحملة الأسهم عن طريق التوزيعات النقدية أو اعادة شراء الأسهم ليس لها تأثير على عوائد الأسهم .

### دراسة ( Bayar et al , 2015 )

حاول الباحثون من خلال هذه الدراسة التعرف على تأثير كل من : التوزيعات واعادة شراء الأسهم على عوائد الأسهم فى المدى الطويل، وذلك فى بيئة من التوقعات غير المتجانسة عن احتمالات نجاح المشروعات الاستثمارية بهذه الشركات.

ومن اهم النتائج : ان اعادة شراء الأسهم تؤثر ايجابيا على عوائد الأسهم فى المدى الطويل ، وذلك للشركات التى لا تخفض حجم استثماراتها . كما ان عوائد الأسهم لهذه الشركات يفوق فى المتوسط عوائد عينه مماثلة من الشركات التى تجرى توزيعات نقدية.

### دراسة ( Straehl & Ibbotson , ٢٠١٥ )

استهدفت الدراسة وضع نموذج للتنبؤ بعوائد الأسهم عن طريق اجمالى المدفوعات (التوزيعات و اعادة شراء الأسهم) ، وكذلك محاولة التعرف على علاقة اجمالى المدفوعات بنمو الاقتصاد الحقيقى . وقد تم التطبيق على عينة من الشركات الامريكية عن الفترة من ١٨٧١-٢٠١٤ .

ومن اهم النتائج : ان عوائد حقوق الملكية يمكن ارجاعها بنسبة كبيرة لاجمالى المدفوعات (التوزيعات واعادة شراء الأسهم) ، وان اجمالى المدفوعات تنمو بالتوافق مع نمو الاقتصاد الحقيقى .

أى ان اجمالى المدفوعات يؤثر على العوائد المتوقعة طويلة الاجل ، والتي تعمل على نمو الاقتصاد الحقيقى .

### دراسة (القصير ، ٢٠١٦)

تمثل هدف هذه الدراسة فى : التحقق من تأثر القيمة السوقية وحجم التداول لاسهم الشركات المقيدة فى سوق الاوراق المالية المصرية باعلانها عن اعادة شراء الأسهم ، والتحقق من اختلاف القيمة السوقية وحجم التداول لأسهم الشركات التى اعلنت عن اعادة شراء اسهمها فى سوق الاوراق المالية المصرية لمرة واحدة او بشكل متكرر فى نفس السنة او فى اكثر من سنة قبل الاعلان مقارنة بها بعد الاعلان . وقد تم اجراء الدراسة على عينة تحكيمية للشركات التى اعلنت عن اعادة شراء اسهمها من شركات مؤشر البورصة المصرية EGX ١٠٠ ، خلال الفترة من ٢٠٠٧ - ٢٠١٣ .

ومن اهم النتائج : وجود علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة احصائية(بشكل جزئى) بين الاعلان عن قيام الشركة باعادة شراء اسهمها وبين القيمة السوقية للسهم ، حيث تبين وجود اثر ايجابى ذو دلالة احصائية للاعلان عن اعادة شراء الأسهم على القيمة السوقية للسهم خلال بعض ايام الاعلان ، ويزداد هذا التأثير فى حالة اعلان الشركة لمرة واحدة عنه فى حالة الاعلان المتكرر مع استمرار تحقيق متوسط عوائد غير عادية ايجابية خلال فترة بعد تاريخ الاعلان.

### ٥ - ٣ دراسات تناولت العلاقة بين الارباح المحتجزة وأسعار الأسهم

### دراسة (Havkeyv , ١٩٥٣)



تم من خلال هذه الدراسة اختبار العلاقة بين اسعار الأسهم العادية والارباح المحتجزة لعينة من الشركات عن الفترة من ١٨٧١-١٩٣٧، وعن الفترة من ١٩٣٤-١٩٥٠ .

ومن اهم النتائج: ان هناك ارتباط بين نسبة سعر السهم للربحية وبين الارباح المحتجزة ، فزيادة الارباح المحتجزة تؤدي لزيادة اسعار الأسهم ، حيث يجب أن تكون زيادة الارباح المحتجزة مصاحبة لزيادة الربحية للشركة.

#### دراسة (Gordon , ١٩٥٩)

استهدفت هذه الدراسة اختبار تأثير سياسة التوزيعات على اسعار اسهم الشركة ومن اهم نتائجها ان الارباح المحتجزة هي العامل الاقوى تأثير على كل من : نمو توزيعات الشركة و اسعار الأسهم .

#### دراسة (Friend & Puckett , ١٩٦٤)

تمثل هدف هذه الدراسة في اختبار تاثير كل من التوزيعات والارباح المحتجزة على اسعار الأسهم . وقد اوضحت النتائج ان تأثير التوزيعات على اسعار الأسهم اكبر من تأثير الارباح المحتجزة وذلك في فترات زمنية مختلفة.

#### دراسة (Naamon , ١٩٨٩)

استهدفت هذه الدراسة اختبار تأثير التوزيعات والارباح المحتجزة على اسعار الأسهم العادية في الاردن . واوضحت النتائج وجود علاقة طردية معنوية بين تأثير سياسة التوزيعات واحتجاز الارباح وبين اسعار الأسهم ، وان تأثير التوزيعات على اسعار الأسهم يفوق تأثير احتجاز الارباح .

#### دراسة (Pardhan , ٢٠٠٣)

تمثل هدف هذه الدراسة في اختبار العلاقة بين كل من : التوزيعات والارباح المحتجزة وبين اسعار الأسهم . وقد تم جمع البيانات من ٢٩ شركة في Nepal عن الفترة من ١٩٩١ - ١٩٩٩ .  
ومن اهم النتائج: ان التوزيعات اكثر اهمية من الارباح المحتجزة في التنبؤ باسعار الأسهم .

#### دراسة (Khan , ٢٠٠٩)

حاول الباحث من خلال هذه الدراسة اختبار التأثير النسبي لكل من : التوزيعات والارباح المحتجزة على اسعار الأسهم في بورصة Dhaka عن الفترة من ٢٠٠٠ - ٢٠٠٦ .

ومن اهم النتائج ان التوزيعات والارباح المحتجزة لها علاقة ديناميكية مع اسعار الأسهم، وان التوزيعات هي المحدد الاكثر اهمية لاسعار الأسهم في بنجلاديش بالمقارنة بالارباح المحتجزة.

#### دراسة (Altraudi & Milhem , ٢٠١٣)

تم من خلال هذه الدراسة اختبار العلاقة بين كل من : التوزيعات والارباح المحتجزة وبين اسعار الأسهم . وقد تم التطبيق على جميع الشركات الصناعية في بورصة عمان عن الفترة من ٢٠٠٥ - ٢٠١٠ . ومن اهم النتائج وجود علاقة ايجابية ومعنوية بين الارباح المحتجزة واسعار الأسهم.

#### دراسة (Tariq et al , ٢٠١٤)

قام الباحثون من خلالها بمحاولة تحديد الاهمية النسبية للتوزيعات والارباح المحتجزة بالنسبة لاسعار الأسهم فى بورصة karachi . وقد تم جمع البيانات من ٦٦ شركة غير مالية من مؤشر -kSE١٠٠ عن الفترة من ٢٠٠٧-٢٠١٠ ومن اهم النتائج ان التوزيعات اكثر اهمية من الارباح المحتجزة فيما يتعلق بالقوة التفسيرية لأسعار الأسهم

#### دراسة ( Javed & Shah , ٢٠١٥ )

استهدفت هذه الدراسة التعرف على تأثير الارباح المحتجزة على عوائد الأسهم لعينة من الشركات فى kSE عن الفترة من ٢٠٠٩-٢٠١٤ . وقد تبين للباحثان ان هناك علاقة ضعيفة وغير معنوية بين احتجاز الارباح وعوائد الأسهم.

#### دراسة ( Nkuah & Yosif , ٢٠١٦ )

قام الباحثان من خلال هذه الدراسة باختبار تأثير سياسة التوزيعات على ثروة حملة الأسهم لعينة من الشركات فى بورصة غانا عن الفترة من ٢٠٠٥-٢٠١١ . ومن اهم النتائج : ان الارباح المحتجزة لها تأثير ايجابى معنوى على اسعار الأسهم ، وان تأثير التوزيعات يفوق تأثير الارباح المحتجزة . وبعد استعراض الدراسات السابقة التى تناولت كل من اعادة شراء الأسهم والارباح المحتجزة وعلاقة كل منهما باسعار الأسهم ، يتضح لنا :  
أ- ندرة الدراسات التى تناولت موضوع اعادة شراء الأسهم فى سوق الاوراق المالية المصرية .

ب- تعارض وتنوع نتائج الدراسات التى تناولت العلاقة بين اعادة شراء الأسهم واسعارها ، وكذلك تلك التى تناولت العلاقة بين الارباح المحتجزة واسعار الأسهم.  
ج- ندرة الدراسات التى تناولت المقارنة بين تأثير كل من اعادة شراء الأسهم

والارباح المحتجزة على اسعار الأسهم، حيث نجد ان غالبية الدراسات السابقة قد تناولت تأثير كل من المتغيرين مع التوزيعات (على اسعار الأسهم).

## ٦ - فروض البحث Hypotheses Research

من خلال استعراض الاطار النظرى والدراسات السابقة للبحث ، تبين لنا وجود تنوع وتعارض فى الاراء النظرية والنتائج العملية المتعلقة بتأثير كل من :  
اعادة شراء الأسهم والارباح المحتجزة على اسعار الأسهم .  
وقد قامت الباحثة بصياغة فروض البحث الاتية فى ضوء كل من الاطار النظرى والدراسات السابقة :

- ١ - هناك تأثير ايجابى لاعادة شراء الأسهم على أسعار الأسهم فى سوق الاوراق المالية المصرية .
- ٢ - هناك تأثير ايجابى للأرباح المحتجزة على أسعار الأسهم فى سوق الأوراق المالية المصرية .

## ٧ - منهجية البحث Methodology

يتضح من خلال هذه المنهجية : مجتمع و عينة البحث ، الفترة الزمنية للبحث ، كيفية جمع البيانات وكيفية تحليلها .

وفيمايلى توضيح ذلك :

### ١-٧ مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث في شركات مؤشر EGX-١٠٠ للبورصة المصرية. أما عينة البحث فتتمثل في جميع شركات هذا المؤشر التي تمكنت الباحثة من جمع البيانات اللازمة للبحث عنها خلال الفترة الزمنية للبحث وقد بلغ عددها ١٦ شركة .

### ٢-٧ الفترة الزمنية للبحث

تمثلت الفترة الزمنية للبحث في الفترة من يوليو ٢٠١٠ حتى ديسمبر ٢٠١٥ .

### ٣-٧ كيفية جمع البيانات

قامت الباحثة بجمع البيانات اللازمة للبحث عن طريق : المراجع العلمية التي تناولت موضوع البحث ، وكذلك عن طريق القوائم والتقارير المالية الخاصة بنتائج اعمال الشركات واسعار الأسهم لهذه الشركات و التي تقدمها شركة مصر لنشر المعلومات EGID ، و كذلك عن طريق مواقع الشركات التي تعرض بيانات عن نتائج اعمالها واسعار اسهمها . كما تم جمع البيانات عن طريق المواقع البحثية ذات الصلة عبر شبكة الانترنت .

### ٤-٧ كيفية تحليل البيانات

تم تحليل بيانات البحث احصائيا لاختبار فروضه باستخدام كل من :  
تحليل الانحدار الخطى البسيط والمتعدد Simple and Multiple Regression  
Analysis ، وكذلك باستخدام تحليل الانحدار المتدرج Stepwise Regression  
Analysis .

## ٨- الدراسة التطبيقية Empirical Study

### ٨-١ كيفية اجراء الدراسة التطبيقية :

لاختبار فروض البحث من اجل تحقيق اهدافه ، قامت الباحثة باجراء الدراسة التطبيقية على عينة البحث ، وذلك ببناء وتحليل ٣ نماذج لاختبار تأثير كل من اعادة شراء الأسهم والارباح المحتجزة على أسعار الأسهم فى سوق الاوراق المالية المصرية .

وتأخذ النماذج الثلاثة الصور الاتية :

$$P_{it} = A_0 + A_1 REP_{it} + E \quad (1)$$

$$P_{it} = B_0 + B_1 EAR_{it} + E \quad (2)$$

$$P_{it} = C_0 + C_1 REP_{it} + C_2 REP_{it} + E \quad (3)$$

حيث :

$A_0, B_0, C_0$  : ثابت انحدار المعادلة .

$A_1, B_1, C_1, C_2$  : معاملات الانحدار .

$REP_{it}$  : اعادة شراء الأسهم للشركة  $i$  ، وتقاس بنسبة عدد أسهم

الخبزينة فى الفترة  $t$  الى اجمالى عدد الأسهم المصدرة .

$EAR_{it}$  : الارباح المحتجزة للشركة  $i$  وتقاس بنسبة الارباح المحتجزة

للسهم (رصيد الارباح المحتجزة فى نهاية الفترة  $t$  مقسوم على

اجمالى عدد الأسهم القائمة).

$P_{it}$  : التغير النسبى فى سعر اغلاق السهم للشركة  $i$  فى الفترة  $t$  .

وتجدر الاشارة الى عدة نقاط هامة تتعلق ببناء النماذج :

أ - بناء النموذجين ١ ، ٢ يهدف لاختبار تأثير كل من اعادة شراء الأسهم والارباح المحتجزة على أسعار الأسهم كل على حدة .

ب - بناء النموذج ٣ يهدف لاختبار تأثير اعادة شراء الأسهم والأرباح المحتجزة معا على أسعار الأسهم .

ج - هناك مقاييس مختلفة لاعادة شراء الأسهم بعضها يقوم على التغيرات فى الأسهم القائمة وبعضها يقوم على التغيرات فى اسهم الخزينة  
(Fama & French , 2000 ; Bany et al , 2005) .  
وفى هذا البحث تم استخدام نسبة عدد اسهم الخزينة الى اجمالى عدد الأسهم  
المصدرة كمقياس لاعادة شراء الأسهم .

## ٢-٨ نتائج التحليل الاحصائى للبيانات Results of Data Statistical Analysis

تم اجراء التحليل الاحصائى لبيانات النماذج ١ ، ٢ ، ٣ باستخدام  
البرامج الاحصائية : SPSS23 – Medcale R Version 15.6.1 .  
وفيما يلي أهم النتائج :

### ١-٢-٨ نتائج التحليل الاحصائى لاختبار تأثير اعادة شراء الأسهم على اسعارها :

أوضحت نتائج تحليل الانحدار البسيط بطريقة المربعات الصغرى (Least  
Square – Regression) للنموذج رقم (١) مايلى :

جدول رقم ( ١ )

نتائج تحليل الانحدار البسيط لاختبار تأثير اعادة شراء الأسهم على أسعارها

النموذج	ثابت ومعامل الانحدار	احصاء T		معامل التحديد R2	احصاء F	
		قيمة T	Sig		قيمة F	Sig
ثابت الانحدار	-. ٢١٣١	-٢,٩٥٥٧	.٠١٠٤	.٦٠٩٠	٢١,٨٠٢٨	.٠٠٠٤
اعادة شراء الأسهم REP	١٠,٥٤١٧	٤,٦٦٩٣	.٠٠٠٤			

ويتضح من الجدول رقم ١ :

- أ - أنه فيما يتعلق باختبار جودة النموذج ، فقد تبين أن قيمة معامل التحديد  $R^2 = ٠.٦٠٩٠$  ، مما يشير الى قدرة اعادة شراء الأسهم  $REP_{it}$  كمتغير مستقل على تفسير ٦٠,٩% من التغيرات في اسعار الأسهم  $Pit$  كمتغير تابع.
- ب - أنه بتحليل تباين الانحدار Analysis of Variance ، لاختبار معنوية النموذج ، فقد تبين ان مستوى المعنوية لاحصاء  $F = ٠.٠٠٠٤ >$  مستوى المعنوية  $٠.٠٥$  ، مما يدل على معنوية نموذج الانحدار .
- ج - أنه فيما يتعلق باختبار معنوية معامل الانحدار فقد تبين أن قيمة معامل الانحدار  $= ١٠,٥٤$  ومستوى المعنوية لاحصاء  $T = ٠.٠٠٠٤ > ٠.٠٥$  ، مما يشير لوجود تأثير ايجابي معنوي للمتغير  $REP_{it}$  على المتغير  $Pit$  .



## ٨-٢-٢ نتائج التحليل الاحصائي لاختبار تأثير الارباح المحتجزة على أسعار الأسهم :

باجراء تحليل الانحدار البسيط للنموذج (٢) ، وذلك لاختبار تأثير الارباح المحتجزة على أسعار الأسهم ، اوضحت النتائج ما يلي :

### جدول رقم ( ٢ )

نتائج تحليل الانحدار البسيط لاختبار تأثير الارباح المحتجزة على أسعار الأسهم

النموذج	ثابت ومعامل الانحدار	T احصاء		معامل التحديد R2	F احصاء	
		Sig	القيمة T		Sig	القيمة F
ثابت الانحدار	-.١٦٢٢	٠.٢٨٤	-٢,٤٤٣٨	.٥٩٦٨	٢٠,٧٢٢٣	.٠٠٠٥
الارباح المحتجزة EAR	.٠٩٩٣٤	٠.٠٠٠٥	٤,٥٥٢٢			

ويتضح من الجدول رقم (٢) :

أ - فيما يتعلق باختبار جودة نموذج الانحدار عن طريق معامل التحديد ، فقد تبين ان قيمة هذا المعامل  $R^2 = ٠.٥٩٦٨$  ، مما يشير الى قدرة الارباح المحتجزة  $EAR_{it}$  كمغير مستقل على تفسير  $٥٩,٦٨\%$  من التغيرات في اسعار الأسهم . Pit

ب - أن نتائج احصاء F تشير الى أن مستوى المعنوية لاحصاء  $F = ٠.٠٠٠٥ >$  مستوى المعنوية  $٠.٠٥$  ، مما يدل على معنوية نموذج الانحدار .

ج - ان قيمة معامل الانحدار للمتغير  $EAR = 0.099$  . وان مستوى المعنوية Sig لاحصاء T لهذا المتغير  $= 0.0005 >$  مستوى المعنوية  $0.05$  ، مما يشير لوجود تأثير ايجابي معنوي للمتغير المستقل EAR على المتغير التابع Pit.

### ٨-٢-٣ نتائج التحليل الاحصائي لاختبار تأثير اعادة شراء الأسهم والارباح المحتجزة معا على اسعار الأسهم :

لاختبار تأثير المتغيرين معا قامت الباحثة باجراء تحليل الانحدار المتعدد للنموذج (٣) ، وكذلك اجراء تحليل الانحدار المتدرج Stepwise Regression للتعرف على اقوى المتغيرين تأثيرا على اسعار الأسهم .  
والجدول التالي يوضح أهم نتائج تحليل الانحدار المتعدد :

#### جدول رقم (٣)

#### نتائج تحليل الانحدار المتعدد لاختبار تأثير

#### اعادة شراء الأسهم والارباح المحتجزة معا على أسعار الأسهم

النموذج	ثابت ومعامل الانحدار	احصاء T		معامل التحديد R2	احصاء F	
		قيمة T	Sig		قيمة F	Sig
ثابت الانحدار	- ٢٠٣٥			٠٠٠٤٦	١١,٧٨٨٥	٠٠١٢
المتغير REP	٦,٠١٦٣	١٣,٢٢١	٠٠٠٨٩			
المتغير EAR	٠٠٤٩٤٤	١٤,٨٩٢	٠٠٠٤٣			

حيث يتضح من الجدول رقم (٣) :

أ - انه فيما يتعلق بجودة نموذج الانحدار، فقد تبين ان قيمة معامل التحديد  $R_2$  تساوى  $64,46\%$  مما يشير لقدرة المتغيرين  $REP_{it}$  ،  $EAR_{it}$  على تفسير التغيرات في المتغير التابع Pit .

ب - ان مستوى المعنوية لاحصاء  $F = 0.012 >$  مستوى المعنوية ٥% ، مما يدل على معنوية نموذج الانحدار .

ج - ان مستوى المعنوية لاحصاء T للمتغير REP تساوى ٠.٠٠٨٩ ، وهى اقل من مستوى المعنوية ٥% مما يشير لوجود تأثير معنوى للمتغير المستقل REP على المتغير التابع Pit .

وكذلك تبين ان مستوى المعنوية لاختبار T للمتغير EAR تساوى ٠.٠٠٤٣ وهى اقل من مستوى المعنوية ٥% ، مما يشير لوجود تأثير معنوى للمتغير EAR على المتغير التابع Pit .

ونظرا لان قيم المعاملات للمتغيرين REP , EAR هى قيم موجبة (٦,٠١٦٣ ، ٠.٠٤٩٤٤) ، فبذلك يتضح لنا ان هناك تأثير ايجابى معنوى لاعادة شراء الاسهم والارباح المحتجزة معا على أسعار الأسهم .  
وبإجراء تحليل Stepwise للنموذج (٣) للتعرف على اقوى المتغيرين المستقلين تأثيرا على المتغير التابع ، أوضحت النتائج مايلى :

#### جدول رقم (٤)

نتائج تحليل Stepwise لاختبار تأثير كل من اعادة شراء الاسهم والارباح المحتجزة على اسعار الأسهم

النموذج	ثابت ومعامل الانحدار	احصاء T		معامل التحديد R2	احصاء F	
		قيمة T	Sig		قيمة F	Sig
ثابت الانحدار	-٠.٢١٣١					
المتغير REP	١٠,٥٤١٧	٤,٦٦٩	٠.٠٠٠٤	٠.٦٠٩٠	٢١,٨٠٢٨	٠.٠٠٠٤

و يتضح من الجدول رقم (٤) :

أ - أنه تم استبعاد المتغير EAR والابقاء على المتغير REP فى نموذج الانحدار ، مما يشير الى أن المتغير REP أقوى تأثيرا من المتغير EAR على المتغير

التابع Pit ، وأن المتغير EAR لم يقدم اضافة معنوية لنموذج الانحدار من حيث التأثير على المتغير التابع .

ب - أن قيمة R2 ، وكذلك مستويات معنوية احصاء F واحصاء T هي نفس القيم التي ظهرت عند اجراء تحليل الانحدار البسيط للنموذج رقم (١) وذلك نتيجة لاستبعاد المتغير EAR من معادلة الانحدار .

ومما سبق ، من خلال عرض نتائج التحليل الاحصائي لبيانات البحث يتضح لنا :  
ثبوت صحة فرضى البحث رقم (١) ، ورقم (٢) .

#### ٩ - نتائج وتوصيات البحث

### Results and Recommendations

#### ٩-١ : نتائج البحث

تتمثل أهم نتائج البحث فى سوق الاوراق المالية المصرية فيما يلى :

١ - وجود تأثير ايجابي معنوى لاعادة شراء الشركات لأسهمها على أسعار الأسهم ، مما يدل على ثبوت صحة الفرض رقم (١) من فروض البحث . وتتعارض هذه النتيجة مع نتائج بعض الدراسات السابقة مثل :

(دادن وبديده ، ٢٠١٢ ) ( Gullett & Redman , 2014 ) ، فى حين تتوافق مع نتائج بعض الدراسات الأخرى مثل : ( Bayar et al , 2015 ; Straehl & Ibbotson , 2015 )

٢ - وجود تأثير ايجابي معنوى للارباح المحتجزة للشركات على أسعار الأسهم ، مما يشير الى ثبوت صحة الفرض رقم (٢) من فروض البحث . وهذه النتيجة تتعارض مع نتائج بعض الدراسات السابقة مثل :

(دادن وبديده ، ٢٠١٢ ) ( Javed & Shah , 2015) ، فى حين تتوافق مع نتائج  
دراسات اخرى مثل : ( Nkuah & Yosif , 2013 ; Al Traudi & Milhem , 2016 ) .

٣ - اعادة شراء الأسهم اقوى تأثيرا على أسعار الأسهم من الأرباح المحتجزة

## ٢-٩ توصيات البحث

- ١ - ضرورة اهتمام الباحثين بدراسة موضوع اعادة شراء الأسهم فى سوق  
الاوراق المالية المصرية من حيث المحددات والتاثيرات فى فترات زمنية مختلفة ،  
وكذلك دراسة تأثير كل من اعادة شراء الأسهم والارباح المحتجزة على اسعار الأسهم  
باستخدام مقاييس مختلفة وفى فترات زمنية مختلفة .
- ٢ - ضرورة قيام مديرى الشركات والمسؤولين فيها باتخاذ القرارات المتعلقة باعادة  
شراء الأسهم بناء على دراسات دقيقة لظروف الشركة ، وتحديد دوافع اعادة الشراء  
ثم العمل على اختيار افضل البدائل للتصرف فى الأسهم التى يعاد شرائها (اسهم  
الخبزينة) ، وكذلك ضرورة المتابعة الجيدة لاهم تأثيرات اعادة الشراء على أسعار  
الأسهم .
- ٣ - ضرورة اهتمام المسؤولين بالشركات بدراسة ومتابعة تأثير الارباح المحتجزة على  
اسعار الأسهم مع العمل على المفاضلة الدقيقة بين احتجاز الارباح واعادة شراء  
الأسهم بما يعمل على زيادة القيمة السوقية لأسهم الشركة .

اختبار تأثير كل من اعادة شراء الاسهم والارباح المحتجزة  
د / نسرين محمد حفيضة  
٢٠١٨/١/١٨

---

## المراجع

### أولاً: المراجع العربية

- الرزين، عبد الرحمن بن محمد . " رؤية المهتمين بالشركات المساهمة السعودية حول تنظيم اعادة شراء الشركات لاسهمها : دراسة ميدانية " ، *المجلة المصرية للدراسات التجارية* ، جامعة المنصورة ، مجلد ٣٤ ، العدد ٢ (٢٠١٠) ، ص ٣٧٣ - ٤٠٨ .
- القصير، مجدى عبد اللطيف علي . أثر الاعلان عن قيام الشركة باعادة شراء أسهمها على القيمة السوقية للسهم وحجم التداول عليه ، رسالة دكتوراه ، كلية التجارة- جامعة القاهرة ، (٢٠١٦) .
- دادن، عبد الوهاب وحرورية بديدة . تأثير سياسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسات المسعرة : حالة المؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين ٢٠٠٧ - ٢٠٠٩ ، *مجلة الباحث* ، عدد ١٠ (٢٠١٢) .
- لبدة ، السعيد محمد . *الادارة المالية، كلية التجارة ، جامعة طنطا، (٢٠٠٨)* .
- هندي، منير ابراهيم . *الادارة المالية ، مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية ، (٢٠٠٤) .*
- هندي، منير ابراهيم . *الفكر الحديث فى هيكل تمويل الشركات ، منشأة المعارف الاسكندرية ، (٢٠٠٥) .*
- هندي ، منير ابراهيم . *سياسات الاستثمار وتحليل الاوراق المالية : الأسهم والسندات، منشأة المعارف، الاسكندرية ، (٢٠٠٦) .*

يس، حازم ، سامى عبد الباقي ومحمد الصياد . دليل المستثمر لتنظيم تعاملات الشركات على اسهمها المتداولة بالسوق "اسهم الخزينة" ، الهيئة العامة للرقابة المالية ، يوليو (٢٠١٠) .

## ثانياً: المراجع الاجنبية

## References

- Allen , Franklin and Roni Michaely . " Payout Policy" April (2002 ) .
- Al Troudi , Wasfi and Maysa'a Milhem . "Cash Dividends , Retained Earnings and Stock Prices" , Evidence from Jordan " , *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business* , Vol.4, No.12, April (2013) .
- Banyi,Monica , Edward A.dyl and Kathleen M. Kahle *Measuring Share Repurchases* , [www.researchgate.net](http://www.researchgate.net). August (2005) .
- Bayar,onur , Thomas J.Chemmanur and Mark H.lui . *Dividends versus Stock Repurchases and Long-Run stock Returns under Heterogeneous Beliefs* . October (2015) .
- Bradford, B.M. . " Open Market Common Stock Repurchases and Subsequent Market Performance " , *The Journal of Business and Economic Studies* , (2008) , pp.45-61, Referred to by Yook, ken C. . *Long Run Stock Performance Following Stock Repurchases* , (2010) .
- Brav,Alon , Johan R.Graham , Compbell R.Harvey and Roni Michaely. *Payout Policy in the 21<sup>st</sup> century* , June (2004) .



---

Brealey, Richard A. and Stewart C. Myers . ***Principles of Corporate Finance***, Fourth Edition, McGraw.Hill,Inc. , (1991) .

Chan,K. , D.Ikenberry and I.lee . Do Managers Time the Market ? Evidence for Open Market Share Repurchases  
**Journal of Banking and Finance** , (2007) , pp.2673- 2694.

Referred to by Yook , ken C. . **Long Run Stock Performance Following Stock Repurchases** , (2010) .

De Cesari,Amedeo , Susanne Espenlaub and Arif Khurshed . "  
Stock Repurchases and Treasury Share Sales : Do they Stabilize Price and Enhance Liquidity " ,  
**Journal of Corporate Finance** ,Vol.17,( 2011) , pp.  
1558-1579.

Farichild,Richard John . "When Do Share Repurchases Increase Shareholder Wealth?" , **Journal of Applied Finance**. Spring - Summer (2006 ) , pp.31-36.

Fama,Eugene F. and Kenneth R. French . **Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay ?** The Center for Research in Security Prices , University of Chicago, Working Paper No.509 ,June (2000).

Friend,I. and M.Puckett . Dividends and Stock Prices ,  
**American Economic Review**,Vol.54, Issue.5 (1964) ,  
pp.656- 682 , Referred to by Al Troudi , Wasfi and  
Maysa'a Milhem . "Cash Dividends , Retained Earnings and Stock Prices" , Evidence from Jrodan " ,  
**Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business** , Vol.4, No.12, April (2013) .

Gordon,M. "Dividends , Earnings and Stock Prices" , **Review of**

---

**Economics and Statistics**, Vol.41, Issue2, (1959), pp.99-105. Referred to by Al Troudi , Wasfi and Maysa'a Milhem . "Cash Dividends , Retained Earnings and Stock Prices" , Evidence from Jrodan " , **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business** , Vol.4, No.12, April (2013) .

Grullon, Gustavo and David L.Ikenberry . **what Do we know about Stock Repurchases?** March (2000) ,www.researchgate.net.

Grullon, Gustavo and Roni Michaely. **Dividend,Share Repurchases , and the Substitution Hypothesis** , January (2002).

Gullet , Nells and Arnold L.Redman . "Dividend and Share Repurchases: Effects on Common Stock Returns " , **Academy of Financial Services Conferences** , Nashville, October (2014).

Harkavy, o. . "The Relation between Retained Earning and Common Stock Prices for Large Listed Corporations " , **The Journal of Finance** , (1953) , pp.283-297. Referred to by Tariq , Asma , Mina karal , Muhammad Abrar , Alishba, Ahkam and Muhammad Sarfraz Khan ." Solving the Puzzle of Relative Importance of Dividends and Retained Earnings in Stock Valuation :A Case of Karachi Stock Exchange" , **Theoretical Economic Letters** ,( 2014 ) , pp.681-690.

Ikenberry , D. , J. Lakonishok and T.Vermaelen ." Stock Repurchases in Canada : Performance and Strategic Trading", **Journal of Finance** , (2000) , pp.2373-

---

2397, Reffered to by Yook , Ken C. . **Long Run Stock Performance Following Stock Repurchases** , (2010) .

Jagannathan, Mwali , Clifford P.Stephens and Michael S. Weisbach." Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases " , **Journal of Financial Economics** , Vol.57, (2000) , pp.355-384.

Javed Falak, Faiza Maqbool Shah . "Impact of Retained Earnings on Stock Returns of Food and Personal Care Good Industry Listed in Karachi Stock Exchange" , **International Journal of Scientific and Research Publications** ,Vol.5, Issue.11 , November (2015) .

Kan,S.H. . **Determinants of Share Price Movement in Bangladesh.** Unpulished Master Thesis, Blekinge Institute of Technology,Sweden , (2009) , Refferd to by Tariq,Asma , Mina karal , Muhammad Abrar , Alishba, Ahkam and Muhammad Sarfraz Khan ." Solving the Puzzle of Relative Impotence of Dividends and Retained Earnings in Stock Valuation : A Case of Karachi Stock Exchange" , **Theoretical Economic Letters** ,( 2014 ) , pp.681-690.

Kronlund Mothias , Heitor Almeida , and Vyacheslav Fos . **The Real Effects of Share Repurchases** , February (2016) .

Lakonishok , J. and T.Vermaelen . " Anomalous Price Behavior around Repurchase Tender Offers " , **Journal of Finance** ,Vol.45, (1990) , pp.455-477, Reffered to

---

by Yook , ken C. . **Long Run Stock Performance Following Stock Repurchases** , (2010) .

Lazonick , William . **Profits without Prosperity: How Stock Buybacks Manipulate the Market and Leave Most Americans Worse off** , April ,( 2014) .

Lie , Erik . "Financial Flexibility, Performance , and the Corporate Payout Choice" , **Journal of Business**. Vol.78 , (2005).

Liu , Jen-Chang , Jr. Jung Chiou , and Chou-Chen Yong . " Payout Policy in Taiwan : Cash Dividends , Stock Repurchases and Capital Reduction " , **Review of Securities and Futures Markets** ,Vol .26 , No.3, (2014), pp.47-96.

Masry, Mohamed Abdel Fattah, and Heba Mohamed Elmenshawy . "The Impact of Share Repurchases on Liquidity and Return Volatility in Egyptian Stock Exchange" **The Business and Management Review** , Vol.6,No.4. August (2015) .

Mauboussin , Michael J. , Dan Callahan and Darws Majd. **Thoughts on Dividends and Buybacks: Cleaning up Some Common Misconceptions** , [www.creditsuisse.com](http://www.creditsuisse.com) . May (2016).

Mitchell , M. and E.Stafford." Managerial Decision and Long-Term Stock Price Performance " . **Journal of Business** ,Vol.73, (2000 ), pp.287-329 . Reffered to by Yook , ken C. . **Long Run Stock Performance Following Stock Repurchases** , (2010) .

---

Naamon , H. . **Dividend Policy and its Impact on the Stock Price in the Industrial Public Shareholding Companies Listed on Amman Financial Market** , MA. Thesis , The University of Jordan- Amman ,(1989) . Referred to by Al Troudi , Wasfi and Maysa'a Milhem . "Cash Dividends , Retained Earnings and Stock Prices" , Evidence from Jordan , **Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business** , Vol.4, No.12, April (2013) .

Nkuah , Evans Fayol and Hadrat Yusif . " Investigating the Effect of Dividend Policy on the Wealth of Stockholders of Listed Companies on the Ghana Stock Exchange " , **International Journal of Economics and Finance** , Vol.8, No.7 (2016).

Pacheco, Luis Krug and Clara Raposo . **The Determinants of Initial Stock Repurchases** , September (2007) .

Pardhan , R. S. . **Effects of Dividends on Common Stock Prices : The Nepalese Evidence, Research in Nepalese Finance** , Buddha Academics , Kathmandu , (2003) , pp.1-13. Referred to by Tariq , Asma , Mina karal , Muhammad Abrar , Alishba, Ahkam and Muhammad Sarfraz Khan ." Solving the Puzzle of Relative Importance of Dividends and Retained Earnings in Stock Valuation : A Case of Karachi Stock Exchange" , **Theoretical Economic Letters** ,( 2014 ) , pp.681-690.

Renneboog , Luc and Trojanoski ,G . **Control Structures and Payout Policy**, April (2005).

---

Ross, Stephen A. , Randolph W. Westerfield and Bradford D.  
Jordan . **Fundamentals of Corporate Finance**, Fifth  
Edition, McGraw-Hill Higher Education ,( 2000) .

Skinner , Douglas J. **The Evolving Relation between  
Earnings, Dividends, and Stock Repurchases** ,  
May(2006).

Straehl , Philip U. and Roger G.Ibbotson . **The Supply of Stock  
Returns : Adding back Buybacks** , Working Paper,  
December (2015) .

Tariq , Asma , Mina karal , Muhammad Abrar , Alishba, Ahkam  
and Muhammad Sarfraz Khan ." Solving the Puzzle of  
Relative Importance of Dividends and Retained Earnings  
in Stock Valuation : A Case of Karachi Stock Exchange" ,  
**Theoretical Economic Letters** ,( 2014 ), pp.681-690.

Yook , ken C. . **Long Run Stock Performance Following Stock  
Repurchases** , (2010) .

ملحق رقم (١)

بيان بعدد اسهم الخزينة واجمالي عدد الأسهم المصدرة  
وقيمة الارباح المحتجزة لعينة البحث

الشركة	اسهم الخزينة	عدد الأسهم	الارباح المحتجزة
القاهرة للاسكان والتعمير	٣٧٢١٩٨٨	٩٣٧٥٠٠٠٠	٧٨٢١٢١٧٥
الشرقية الوطنية للامن الغذائي	٦٧٠٠٠٠	١٦٣٩٢٧١٢	٤٤٩٨٧٠٩
جنوب الوادى للاسمنت	١٠٤٤١٦٢٣	٤٩٢٦٩٨٤٦٣	١٤٦٤٤٤٥٢٥
الجيزة العامة للمقاولات	٢٠١٠٠٠	١١٩٥٩٨٠٠	٢٨٤٦١٦٥٥
العربية للاستثمارات والتنمية	٩٤٣٨٠٠٧٢	٩٤٣٨٠٠٧٢٤	١٦٢٩٠٥٤٦٩
المجموعة المالية هيريس القابضة	٣٩١٠٠٠	٤٧٨٢٩٤٧٥٠	٨٧١١٨٥٦٣٨
رمكو لانشاء القرى السياحية	٦٠٠٠٠	٢٤٧٨٥٧٨١٣	٢٣٠٦٩١٠٥٧
جى بى أوتو	١٠٧١٠٠	١٢٩٠٠٠٠٠٠	٧٣٩٤٥٣٣٧٧
جھينة للصناعات الغذائية	٢٠٣٦٢٥٢١	٧٢٦٤١٦٣٣٢	٣٦١٨٥٥٠١٠
المصرية لخدمات النقل والتجارة	٢٥٠٤٣	١٥٦٠٦٢٥٠	٩٩٥١٧٩٨
اسمنت سيناء	١٩٤١٥٥٧	٧٠٠٠٠٠٠٠	٥٦٩٦٧٥٨٧٨
شمال افريقيا للاستثمار العقارى	١٢٥٠٠٠٠	١٧١٨٧٥٠٠٠	٨٠٢٥٥٥١

اختبار تأثير كل من اعادة شراء الاسهم والارباح المحتجزة  
د / نسرین محمد حفیضه  
٢٠١٨/١/١٨

٤٢٣٤٥٧٩٨٦	٢٩٨٧٨٠٠٠	٥٠٠٠٠٠	مصر للأسمنت (قنا)
(٤٥٤٥٤٩٣)	١٠٩١٨٧٥٧٤	٣٠٠٠٠٠٠	ريكاب للاستثمارات المالية
١٤٠٩٠٤٢١	١٨٢٠٠٠٠٠	٥٠٠٠٠٠٠	الوادي للاستثمار السياحي
٦٤٨٤٤٠٠٠	٢٧٠٨١٥٨٨١	٦٠٠٠٠٠٠	العربية لحليج الاقطان