

تأثير سياسة إعادة الشراء في تداول الأسهم في الأسواق المالية-دراسة حالة

م. د. اياد ظاهر محمد الجبوري
كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة بغداد

المستخلص

تناول البحث دراسة حالة شراء أسهم الشراء شركة اعمار العقارية إحدى الشركات المدرجة في سوق دبي المالي. انطلق البحث من الأبعاد المعرفية لمفهوم سياسة إعادة الشراء التي حظيت باهتمام كبير في أدبيات الإدارة المالية، كما أصبحت تلك السياسة بديلا عن توزيعات الأرباح النقدية في العقود الثلاث الأخيرة في الأسواق المالية العالمية، إلا أنها لم تحظى بالاهتمام في الأسواق العربية ومنها أسواق الخليج العربي، وايضا سوق العراق للأوراق المالية. وخلص البحث الى مجموعة استنتاجات من أهمها، توافق نتائج التحليل والاختبار للفرضيتين الرئيسيتين الأولى والثالثة، وعدم توافقها مع الفرضية الرئيسية الثانية. أما أهم التوصيات، إن على مجالس الإدارة للشركات المدرجة في الأسواق المالية اختيار التوقيتات المناسبة للإعلان عن سياسة إعادة الشراء، وعدم اللجوء الى تلك السياسة أثناء الأزمة المالية للحد من انخفاض القيمة السوقية لأسهمها في السوق المالي.

Abstract

The research dealt with the case stock repurchase policy of Emaar Real Estate Company one of listed companies in Dubai Stock exchange. The research has launched from the cognitive dimensions of repurchasing policy which took great concern in the literatures of financial management, and also this policy became as substitute for distributing the monetary profit in the last three decades in the international financial markets, but it did not get any importance in the Arab Markets such as that of the Arab Gulf in addition to the Iraqi Stock Exchange.

The research summarized a set of conclusions, the most important one was the consistence of analysis result with the test of the major two hypotheses (The first and third ones) , and the inconstancy with the major second hypothesis. The most important recommendation is that the Boards of directors of the listed companies in the financial markets have to choose the most suitable timings for the announcement of the repurchasing policy and not restore to this policy during the financial crisis to limit the reduction of the market value of their stocks in financial market.



المقدمة

تعد سياسة إعادة الشراء الأسهم احد أنماط توزيعات الأرباح، بالغة الأهمية في السوق المالي من حيث التأثير في أسعار الأسهم وأحجام تداولها، مما ينعكس ذلك على قيمة الشركة الهدف المعاصر للإدارة المالية. إذ أصبحت سياسة إعادة الشراء بديلا عن سياسة توزيعات الأرباح النقدية في العقود الثلاث الأخيرة في الأسواق المالية العالمية. وبموجب تلك السياسة يتم إعادة سيولة نقدية أكثر الى حملة الأسهم، مما حصلوا عليه في صيغة توزيعات نقدية. كما بموجبها يتم إرسال إشارة ايجابية الى المستثمرين الحاليين والمرقبين في السوق المالي تحمل في مضامينها أن منشآت الأعمال تجد أن قيمة السهم في السوق المالي يتم التداول به بأقل من قيمته الحقيقية.

وقد تضمن البحث أربع مباحث، إذ ركز المبحث الأول على منهجية البحث والمتضمنة مشكلة البحث، وأهمية البحث وأهدافه، وفرضيات البحث، بالإضافة الى المجال والبيانات والمدة التي شملها البحث. فيما ركز المبحث الثاني على الأبعاد المعرفية لسياسة إعادة الشراء في أدبيات الإدارة المالية من حيث المفهوم، والأهمية، والدوافع الأساسية، والإجراءات لتنفيذ تلك السياسة، وأيضا تم التركيز في المبحث على توزيعات الأرباح النقدية مقابل سياسة إعادة الشراء وتأثير كل منهما على قيمة الأسهم في السوق المالي من جانب، ومن جانب آخر الميزة الضريبية التي يتمتع بها حملة الأسهم من اتخاذ الشركات قرار سياسة إعادة الشراء. فيما تناول المبحث الثالث الجانب التطبيقي والمتمثل بدراسة حالة تنفيذ سياسة إعادة الشراء من قبل شركة اعمار العقارية إحدى الشركات القاندة والمدرجة في سوق دبي المالي. من حيث أسعار الأسهم وأحجام تداولها، والعلاقة بين عائد سهم شركة اعمار العقارية وبين عائد أسهم شركات القطاع العقاري كلا على انفراد. وختم البحث بمبحثه الرابع الى أهم الاستنتاجات والتوصيات التي تم التوصل إليها بعد تحليل نتائج الاختبار في المبحث السابق.

المبحث الأول/ منهجية الدراسة

أولا- مشكلة الدراسة The Problem

حظيت سياسة إعادة الشراء باهتمام كبير في أدبيات الإدارة المالية باعتبارها إحدى سياسات توزيعات الأرباح، والتي تنطوي على جدل معرفي على مستوى التنظير بشأن تأثيرها في قيمة الأسهم بالسوق المالي هذا من جانب، أما من الجانب التطبيقي فقد أصبحت سياسة إعادة الشراء خلال العقود الثلاث الأخيرة بديلا عن سياسة توزيعات الأرباح النقدية للعديد من منشآت الأعمال المدرجة في الأسواق المالية العالمية. إلا أنها لم تحظى بالاهتمام بصورة عامة من قبل المدراء الماليين للشركات المدرجة في الأسواق المالية العربية ومنها أسواق الخليج العربي، وأيضا سوق العراق للأوراق المالية. على الرغم من انخفاض قيمة الأسهم في الأسواق المالية لمعظم منشآت الأعمال في السنتين الأخيرتين، وإمكانية استخدام تلك السياسة من قبل مجالس الإدارة للشركات باعتبارهم مطلعين على المعلومات بشأن الأفق المستقبلية لشركاتهم، والحد من الانخفاض المتوقع في قيمة الأسهم في السوق المالي خصوصا في ظل الأزمة المالية العالمية سنة 2008، مما ينعكس ايجابيا على ثروة حملة الأسهم والذي يعد الهدف المعاصر للإدارة المالية.

ولعل ذلك جسد المشكلة الأساسية قدر تعلق الأمر بمحدودية استخدام سياسة شراء الأسهم في الأسواق المالية بديلا عن توزيعات الأرباح النقدية، على الرغم من تأثير تلك السياسة الايجابي في أحجام التداول وأسعار الأسهم في السوق المالي، وأيضا يمكن من خلال تلك السياسة على إيجاد أرضية صلبة لسعر سهم الشركة للحد من الانخفاض المتوقع في قيمته في السوق المالي.

ثانيا. أهمية الدراسة The Importance

تتجسد أهمية البحث في إلقاء الضوء على سياسة إعادة الشراء، كونها سياسة بديلة لسياسة توزيعات الأرباح النقدية للعديد من الشركات المدرجة في الأسواق المالية العالمية، وما تنطوي عليه من تأثير ايجابي في قيمة الأسهم في السوق المالي. كما تتجسد أهمية البحث في الجانب التطبيقي في محاولة دراسة وتحليل تأثير سياسة إعادة شراء الأسهم على أسعار الأسهم، وإمكانية تحقيق عوائد من قبل المستثمرين الحاليين والمرقبين ومقارنته مع عائد القطاع الاقتصادي وعائد السوق. فضلا عن مدى تأثير تلك السياسة في أحجام ومبالغ تداول الأسهم في السوق المالي.



ثالثاً- أهداف البحث The Goals

- 1- عرض وتبسيط الضوء على سياسة إعادة الشراء في أدبيات الإدارة المالية .
- 2- استخدام أسلوب التحليل والاختبار والقياس لغرض التوصل الى حقائق علمية حول مدى تأثير سياسة إعادة الشراء في قيمة السهم في السوق المالية وأحجام التداول.
- 3- التحقق من إمكانية نجاح استخدام سياسة توزيعات الأرباح في ظل الأزمة المالية العالمية.

رابعاً- الفرضيات Hypothesis

في ضوء المتغيرات التحليلية التي تضمنها البحث، تمت صياغة ثلاث فرضيات رئيسية، الأولى تتعلق بأحجام تداول السهم قبل وبعد تنفيذ إعادة شراء الأسهم، فيما استندت الفرضية الثانية على عائد السهم قبل وبعد إعادة الشراء، أما الفرضية الرئيسية الثالثة فتتعلق بالعلاقة بين عائد السهم وعائد أسهم شركات القطاع العقاري وكالاتي:

الفرضية الرئيسية الأولى:

"يوجد اختلاف ذات دلالة معنوية إحصائية بين متوسطات أحجام تداول السهم قبل وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء"

الفرضية الرئيسية الثانية:

"يوجد اختلاف ذات دلالة معنوية إحصائية بين متوسطات عائد السهم قبل وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء"

الفرضية الرئيسية الثالثة:

"توجد علاقة ذات دلالة معنوية إحصائية بين عائد سهم شركة اعمار العقارية مع عائد أسهم شركات القطاع العقاري قبل وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء"

وتتفرع منها الفرضيات الفرعية الآتية:

الفرضية الفرعية الأولى:

"توجد علاقة ذات دلالة معنوية إحصائية بين عائد سهم شركة اعمار العقارية مع عائد سهم شركة ديار العقارية قبل وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء"

الفرضية الفرعية الثانية:

"توجد علاقة ذات دلالة معنوية إحصائية بين عائد سهم شركة اعمار العقارية مع عائد سهم شركة أربتك العقارية قبل وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء"

الفرضية الفرعية الثالثة:

"توجد علاقة ذات دلالة معنوية إحصائية بين عائد سهم شركة اعمار العقارية مع عائد سهم شركة الاتحاد العقارية قبل وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء"

خامساً: المجال والبيانات والمدة The Space, Data and Period

يتمثل مجال البحث بأسهم شركة اعمار العقارية إحدى الشركات المدرجة في سوق دبي المالي. والمبرر لاختيار هذا المجال كون أن إمارة دبي تعد مركزاً اقتصادياً ومالياً وتجارياً في المنطقة من جانب، ومن جانب آخر تعد شركة اعمار العقارية إحدى الشركات القائدة في سوق دبي المالي، وتم الإعلان وتنفيذ إعادة شراء أسهم الشركة لجلسة التداول بتاريخ 2008/9/14 ، فضلاً عن محدودية تنفيذ سياسة إعادة شراء الأسهم في الأسواق المالية العربية، وانعدام تطبيق تلك السياسة في سوق العراق للأوراق المالية. كما أن البيانات والمعلومات الخاصة بالنشرات اليومية والشهرية لجلسات التداول متاحة على الموقع الإلكتروني لسوق دبي المالي على شبكة المعلومات العالمية الإنترنت.

وحددت مدة البحث بسلسلة زمنية تتألف من (10) جلسات تداول في سوق دبي المالي، امتدت من جلسة التداول بتاريخ 2008/9/7 ولغاية جلسة التداول بتاريخ 2008/9/18، والمبرر لاختيار تلك السلسلة الزمنية كون إن تنفيذ سياسة إعادة الشراء تمت في جلسة التداول بتاريخ 2008/9/14، مما تطلب ذلك جمع البيانات والمعلومات عن (5) جلسات تداول قبل تنفيذ سياسة إعادة الشراء، و(5) جلسات تداول بعد تنفيذ تلك السياسة.



المبحث الثاني/ الإطار النظري

أولاً - سياسة إعادة الشراء Stock Repurchase Policy

تزايد عدد الشركات التي تستخدم سياسة إعادة الشراء في السنوات الأخيرة، فقد أصبحت تلك السياسة نشاطاً مالي رئيسي، ويبدو أنه في تزايد مستمر ليصبح النشاط الأول لسياسات توزيعات الأرباح (Ross et.al, 2007:436). وذلك من خلال إعادة سيولة نقدية أكثر إلى حملة الأسهم في إعادة الشراء، مما حصلوا عليه في صيغة مدفوعات نقدية منذ عقد التسعينات من القرن الماضي (بريجهام وإيرهاردت، 2009: 896).

فقد عرف Gitman سياسة إعادة الشراء، بأنها عملية إعادة شراء الأسهم العادية المصدرة في السوق المالي من قبل منشآت الأعمال (Gitman, 2009: 616). كما عرف غنيم سياسة إعادة الشراء، استرداد منشآت الأعمال لجزء من أسهمها العادية في التداول من المساهمين في السوق المالي (غنيم، 2008: 230). وتحتفظ منشآت الأعمال بالأسهم التي تم إعادة شراء جزء من أسهمها من السوق المالي في حساب الخزينة Company's Treasury، ويمكن لمنشآت الأعمال من إعادة بيع Resell تلك الأسهم عند حاجتها إلى النقد (Brealy et.al, 2007: 434).

ويركز مفهوم سياسة إعادة الشراء الأسهم، على إعادة شراء جزء من أسهم الشركة في السوق المالي، لكن الإعلان عن سياسة إعادة الشراء من قبل منشآت الأعمال لا يترتب عليه إلزاماً قانونياً في تنفيذ أو إتمام شراء النسبة التي تم الإعلان عنها (Ikenberry and Vermaelen, 1996: 9). وإن عدم التنفيذ أو شراء النسبة التي تم الإعلان عنها يعد إشارة Signal تؤثر سلبياً في أسعار الأسهم في السوق المالي، وخصوصاً إذا كان اتجاه تحركات أسعار الأسهم نحو الانخفاض. كما أوضح كل من Netter and Mitchell أن توقيات الإعلان عن سياسة إعادة الشراء أثناء الأزمات المالية غير مناسب لتنفيذ تلك السياسة (Netter and Mitchell, 1989: 86).

ثانياً- أهمية سياسة إعادة الشراء The Important of Stock Repurchase Policy

إن ازدياد تنفيذ سياسة إعادة الشراء في السنوات الأخيرة يعزى إلى أهمية تلك السياسة في زيادة ثروة المساهمين الهدف المعاصر للإدارة المالية. وتشير أدبيات الإدارة المالية إلى أن عمليات إعادة شراء الأسهم تؤثر إيجاباً في القيمة السوقية للأسهم العادية في التداول بما يلي:- (Gitman, 2009: 616)

- 1- تخفيض عدد الأسهم في التداول في السوق المالي، ينعكس إيجابياً على ربحية السهم الواحد.
- 2- إرسال إشارة إيجابية Positive Signal إلى المستثمرين الحاليين والمرتقبين في السوق المالي، يتصل مضمونها بأن منشآت الأعمال تجد أن قيمة السهم في السوق المالي يتم التداول به بأقل من قيمته الحقيقية Fair Value.

3- تأسيس أرضية صلبة لسعر السهم، عندما تشير التوقعات إلى إن اتجاه قيمة السهم في السوق المالي نحو الانخفاض.

وبالرغم من صعوبة تحديد دوافع إعادة الشراء المختلفة في المجال التطبيقي (Cook et.al, 2004: 466) إلا أن كل من Brigham and Ehrardt قد أشاروا إلى أن دوافع إعادة

- الشراء في الجانب الأكاديمي تتجسد فيما يأتي:- (Brigham and Ehrardt, 2002: 722)
- 1- استخدام منشآت الأعمال سياسة إعادة الشراء الأسهم العادية بديلاً عن توزيعات الأرباح النقدية.
 - 2- الوصول إلى مزيج التمويل الأمثل نتيجة ارتفاع حقوق الملكية في الهيكل المالي Financial Structure، من خلال زيادة التمويل الخارجي سواء بإصدار السندات أو الاقتراض المصرفي طويل الأجل، واستخدام تلك الأموال لإعادة شراء الأسهم العادية من السوق المالي.
 - 3- الحصول على الأسهم اللازمة من أجل تنفيذ خطط خيارات أسهم العاملين وأسهم التقاعد.
 - 4- التخلص من كتل كبيرة من الأسهم العالقة لتلك المنشآت في السوق المالي، والتي تؤثر سلباً في القيمة السوقية للسهم نتيجة زيادة العرض على الطلب بشكل كبير على تلك الأسهم.
 - 5- إحباط ومنع عمليات الاستحواذ غير الصديقة أو الودودة من قبل منشآت الأعمال الأخرى (النعيمة والتميمي، 2009: 493).



ثالثاً- إجراءات إعادة شراء الأسهم Repurchase Process

- تتبع منشآت الأعمال عند تنفيذ سياسة إعادة شراء الأسهم العادية إجراءات معينة وبموجب إحدى الطرائق وكما يأتي:- (Gitman , 2009 : 618)
- 1- إعادة شراء الأسهم العادية عن طريق عمليات السوق المفتوحة **Open Market**، وتؤدي تلك الطريقة الى زيادة الضغط على أسعار الأسهم بالارتفاع وخصوصاً إذا كانت النسبة المقررة لإعادة الشراء كبيرة.
 - 2- إعادة شراء الأسهم عن طريق العطاءات **Tender Offers**، والسماح لحملة الأسهم بموجب تلك العطاءات تقديم كميات الأسهم التي يرغبون ببيعها مقابل سعر محدد مسبقاً من قبل الشركة ويتم ذلك ضمن فترة زمنية محددة .
 - 3- إعادة شراء الأسهم العادية عن طريق التفاوض **Negotiated Basis** مع أحد أو أكثر من حملة الأسهم الرئيسيين .
 - 4- إعادة شراء الأسهم باستخدام المزايحة **Auction**، وبموجب تلك الطريقة يتم الإعلان عن كمية الأسهم التي ترغب الشركة لإعادة شراؤها ، ومن ثم يتم شراء أوطأ الأسعار للكميات المعروضة من قبل المساهمين المشتركين في المزايحة الى حين إكمال الكمية المعلن عنها (Breally et.al , 2007 : 435) .

رابعاً- توزيعات الأرباح النقدية مقابل إعادة الشراء **Cash Dividend Versus Repurchase**

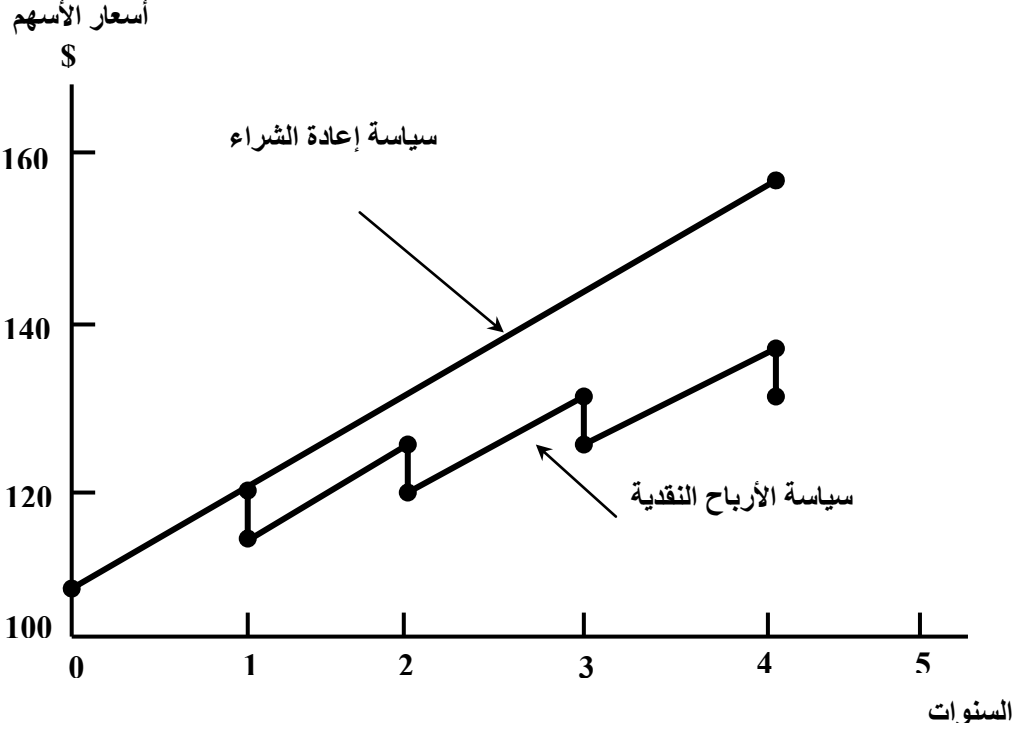
تستخدم منشآت الأعمال سياسة إعادة الشراء بديلاً عن سياسة توزيعات الأرباح النقدية، أو تستخدم تلك السياسة بهدف توزيعات إضافية للنقدية لحملة الأسهم للنقد (Dittmar , 2000 : 331). والمبرر الرئيسي لذلك، المحافظة على توزيعات نقدية مستقرة عندما تحقق منشآت الأعمال أرباحاً تفوق التوقعات. وذلك من خلال إعادة شراء جزءاً من الأسهم العادية من السوق المالي وعدم تغيير نسبة توزيعات الأرباح للسنوات الماضية خشية من عدم إمكانية الاستمرار بها مستقبلاً إذا ما تم تغيير نسبة توزيعات الأرباح. وطالما أن سياسة إعادة الشراء تؤدي الى تخفيض عدد الأسهم المصدرة من جانب، ومن جانب آخر فإنها تؤثر ايجابياً على ربحية السهم الواحد على افتراض الثبات النسبي للأرباح المستقبلية لمنشآت الأعمال، مما ينعكس ذلك ايجابياً في القيمة السوقية للسهم الواحد في السوق المالي (Ross et.al, 2007 : 436-438) كما إن ما يميز سياسة إعادة شراء الأسهم عن سياسة توزيعات الأرباح النقدية يتمثل بالميزة الضريبية، كون أن معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية **Capital Gains** أقل من معدل الضريبة على توزيعات الأرباح النقدية من جانب، ومن جانب آخر تفرض الضريبة مباشرة على توزيعات الأرباح النقدية فيما أن الضرائب على الأرباح الرأسمالية تؤجل الى حين بيع حملة الأسهم جزء أو كل مقتنياتهم من الأسهم .



في الأسواق المالية-دراسة حالة

ويوضح الشكل (1) تأثير سياسة إعادة الشراء مقابل سياسة الأرباح النقدية على قيمة السهم في السوق المالي.

شكل (1)
سياسة إعادة الشراء مقابل سياسة الأرباح النقدية



المصدر: بريجهام، أوجين، إيرهاردت، ميشيل (2009)، "الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي" دار المريخ، المملكة العربية السعودية، ص 899.

كما أن تلك السياستين لها ذات التأثير على نسبة سعر السهم الجاري في السوق المالي الى ربحية السهم الواحد P/E Ratio ، إذ أن توزيعات الأرباح النقدية تؤدي الى انخفاض سعر السهم في السوق المالي مع افتراض الثبات النسبي لأرباح الشركة مستقبلا، في حين أن سياسة إعادة الشراء تؤثر ايجابيا في كل من سعر السهم في السوق المالي، وربحية السهم الواحد (Ross et.al , 2003 : 408-409).



في الأسواق المالية - دراسة حالة

المبحث الثالث/ الجانب التطبيقي

يتناول المبحث نتائج تحليل واختبار سعر إغلاق سهم شركة اعمار العقارية في السوق المالي، وعائد السهم، وأحجام ومبالغ تداول السهم قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء، والتي تم تنفيذها في جلسة التداول بتاريخ 2008/9/14 وكما يلي.

أولاً- تحليل سعر إغلاق السهم في السوق المالي قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء. يوضح الجدول (1) سعر إغلاق سهم شركة اعمار العقارية في السوق المالي قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء، ومنه يتضح أن متوسط سعر إغلاق السهم في السوق المالي قبل تنفيذ سياسة إعادة الشراء بلغ (7.93) درهم، وقد كان الاتجاه العام لسعر الإغلاق للسهم نحو الانخفاض لتلك الفترة باستثناء جلسات التداول الثلاث الأولى إذ شهدت استقراراً نسبياً، فقد بلغ سعر إغلاق السهم (8.07)، (8.08)، (8.08)، (7.57) درهم على التوالي.

في حين بلغ متوسط سعر إغلاق السهم في السوق المالي لجلسات التداول بعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء قد بلغ (7.19) درهم، وان اتجاه سعر السهم بشكل عام نحو الانخفاض إذ بلغ (7.34) درهم أثناء تنفيذ سياسة إعادة الشراء، و (7.21)، (7.13)، (7.27)، (7.00) درهم في جلسات التداول اللاحقة على التوالي.

جدول (1)

سعر سهم شركة اعمار العقارية قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء

المعدل	بعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء					المعدل	قبل تنفيذ سياسة إعادة الشراء					جلسات السوق سعر السهم
	9/18	9/17	9/16	9/15	9/14		9/11	9/10	9/9	9/8	9/7	
7.30	7.27	7.13	7.21	7.34	7.57	8.17	7.85	8.08	8.08	8.07	8.77	إغلاق سابق
	7.00	7.20	6.90	7.20	7.98		7.91	8.07	8.19	8.10	8.60	سعر الافتتاح
	7.15	7.45	7.25	7.30	8.03		7.95	8.08	8.34	8.35	8.60	أعلى سعر
	6.86	7.20	6.65	6.27	7.31		7.51	7.62	8.03	8.04	7.88	أدنى سعر
7.19	7.00	7.27	7.13	7.21	7.34	7.93	7.57	7.85	8.08	8.08	8.07	إغلاق حالي

ويشير تحليل سعر إغلاق سهم شركة اعمار العقارية، الى أن تنفيذ سياسة إعادة الشراء لم تتضمن أنباء جيدة تنعكس ايجابياً في سعر تداول السهم في السوق المالي. ويعزى ذلك الى النسبة الضئيلة التي لا تتجاوز 0.05% من نسبة ما تم الإعلان عنه لإعادة شراء الأسهم والبالغة 10%. ومما يعزز ذلك هو أن سعر الافتتاح للسهم أثناء تنفيذ سياسة إعادة الشراء بلغ (7.98) درهم محققاً معدل عائد بلغ 5.4% مقارنة مع سعر الإغلاق السابق، واستمرار الاتجاه التصاعدي للسهم الى أن بلغ أعلى سعر للسهم والبالغ (8.03) درهم للسهم بمعدل عائد 6.1%. إلا أن انخفاض نسبة إعادة الشراء أدى الى الضغط على سعر السهم نحو الانخفاض إذ بلغ أدنى سعر في جلسة التداول (7.31) درهم بمعدل انخفاض 3.4% عن سعر الإغلاق السابق.

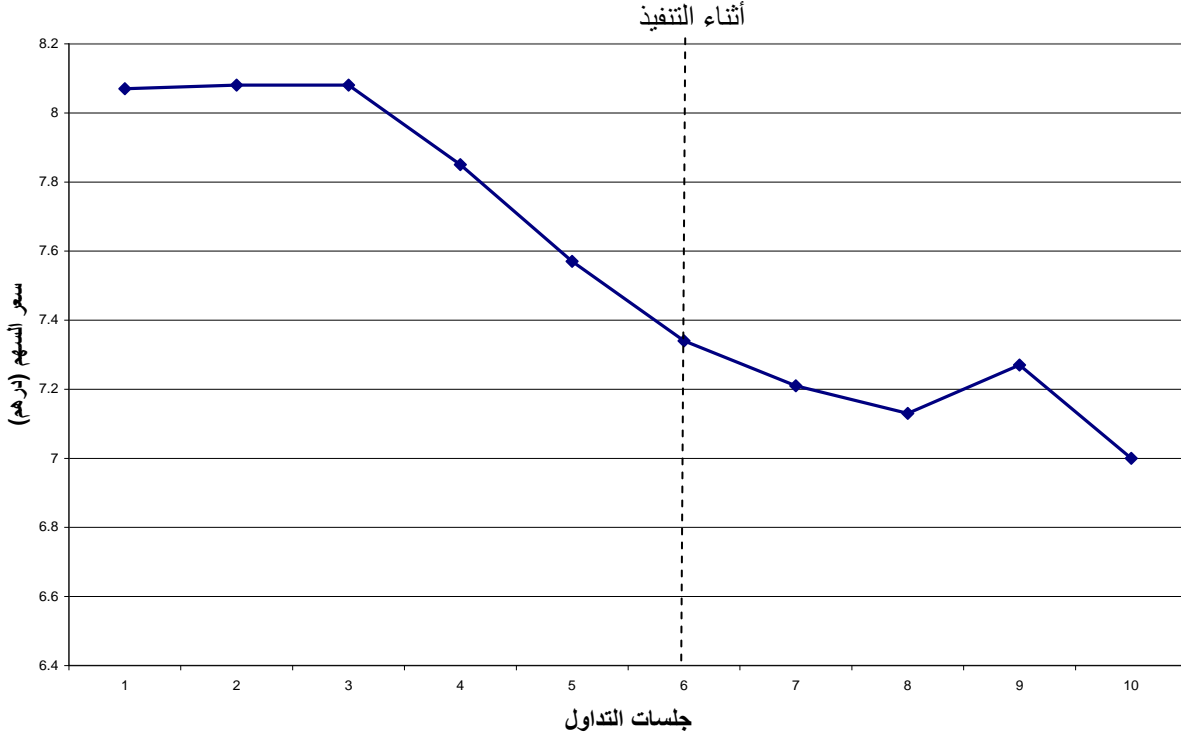


في الأسواق المالية - دراسة حالة

يوضح الشكل (2) سعر إغلاق سهم شركة اعمار العقارية قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء، ومنه نلاحظ أن اتجاه حركة سعر إغلاق السهم نحو الانخفاض باستثناء جلسة التداول (9) بتاريخ 2008/9/17 إذ شهدت ارتفاعا ملحوظا انسجاما مع الارتفاع العام في سوق دبي المالي لتلك جلسة التداول.

شكل (2)

سعر إغلاق سهم شركة اعمار العقارية قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء



ثانيا- تحليل أحجام ومبالغ تداول السهم قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء.

1- تحليل أحجام تداول السهم قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء

يوضح الجدول (2)، والشكل (3) أحجام تداول السهم قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء، ومنه يتضح أن متوسط حجم تداول سهم شركة اعمار العقارية قبل تنفيذ سياسة إعادة الشراء قد بلغ 39436737.4 سهم، فيما بلغ حجم التداول للسهم أثناء تنفيذ سياسة إعادة الشراء 57216926 سهم، بمعدل ارتفاع في حجم التداول بلغ 42.9% مقارنة مع المعدل السابق. مما يشير ذلك الى مدى تأثير تنفيذ سياسة إعادة الشراء على حجم تداول السهم في السوق المالي. فيما بلغ متوسط حجم تداول السهم بعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء 55974737.2 سهم، بزيادة متوسط حجم تداول السهم 42% مقارنة بمتوسط حجم تداول السهم قبل تنفيذ سياسة إعادة الشراء. ويشير ذلك الى تأثير سياسة إعادة الشراء ايجابيا على حجم تداول السهم في السوق المالي.



في الأسواق المالية - دراسة حالة

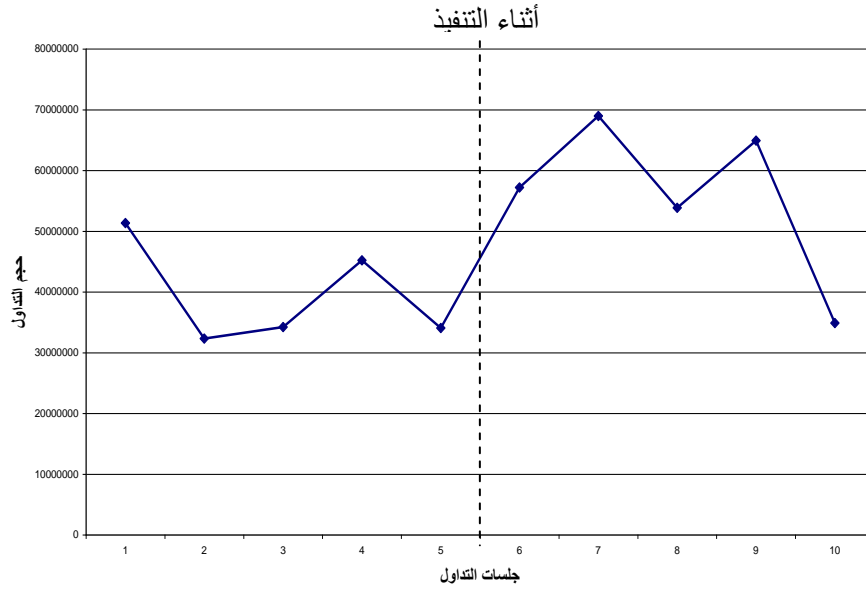
جدول (2)

أحجام ومبالغ تداول السهم قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء

مبالغ التداول	أحجام التداول	سعر إغلاق حالي	سعر إغلاق سابق	التاريخ	جلسات التداول	سياسة إعادة الشراء
417721331	51353058	8.07	8.77	2008/9/7	1	قبل التنفيذ
264824779	32335908	8.08	8.07	2008/9/8	2	
279886611	34218654	8.08	8.08	2008/9/9	3	
352531141	45209840	7.85	8.08	2008/9/10	4	
259999999	34076227	7.57	7.85	2008/9/11	5	
314988772.2	39436737.4	7.93	8.17	المعدل		
441062419	57216926	7.34	7.57	2008/9/14	6	بعد التنفيذ
475643489	68974721	7.21	7.34	2008/9/15	7	
378489368	53857250	7.13	7.21	2008/9/16	8	
476129023	64939277	7.27	7.13	2008/9/17	9	
243273349	34885512	7.00	7.27	2008/9/18	10	
402919529.6	55974737.2	7.19	7.30	المعدل		

شكل (3)

حجم تداول سهم شركة اعمار العقارية قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء





في الأسواق المالية - دراسة حالة

2- تحليل مبالغ تداول السهم قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء يوضح الجدول (2) أيضا مبالغ تداول سهم شركة اعمار العقارية قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء، ومنه يتضح أن متوسط مبالغ تداول السهم قبل تنفيذ سياسة إعادة الشراء قد بلغ 314988772.2 درهم، فيما بلغ 414062419 درهم أثناء تنفيذ سياسة إعادة الشراء، بمعدل ارتفاع بلغ 32%، مما يشير ذلك الى تأثير سياسة إعادة الشراء على مبالغ تداول السهم في السوق المالي. فيما بلغ متوسط مبالغ تداول السهم بعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء 402919529.6 درهم، وعند مقارنته مع متوسط مبالغ تداول قبل تنفيذ سياسة إعادة الشراء نجد ارتفاع المتوسط بنسبة 25%. ويوضح الشكل (4) مبالغ تداول السهم قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء.

شكل (4)

مبالغ تداول سهم شركة اعمار العقارية قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء



ثالثا- تحليل عائد السهم قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء يوضح الجدول (3) عائد سهم شركة اعمار العقارية لجلسات التداول قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء، ومنه يتضح أن متوسط عائد السهم قبل تنفيذ سياسة إعادة الشراء قد بلغ -2.86%، فيما نجد أن عائد السهم أثناء تنفيذ سياسة إعادة الشراء قد بلغ -3.04%، وتعزى نسبة الخسائر لجلسة التداول الى انخفاض نسبة تنفيذ إعادة الشراء عن النسبة التي تم الإعلان عنها لإعادة الشراء. فيما نجد أن متوسط عائد السهم لجلسات التداول بعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء قد بلغ -1.53%، يشير تلك المتوسط الى تقليل نسبة خسائر السهم بعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء.



في الأسواق المالية - دراسة حالة

جدول (3)

عائد السهم وعائد القطاع العقاري وعائد السوق قبل وأثناء تنفيذ سياسة إعادة الشراء

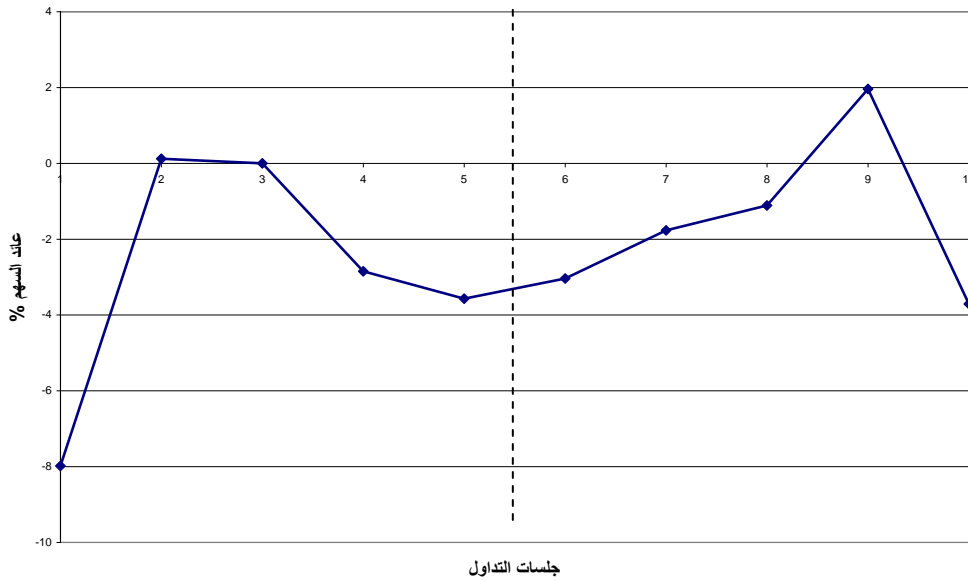
سياسة إعادة الشراء	جلسات التداول	تاريخ	سعر إغلاق سابق	سعر إغلاق حالي	عائد السهم %	عائد القطاع العقاري %	عائد السوق %
قبل التنفيذ	1	9/7	8.77	8.07	(7.98)	(7.30)	(4.64)
	2	9/8	8.07	8.08	0.12	0.14	0.04
	3	9/9	8.08	8.08	0.00	0.59	0.18
	4	9/10	8.08	7.85	(2.85)	(3.74)	(2.58)
	5	9/11	7.85	7.57	(3.57)	(3.89)	(2.45)
	المعدل		8.17	7.93	(2.86)	(2.84)	(1.89)
بعد التنفيذ	6	9/14	7.57	7.34	(3.04)	(4.99)	(3.38)
	7	9/15	7.34	7.21	(1.77)	(0.83)	(1.71)
	8	9/16	7.21	7.13	(1.11)	(1.39)	(2.22)
	9	9/17	7.13	7.27	1.96	3.20	2.29
	10	9/18	7.27	7.00	(3.71)	(3.60)	(3.02)
	المعدل		7.30	7.19	(1.53)	(1.46)	(1.61)

ويوضح الشكل (5) عائد سهم شركة اعمار العقارية قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء.

شكل (5)

عائد سهم شركة اعمار العقارية قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء

أثناء التنفيذ



في الأسواق المالية-دراسة حالة

كما يوضح الجدول (3) عائد القطاع العقاري وعائد السوق قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء من قبل شركة اعمار العقارية، ومنه يتضح أن متوسط عائد سهم شركة اعمار العقارية مساويا تقريبا الى متوسط عائد القطاع العقاري قبل تنفيذ سياسة إعادة الشراء، إذ بلغ -2.86% ، -2.84% على التوالي، وتلك المتوسطات أكثر انخفاضا من متوسط عائد السوق البالغ -1.89%. ويشير ذلك الى مدى الانخفاض في متوسط عائد القطاع العقاري مقارنة بمتوسط عائد السوق. فيما نجد أن عائد سهم شركة اعمار العقارية أثناء تنفيذ سياسة إعادة الشراء بلغ -3.04% ، وعائد القطاع العقاري بلغ -4.66%، أما عائد السوق فقد بلغ -3.38%. وذلك يشير الى انه بالرغم من أن سهم شركة اعمار قد حقق خسائر أثناء تنفيذ سياسة إعادة الشراء ، إلا أن تلك الخسائر أقل من خسائر القطاع العقاري والسوق أثناء جلسة التداول تلك.

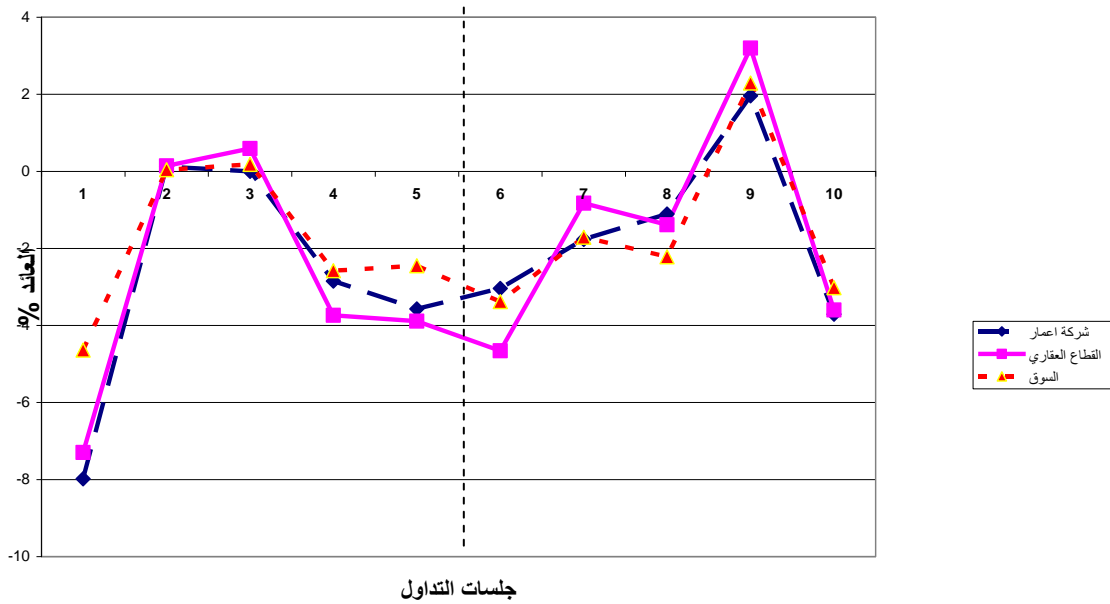
أما بعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء، فنجد أن كل من متوسط عائد سهم شركة اعمار العقارية، ومتوسط عائد القطاع العقاري، ومتوسط عائد السوق متساوية تقريبا إذ بلغ -1.53% ، -1.46% ، -1.61% على التوالي. ويشير ذلك الى عدم تأثير سياسة إعادة الشراء لشركة اعمار العقارية على عائد السهم لجلسات التداول اللاحقة لجلسة تنفيذ السياسة تلك.

وأخيرا يوضح الشكل (5) عائد سهم شركة اعمار العقارية وعائد القطاع العقاري وعائد السوق قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء.

شكل (5)

عائد سهم شركة اعمار العقارية وعائد القطاع العقاري وعائد السوق

أثناء التنفيذ





رابعاً- مناقشة نتائج تحليل الاختبار

1- مناقشة نتائج تحليل اختبار أحجام تداول السهم قبل وبعد سياسة إعادة الشراء
يعرض الجدول (4) نتائج التحليل الإحصائي لمتوسط أحجام تداول سهم شركة اعمار العقارية قبل وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء. إذ نجد أن متوسط حجم تداول السهم قبل وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء قد بلغ 39436737.4، 55974737.2 سهم على التوالي. وعند اختبار t نجد أنها بلغت -2.36 عند مستوى معنوية 0.046 ، وذلك المستوى أقل من مستوى معنوية الاختبار 0.05. مما يشير ذلك الى وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط حجم تداول أسهم شركة اعمار العقارية قبل وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء. مما يدل ذلك على صحة الفرضية الرئيسية الأولى.

جدول (4)

نتائج اختبار عائد السهم قبل وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء

مستوى المعنوية	اختبار t	متوسط حجم التداول %	سياسة إعادة الشراء
0.046	-2.36	39436737.4	قبل التنفيذ
		55974737.2	بعد التنفيذ

2- مناقشة نتائج تحليل اختبار عائد السهم قبل وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء
يعرض الجدول (5) نتائج التحليل الإحصائي لمتوسط عائد سهم شركة اعمار العقارية قبل وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء. ومنه يتضح أن متوسط عائد السهم قبل وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء بلغ -2.865% ، -1.545% على التوالي. وعند اختبار t نجد أن قيمتها بلغت -0.744 عند مستوى معنوية 0.48 ، وذلك المستوى يفوق مستوى معنوية الاختبار 0.05 ، مما يشير ذلك الى عدم وجود اختلاف معنوي بين متوسط عائد سهم شركة اعمار العقارية قبل وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء. مما يدل على عدم صحة الفرضية الرئيسية الثانية.

جدول (5)

نتائج اختبار عائد السهم قبل وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء

مستوى المعنوية	اختبار t	متوسط عائد السهم %	سياسة إعادة الشراء
0.48	-0.744	0.74	قبل التنفيذ
		0.313	بعد التنفيذ

3- نتائج اختبار العلاقة بين عائد السهم مع عائد أسهم شركات القطاع العقاري

بعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء

يوضح الجدول (6) نتائج اختبار العلاقة بين عائد سهم شركة اعمار العقارية مع عائد أسهم شركات القطاع العقاري كلا على انفراد. إذ تشير النتائج الى وجود علاقة معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 0.01 بين عائد سهم شركة اعمار العقارية وعائد سهم شركة ديار العقارية، إذ بلغ معامل ارتباط بيرسون Pearson 79.2%. كما تشير نتائج الاختبار الى وجود علاقة معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 0.05 بين عائد سهم اعمار العقارية وعائد سهم شركة أربتك العقارية، إذ بلغ معامل ارتباط بيرسون 69.5%. وأخيراً تشير نتائج الاختبار الى وجود علاقة معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 0.05 بين عائد سهم شركة اعمار العقارية وعائد شركة الاتحاد العقارية، إذ بلغ معامل ارتباط بيرسون 73.6%.



في الأسواق المالية-دراسة حالة

جدول (6)

نتائج اختبار العلاقة بين سهم شركة اعمار وأسهم شركات القطاع العقاري

شركة اعمار	شركة أربتك	شركة ديار	شركات القطاع العقاري
0.736*	0.695*	0.79**	شركة اعمار

* معنوي عند مستوى 0.05

** معنوي عند مستوى 0.01

وتشير نتائج التحليل الى قبول الفرضية الرئيسية الثالثة والفرضيات الفرعية المنبثقة عنها. كما يوضح الشكل (6) عائد سهم شركة اعمار العقاري مع أسهم شركات القطاع العقاري، شركة ديار، شركة أربتك، وشركة الاتحاد.

شكل (6)

عائد أسهم شركات القطاع العقاري قبل وأثناء وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء

أثناء التنفيذ





أولاً - الاستنتاجات

- 1- أظهرت نتائج اختبار أحجام تداول سهم شركة اعمار العقارية الى وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط أحجام تداول السهم قبل وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء من قبل الشركة أعلاه في سوق دبي المالي، وهذا يتوافق مع الفرضية الرئيسية الأولى. كما يعزز ذلك أهمية سياسة إعادة الشراء في زيادة أحجام تداول الأسهم في السوق المالي، فضلاً عن إمكانية التخلص من الكتل الكبيرة للسهم المعروضة، والتي قد تعيق ارتفاع قيمة السهم في السوق المالي.
- 2- تشير نتائج اختبار عائد سهم شركة اعمار العقارية الى عدم وجود اختلاف معنوي ذات دلالة إحصائية بين متوسط عائد السهم قبل وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء. وتلك النتائج لا تتوافق مع الفرضية الرئيسية الثانية. ويعزى السبب في ذلك الى انخفاض نسبة إعادة الشراء الفعلية عن نسبة إعادة الشراء التي تم الإعلان عنها من جهة. ومن جهة أخرى الى التوقيات غير المناسبة لتنفيذ سياسة إعادة الشراء، والتي نفذت في ظل تأثر سوق دبي المالي بالأزمة المالية العالمية، وهذا ينسجم الى ما توصل اليه كل من (Netter and Mitchell (1989 الى أن توقيات الإعلان عن سياسة إعادة الشراء أثناء الأزمة المالية غير مناسب لتنفيذ تلك السياسة.
- 3- تشير نتائج اختبار العلاقة بين عائد سهم شركة اعمار العقارية وبين عائد أسهم شركات القطاع العقاري كل على انفراد، الى وجود علاقة معنوية قوية حسب معامل ارتباط بيرسون عند مستوى معنوية 0.01 مع عائد سهم شركة ديار العقارية، وعند مستوى معنوية 0.05 مع عائد سهم شركة أرابتك العقارية ، ومع عائد سهم شركة الاتحاد العقارية. وتشير تلك النتائج الى قبول الفرضية الرئيسية الثالثة والفرضيات الفرعية المنبثقة عنها. كما تشير تلك النتائج الى أن عائد سهم شركة اعمار العقارية لم يتأثر بسياسة إعادة الشراء التي نفذت من قبل الشركة إذ أن اتجاه سعر السهم بنفس اتجاه أسعار أسهم شركات القطاع العقاري لجلسات التداول قبل وبعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء.

ثانياً - التوصيات

- 1- يستلزم على مجلس إدارة الشركات عدم اتخاذ قرار إعادة شراء أسهمها من السوق المالي، إذا لم يتوفر لديها الإمكانيات المالية أو السيولة المالية اللازمة لشراء النسبة التي سوف يتم الإعلان عنها. وذلك لتجنب خلق اتجاهات تشاؤمية لدى المستثمرين الحاليين أو المرتقبين بشأن الأفق المستقبلية للشركة، مما ينعكس ذلك سلباً في قيمة السهم في السوق المالي، ناتج من عدم تنفيذ الشركة إلا لنسبة بسيطة من إعادة شراء الأسهم مقارنة بما تم الإعلان عنه بالرغم من أن السهم مقيم في السوق المالي بأقل من قيمة السهم الحقيقية.
- 2- يتوجب على مجالس إدارة الشركات المدرجة في السوق المالي اختيار التوقيات المناسبة للإعلان عن سياسة إعادة الشراء. وعدم اللجوء الى سياسة إعادة الشراء أثناء الأزمة المالية للحد من انخفاض القيمة السوقية للسهم ، لكون إن الاتجاهات التشاؤمية للمستثمرين في السوق المالي أثناء الأزمة المالية العالمية تفوق ما تتضمنه سياسة إعادة الشراء من أنباء جيدة .
- 3- يمكن استخدام سياسة إعادة الشراء عند توفر التدفقات المالية الحرة بعد تمويل جميع الفرص الاستثمارية المتاحة. كما إن الانخفاض في أسعار السهم في السوق المالي بأقل من قيمته الحقيقية يعد فرصة استثمارية متاحة أمام الشركة لتحقيق عوائد مالية تنعكس بالتالي على قيمة الشركة في الأسواق المالية.
- 4- إمكانية استخدام سياسة إعادة الشراء لإيجاد أرضية صلبة لأسعار الأسهم والحد من الانخفاض المتوقع في الأسعار مستقبلاً، وأيضاً الى إمكانية التخلص من الكميات الكبيرة المعروضة في السوق المالي والعلاقة والتي تحد من ارتفاع سعر السهم في السوق المالي.

المصادر

أولاً- المصادر العربية



في الأسواق المالية - دراسة حالة

- 1- بريجهام، أوجين، إبراهيم، ميشيل، (2009) "الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي"، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية.
2. غنيم، احمد محمد، (2008) "الإدارة المالية مدخل التحويل من الفقر الى الثراء"، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، جمهورية مصر العربية.
- 3- الأنعمي، عدنان تايه، التميمي، ارشد فؤاد، (2009) "الإدارة المالية المتقدمة"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن.

ثانيا- المصادر الأجنبية

- 4-Brealy, Richard A., Myers, Stewart C., Marcus, Alan J., (2007) "Fundamentals of Corporate Finance," McGraw-Hill Irwin, United States.
- 5-Brigham, Eugene F, Ehrhardt, Michael c.,(2002)" Financial Management Theory and Practice,"10th. South – Western, Thomson Learning, United States.
- 6-Cook, Douglas O., Krigman, Laurie ., Leach, Chris.,(2004)"The Timing and Execution of Open Market Repurchases," The Review of Financial Studies, Summer, Vol.17, No.2, PP.436-498.
- 7-Ditter, Amy K. (2000) "Why Do Firms Repurchase Stock,?" Journal of Business, Jul., Vol.73 , No.3 , PP.331- 355.
- 8-Gitman, Lawrence J.,(2009) "Management Finance," Twelfth Edition, Addison Wesley, United States.
- 9-Ikenberry, David L., Vermaelen, Theo.,(1996)"The Option to Repurchase Stock," Financial Management, Winter, Vol. 25, No. 4, PP. 9 - 24.
- 10-Netter,J., Mitchell, M.,(1989)"Stock-Repurchase Announcements and Insider Transactions After the October 1987 Stock Market Crash," Financial Management, Autumn, PP. 84 – 96.
- 11-Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., Jordan, Bradford D., (2003) "Essentials of Corporate Finance," Third Edition, McGraw-Hill Irwin, United States.
- 12- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., Jordan, Bradford D., (2007) "Essentials of Corporate Finance," Fifth Edition, McGraw-Hill Irwin, United States.



في الأسواق المالية - دراسة حالة

ملحق (1)

عائد أسهم الشركات العقارية قبل وبعد تنفيذ شركة اعمار العقارية سياسة إعادة الشراء

عائد السوق	عائد القطاع العقاري	عائد سهم شركة الاتحاد	عائد سهم شركة أرابتك	عائد سهم شركة ديار	عائد سهم شركة اعمار	جلسات التداول	الفترة
(4.64)	(7.30)	(6.93)	(6.90)	(4.40)	(7.98)	1	قبل تنفيذ سياسة إعادة الشراء
0.04	0.14	(1.43)	1.11	0.57	0.12	2	
0.18	0.59	1.16	3.66	0.57	0.00	3	
(2.58)	(3.74)	(8.62)	(4.59)	(3.98)	(2.85)	4	
(2.45)	(3.89)	(2.83)	(7.78)	(2.96)	(3.57)	5	
(3.38)	(4.66)	(8.41)	(1.24)	(4.88)	(3.04)	6	بعد تنفيذ سياسة إعادة الشراء
(1.71)	(0.83)	(1.06)	6.33	(1.28)	(1.77)	7	
(2.22)	(1.39)	3.93	(4.26)	(3.90)	(1.11)	8	
2.29	3.20	6.53	8.00	3.38	1.96	9	
(3.02)	(3.60)	(3.23)	(2.88)	(3.92)	(3.71)	10	