

# دراسة إمكانية إعادة شراء الشركات السعودية لأسهمها

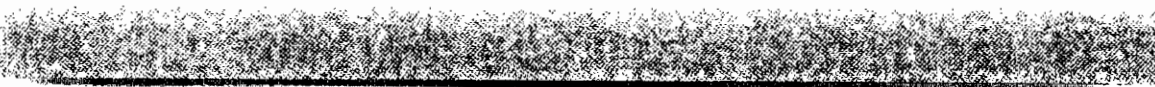
د. عبدالرحمن بن محمد الرزين  
قسم المحاسبة- كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية-  
جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية



دراسة إمكانية إعادة شراء الشركات السعودية لأسهمها  
د. عبدالرحمن بن محمد الرزين  
قسم المحاسبة - كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية -  
جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية

ملخص البحث:

تم القيام بهذا البحث بهدف محاولة قياس مدى إمكانية قيام الشركات السعودية بإعادة شراء أسهمها، وذلك من خلال مقارنة خصائصها المالية بخصائص الشركات المشتريّة أو غير المشتريّة لأسهمها في بيانات أخرى مما يساعد في التعرف على الشركات التي ليس لديها موانع من قيامها بشراء أسهمها، وفي نفس الوقت لديها القدرة على التنفيذ. وتم تحقيق هدف البحث عن طريق بناء نموذج لتوقع نوعية الشركات التي ستقوم بشراء أسهمها لو تم السماح لها، وتم مقارنة الشركات في السيولة والربحية، وهيكل رأس المال والتمويل، والحجم ومستوى التشغيل، وبينت الدراسة أن ما يقارب ثلثي العينة شركات ذات مديونية منخفضة، وبخاصة الديون طويلة الأجل. إضافة إلى ذلك فإن ما يقارب نصف العينة شركات ذات سيولة عالية، وبالنظر إلى متغيرات السيولة والمديونية (والتي يمكن النظر إليها على أنها أكثر المتغيرات تأثيراً في قرار إعادة شراء الأسهم) فإن ما يقارب نصف العينة (٣٣ شركة) قد حققت تلك المتغيرات في نفس الوقت، وتبين أن الشركات التي حققت جميع المتغيرات في نفس الوقت بلغت ٨ شركات، وخلصت الدراسة إلى أنه لا يتوقع قيام عدد كبير من الشركات السعودية بإعادة شراء أسهمها لو سمح لها بذلك.



## مقدمة:

تمر السوق المالية السعودية بتطورات متسارعة على مدى السنوات القليلة الماضية كان من بينها إعادة تقسيم قطاعات السوق وتجزئة الأسهم، والسماح للأجانب بالتداول. إضافة إلى ذلك إحكام تنظيم السوق وبخاصة فيما يتعلق بالشفافية وإتاحة المعلومات للعموم بشكل آني، وإصدار لائحة الحوكمة. وهناك مطالبات للحاق بركب الأسواق الإقليمية والعالمية فيما يتعلق بالسماح للشركات بإعادة شراء أسهمها. ويحاول هذا البحث استباق احتمالية إقرار تنظيم إعادة شراء الشركات لأسهمها بدراسة ميدانية تستكشف خصائص الشركات السعودية ومدى إمكانية قيامها بشراء أسهمها أسوة بالشركات في أسواق أخرى.

ويكتسب البحث أهميته من حيث توقيتته، حيث سيسهم في تقديم توقع مدروس لما سيكون عليه الوضع لو تم السماح للشركات بشراء أسهمها مما سيساعد المنظمين للسوق في عملية التقنين، والمتتبع لما يكتب في الفترة الأخيرة في الصحف اليومية والمنتديات الإلكترونية يستنتج اعتقاد عامة المتداولين بأهمية السماح للشركات بإعادة شراء أسهمها، وما سيكون له من أثر إيجابي على السوق. وقد تكون الحقيقة غير ذلك. أي أنه قد يتم السماح للشركات بإعادة شراء أسهمها، ولكن الشركات قد لا تقدم على ذلك بالحجم الذي يتوقعه المتداولون، مثل ما حصل مع عملية السماح للأجانب بالتداول، حيث كان الاعتقاد السائد أن ذلك سيكون له أثر معنويا كبيرا على السوق. ولكن الحقيقة كانت غير ذلك. وعليه فإن هذا البحث سيحاول التوصل إلى توقع علمي لما سيكون عليه الحال لو سمح للشركات بشراء أسهمها.

ولا تقف أهمية الموضوع عند هذا الحد، إذ أنه يرتبط به تنظيم آخر غير موجود حتى الآن في السوق السعودية، وهو مكافآت كبار التنفيذيين وموظفي الشركات عن طريق منحهم خيارات لشراء أسهم الشركة بأسعار محددة، حيث أن معظم الشركات العالمية (كما سيأتي بيانه في ثنايا البحث) تمارس عملية إعادة شراء أسهمها بغرض الوفاء بمكافآت خيار شراء الأسهم للمدراء، حيث يرتبط بهذه المشكلة مشكلة تقدير مصروف المكافآت المرتبط بمثل هذه الخيارات والمتمثل غالبا في الفرق بين سعر خيار الشراء والقيمة السوقية المستقبلية لممارسة حق الشراء (Finch; Rue; and

(Volkan, 2007). إضافة إلى ذلك فإن الأثر المنظور لإعادة شراء الأسهم والمتمثل في تخفيض رأس المال المتداول. يقابله أثر صعب التقدير والمتمثل في ممارسة المدراء حقهم الاختياري في شراء الأسهم في المستقبل والذي يمتد في بعض الحالات لمدد تتجاوز الخمس سنوات (Finch et. Al., 2007). وعليه فإن توفير توقع علمي لما سيكون عليه الحال لو سمح للشركات بشراء أسهمها. سيوضح مدى أهمية وجود نظام يقنن عملية منح مكافآت خيارات شراء الأسهم. وبخاصة أن مثل هذا الموضوع ترتبط به مشكلة أخلاقية تتمثل في أن المدراء قد يكون لديهم حافز لسلوك طرق غير شرعية للتلاعب المحاسبي بغرض التأثير على أسعار الأسهم (Hake, 2005). فقد تتم إعادة الشراء بهدف خلق طلب على الأسهم مما يرفع أسعار الأسهم. وهو ما يرفع قيمة خياراتهم. ولا يخفى على القارئ أن عملية إعادة شراء الشركة لأسهمها يمكن تصنيفها من ضمن عمليات المتنفذين الداخليين (insiders) وذلك لأن من يقوم بتنفيذ عمليات إعادة الشراء هم مدراء الشركات الذين قد يملكون معلومات خاصة ذات أهمية نسبية قد تؤثر في ربحية الشركة المستقبلية أو قد تؤثر في سعر السهم وعليه فإن هدف البحث الرئيس هو محاولة قياس مدى إمكانية قيام الشركات السعودية بإعادة شراء أسهمها. وذلك من خلال مقارنة خصائصها المالية بخصائص الشركات المشتريّة أو غير المشتريّة لأسهمها في بيئات أخرى مما يساعد في التعرف على الشركات التي ليس لديها موانع من قيامها بشراء أسهمها. وفي نفس الوقت لديها القدرة على التنفيذ.

\* \* \*

## لماذا تقوم الشركة بإعادة شراء أسهمها؟

من الناحية النظرية يفترض أن الشركة تقوم بإعادة اقتناء أسهمها لمصلحة المساهمين. سواء البائعون أو الباقون في الشركة. وقد حاول عدد من الباحثين تحديد الأسباب العملية لقيام الشركات بإعادة شراء أسهمها. حيث قاموا باستقراء سلوك الشركات المشتريّة ووجدوا عددا من الأسباب يمكن تلخيصها في الفقرات الآتية.

تعد برامج خيارات شراء الأسهم (شهادات حقوق شراء الأسهم) لكبار الإداريين من أكبر أسباب إعادة شراء الشركات لأسهمها (McCarthy, 1999; Oliver and Mofeit, 2000; Dixon et., al., 2008). نظرا لأن ممارسة هؤلاء الإداريين لحقهم في شراء أسهم الشركة يؤدي إلى زيادة عدد أسهم الشركة. مما يؤثر على ربحية السهم. وتشير الإحصائيات في الولايات المتحدة الأمريكية إلى أن ما يقارب ثلاثة أرباع كميات الأسهم المعاد شراؤها في بداية القرن الحالي كانت لغرض تغطية خيارات حقوق شراء الأسهم (Hurt et., al., 2008). وعليه فإن الشركات تقابل الزيادة في عدد أسهم الشركة الناشئة من ممارسة حملة شهادات حقوق شراء الأسهم لحقهم. بإعادة اقتناء عدد مقارب من أسهم الشركة من حملة الأسهم الحاليين. ونظرا لشيوع قيام الشركات بإعادة شراء أسهمها لمقابلة طلبات حملة شهادات حقوق شراء الأسهم فإن معايير المحاسبة الخاصة بحساب ربحية السهم توجب على الشركات تطبيق ما يسمى بطريقة أسهم الخزينة لحساب ربحية السهم المخفضة إذا كان لديها شهادات حقوق شراء أسهم. حيث يفترض وفقا لهذه الطريقة أن الشركة تستخدم المبالغ المحصلة من حملة شهادات حقوق شراء الأسهم في إعادة شراء أسهم الشركة لتقليل أثر إصدار الأسهم الجديدة على ربحية السهم (الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين. ٢٠٠٦، 1997; IASC, 1997; Fasb, 1997). ويشترط معيار المكافآت في شكل أسهم رقم ١٢٣ الصادر عن مجلس معايير المحاسبة الأمريكية. على الشركات أن تضح في قوائمها المالية عن تقدير للكميات المتوقع شراؤها خلال الفترة القادمة للوفاء بحقوق شراء الأسهم (FASB, 2004). وقد وجد كل من (Hurt et., al., 2008) و (Kahle, 2002) ارتباطا إيجابيا معنويا بين ممارسة العاملين لحقهم في شراء الأسهم وبين قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها. بل قد

وجد (Lee and Alam, 2004) ارتباطا إيجابيا معنويا بين وجود حقوق شراء أسهم قابلة للممارسة وبين قيام الشركات بإعادة شراء أسهمها . وقد وثق الباحثان عددا من الدراسات غير المنشورة التي تثبت العلاقة الإيجابية بين وجود حقوق شراء الأسهم وقيام الشركات بإعادة شراء أسهمها.

ويشير Oliver and Moffeit (٢٠٠٠) إلى أن من الأسباب التي تدفع الشركات لإعادة شراء أسهمها الرغبة في تحسين العائد على السهم والذي يحسب عادة بقسمة صافي الدخل على عدد الأسهم المتداولة. فكلما قل عدد الأسهم المتداولة كلما تحسن العائد على السهم الواحد. ومما يزيد هذا الأمر أهمية ربط كثير من الشركات مكافآت كبار التنفيذيين بمدى التحسن في العائد على السهم (Caster, Elson, and Weld, 2006). إضافة إلى ذلك فإن إعادة شراء الأسهم يؤدي إلى تخفيض قيمة حقوق الملكية مما يحسن من نسبة العائد على حقوق الملكية.

ومن الأسباب أيضا رغبة الشركة في توزيع النقدية الفائضة على المساهمين بطريقة مفضلة، حيث تفرض القوانين الضريبية (في أمريكا تحديدا) معدلا ضريبيا على التوزيعات أعلى بكثير من المعدل المفروض على الأرباح الرأسمالية (Oliver and Moffeit, 2000; Stephens and Weisbach, 1998). يضاف إلى ذلك الاعتقاد بأن النقدية الزائدة لدى الشركة ستدفعها للدخول في استثمارات غير مجددة تؤدي إلى تقليل العائد الذي يتوقعه المساهمون مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض قيمة الشركة (Choi and Park, 1997).

ومن أسباب إعادة شراء الشركة لأسهمها إعطاء إشارة إلى السوق بأن أسهم الشركة تتداول بسعر أقل من قيمتها العادلة مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركة، وإمكانية إعادة بيعها بسعر أعلى مما يوفر تمويلا إضافيا للشركة بتكلفة أقل (Isagawa, 2002; Oliver and Moffeit, 2000; Ho et. al., 1997). ويشير Westphal and Zajac (٢٠٠١) إلى أن الإشارات التي ترسلها الشركة إلى السوق من خلال إعادة شراء أسهمها من المؤثرات الفعلية في السوق حيث يعد قرار إعادة الشراء من المعلومات الإيجابية عن الشركة والتي تعني في مجملها ثقة إدارة الشركة في مستقبلها. إضافة إلى حسن تصرفها في النقد الزائد عن الحاجة. ويؤكد



ذلك عدد من الأبحاث الأكاديمية (انظر على سبيل المثال: McNally, 1999; Dann, Gu and Schinski, 2003; Ratner, Szewczyk, and Tsetsecos, 1996; Healy and Palepu, 1993; Comment and Jarrell, 1991; Stephens and Weisbach, 1998) إضافة إلى التقارير الإخبارية عن سوق الأسهم (انظر على سبيل المثال ما تتبعه Westphal and Zajac (٢٠٠١) في بعض الأخبار مثل : Forbes 1997; Cnn, 1996; Microsoft Investor relations, 1997; Wall street Journal, 1997). وقد وثق (Isagawa, 2002) عددا من الدراسات التي تثبت التأثير الإيجابي لسعر سهم الشركة بمجرد إعلانها نيتها إعادة شراء أسهمها من السوق.

**مدى تنفيذ خطط إعادة شراء الأسهم:**

إن مما يميز إعادة شراء الشركات لأسهمها عن تعامل الآخرين في سوق الأسهم. أن إعادة شراء الشركات لأسهمها يجب أن تمثل خطة رسمية من مجلس إدارة الشركة. ومعلنة للملأ. ولكن هل هذا هو ما يحدث في الواقع. توضح الدراسات أن إعلان الشركة لخطة شراء أسهمها وفقا لمتطلبات القوانين، وما قد يحدثه هذا الإعلان من أثر في السوق لا يعني دائما أن الشركة سوف تنفذ الخطة أو جزءاً منها. أي أن الخطة في حقيقتها لا تمثل التزاما من الشركة تجاه السوق بتنفيذ الخطة ( Oded, 2005). وقد وجد ( Stephens and Weisbach, 1998) أن عددا من الشركات لم تقم بتنفيذ الخطة إطلاقا. في حين أن الشركات المنفذة اشترت ما بين ٧٤ إلى ٨٢% من الكمية المعلنة خلال ثلاث سنوات. أما ( Usem et. al., 1995) فقد وجد أن متوسط إعادة الشراء لم يتجاوز ١٨% من كمية الشراء المعلن عنها. في حين وجد ( Wiggins, 1994) أن ما يقارب ٥٠% من الشركات التي تضمنتها عينة بحثه لم يقل عدد الأسهم القائمة فيها عن نصف نقطة مئوية (٠.٥%). ومثل هذا التصرف يعده بعض الباحثين (Kracher and Johnson, 1997) مشكلة أخلاقية. حيث إن الشركات التي لا تنفذ خططها تظل السوق بإرسال إشارات غير صادقة قد تؤثر بشكل جوهري على السوق. وللتعرف على أسباب انفصال الخطط عن التنفيذ ميدانيا قام westphal and Zajac (٢٠٠١) بدراسة لمدى انفصال التطبيق الواقعي عن الخطط المعلنة فيما يخص إعادة شراء الشركات لأسهمها. ويعني ذلك أن الشركة تطبق القوانين فيما يتعلق

بالإعلان عن نية الشركة شراء عدد من أسهمها. ولكن في الواقع قد تكون الشركة بيتت النية في شراء عدد أقل مما أعلن عنه أو عدم الشراء إطلاقاً. وفي هذا الصدد اختبر المؤلفان فرضية أن المدراء الأقوياء (أي في مواجهة مجالس الإدارات) هم الذين لا يطبقون الخطط كما أعلنت رغبة منهم في الاحتفاظ بالنقدية في الشركة لأغراض أخرى تحقق أهدافهم الخاصة أكثر من تحقيق أهداف المساهمين. وفي نفس الوقت تحقيق كل أو أكثر الأهداف التي يريدونها من إعلان خطة الشركة لإعادة شراء جزء من أسهمها. وقد وجد المؤلفان تأييداً لفرضيتهما. إضافة إلى أن عدم اتفاق التطبيق مع الخطط. أمر واسع الانتشار.

أما (Adams, et., al., 2007) فقد حاول تفسير عدم قيام الشركات بتفيذ خطط الشراء وذلك من خلال اختبار فرضية الخيار الثنائي. حيث يرى المؤلفون أن الشركات التي تعلن عن خطة شراء أسهمها تقوم بإيجاد خيار لها لشراء الأسهم. في نفس الوقت الذي تملك فيه خيار إصدار أسهم جديدة. أي أن الشركة تحقق لنفسها فرصة الاستخدام الأمثل للمعلومات الجيدة والسيئة. وقد أثبت المؤلفون صحة فرضيتهم وذلك بدراسة ميدانية لعينة من شركات الاستثمار العقاري في أمريكا. حيث وجدوا أن الشركات التي قامت بشراء ما أعلنت عنها لا يزيد عن ثلث العينة. بل إنهم وجدوا أن ما يزيد على ثلث العينة قاموا في الحقيقة بزيادة رأس المال خلال مدة لم تتجاوز السنتين من تاريخ الإعلان عن خطة إعادة الشراء.

### كيفية إعادة شراء الشركة لأسهمها:

يمكن أن تعيد الشركة شراء أسهمها بعدد من الوسائل منها:

الأولى: الشراء من السوق المفتوح وهي الطريقة الأكثر استخداماً. حيث تقوم الشركة بالشراء مباشرة من السوق وذلك بالطريقة المعتادة التي تتمثل في وضع طلب الشراء مثل بقية المتعاملين. ويتم التنفيذ تبعاً لقوى العرض والطلب في ذلك اليوم. وهذه الطريقة هي الأكثر استخداماً (Dixon et., al., 2008; Kim 2005; Song, 2002; Ho, Liu, and Ramanan, 1997; Stephens and Weisbach, 1998; Medury et. al., 1992). وقد وجد (Block, 2006) أن الشراء من السوق المفتوح يمثل ما يزيد على ٨٧% من عينة الدراسة التي اشتملت على ١١٣ شركة.

الثانية: الشراء بالإعلان عن شراء كمية محددة بطريقة العروض (طريقة العروض الخاصة (fixed price tender offer) أو المناقصات (Dutch auction tender offer))، بحيث يتقدم من يرغب في بيع أسهمه (استرداد استثماره في الشركة) بعرض عدد من أسهمه بسعر محدد وتقوم الشركة بإجراءات تخصيص مشابهة لما يتم عند إصدار الأسهم عندما يزيد كمية أسهم عدد الراغبين في البيع بالسعر المحدد عن الكمية المطلوبة، أو تقوم بأسلوب المناقصة على السعر حتى تغطي الكمية التي تريد.

وقد حاول بعض الباحثين إيجاد تفسير لإقدام بعض الشركات على الشراء بطريقة العروض المحددة مع أنها أكثر تكلفة على الشركات. وقد وجد (Comment and Jarrell, 1991) أن الشراء بطريقة العروض يعطي إشارات أفضل للسوق عن مستقبل الشركة. وفي محاولة للتنبؤ بطريقة الشراء التي ستتبعها الشركة أجرى (Li and McNally 1999) دراسة ميدانية للتعرف على خصائص الشركات التي تتبع أحد أساليب إعادة شراء أسهمها. ومن ضمن الخصائص التي تتبعها الباحثان القدرة المالية للشركة، ومدى سيطرة كبار المساهمين على مجلس الإدارة، وحجم الشركة، حيث يرى الباحثان أن الشركات التي تتبع أسلوب العروض لشراء أسهمها هي تلك الشركات ذات القدرة المالية العالية التي يسيطر على إدارتها كبار المساهمين. وهي شركات صغيرة نسبياً.

#### مراجعة الدراسات السابقة:

إن الهدف الرئيس لهذا البحث هو محاولة توقع قيام الشركات السعودية بإعادة شراء أسهمها وذلك من خلال التعرف على خصائص الشركات التي يمكن أن تقوم بشراء أسهمها لوسمح القانون بذلك، وذلك تبعاً للدراسات التي أجريت في بيئات أخرى يسمح فيها للشركات بإعادة اقتناء أسهمها.

يتوفر كم هائل من الدراسات المتعلقة بشراء الشركات لأسهمها، إلا أن عامة هذه الدراسات ركزت على الأثر الناتج من عملية الشراء. أما الدراسات التي تساعد على التنبؤ بقيام الشركات بإعادة شراء أسهمها (وهو موضوع هذه البحث) فهي قليلة نسبياً، وسوف يتم مراجعة المتاح منها في هذا القسم من البحث، وتركز مثل هذه

الدراسات على محاولة فهم طبيعة الشركات المشتري لأسهمها وذلك في محاولة للتنبؤ بعمليات الشراء قبل وقوعها. ويتم ذلك في الغالب بتحديد خصائص الشركات المشتري. ومثل هذه الدراسات طبقت على الشركات المشتري سواء من السوق المفتوحة، أو من خلال تقديم العروض. ويمكن تصنيف هذه الدراسات إلى مجموعتين. الأولى حاولت التعرف على خصائص الشركات المشتري. أما الثانية فحاولت التعرف على خصائص كل من الشركات المشتري وغير المشتري.

من الدراسات التي تنتمي إلى المجموعة الأولى دراسة (Li and McNally, 1999)، حيث قاما بدراسة خصائص الشركات التي تقوم بشراء أسهمها والأسلوب المتبع لإعادة الشراء. ومن هذه الخصائص ارتفاع التدفق النقدي الحر. حيث تم قياسه بالدخل التشغيلي قبل الاستهلاك والضرائب والفوائد، ومطروحاً منه التوزيعات النقدية. ومن الخصائص قلة الحاجة إلى النقد في المستقبل، والذي يمكن ربطه بقلة الفرص الاستثمارية المستقبلية. ويقدر المتعاملون في السوق قلة هذه الفرص بالفرق بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للسهم، فكلما قل هذا الفرق دل على ضعف نمو الشركة. ومن الخصائص التي درسها الباحثان مديونية الشركة، فالشركات ذات المديونية العالية لا يتوقع أن تقوم بإعادة شراء أسهمها. إضافة إلى ذلك فقد درس الباحثان بعض المتغيرات ذات العلاقة بالسوق منها العائد اليومي المتوقع وسعر السهم السوقي قبل الشراء، وعدم استقرار السوق. إضافة إلى بعض الخصائص ذات العلاقة بالسوق الأمريكية. ولم يكن هدف الباحثان دراسة سلوك إعادة الشراء من حيث المبدأ ولكن المقارنة بين أسلوب الشراء (طريقة العروض وطريقة الشراء من السوق المفتوحة). وباستخدام نموذج رياضي يسمى الدراسة الشرطية للحدث ( conditional event study) توصل الباحثان إلى أن الشركات الأصغر، والتي يسيطر عليها كبار المساهمين، مع وجود نقدية حرة كبيرة، والتي يقل الفرق بين سعر سهمها السوقي والدفترية هي الأكثر شراء لأسهمها بطريقة العروض، في حين وجد الباحثان أن الشركات التي تستخدم أسلوب الشراء من السوق المفتوحة هي تلك الشركات التي انخفضت أسعار أسهمها بشكل كبير في الفترة السابقة للشراء (٤٠ يوماً).

أما دراسة (Gu and Schinski, 2003) فقد حاولا فيها تفسير قيام الشركات بالإعلان عن شراء أسهمها بعد اعتداءات الحادي عشر من سبتمبر ٢٠٠١. حيث فسرت تلك الإعلانات بوطنية الشركات ومشاركة الشركات في الحفاظ على الاستقرار المالي، وبالذات حماية سوق المال من الانهيار. إلا أن الباحثين افترضوا أن هذه الإعلانات كانت تتماشى مع نظرية الإشارة التي ترى أن مثل هذه الإعلانات تعطي إشارة للسوق أن القيمة السوقية للشركة أقل من قيمتها العادلة. وقد تم اختبار هذه الفرضية في ظل متغيرين يمثلان خصائص للشركات المشتري هما حجم الشركة ممثلاً بإجمالي الأصول، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم. حيث يرى الباحثان أن الشركات الصغيرة هي الأكثر تأثراً بمشكلة انفصال المعلومات ما بين المستثمرين والإدارة (information asymmetry)، وعليه فإن الشركات تستخدم إعادة شراء الأسهم للإشارة للسوق بانخفاض قيمتها السوقية عن القيمة العادلة. أما نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، فهي مؤشر للحكم على تقييم الشركة. فكلما قل الفرق بينهما دل على انخفاض تقييم السوق للقيمة العادلة لسهم الشركة. وقد وجد الباحثان تأييداً لنظرية الإشارة حيث حققت أسهم الشركات المشتري عائداً أعلى من المتوسط بعد الإعلان عن خطط الشراء.

ومن الدراسات المتميزة في هذا المجال تلك الدراسة التي قام بها (Jagannathan and Stephens, 2003). حيث قارنا خصائص الشركات بحسب تكرار شرائها لأسهمها خلال خمس سنوات. وقد صنفا عينتهما في ثلاث مجموعات هي: شركات تعلن عن إعادة شراء أسهمها كثيراً (ثلاث مرات أو أكثر خلال خمس سنوات)، وشركات تعلن عن شراء أسهمها أحياناً (مرتين خلال خمس سنوات)، وشركات لم تعلن عن شراء أسهمها إلا مرة واحدة خلال خمس سنوات)، وباستخدام طريقة الانحدار الرمزي لتحليل البيانات، وجد المؤلفان أن الشركات التي تعلن عن شراء أسهمها باستمرار تختلف عن تلك التي لا تعلن عن ذلك إلا أحياناً، أو مرة واحدة. فالشركات التي تعلن باستمرار عن شراء أسهمها تتميز بأنها شركات كبيرة. وذات عوائد مستقرة، وتدفع توزيعات مجزية. وعلى الجانب الآخر تتميز الشركات التي لا تكرر إعادة شراء أسهمها بأن أسهمها يتم تداولها بقيمة أقل من قيمتها العادلة. إضافة إلى

ذلك فهي شركات صغيرة نسبيا، وذات عائد متقلب، وتقل نسبة الاستثمار المؤسسي فيها مقابل زيادة نسبة ملكية الإدارة.

أما الدراسات التي قارنت خصائص الشركات المشتريّة مع غير المشتريّة فهي التي يمكن الاعتماد عليها في بناء نموذج يحاول التنبؤ بسلوك الشركات. ومن أقدم هذه الدراسات تلك التي قام بها (Young, 1969) للتعرف على خصائص الشركات المشتريّة وغير المشتريّة. وقد خلص الباحث إلى الشركات المشتريّة تتصف بمدى ربحية أقل، إضافة إلى أنها ذات أداء أضعف ونمو أقل في معدل التوزيع. وذات مكرر ربحية أقل من الشركات غير المشتريّة.

أما (Norgaard and Norgaard, 1974) فقد قاما بالمقارنة بين الشركات ذات المعدل العالي لشراء أسهمها (أكثر من 8% من الأسهم القائمة) وبين الشركات ذات المستوى المتدني من إعادة الشراء (أقل من 1% من الأسهم القائمة) حيث قارنا أربعة عشر متغيرا ماليا. وقد وجد الباحثان أن الشركات المشتريّة تتميز عن الشركات غير المشتريّة بانخفاض نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لأسهمها. كما وجدنا أن الشركات المشتريّة تحتفظ بنقدية أقل، وتوزع أرباحا أقل من تلك التي توزعها الشركات غير المشتريّة. ولكن لديها ديونا أكثر. إضافة إلى ارتفاع نسبة صافي رأس المال العامل إلى صافي الأصول.

ومن الدراسات التي حاولت التعرف على خصائص الشركات المشتريّة لأسهمها تلك التي قام بها (Medury et., al., 1992) حيث قاموا بدراسة مقارنة لعينة من الشركات المشتريّة وغير المشتريّة لأسهمها لفترة ٤ سنوات. ولغرض تنفيذ الدراسة قام الباحثون بتحديد عدد من المتغيرات التي يمكن أن تفسر سبب قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها. وقاموا بتصنيف هذه المتغيرات في مجموعات منطقية هي: تقييم وتوقعات السوق، والسيولة وهيكل الأصول، والخصائص التشغيلية، وهيكل رأس المال والتمويل، وحجم الشركة ومستوى التشغيل. وقد قام الباحثون باختيار متغيرات لاختبار عدد من الفرضيات الدافعة لإعادة شراء الأسهم وهي فرضية تعديل مستوى المديونية، وفرضية النقدية الحرة، وفرضية التصنيف الاستثماري، وفرضية مواجهة الاستحواذ. وباستخدام أسلوب تحليل التمايز المتعدد ( multiple discriminant

(analysis) وجد الباحثون أن الشركات المشتريّة تتصف بقلة مديونيتها، وارتفاع العائد على الأصول، ولكن بمستوى سيولة أقل بعد الشراء، وتقارب أكثر بين القيمة السوقية والدفترية للسهم، وصغر مكررات الربحية، وارتفاع في العائد التوزيعي، وارتفاع مستوى التشغيل.

وفي تتبع للدراسة السابقة قام (Guffey and Schneider, 2004) بدراسة لعينة من الشركات المشتريّة لأسهمها وعينة أخرى من الشركات غير المشتريّة، حيث قارنا العيّتين من خلال أحد عشر متغيراً تمثل مجموعة من الخصائص الماليّة للشركات، وتحديد السيولة، والربحية، وهيكل رأس المال والتمويل، والنمو، والحجم ومستوى التشغيل، وقد كان هدف الباحثين اختبار ثلاث فرضيات تفسر قيام الشركات بإعادة شراء أسهمها وهي فرضية تعديل المديونية، وفرضية النقدية الحرة، وفرضية مواجهة الاستحواذ، وباستخدام طريقة الانحدار الرمزي (logistic regression) وجد الباحثان أن الشركات المشتريّة تتميز بكبر حجمها، وزيادة ربحيتها، ولكن بنسبة مديونية أقل مقارنة بالشركات غير المشتريّة. وخلافاً لما افترضه الباحثان بشأن النمو، فقد وجد الباحثان أن الشركات المشتريّة أكثر نمواً من الشركات غير المشتريّة، وقد فسر الباحثان ذلك بأن معظم مفردات العينة كانت من الشركات التي تشتري أسهمها بغرض تمليكها للموظفين وفقاً لخطط خيارات شراء الأسهم.

ومن ضمن الدراسات في هذا المجال تلك الدراسة التي قام بها (Lee and Alam, 2004) لعينة من الشركات الأمريكية (٩٢٦ شركة مشتريّة لأسهمها، و٢٦٩ شركة لم تقم بإعادة شراء أسهمها) وذلك لاختبار مدى وجود علاقة بين إعادة شراء الأسهم وبين مجموعة من خصائص الشركات. وقد وجد الباحثان باستخدام أسلوب الانحدار الرمزي علاقة معنوية إيجابية بين إعادة شراء الأسهم من جهة، وبين النقدية المعطلة ومكرر الأرباح وحجم الشركة ووجود حقوق شراء أسهم قابلة للممارسة من جهة أخرى. في حين وجدوا علاقة معنوية سلبية بين إعادة شراء الأسهم من جهة وبين نسبة القيمة الدفترية للسهم إلى سعر السوق، والنمو، والعائد على السهم من جهة أخرى.

ومن أحدث الدراسات في مجال تفسير سبب قيام بعض الشركات بشراء أسهمها دون البعض الآخر تلك الدراسة التي قام بها (Hurt et al., 2008). حيث قاموا بدراسة خصائص ٨٠ شركة من قطاع التكنولوجيا. باعتبار شركات هذا القطاع من أكثر الشركات شراءً لأسهمها من بين عامة الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية. وكان هدفهم الرئيسية اختبار وجود ارتباط بين قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها وممارسة الموظفين لحقهم في شراء أسهم الشركة المتاحة لهم ضمن برامج المكافآت. إضافة إلى ذلك فقد درسوا خصائص أخرى للشركات للتمييز بين الشركات المشتريّة وغير المشتريّة. هذه الخصائص هي النقدية الحرة للسهم الواحد. ونسبة النقدية والاستثمارات القصيرة إلى مجموع الأصول. والمديونية. وحجم الشركة. ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم. والعائد السنوي. إضافة إلى المتغير الرئيسي وهو ممارسة العاملين لحقهم في شراء الأسهم. وقد وجد الباحثون علاقة إيجابية معنوية بين عمليات شراء الأسهم من جهة. والنقدية الحرة وحجم الشركة وممارسة العاملين لحقهم في الشراء. في حين وجدوا علاقة سلبية معنوية بين عمليات الشراء ومستوى المديونية.

\* \* \*



## تصميم البحث:

لم يتم السماح للشركات بإعادة شراء أسهمها حتى الآن في السوق السعودية. ولكن هناك مطالبات جادة بالسماح للشركات بشراء أسهمها أسوة بالمطبق في الدول الأخرى. إضافة إلى ما يتم تداوله إعلامياً من أن نظاماً سيصدر قريباً يسمح للشركات بإعادة شراء جزء من أسهمها. (انظر مجموعة من الأخبار والمقالات المنشورة في الصحف السعودية حول إعادة شراء الأسهم منها، جريدة الرياض (٢٧٤١هـ، ٢٠٠٣، ٢٩٤١هـ، ٢٠٠٣). ويهدف هذا البحث كما سبق بيانه إلى محاولة إيجاد نموذج لتوقع نوعية الشركات التي ستقوم بشراء أسهمها لو تم السماح لها.

ولكن نظراً لعدم إمكانية مقارنة الشركات المشتريّة مع غير المشتريّة في السوق السعودية، فإنه سيتم الاعتماد على الدراسات السابقة التي قارنت خصائص الشركات المشتريّة مع غير المشتريّة. وأفضل الدراسات التي تمت في هذا المجال حتى الآن هي دراسة (Medury et., al., 1992) ودراسة (Guffey and Schneider, 2004) ويقتصر تتبع هذه الدراسات على شموليتها للمتغيرات التفسيرية لسلوك الشركات المشتريّة. أما طريقة استخدام هذه المتغيرات في التنبؤ بسلوك الشركات فسيكون مختلفاً عن تلك الدراسات نظراً لعدم توفر معلومات عن الشركات المشتريّة وغير المشتريّة في السوق السعودية على ما سيأتي بيانه لاحقاً. وستكون دراسة (Medury et., al., 1992) ودراسة (Guffey and Schneider, 2004) هي نقطة المقارنة (Bench mark) حيث سيتم استخدام نفس المتغيرات التي وردت في كلتا الدراستين للتمييز بين الشركات. وهذه المتغيرات تم تصنيفها في مجموعات كما يلي:

المجموعة الأولى: السيولة، وتشمل المتغيرات الآتية:

١. معدل السيولة.

٢. معدل السيولة السريعة.

وبناءً على نتائج الدراسات السابقة فإنه يمكن توقع أن الشركات ذات السيولة الأعلى هي الأكثر قدرة على شراء أسهمها، وبخاصة أن القوانين الأكثر صرامة تمنع الشركات من الاستدانة لغرض شراء أسهمها.

المجموعة الثانية: الربحية. ويمثلها العائد على الأصول.

وتفترض الدراسات السابقة أن الشركات ذات الربحية الأعلى هي الأكثر قدرة على شراء أسهمها نظراً لزيادة قدرتها على توليد نقدية حرة.

المجموعة الثالثة: هيكل رأس المال والتمويل. وتشمل المتغيرات الآتية:

١. نسبة المديونية إلى حقوق الملكية.

٢. نسبة الخصوم طويلة الأجل إلى حقوق الملكية.

وتفترض الدراسات السابقة أن الشركات ذات المديونية الأقل أكثر احتمالاً لقيامها بإعادة شراء أسهمها بغرض تعديل نسبة المديونية لديها.

المجموعة الرابعة: الحجم ومستوى التشغيل. وتشمل المتغيرات الآتية:

١. مجموع الأصول.

٢. صافي المبيعات.

٣. عدد الأسهم المتداولة.

وتفترض الدراسات السابقة أن الشركات الكبيرة يحتمل أكثر من غيرها قيامها بإعادة شراء أسهمها إما للوفاء بحقوق شراء الأسهم لموظفيها. أو لإعادة الثقة في أسعار أسهمها.

وسيتم تطبيق المنهج الوصفي الارتباطي (المحطاني وآخرون، ١٤٢٥هـ: العساف.

١٤٢٧هـ) وذلك باستخدام عينة من الشركات السعودية المدرجة في السوق المالية

لجمع بيانات الدراسة وتحليلها وعرض نتائجها. ويقوم هذا المنهج على جمع بيانات من

عينة ممثلة لمجتمع الدراسة. على أن يتم تحليل هذه البيانات بهدف اكتشاف العلاقة

بين متغيرات الدراسة.

### بناء النموذج:

يتم بناء النموذج على مراحل. تختص المرحلة الأولى بإيجاد متوسط قيم المتغيرات

للشركات الداخلة في الدراسة. أما المرحلة الثانية فتعنى بإيجاد معاملات الارتباط بين

متغيرات المجموعة الواحدة (إذا كانت أكثر من متغير واحد) وذلك بغرض التحقق من

أنها تمثل وصفاً للمجموعة. بحيث يبقى ضمن المجموعة تلك المتغيرات ذات الارتباط

المعنوي. أما المرحلة الثالثة فتشتمل على ترتيب الشركات في كل متغير في محاولة

لتمييز الشركات في مجموعات ضمن كل متغير. وذلك باستخدام بعض الاختبارات الإحصائية مثل اختبار T للفرق بين الشركات أعلى المتوسط ودون المتوسط. والذي يتم بناءا عليه تحديد الشركات الممكن قيامها بشراء أسهمها وفقا للاتجاهات المستنتجة من دراسة (medury et., al., 1992). أما المرحلة الرابعة فتشتمل على ترتيب الشركات التي حققت مستوى فوق المتوسط ووفقا لنتائجها في كل مجموعة من مجموعات المتغيرات ومن ثم النظر في الشركات التي تحقق أعلى ترتيب في كل أو معظم المتغيرات باعتبارها الشركات المتوقع قيامها بشراء أسهمها، ولا شك أن تحديد الحد الفاصل بين الشركات المتوقع قيامها بشراء أسهمها وتلك التي لا يتوقع إقدامها على شراء أسهمها سيكون تحكيميا لعدم وجود معلومات فعلية عن شركات مشترية. وسيتم الاسترشاد بالفرق بين متوسط الشركات المشترية وغير المشترية في دراسة (Medury et., al., 1992) كوسيلة للتفريق بين الشركات المتوقع قيامها بالشراء مقارنة بالشركات التي لا يتوقع شراؤها لأسهمها.

#### العينة:

يبلغ عدد الشركات المدرجة في السوق السعودية مع نهاية عام ٢٠٠٨ مائة وعشرين شركة. وسوف يتم تحليل بيانات الشركات السعودية التي تتوفر فيها المتغيرات المشار إليها في الفقرات السابقة. وعليه فسوف يتم استبعاد الشركات التي لم تبدأ التشغيل مع نهاية عام ٢٠٠٧ م. وتبعاً للدراسات السابقة فإن الشركات المالية وشركات التأمين سوف يتم استبعادها حيث لها خصائص مختلفة عن بقية الشركات. إضافة إلى خضوعها لجهة تنظيمية (مؤسسة النقد العربي السعودي) مختلفة عن بقية الشركات. وأخيراً سوف يتم استبعاد الشركات ذات العجز المالي حيث لا يمكن لهذه الشركات إعادة شراء أسهمها طالما لا تملك أرباحاً محتجزة. وأخيراً سيتم استبعاد الشركات ذات القيم المتطرفة جداً من التحليل. وعليه فإن عينة البحث النهائية تتكون من ٧٧ شركة.

## تحليل البيانات

يبين الجدول رقم (١) الاحصاءات الوصفية لعينة الدراسة. ونظرا لوجود بعض القيم المتطرفة فقد تم حساب الاحصاءات الوصفية مرة بدون تلك القيم، ومرة أخرى بكل القيم (الجدول رقم ٢) لمنح القارئ صورة أكثر وضوحا عن شركات العينة).  
الجدول رقم (١): الإحصاءات الوصفية لعينة الدراسة بعد استبعاد القيم المتطرفة

Variables <sup>1</sup>	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	P value <sup>2</sup>
Liquid	75	.36	6.99	2.16	1.32	0.00
Acid	75	.08	6.38	1.43	1.20	0.00
Roa	76	-.03	.29	.09	.06	0.00
Alloan	76	.03	4.15	.82	.82	0.00
Longloan	76	.00	1.63	.26	.34	0.00
Assets	71	13321583 2	154363816 34	25918265 78	3184209859	0.00
Sales	71	8721574	138213770 00	13508842 69	1981861445	0.00
Shares	71	6875000	720000000	91660640	119790104	0.00
Cashassets	75	.00	.31	.082	.08	0.00
Investassets	70	.00	.47	.097	.13	0.00

### ١. تعريف المتغيرات:

معدل السيولة السريعة :	<b>Acid</b>	معدل السيولة :	<b>Liquid</b>
نسبة الديون إلى حقوق الملكية :	<b>Alloan</b>	العائد على الأصول :	<b>ROA</b>
مجموع الأصول :	<b>Assets</b>	نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية :	<b>Longloan</b>
عدد الأسهم :	<b>Shares</b>	المبيعات :	<b>Sales</b>
نسبة الاستثمارات إلى مجموع الأصول :	<b>Investassets</b>	نسبة النقدية إلى مجموع الأصول :	<b>Cashassets</b>

٢. مستوى المعنوية عند ٠.٥% لاختبار (t) للمجموعات المستقلة (الشركات فوق المتوسط، والشركات دون المتوسط)

الجدول رقم (٢): الإحصاءات الوصفية لعينة الدراسة متضمنة جميع قيم العينة

Variables	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	P value
lequid	77	.36	9.01	2.32	1.65	0.00
Acid	77	.08	8.81	1.60	1.58	0.00
Roa	77	-.03	.43	.09	.07	0.00
Alloan	77	.03	13.53	.99	1.66	0.00
Longloan	77	.00	3.22	.29	.48	0.00
Assets	77	133215832	271759989000	9803718435	35206619115	0.00
Sales	77	8721574	150809596000	4365394946	17983178349	0.00
Shares	77	6875000	4166593800	230651743	622208901	0.00
Cashassets	77	.00	.67	.09	.11	0.00
Investassets	77	.00	.87	.15	.22	0.00

ويتضح من الجدول رقم (١) أن الشركات السعودية من حيث المتوسط لديها معدل سيولة معقول (٢.١٦). لمعدل السيولة، و١.٤٣ للمعدل السيولة السريعة). إضافة إلى ذلك فإنه يمكن وصف الشركات السعودية بشكل عام أنها ذات مديونية منخفضة، إذ يبلغ متوسط الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية ٢٦%. ولكنها مرتفعة نوعاً ما بالنظر إلى نسبة مجموع الديون إلى حقوق الملكية، مما قد يعرض تلك الشركات إلى ضغط من الجهات الرقابية والمساهمين لو خططت لإعادة شراء أسهمها. وأخيراً فإن مما يبينه الجدول رقم (١) وجود أصول سائلة تقارب ١٠% من مجموع الأصول. وهذا العامل قد يساعد الشركة (مع الأخذ في الاعتبار عوامل أخرى) على إعادة شراء أسهمها.

وكما سبقت الإشارة عند الحديث عن تصميم البحث، فإنه سيتم بناء توقعات قيام الشركات بإعادة شراء أسهمها على تحقيقها لمستويات أفضل من المتوسط لعدد من المتغيرات وهي تحديداً: معدل السيولة، ومعدل السيولة السريعة، والعائد على الأصول، وإجمالي الخصوم إلى حقوق الملكية، وإجمالي الخصوم غير المتداولة إلى

حقوق الملكية، وحجم الشركة ممثلاً في مجموع أصولها، ومبيعاتها، وعدد أسهمها. ويبين الجدول رقم (٢) الشركات التي حققت أفضل من المتوسط في متغيرات الدراسة مرتبة بحسب تحقيقها لأبعد قيمة عن المتوسط، ويقصد بتحقيق الشركات لمتغيرات الدراسة تحقيقها لأعلى من متوسط العينة في متغيرات السيولة والحجم والعائد على الأصول، وتحقيقها لأقل من متوسط العينة في متغيرات المديونية.

### الجدول رقم (٢): متوسط الشركات التي حققت متغيرات الدراسة

عدد الأسهم	الشركة	القيمة	الشركة	القيمة	الشركة	القيمة	الشركة	القيمة
4,166,593,800	الكهرباء	3,000,000,000	سايك	2,000,000,000	الاتصالات السعودية	925,000,000	معادن	720,000,000
150,809,596	سايك	47,469,368	الاتصالات السعودية	20,651,799	الكهرباء	13,821,377	مجموعة صافولا	10,794,539
271,759,989	سايك	120,371,856	الكهرباء	99,762,135	التصنيع	30,422,659	اتحاد الاتصالات	27,191,549
0.01	طليبة للاستثمار	0.01	العقارية	0.01	مكة للأشياء	0.01	اتحاد الاتصالات	0.01
0.03	سافكو	0.07	العمير	0.08	0.10	0.10	الصحافي	0.10
العقارية	0.43	حاران الزراعية	0.29	المصافي	طيه للاستثمار	0.23	اسمنت بيع	0.22
سافكو	8.81	حبار	7.00	تسحب الجنوبية	اسمنت القصيم	4.64	اسمنت بيع	4.22
العقارية	9.01	حاران الزراعية	7.85	سافكو	العقارات	6.38	اسنرا الصناعية	4.99
العقارية	حاران الزراعية	سافكو	اسنرا الصناعية	اسمنت بيع				

عدد الأسهم	700,000,000	500,000,000	460,685,000	450,000,000	333,333,333	315,000,000	250,000,000
الشركة المبيعات (بالآلاف)	اتحاد الانشطة	مجموعة صافولا	الصنيع	المجموعة السعودية	سكيم العالمية	النقل البحري	سافكو
الشركة مجموع الاصول (بالآلاف)	10,037,141	5,610,767	5,235,760	5,029,904	4,549,602	4,026,437	3,457,296
	التصنيع	دار الاركان	سافكو	المراعي	الزامل للصناعة	امياتيف	أسواق ع العتيم
الشركة	15,436,381	14,545,864	10,833,388	9,850,037	9,819,426	8,649,028	8,181,284
الشركة	دار الأركان	مجموعة صافولا	سكيم العالمية	سافكو	النقل البحري	المجموعة السعودية	المراعي
إجمالي الخصوم غير المتداولة إلى حقوق الملكية	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02
الشركة	المتطورة	البحر الأحمر	الصادرات	مجموعة قتيبي	خدمات السيارات	اسمنت تبوك	نظامة للإعلان
احصالي الحصوم الى حقوق الملكية	0.11	0.13	0.14	0.14	0.16	0.16	0.17
الشركة	مكة للإنشاء	التعمير	زجاج	خدمات السيارات	الحرف الزراعية	اسمنت الجنوبية	اسمنت تبوك
العائد على الاصول	0.21	0.20	0.20	0.19	0.18	0.17	0.15
الشركة	البحر الأحمر	الأنابيب السعودية	اسمنت الشرقية	الحبس	مجموعة المعجل	اسمنت اليمامة	دار الاركان
السبولة السريعة	4.15	3.53	3.48	3.22	3.14	2.90	2.80
الشركة	المجموعة السعودية	اسمنت ينبع	طبية للاستثمار	مقاهل	خدمات السيارات	اسمنت اليمامة	المطافي
السبولة	4.67	4.61	4.40	3.75	3.67	3.62	3.59
الشركة	الصادرات	اسمنت الشرقية	المجموعة السعودية	حائلي لحوال	كيماول	طبية للاستثمار	ساك

126,388,889	128,520,000	135,000,000	140,000,000	141,375,000	150,000,000	164,816,240	عدد الأسهم
عسير	نماء الكيماويات	اسمنت اليمامة	اسمنت الجنوبية	المقدمة	طبية للاستثمار	مكة للإنشاء	الشركة
1,727,030	1,899,112	2,138,957	2,519,918	2,594,530	2,852,042	3,345,024	المبيعات بالآلاف
عسير	الحكبر	المجموعة السعودية	حزب	النقل البحري	الكابلات	مجموعة المعجل	الشركة
3,665,045	3,668,717	4,124,144	4,503,799	4,539,671	5,370,220	7,052,775	مجموع الأصول بالآلاف
اسمنت العربية	مجموعة المعجل	مكة للإنشاء	امياتيف	اسمنت السعودية	الزامل للصناعة	معادن	الشركة
0.03	0.03	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	إجمالي الخصوم غير المتداولة إلى حقوق الماكية
الحكبر	استرا الصناعية	اسمنت ينبع	الجوف الزراعية	نيوك الزراعية	عسير	الكيميائية السعودية	الشركة
0.25	0.24	0.23	0.21	0.19	0.18	0.17	إجمالي الخصوم إلى حقوق الملكية
حائل الزراعية	الصادرات	سافكو	عسير	استرا الصناعية	نيوك الزراعية	اسمنت الشرقية	الشركة
0.13	0.13	0.13	0.13	0.14	0.14	0.14	العائد على الأصول
الحكبر	عسير	العبد الطيف	فيكو	اسمنت السعودية	زجاج	الطباعة والتعلیم	الشركة
2.18	2.24	2.28	2.38	2.53	2.56	2.61	السيولة السريعة
اسمنت نيوك	اسمنت الشرقية	كيماونول	حلواني أحوال	سناك	سيكتر العالمية	فيكو	الشركة
2.88	2.90	2.93	3.24	3.24	3.33	3.48	السيولة
تعامه للإعلان	الجوف الزراعية	اسمنت نيوك	اسمنت اليمامة	العبد الطيف	خدمات السيارات	معادن	الشركة



عدد الأسهم	105,000,000	109,000,000	115,500,000	120,000,000	120,600,000	125,000,000	عدد الأسهم
الشركة تسببات	اسميت بنينج	المراعي	امياتيت	العقارية	كيماول	النقل الجماعي	الشركة المبيعات (بالآلاف)
1,338,627	1,342,225	1,459,175	1,471,333	1,537,157	1,708,581	1,708,581	(بالآلاف)
الشركة مجموع: لا صور	الأبحاث والتسويق	المتقدمة	الغاز والتصنيع	الكيميائية السعودية	سكيم العالمية	مجموع الأصول (بالآلاف)	الشركة مجموع الأصول (بالآلاف)
3,174,320	3,309,227	3,419,631	3,506,992	3,580,336	3,589,124	3,589,124	الشركة
العقارية	عسير	الكالات	المتقدمة	طبية لإستعمار	اسمنت اليمامة	اسمنت اليمامة	الشركة
0.05	0.05	0.05	0.04	0.04	0.03	0.03	إجمالي الخصوم غير المتداولة إلى حقوق الملكية
حائل الزراعية	مجموعة المعجل	الطباعة والتغليف	حازان الزراعية	العدد اللطيف	اسمنت الجنوبية	اسمنت الجنوبية	الشركة
0.28	0.27	0.27	0.26	0.26	0.26	0.26	إجمالي الخصوم إلى حقوق الملكية
مجموعة فيتيجي	المنظورة	معادن	اسمنت اليمامة	العدد اللطيف	النقل الجماعي	النقل الجماعي	الشركة
0.11	0.11	0.11	0.12	0.12	0.12	0.12	العائد على الأصول
استرا الصاعبة	الفخارية	الخرف	اسمنت توك	الخليج للتدريب	بدحت السعودية	بدحت السعودية	الشركة
1.77	1.89	1.90	1.90	1.99	2.06	2.06	السبولة السريعة
النقل البحري	العدد اللطيف	نقاء الكيماويات	أسمنت الجنوبية	عسير	اسمنت القصيم	اسمنت القصيم	الشركة
2.75	2.77	2.80	2.82	2.82	2.83	2.83	السبولة
حائل الزراعية	اسمنت القصيم	المصافي	سكيم العالمية	سدافكو	عسير	عسير	الشركة
حائل الزراعية	اسمنت القصيم	المصافي	سكيم العالمية	سدافكو	عسير	عسير	الشركة

عدد الأسهم							
الشركة							
المبيعات (بملايين)							
الشركة							
مجموع الأصول (بملايين)	2,748,729						
الشركة	أسمنت الجنوبية						
إجمالي الخصوم غير المتداولة إلى حقوق الملكية	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.07
الشركة	العقاد						معدنية
إجمالي الخصوم إلى حقوق الملكية	0.32	0.32	0.32	0.33	0.35	0.35	0.37
الشركة	الجيس						الدوائية
العائد على الأصول	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.10
الشركة	الإتصالات السعودية						الصادرات
المسئولة السريعة	1.66	1.64	1.64	1.57	1.50	1.47	1.46
الشركة	أسمنت العربية						بي سي أي
المسئولة	2.64	2.61	2.61	2.57	2.44	2.41	2.34
الشركة	أسمنت الجنوبية						مجموعة فيتيجي
	فيبيكو						
	الغاز والتصنيع						
	البحر الأحمر						
	تفاء للكيماويات						
	سي سي أي						
	النقل الجماعي						
	الكيماويات السعودية						
	النقل الجماعي						
	بي سي أي						
	مجموعة فيتيجي						



عدد الأسهم										
الشركة										
المنتجات (بالآلاف)										
الشركة										
مجموع الأصول (بالآلاف)										
الشركة										
إجمالي الخصوم غير المتداولة إلى حقوق الملكية	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.07	0.07
الشركة										
إجمالي الخصوم إلى حقوق الملكية	0.38	0.40	0.43	0.44	0.45	0.47	0.56	0.56	0.38	0.38
الشركة										
العائد على الأصول	0.10	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.10	0.10
الشركة										
السببولة السريعة										
الشركة										
السببولة	2.34	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.19	2.34	2.34
الشركة										
اسمنت العربية										

عدد الأسهم									
الشركة									
المبيعات (بالآلاف)									
الشركة									
مجموع الأصول (بالآلاف)									
الشركة									
إجمالي الخصوم عبر المتداولة إلى حقوق الملكية	0.10	0.13	0.13	0.13	0.13	0.14	0.14	0.14	0.16
الشركة									
إجمالي الخصوم إلى حقوق الملكية	0.57	0.60	0.63	0.66	0.69	0.72	0.74	0.74	
الشركة									
العائد على الأصول	اسمنت العربية	معدية	بغاء للكيماويات	المجموعة السعودية	حرير	دار الأركان	الخليج للتدريب	فيكو	الماطين
الشركة									
السيولة السريعة									
الشركة									
السيولة									
الشركة									

عدد الأسهم					
الشركة					
المبيعات (بالآلاف)					
الشركة					
مجموع الأصول (بالآلاف)					
الشركة					
إجمالي الحصوم غير المتداولة إلى حقوق الملكية	0.17	0.18	0.19	0.21	0.22
الشركة					
إجمالي الحصوم إلى حقوق الملكية	سمت البيامة	الخليج للتدريب	الغاز والتصنيع	الدررس	مجموعة صافولا
الشركة					
العائد على الأصول					
الشركة					
السيولة السريعة					
الشركة					
السيولة					
الشركة					
					0.23
					الشرقية للتنمية

ويعطي الجدول رقم (٤) ملخصاً لما حققته كل شركة من متغيرات الدراسة، ويبين ذلك الجدول أن معظم الشركات الداخلة في العينة حققت متغيراً أو أكثر من المتغيرات التي تتصف بها الشركات المشتري لأسهمها عادة. ولكن بتركيز أكثر في الجدول يتضح أن ما يقارب ثلثي العينة شركات ذات مديونية منخفضة، وبخاصة الديون طويلة الأجل (٣١ شركة من عينة مكونة من ٧٧ شركة). إضافة إلى ذلك فإن ما يقارب نصف العينة شركات ذات سيولة عالية، سواء من حيث معدل السيولة أو معدل السيولة السريعة. وبالنظر إلى متغيرات السيولة والمديونية (والتي يمكن النظر إليها على أنها أكثر المتغيرات تأثيراً في قرار إعادة شراء الأسهم)

يبين الجدول أن ما يقارب نصف العينة (٣٣ شركة) قد حققت تلك المتغيرات، مما يمكن القول معه أن هناك احتمالاً لقيامها بشراء أسهمها لو سمح لها بذلك.

الجدول رقم (٤): ترتيب الشركات بحسب تحقيقها لمتغيرات الدراسة

الاستقارات	المتغيرات	عدد	السوية	السريعة	العائد	الخصوم	الطويلة	الأصول	المبيعات	الأسهم	التقنية
١	عسير	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم
٢	سافكو	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم
٣	أسمنت اليمامة	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم
٤	أسمنت الجنوبية	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم
٥	العقارية	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم
٦	أسمنت ينبع	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم
٧	المجموعة السعودية	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم

الاستثمارات	نعم										طبية	٨
النقدية	نعم										معادن	٩
الأسهم	نعم											
المبيعات											استرا	١٠
الأصول	نعم											
الطويلة	نعم										الصادرات	١١
الخصوم	نعم										اسمنت	
العائد											الشفقة	١٢
السرعة	نعم											
السيولة	نعم										حلواني	١٣
عدد												
المتغيرات											سباك	١٤
الشركة												
											العبد اللطيف	١٥

الاستثمارات								
التقنية	نعم							
الأسهم	نعم							
المبيعات								
الأصول								
الطويلة	نعم							
الخصوم	نعم							
العائد	نعم							
السريعة	نعم							
السيولة	نعم							
عدد								
المتغيرات								
الشركة	أسمنت تبوك	١٦						
	تهامة	١٧						
	سبكي	١٨						
	أسمنت القصبة	١٩						
	حائل	٢٠						
	فيكو	٢١						
	أسمنت العنيزة	٢٢						
	القل الجماعي	٢٣						



الاستشارات	نعم							دار الأركان	٢٤
التقنية	نعم							جازان	٢٥
الأسهم	نعم								
المبيعات	نعم							السيارات	٢٦
الأصول	نعم							الجوف	٢٧
الطويلة		نعم						سدافكو	٢٨
الخصوم	نعم							المصافي	٢٩
العائد		نعم						الغاز	٣٠
السريعة	نعم							البحر الأحمر	٣١
السيولة		نعم							
عدد		نعم							
المتغيرات		نعم							









الاستثمار	ت	الاستثمار
التقنية		٦٥
الأسم		٦٦
المبيعات		٦٧
الأصول	نعم	٦٨
الطويلة	نعم	٦٩
الخصوم		٧٠
العائد		٧١
السريعة	نعم	٧٢
السيولة		٧٣
عدد		٧٤
المتغيرات		٧٥
الشركة		
أسواق العثم		
المتوسط	نعم	
بدجت	نعم	
الخزف	نعم	
الفخارية	نعم	
مسك	نعم	
أنايب	نعم	
الدريس	نعم	
الشرقية	نعم	
التفتة		
الزامل	نعم	
المتقدمة	نعم	

\* لم تحقق شركتان من العينة أي قيمة فوق المتوسط لأي من متغيرات الدراسة.

ولاختبار مدى ترابط تلك المتغيرات في الشركات ، سيتم إيجاد معاملات الارتباط فيما بينها. ويبين الجدول رقم (د) معاملات الارتباط، ودرجات معنويتها بعد استبعاد القيم المتطرفة. وقد تم حساب هذه المعاملات باستخدام كل القيم (الجدول رقم ٦). ولم يكن هناك اختلاف جوهري بينها.

ويتضح من الجدول رقم (د) وجود ارتباط معنوي قوي بين معدل السيولة والسيولة السريعة. وهذا مؤشر على دلالة هذين المؤشرين على نفس المعنى، وهو الحكم على سيولة الشركة. ويمكن أن يفهم منه أن الشركات السعودية لا تتجه إلى تضخيم سيولتها عن طريق البيع بالأجل على سبيل المثال. ومما يلفت الانتباه وجود ارتباط معنوي عكسي وقوي نوعا ما بين نسب السيولة ومجموع الخصوم.

ويمكن أن يستنتج من هذا الارتباط أن معظم استخدامات ديون الشركات السعودية ليست لتمويل رأس المال العامل وإنما هي للاستثمار سواء في الأصول الثابتة أو غيرها. ويؤكد ذلك الارتباط المعنوي الإيجابي القوي نوعا ما بين حجم الأصول ونسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية. ومن أهم ما يمكن استنتاجه من تحليل الارتباط هو ذلك الارتباط المعنوي الإيجابي والقوي بين حجم النقدية المتاح ومجموع أصول الشركة. والاستنتاج المنطقي من تلك العلاقة إذا ربطت بتلك العلاقة العكسية بين مستوى السيولة والديون يتلخص في أن الشركات السعودية لديها قدر معقول من التعادل بين نسبة نموها وقدرتها على توليد نقدية كافية لتمول هذا النمو.







<b>cashasets</b>								
<b>shares</b>	.066	.593	67	.128	.304	67		
<b>sales</b>	-.125	.312	67	.008	.946	67		
<b>assets</b>	-.021	.863	67	.042	.734	67		
<b>longloan</b>	-.091	.462	67	-.303(*)	.013	67		
<b>alloan</b>	-.294(*)	.016	67	-.275(*)	.024	67		
<b>roa</b>	-.049	.693	67	-.173	.161	67		
<b>acid</b>	.726(**)	.000	67	.049	.696	67		
<b>lequid</b>	.624(**)	.000	67	-.098	.432	67		
	N	Pearson	Sig. (2-tailed)	N	Pearson	Sig. (2-tailed)	N	
		cashasets			investasets			

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).



cashassets									
shares									
sales									
assets									
longloan		.309(**)	.006	.77	.248(*)	.030	.77	.330(**)	.003
allloan	.77	.056	.627	.77	.047	.685	.77	.058	.619
roa	.77	-.076	.510	.77	-.027	.814	.77	-.129	.263
acid	.77	.013	.908	.77	.016	.890	.77	-.013	.913
lequid	.77	-.003	.978	.77	.018	.875	.77	-.060	.603
	N	Pearson	Sig. (2-tailed)	N	Pearson	Sig. (2-tailed)	N	Pearson	Sig. (2-tailed)
		assets			sales			shares	

	cashassets	shares	sales	assets	longloan	alloan	roa	acid	lequid	cashassets	investassets
		.016	.075	.060	-.076	-.175	.126	.538(**)	.506(**)	Pearson	-.069
		893	.516	.602	.511	.128	.273	.000	.000	Sig. (2-tailed)	.549
		77	77	77	77	77	77	77	77	N	77
		-.087	-.103	-.109	-.290(*)	-.227(*)	-.151	.238(*)	.135	Pearson	.450
		.450	.373	.345	.011	.047	.189	.037	.243	Sig. (2-tailed)	.549
		77	77	77	77	77	77	77	77	N	77

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

ولأغراض هذا البحث يمكن القول بأن الشركات السعودية في المتوسط لديها القدرة على النمو وفي نفس الوقت يتوفر لديها سيولة قد تمكنها من إعادة شراء أسهمها لو سمح لها بذلك. ومن القراءات المهمة في معاملات الارتباط الواردة في الجدول (د) ذلك الارتباط المعنوي العكسي بين نسبة النقدية إلى مجموع الأصول ونسبة الاستثمارات إلى مجموع الأصول من جهة، ونسب المديونية من جهة أخرى. وهذا الارتباط إذا ما قرئ في ضوء الارتباط المعنوي العكسي بين نسب السيولة والمديونية المشار إليه أعلاه يعطي إشارة صحية تعني أن الشركات السعودية بشكل

عام لا تستخدم الديون لتحسين مستوى السيولة أو للاستثمار في أنشطة غير نشاطها الرئيسي.

وأخيراً يوضح الجدول (د) أن متغيرات الحجم (مجموع الأصول، والمبيعات، وعدد الأسهم) لم ترتبط معنوياً بعامية متغيرات الدراسة ما عدا ذلك الارتباط المعنوي الإيجابي بين تلك المتغيرات ومستوى المديونية. ويمكن تفسيرها بأنه على عكس ما ورد في الدراسات السابقة لا توجد علاقة طردية بين إمكانية قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها وحجمها، وكما سبق بيانه في تصميم البحث فإن المتوقع وجود علاقة عكسية بين حجم الشركة ومستوى مديونيتها، إضافة إلى وجود علاقة طردية بين حجم الشركة وسيولتها. وهذا ما لم يتوفر في الشركات السعودية. ويستنتج من ذلك أن حجم الشركة لا يتوقع أن يكون مؤثراً في قرارها بإعادة شراء أسهمها من عدمه.

**قدرة الشركات السعودية على إعادة شراء أسهمها عند وجود الموانع:**

يمكن النظر إلى ارتفاع نسب السيولة وانخفاض نسب المديونية على أنها تعبر عن عدم وجود موانع لدى الشركة من قيامها بإعادة شراء أسهمها. ولكن عدم وجود الموانع لا يعني دائماً القدرة على إعادة الشراء. إذ أن القدرة على الشراء تتمثل في وجود نقدية فائضة عند الشركة وغير مستثمرة في نشاطها الرئيسي. وتفيد الدراسات الميدانية أن الشركات التي تحرص على مصلحة مساهميها تفضل توزيع النقدية الفائضة على مساهميها عن طريق إعادة شراء الأسهم بدلاً من استثمارها في قنوات لا تؤدي إلى زيادة العائد على المساهمين (Choi and Park, 1997). ويمكن الحكم على وجود نقدية فائضة ببعض المؤشرات مثل نسبة النقدية إلى مجموع الأصول، ونسبة الاستثمارات إلى مجموع الأصول. وعليه فإنه لقياس مدى قدرة الشركة على إعادة شراء أسهمها ولزيادة قوة توقع قيام تلك الشركات بإعادة أسهمها سيتم حساب متوسط نسبة الأصول السائلة إلى مجموع الأصول لتلك الشركات مقارنة ببقية شركات العينة. إضافة إلى ذلك سيتم قياس نسبة الاستثمارات إلى مجموع الأصول وذلك للشركات التي حققت متغيرات السيولة والمديونية، والتي تم وصفها أعلاه بعدم وجود موانع من قيامها بإعادة شراء أسهمها.

ويبين الجدول رقم (٧) مدى تحقيق الشركات التي لا يوجد لديها موانع من قيامها بشراء أسهمها لمستوى أعلى من المتوسط لنسبة النقدية إلى مجموع الأصول. ونسبة الاستثمارات إلى مجموع الأصول. كما يبين الجدول رقم (٨) ترتيب الشركات بحسب تحقيقها لمتغيرات الدراسة المتعلقة بالسيولة والمديونية وفي نفس الوقت حققت نسباً أعلى من المتوسط في متغير النقدية أو الاستثمارات

الجدول رقم (٧): متوسط شركات العينة التي حققت متغيرات الدراسة، والتي حققت نسباً فوق المتوسط لكل من نسبة النقدية إلى مجموع الأصول، ونسبة الاستثمارات إلى مجموع الأصول مرتبة بحسب تحقيقها لأبعد قيمة عن المتوسط.

الشركة	نسبة النقدية إلى مجموع الأصول	الشركة	نسبة الاستثمارات إلى مجموع الأصول
الصادرات	0.67	العقارية	0.87
سافكو	0.40	المصافي	0.79
استرا الصناعية	0.31	التعمير	0.79
المجموعة السعودية	0.31	زجاج	0.73
حلواني أخوان	0.29	المتطورة	0.72
اسمنت تبوك	0.29	عسير	0.53
تهامة للإعلان	0.25	مكة للإنشاء	0.51
سبكيم العالمية	0.24	الغاز والتصنيع	0.47
النقل الجماعي	0.23	الدوائية	0.47
المصافي	0.21	دار الأركان	0.43
معادن	0.19	معادن	0.34
نماء للكيمياويات	0.19	مجموعة فتحي	0.34
سابك	0.19	مجموعة صافولا	0.34
اسمنت البمامة	0.18	مجموعة المعجل	0.33
خدمات السيارات	0.16	الفنادق	0.33

نسبة الاستثمارات إلى مجموع الأصول	الشركة	نسبة النقدية إلى مجموع الأصول	الشركة
0.31	طيبة للإستثمار	0.15	أسمنت القصيم
0.30	مبرد	0.14	الجبس
0.30	خدمات السيارات	0.14	كيماناول
0.26	الحكير	0.12	البحر الأحمر
0.19	اسمنت الشرقية	0.12	الأنابيب السعودية
0.17	نماء للكيمواويات	0.12	أسمنت العربية
0.17	تهامة للإعلان	0.12	التصنيع
0.16	الصادرات	0.11	جازان الزراعية
0.14	البحر الأحمر	0.11	اسمنت الشرقية
0.12	سدافكو	0.10	التعمير
0.12	سافكو	0.10	الخليج للتدريب
0.10	جازان الزراعية		



الجدول رقم (٨): ترتيب الشركات بحسب تحقيقها لمتغيرات الدراسة المتعلقة بالسيولة والمديونية وفي نفس الوقت حققت نسباً أعلى من المتوسط في متغير النقدية أو الاستثمارات

الاستثمارات	النقدية	الطويلة	الخصوم	السريعة	السيولة	عدد المتغيرات	الشركة
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	٦	سافكو
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	٦	معادن
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	٦	الصادرات
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	٦	اسمنت الشرقية
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	٦	تهامة
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	٦	جازان
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	٦	السيارات
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	٦	المصافي
	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	٥	أسمنت اليمامة
نعم		نعم	نعم	نعم	نعم	٥	عسير
نعم		نعم	نعم	نعم	نعم	٥	العقارية
نعم		نعم	نعم	نعم	نعم	٥	طيبة
	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	٥	استرا
	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	٥	حلواني
	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	٥	أسمنت تبوك
نعم		نعم	نعم	نعم	نعم	٥	سدافكو
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	٥	البحر الأحمر
نعم	نعم		نعم	نعم	نعم	٥	نماء
	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	٥	أسمنت القصيم

الاستثمارات	النقدية	الطويلة	الخصوم	السرعة	السيولة	عدد المتغيرات	الشركة	
	نعم		نعم	نعم	نعم	٤	المجموعة السعودية	٢٠
	نعم		نعم	نعم	نعم	٤	أسمنت العربية	٢١
	نعم	نعم	نعم	نعم		٤	النقل الجماعي	٢٢
	نعم	نعم	نعم		نعم	٤	الأنابيب السعودية	٢٣
	نعم	نعم	نعم		نعم	٤	فتيحي	٢٤
	نعم	نعم			نعم	٣	الغاز	٢٥

يتبين من الجدول رقم (٨) أن الشركات التي حققت جميع المتغيرات في نفس الوقت بلغت ٨ شركات فقط من بين ٢٥ حققت معظم متغيرات الدراسة، مما يمكن معه القول بأن هذه الشركات هي التي ليس لديها موانع من إعادة شراء أسهمها حيث لديها نسب سيولة عالية ومدى منخفضة، وفي نفس الوقت لديها القدرة على ذلك لوجود نقدية عالية لديها. إضافة إلى استثمارات في غير النشاط يمكن أن يكون إعادة شراء الأسهم خياراً أفضل منها. أما بقية الشركات في ذلك الجدول فتأتي في المرتبة الثانية من حيث احتمال قيامها بإعادة شراء أسهمها. ويوضح الجدول رقم (٩) معاملات الارتباط بين متغيرات هذه الشركات. ومما يلاحظ أن معظم الارتباطات ليست ذات معنوية عالية وذلك بسبب تجانس هذه الشركات إلى حد ما في متغيرات الدراسة إضافة إلى صغر عدد المفردات الداخلة في الاختبار.

جدول رقم (٩): معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة للشركات التي حققت متغيرات السيولة والمديونية وفي نفس الوقت حققت معدلات أفضل من المتوسط لنسبة النقدية إلى مجموع الأصول أو نسبة الاستثمارات إلى مجموع الأصول

		lequid	acid	alloan	longloan	cashasets
acid	Pearson Correlation	.943(**)				
	Sig. (2-tailed)	.000				
	N	25				
Alloan	Pearson Correlation	-.387	-.415(*)			
	Sig. (2-tailed)	.056	.039			
	N	25	25			
longloan	Pearson Correlation	-.159	-.098	.525(**)		
	Sig. (2-tailed)	.447	.640	.007		
	N	25	25	25		
cashasets	Pearson Correlation	.160	.234	-.150	.036	
	Sig. (2-tailed)	.446	.260	.475	.865	
	N	25	25	25	25	
investasets	Pearson Correlation	.193	.268	-.093	-.301	-.360
	Sig. (2-tailed)	.356	.194	.658	.144	.077
	N	25	25	25	25	25

## الشركات المطالبة بإعادة شراء الأسهم:

تقدمت عدد من الشركات (عشرون شركة) إلى وزارة التجارة والصناعة بخطاب مشترك مطالبة بالسماح لها بصورة "استثنائية وعاجلة" بشراء أسهمها وذلك بحدود ١٠% من رؤوس أموالها (جريدة الرياض، ١٤٢٩ (٢)). وسيتم في الفقرات الآتية مناقشة مدى تحقيق هذه الشركات لمتغيرات الدراسة من حيث عدم وجود موانع من شرائها لأسهمها، ومن حيث قدرتها على الشراء.

وبالنظر في الشركات المتقدمة بطلب السماح لها بإعادة شراء أسهمها، تبين أن من بينها شركة تأمينية واحدة، وكما سبق بيانه فإن شركات التأمين غير داخلة في الدراسة الحالية. إضافة إلى ذلك فإن من بين تلك الشركات شركتان لديهما خسائر متراكمة (شركة اللجين، وإعمار). وهذه الشركات من حيث المبدأ لا يتوقع السماح لها بإعادة شراء أسهمها، لأن عامة قوانين الدول لا تسمح للشركات بإعادة شراء أسهمها بمبلغ أكثر مما في حساب الأرباح المحتجزة.

ويبين الجدول رقم (١٠) مدى تحقيق الشركات المطالبة لمتغيرات الدراسة، وكما هو مبين في ذلك الجدول فإن من بين الشركات المطالبة بإعادة شراء أسهمها (١٩) داخلة في نطاق الدراسة الحالية) وجد أن ١٥ شركة تحقق فيها متغير أو أكثر من متغيرات الدراسة، والشركات التي لم تحقق أي متغير هي شركة الكابلات، وشركة مجموعة فتيحي إضافة إلى الشركتين المستبعدتين لوجود وجود خسائر متراكمة لديهما وهما شركتي اللجين وإعمار.

جدول رقم (١٠): ترتيب الشركات المطالبة بإعادة شراء أسهمها بحسب تحقيقها

لمتغيرات الدراسة

الاستثمارات	النقدية الأسهم	المبيعات	الأصول	الطويلة	الخصوم	العائد	السريعة	السيولة	عدد	المتغيرات الشركة
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	9	عسير
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	7	العقارية
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	7	طيبة
	نعم		نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	6	حلواني
	نعم		نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	6	أسمنت تبوك
	نعم			نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	٥	أسمنت "
نعم	نعم	نعم	نعم		نعم	نعم			6	دار الأركان

الاستثمارات	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم
النقدية	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم
الأسهم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم
المبيعات			نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم
الأصول			نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم
الطويلة	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم
الخصوم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم
العائد							نعم		
السريعة	نعم								
السيولة	نعم	نعم							
عدد	٦	٦	٥	٢	٢	١	١	١	١
المتغيرات	٦	٦	٥	٢	٢	١	١	١	١
الشركة	جازان	البحر الأحمر	صافولا	اتحاد اتصالات	المتطورة	الخزف	مسك	أنايب	٨
	٨	٩	١٠	١١	١٢	١٣	١٤	١٥	

ويتضح من الجدول رقم (١٠) أن ما يقارب ثلثي الشركات المطالبة بإعادة الشراء شركات ذات مديونية منخفضة. وهي نسبة مقارنة للنسبة المحققة في عينة الدراسة. إضافة إلى ذلك فإن ما يقارب نصف العينة شركات ذات سيولة عالية. وهي أيضا نسبة مقارنة للنسبة المحققة في عينة الدراسة. وبالنظر إلى متغيرات السيولة والمديونية (والتي يمكن النظر إليها على أنها أكثر المتغيرات تأثيرا في قرار إعادة شراء الأسهم) يبين الجدول أن سبع شركات فقط حققت واحداً أو أكثر من متغيرات السيولة، ومتغيراً أو أكثر من متغيرات المديونية). مما يمكن القول معه بأن هناك احتمالاً لقيامها بشراء أسهمها لو سمح لها بذلك. وكما تم بيانه بالنسبة لعينة الدراسة. فإن ارتفاع نسب السيولة وانخفاض المديونية يمكن النظر إليها على أنها تعبر عن عدم وجود موانع لدى الشركة من قيامها بإعادة شراء أسهمها. ولكن عدم وجود الموانع لا يعني داتما القدرة على إعادة الشراء. وعليه فإنه لقياس مدى قدرة الشركة على إعادة شراء أسهمها ولزيادة قوة توقع قيام تلك الشركات بإعادة أسهمها سيتم حساب متوسط نسبة الأصول السائلة إلى مجموع الأصول للشركات المطالبة بإعادة الشراء مقارنة ببقية شركات العينة. بنفس الطريقة التي تمت لعينة الدراسة. وسيتم تحديد الشركات التي حققت متغيرات السيولة والمديونية. وفي نفس حققت مستوى أعلى من المتوسط من الأصول السائلة.

وبيين الجدول رقم (١١) مدى تحقيق الشركات المطالبة بإعادة شراء الأسهم. والتي لا يوجد لديها موانع من قيامها بشراء أسهمها لمستوى أعلى من المتوسط لنسبة النقدية إلى مجموع الأصول. ونسبة الاستثمارات إلى مجموع الأصول.

جدول رقم (١١): ترتيب الشركات المطالبة بإعادة شراء أسهمها بحسب تحقيقها  
لمتغيرات الدراسة المتعلقة بالسيولة والمديونية وفي نفس الوقت حققت نسباً أعلى  
من المتوسط في متغير النقدية أو الاستثمارات:

الاستثمارات	النقدية	الطويلة	الخصوم	السريعة	السيولة	الشركة	
نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	جازان	١
	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	حلواني	٢
	نعم	نعم	نعم	نعم	نعم	أسمنت تبوك	٣
نعم		نعم	نعم	نعم	نعم	عسير	٤
نعم		نعم	نعم	نعم	نعم	العقارية	٥
نعم		نعم	نعم	نعم	نعم	طيبة	٦
	نعم		نعم	نعم	نعم	أسمنت العربية	٧
نعم	نعم	نعم	نعم		نعم	البحر الأحمر	٨

يتبين من الجدول رقم (١١) أن ثمانى شركات من تلك التي تقدمت بطلب إعادة  
شراء أسهمها يمكن وصفها بأنها قادرة على شراء أسهمها فعلاً لو سمح لها بذلك.  
أما بقية الشركات فمن غير المتوقع قيامها بإعادة شراء أسهمها. والذي يصعب  
تفسيره هو إقدام شركات خاسرة (ذات خسائر متراكمة) وشركات لم تبدأ التشغيل  
بعد على طلب إعادة شراء أسهمها.

\* \* \*



## الخاتمة والتوصيات:

ترددت في الآونة الأخيرة مطالبات بالسماح للشركات السعودية بإعادة شراء أسهمها أسوة بالأسواق الإقليمية والعالمية. وتم القيام بهذا البحث لتقديم توقع موضوعي لمدى إمكانية قيام الشركات السعودية بشراء أسهمها لو سمح لها بذلك. وقد تبين من مراجعة قوانين الدول المختلفة وجود تفاوت بين ما هو مطبق في الولايات المتحدة الأمريكية من جهة والدول الأخرى من جهة. حيث تطبق عامة الدول قوانين أكثر صرامة مما هو مطبق في الولايات المتحدة، مما يفسر ضعف إقبال الشركات العالمية على إعادة شراء أسهمها مقارنة بالشركات الأمريكية. ومما تبين من خلال تتبع الأبحاث السابقة أن الشركات تقوم بإعادة شراء أسهمها لأسباب عديدة أهمها وجود خيارات حق شراء أسهم الشركة من قبل كبار التنفيذيين فيها أو الموظفين مما يدفع الشركة لإعادة شراء أسهمها للوفاء بتلك الحقوق ولمواجهة التخفيض الذي يصيب ربحية السهم نتيجة ممارسة حملة الشهادات لحقوقهم. إضافة إلى ذلك فإن الشركات قد تقوم بشراء أسهمها لإرسال إشعارات إيجابية إلى السوق تفيد باعتقاد الشركة بأن سعر أسهمها يتداول بأقل من قيمته السوقية. ولإشعار المتداولين بثقة الشركة في مستقبلها.

كما بينت الدراسة التحليلية للشركات السعودية أنه لا يتوقع قيام عدد كبير من الشركات السعودية بإعادة شراء أسهمها لو سمح لها بذلك. وذلك لعدم وجود سيولة كافية لدى تلك الشركات للقيام بذلك. فإذا أضيف إلى ذلك تعديل قانون الشركات بما يتوافق مع ما هو مطبق في معظم الدول بالنسبة لإعادة شراء الأسهم. فإن العدد المتوقع سيكون أقل مما تتوقعه الدراسة الحالية.

ونظراً لأن هذه الدراسة تعد من أوائل الدراسات العلمية التي تناولت موضوع إعادة شراء الأسهم في المملكة العربية السعودية. فإن الباحث يضع هنا أهم ما توصل إليه من توصيات بخصوص السماح للشركات بإعادة شراء أسهمها:

١. معاملة المدير معاملة المؤسس، أي أنه يجب عليه الاحتفاظ بالسهم لمدة معينة (كانت في أمريكا قبل الإلغاء ستة أشهر). وقد كان إلغاء هذه المدة أحد أسباب

- شروع استخدام خيارات الأسهم التي أدت إلى ممارسات محاسبية غير عادلة لرفع القيمة السوقية للأسهم مؤقتاً بما يسمح للمدير بممارسة حق الشراء والبيع بسعر السوق بمجرد وصول السعر للمبلغ الذي يرغبه المدير.
٢. عدم السماح للشركات بشراء أسهمها بمبلغ يفوق رصيد الأرباح المحتجزة في السنة السابقة لسنة الشراء
٣. عدم السماح للشركات بالاقتراض من أجل شراء أسهمها (ما يسمى (leveraged buy-out).
٤. إحكام الرقابة على المعلومات المعلنة من الشركات وبخاصة توقيت الإفصاح عن مثل هذه المعلومات، حيث بينت الدراسات أن المديرين يجنحون إلى الإعلان عن المعلومات السيئة (أو إخفاء المعلومات الجيدة) قبل عملية الشراء مباشرة مما يمكن من الشراء بأقل سعر ممكن. في حين أنهم يجنحون إلى عكس هذا التصرف بعد إتمام عملية الشراء لكي يتمكنوا من بيع هذه الأسهم (أو بيع أسهمهم المصدرة مقابل حقوق الشراء) بسعر أعلى (Douglas, 2007).
٥. إلزام الشركات بشراء عدد الأسهم التي أعلنت عن شرائها وفي المدة المقررة. حيث إن الشركات قد تعلن عن الشراء. فيتأثر السوق إيجاباً، ولكن لا تنفذ خطتها مما قد يكون عملاً مقصوداً لنفع بعض المتنفذين الذين يرغبون في بيع كل أو جزء من أسهمهم بعد ارتفاع الأسعار بسبب الإعلان.
٦. اشتراط مدة معقولة بين آخر زيادة لرأس المال، والموافقة على إعادة شراء الأسهم (خمس سنوات مثلاً).
- ومما يرتبط بموضوع إعادة شراء الأسهم. موضوع خيارات شراء الأسهم التي تمنح عادة لكبار التنفيذيين في الشركات، ولعموم الموظفين. وقد تبين من مراجعة الدراسات السابقة أن أهم سبب يدفع الشركات لإعادة شراء أسهمها هو وجود خيارات شراء أسهم لدى تلك الشركات. وعليه فإن تنظيم إعادة الشراء يرتبط به تنظيم خيارات الشراء. ويوصي الباحث في هذا الشأن بما يلي:

١. عدم استخدام أسهم الخزينة للوفاء بحقوق الشراء إلا إذا كان سعر شرائها مساوياً أو أقل من سعر حق الممارسة. وفي هذا حماية مباشرة للمساهمين وللدائنين.

٢. ربط حقوق الشراء ببعض المؤشرات المالية للشركة. مثل تحقيق مستوى معين من المبيعات، أو إجمالي أو صافي الربح أو غيرها من المؤشرات الداخلية أو الخارجية (مثل مؤشرات الصناعة التي تنتمي إليها الشركة). بدلا من كونه حقا مطلقا. وأن لا يكون سعر السهم السوقي أحد المؤشرات.

٣. إلزام الشركات بتطبيق معايير واضحة لتحديد تكلفة حقوق الشراء باعتبارها أحد عناصر المصروفات.

٤. عدم السماح بممارسة حق شراء الأسهم بدون الدفع الكامل لثمن الشراء.

\* \* \*

## المراجع:

- العساف، صالح. ١٤٢٧هـ. المدخل إلى البحث في العلوم السلوكية. ط ٤. العبيكان: الرياض.
- الفحطاني، سالم، أحمد العامري، معدي آل مذهب، بدران العمر. ١٤٢٥. منح البحث في العلوم السلوكية. ط ٢: الرياض.
- الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين. ٢٠٠٦. ربحية السهم. الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين: الرياض.
- جريدة الرياض. ١٤٢٧هـ. (١) شراء الشركات لأسهمها رسالة للجمهور بأنها واثقة من أدائها ويرفع ربحية السهم. جريدة الرياض. ١٦/٥/١٤٢٧. العدد ١٣٨٦٧.
- جريدة الرياض. ١٤٢٧هـ. (٢) الرفع إلى مجلس الوزراء بصيغة مشروع يمكن الشركات من شراء أسهمها. جريدة الرياض. ٢٤/٤/١٤٢٧. العدد ١٣٨٧٥.
- جريدة الرياض. ١٤٢٧هـ. (٣) تصريحات متضاربة في "التجارة" حول قانون السماح للشركات بشراء أسهمها. جريدة الرياض. ٢٩/١٠/١٤٢٧. العدد ١٤٠٢٨.
- جريدة الرياض. ١٤٢٩هـ. (١) أزمة الأسهم تعيد مطالب إقرار قانون السماح للشركات بشراء أسهمها. جريدة الرياض. ١٠/١٠/١٤٢٩. العدد ١٤٧١٨.
- جريدة الرياض. ١٤٢٩هـ. (٢) ١٨ رئيس مجلس إدارة بطلون بالسماح للشركات بشراء أسهمها. جريدة الرياض. ١٢/١/١٤٢٩. العدد ١٤٧٦٨.
- Adams, G.; J. Brau; and A. Holms. 2007. REIT stock repurchases: Completion rates, long-run returns, and the straddle hypothesis. *The Journal of Real Estate Research*, 29 (2): 115-135.
- Bens, D.; V. Nagar; D. skinner; and M. Wong. 2003. Employee stock options, EPS dilution, and stock repurchases. *Journal of Accounting and Economics*, 36 (1):51-90.
- Block, S. 2006. An empirical study of stock repurchase programs among fortune 1000 companies. *Corporate Finance Review*, 11 (2): 22-31.
- Caster, A.; R. Elson; and L. Weld. 2006. Is diluted EPS becoming more art than fact? *The CPA Journal*, 76 (9): 26-29.

- Choi, D. and S. Park. 1997. Targeted share repurchases, free cash flows, and shareholder wealth: Additional evidence. *Managerial Finance*, 23 (3): 49-63.
- Comment, R. and G. Jarrell. 1991. The relative signaling power of Dutch-auction and fixed-price self-tender offers and open-market share repurchases. *Journal of Finance* 46 (4): 1243-1271.
- Dixon, R.; G. Palmer; B. Stradling; and A. Woodhead. 2008. An empirical survey of the motivation for share repurchases in the UK. *Managerial Finance*, 34 (12): 886-906.
- Douglas, A. 2007. Managerial opportunism and proportional corporate payout policies. *Managerial Finance*, 33 (1): 26-42.
- Financial Accounting Standards Board (FASB). 2004. Statement of Financial accounting Standards No. 123 (R): *Share-Based Payment*. Financial Accounting standards Board: Norwalk, CT.
- \_\_\_\_\_. 1997. Statement of Financial accounting Standards No. 128: *Earnings Per Share*. Financial Accounting standards Board: Norwalk, CT.
- Finch, J; J. Rue; and A. Volkan. 2007. A simple model of accounting for and hedging employee stock option. *The Business Review*, 7 (2): 119-123.
- Gu, A. and M. Schinski. 2003. Patriotic stock repurchases: The two weeks following the 9-11 attack. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 20 (3): 267-276.
- Guffey, D. and D. Schneider. 2004. Financial characteristics of firms announcing share repurchases. *Journal of Business and Economics Studies*, 10 (2): 13-27.
- Hake, E. 2005. Financial illusion: Accounting for profits in an Enron world. *Journal of Economic Issues*, 39 (3): 595-611.
- Healy, P. and K. Palepu. 1993. The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices. *Accounting Horizons*, 7 (1): 1-11.
- Ho, Li-Chin; C Liu; and R. Ramanan. 1997. Open-market stock repurchase announcements and revaluation of prior accounting information. *The Accounting Review*, 72 (3): 475-487.
- Hurtt, D.; J. Kreuze; ,and S. Langsam. 2008. Stock buybacks and their association with stock options exercised in the IT industry. *American Journal of Business*, 23 (1): 13-21.

- International Accounting Standards Board (IASB). 1997. *Earnings Per Share*. International Accounting Standards Board: London.
- Isagawa, N. 2002. Open-market repurchase announcements and stock price behavior in inefficient markets. *Financial Management*, 31 (3): 5-20.
- Jagannathan, M. and C. Stephens. 2003. Motives for multiple open-market repurchase programs. *Financial Management*, 32 (2): 71-91.
- Kahle, K. 2002. When a buyback isn't buyback: Open market repurchases and employee options. *Journal of Financial Economics*, 63: 235-261.
- Kim, J. 2005. Cross-sectional differences in the liquidity effects of open market share repurchases. *Journal of Economics and Finance*, 29 (1): 1-31.
- Lee, C. and P. Alam. 2004. Stock option measures and the stock repurchase decision. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 23: 329-352.
- Li, K. and W. McNally. 1999. Open market versus tender offer share repurchases: A conditional event study. *University of British Columbia, Finance Working Paper No. 98-2*.
- Li, K. and W. McNally. 1999. Open market versus tender offer share repurchases: A conditional event study. *University of British Columbia working papers*. No number.
- McCarthy, E. 1999. Stock buybacks: The rules. *Journal of Accountancy* (May): 91-97.
- McNally, W. 1999. Open market stock repurchase signaling. *Financial Management*, 28 (2): 55-67.
- Medury, P.; L. Bowyer; and V. Srinivasan. 1992. Stock repurchases: A multivariate analysis of repurchasing firms. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 31 (1): 21-44.
- Norgaard, R. and C. Norgaard. 1974. A critical examination of share repurchase. *Financial Management*, 3 (1): 44-50.
- Oded, J. 2005. Why do firms announce open-market repurchase programs? *The Review of Financial Studies*, 18 (1): 271-300.
- Oliver, J and K. Moffeit. 2000. Corporate share buybacks. *The CPA Journal*, 70 (8): 56-58.

- Securities Exchange Commission (SEC). 2003. *Purchases of Certain Equity Securities by the Issuer and Others; Direct Final Rule*. SEC: Washington.
- Shirley, P. 1997. Share repurchases. *Fiscal Studies*, 18 (2): 211-221.
- Song, Ok-Rial. 2002. Hidden social costs of open market share repurchases. *Journal of Corporation law*, 27 (3): 425-480.
- Stephens, C. and M. Weisbach. 1998. Actual share reacquisitions in open-market repurchase program. *Journal of Finance*, 53 (1): 313-333.
- Toronto Stock Exchange (TSX). 2009. *TSX Company Manual*. Toronto Stock Exchange: Toronto>
- Vithessonthi, C. 2007. Share repurchases: Evidence from Thailand. *The Business Review*, 7 (2): 284-290.
- Westphal, J. and E. Zajac. 1998. The symbolic management of stockholders: Corporate governance reforms and shareholder reactions. *Administrative Science Quarterly*, 43: 127-153.
- Westphal, J. and E. Zajac. 2001. Decoupling policy from practice: The case of stock repurchase programs. *Administrative Science Quarterly*, 46 (2): 202-228.
- Young, A. 1969. (in Medury et., al., 1992) Financial operating and security market parameters of repurchasing. *Financial Analysts Journal*, Jul.-Aug.: 123-128.

\* \* \*