



رد فعل السوق المصرية للإعلان عن الإنفاق الرأسمالي¹

ياسمين أحمد السيد² أ.د. السيدة عبد الفتاح إسماعيل³

كلية التجارة- جامعة الإسكندرية

ملخص البحث

توالى العديد من الاضطرابات الاقتصادية علي مصر عقب عام 2011، لعل أهمها ظاهرة إنخفاض الإستثمارات؛ والتي تسببت في سوء الوضع الإقتصادي المصري، ولاشك أن استمرار هذه الظاهرة سوف يؤثر علي قدرة الشركة علي الاستدامة والبقاء في السوق لذلك يتعين علي الشركات المصرية القيام بمزيد من الإستثمارات. لذلك تسعى الدراسة الحالية إلي تفسير ردود فعل المستثمرين في سوق الإسهام المصرية لإعلانات الإنفاق الرأسمالي من خلال دراسة سلوك عوائد الإسهام بالتزامن مع هذه الإعلانات للفترة من 2007 حتي 2017، وذلك علي الشركات المدرجة بسوق الإسهام المصرية؛ وقد بلغت عينة الدراسة 65 إعلاناً لـ 43 شركة، وذلك باستخدام الأساليب الإحصائية اللامعلمية مثل Wilcoxon. بصفة عامة، أيدت النتائج وجود عوائد إيجابية غير عادية للإعلان الرأسمالي خلال فترة الدراسة، كما توصلت الدراسة أيضاً إلي وجود تسرب في المعلومات عن تلك النفقات، حيث حققت هذه الإعلانات عوائد غير عادية موجبة كبيرة قبل تاريخ الإعلان عن تلك النفقات. وقد تنوعت إستجابة السوق لنوعية الإستثمارات، حيث شهدت إستثمارات التنوع في الأسواق والمنتجات عوائد إيجابية كبيرة ومعنوية وذلك علي عكس المشروعات المشتركة والتي شهدت عوائد سالبة كبيرة، أما فئة تخفيض التكلفة فلم تشهد إستجابة معنوية من قبل السوق. كما تزداد هذه العوائد كلما أزدادت كلاً من إمكانية نمو الشركة والتدفقات النقدية الحرة.

الكلمات المفتاحية: الإنفاق الرأسمالي - عوائد الإسهام - سوق الإسهام المصري - دراسة الحدث.

1- مقدمة

تطورت أهمية القرارات الاستثمارية مع إختلاف الفترات الزمنية، فمع بداية فترة السبعينات من القرن الماضي؛ حيث وقعت مصر إتفاقية الجات، ومن ثم بدأ الأخذ بسياسة الإنفتاح الإقتصادي؛ أصبحت الشركات المصرية تواجه تحديات تنافسية كبيرة من قبل الإستثمار الأجنبي، والتي إزدادت عقب إنضمام مصر لمنظمة التجارة العالمية عام 1995، وبتطبيق مبادئها التي تقوم علي المساواة وعدم التمييز في التجارة، والشفافية في المعلومات والإجراءات، وتعديل القوانين والأنظمة، مما دعي ذلك منظمات الأعمال إلي مزيد من الإنفاق علي الأوجه الإستثمارية المختلفة؛ وذلك مثل الإنفاق علي عمليات البحث والتطوير للمنتجات الجديدة، ووسائل إنتاجها، ومستوي الخدمة المقدمة للأخرين؛ من أجل المحافظة علي بقائها في الأسواق التنافسية وزيادة حصتها السوقية. كما أنه منذ الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، حثت الولايات المتحدة والعديد من الاقتصاديات

¹ تم تقديم البحث في 2019/5/26، وتم قبوله للنشر في 2019/10/29.

² معيدة بقسم إدارة الأعمال- كلية التجارة- جامعة الإسكندرية (yasminahmed.ye@gmail.com)

³ أستاذ التمويل والاستثمار- كلية التجارة- جامعة الإسكندرية (a_elsyaeda@hotmail.com)

الآخري علي عدم التركيز علي "الرأسمالية الفصلية القصيرة الاجل Quarterly Capitalism لما تسببه من خفض في عوائد الاستثمار للمدخرين وتقييد في النمو الاقتصادي، بل دعت للعمل علي إنتهاج " الرأسمالية المستدامة (Barton and Wiseman, 2014) Sustainable Capitalism .

وتفترض نظرية كفاءة الأسواق المالية أن المستثمر يقوم بإتخاذ قراراته بناءً علي المعلومات التي يعتقد أنها تساعد علي الحكم علي المنشآت. وتعتبر المعلومات المالية المتعلقة بالإعلان عن الإنفاق الرأسمالي من المعلومات التي قد تؤثر علي قرارات المستثمرين، وبالتالي علي العوائد التي يحصلون عليها، وذلك لما توفره تلك المعلومات للمستثمرين من أداة تمكنهم من الحكم علي أداء المشروع واتخاذ القرارات الرشيدة. وقد أظهرت الدراسات التي تناولت الاعلان عن الإنفاق الرأسمالي ردود فعل مختلفة ومتنوعة لسوق رأس المال، حيث أن الإعلان قد لا يخلق بالضرورة ردود فعل إيجابية، بل قد تولد ايضاً ردود فعل سلبية. وقد أرجعت الدراسات المبكرة هذا الاختلاف إلي اختلاف نوع الصناعة (Chan, Martin and Kensinger, 1990). ولكن ظل هذا الاختلاف في ردود فعل الاسواق داخل الصناعة الواحدة أمراً يُشغل الباحثين، مما دعاهم إلي الاعتماد علي أسس نظرية أقوى لتفسير هذا الاختلاف مثل فرض الفرص الاستثمارية Investment opportunities Hypothesis؛ والذي بدوره تمكنت الدراسات المتعاقبة من تفسير هذا التنوع، حيث أظهرت هذه الدراسات أن امكانية نمو الشركة هي العامل الرئيسي والمحدد لرد فعل السوق لهذا النوع من الاعلانات وليس نوع الصناعة (Ozbebek, Canikli and Ayturk, 2011; Cordis and Kirby, 2017; Filho and Moreira, 2018).

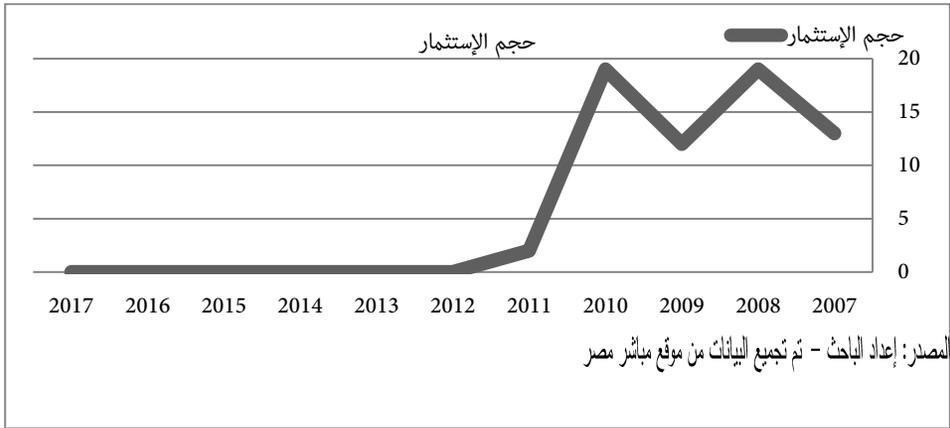
في حين اعتمدت دراسات أخرى علي فرض التدفقات النقدية الحرة Free Cash Flow Hypothesis في تفسير الاختلاف في ردود فعل السوق تجاه الإعلانات الرأسمالية، حيث أرجعت هذه الدراسات رد الفعل السلبي لسوق رأس المال إلي عدم رغبة المديرين في دفع تلك التدفقات إلي حملة الأسهم، أو ترحيلها إلي السنة التالية، أو الاسراف في الاستثمار (Lou, 2014; Saffarizadeh, 2014; Haddadian, 2015; Jianchuan, 2016). حين لجأت دراسات أخرى إلي فرض ترتيب أفضلية مصادر التمويل Pecking-Order Hypothesis في تفسير رد الفعل الإيجابي لسوق الأسهم تجاه الإعلانات الرأسمالية، حيث أرجعت تلك الدراسات رد الفعل الإيجابي هذا إلي الدور الإيجابي للتدفقات النقدية الحرة بإعتبارها مصدر داخلي هام من مصادر التمويل ذو تكلفة منخفضة مقارنة بغيره من المصادر الأخرى، والذي يُمكن الشركات من مواجهة التهديدات التنافسية في الصناعة (Becker-Blease and Paul, 2006; Qandhari, Khanand Rizvi, 2016). ومن ثم تقوم الدراسة الحالية بمحاولة تفسير رد فعل المستثمرين في السوق المصرية للإعلان عن الإنفاق الرأسمالي من خلال دراسة سلوك عوائد الاسهم حول هذه الإعلانات في ضوء بعض المتغيرات الرقابية الهامة مثل فئة الإنفاق الرأسمالي المعلن، والفرص الاستثمارية، والتدفقات النقدية الحرة.

2- مشكلة الدراسة

في الأونة الأخيرة، عقب عام 2011، تراجعت العديد من الشركات عن الإستثمار، حيث انخفض معدل الإستثمار بنسبة 94% عن ذي قبل، كما هو موضح في الشكل رقم 1-1، مما قد يؤثر ذلك علي قدرة الشركة علي الاستدامة والبقاء في السوق (2011، التقرير السنوي للبورصة; 2012, Kompas).

ولاشك أن استمرار ظاهرة إنخفاض الإستثمارات سوف يزيد الوضع الإقتصادي المصري سوءاً. ومن ثم، هناك حاجة إلي زيادة الإنفاق الرأسمالي، ودراسة العلاقة بين الإعلان الرأسمالي وعوائد اسهم الشركات، مما يساعد المديرين علي فهم كيفية تقييم السوق لقراراتهم الإستثمارية، وتطوير استراتيجيات الشركة، بما يحسن من أدائها وقدرتها علي الإستثمار، وبناء القيمة علي المدى الطويل، كما تساعد ايضا المتعاملين بالبورصة علي انتقاء أوراقهم المالية التي تمكنهم من تحقيق عوائد غير عادية علي محافظهم الإستثمارية. ومن ثم يمكن صياغة مشكلة الدراسة في التساؤل التالي:

ما هو رد فعل سوق الأوراق المالية المصرية للإعلان عن الإنفاق الرأسمالي وذلك من حيث تأثيره علي عوائد الأسهم؟



شكل رقم 1-1: حجم الانفاق الرأسمالي خلال فترة الدراسة

3- أهداف الدراسة

تهدف الدراسة الحالية إلي محاولة الإجابة عن تساؤل الدراسة والذي يمكن صياغته في الأهداف التالية:

- تحديد رد فعل السوق المصرية تجاه الإعلانات عن الإنفاق الرأسمالي وذلك من خلال دراسة سلوك عوائد الأسهم للشركات المعلنة.
- هل يختلف رد فعل السوق لإعلانات الإنفاق الرأسمالي بإختلاف كل من:
 - فئة الإنفاق الرأسمالي المعلن.
 - الفرص الإستثمارية (امكانية نمو الشركة).
 - التدفق النقدي الحر.

4- أهمية الدراسة

تتمثل أهمية الدراسة الحالية في جانبين أحدهما أكاديمي والآخر تطبيقي، كالآتي:

4-1 الأهمية الأكاديمية

علي الرغم من الوفرة الهائلة في الدراسات التي تبحث في العلاقة بين الإعلانات الرأسمالية وبين أسعار وعوائد الأسهم في الأسواق المتقدمة، إلا أن هناك ندرة في الدراسات التي تبحث هذه العلاقة في الأسواق النامية مثل مصر. كما أن هذه الدراسة تبحث في مضمون معلومات القرارات الإستثمارية، التي تنطوي علي تخصيص لحجم وأوجه الانفاق الرأسمالي للشركات في مختلف القطاعات، الأمر الذي قد يساعد في تأييد أو رفض بعض الفروض النظرية التي تفسر العلاقة بين الإعلان عن الإنفاق الرأسمالي وعوائد الأسهم مثل فرض تعظيم قيمة المساهمين، فرض الفرص الإستثمارية، وفرض ترتيب أفضلية مصادر التمويل، وفرض التدفق النقدي الحر، وفرض عدم تماثل المعلومات. بالإضافة إلي أن هذه الدراسة لا تكتفي فقط بتوضيح طبيعة العلاقة بين الإعلان الإستثماري وعوائد الأسهم، وإنما تسعى إلي تفسير لماذا تقابل قرارات تخصيص الموارد لبعض الشركات رد فعلاً إيجابياً من قبل السوق في حين تقابل قرارات مماثلة لشركات أخرى رد فعلاً سلبياً، وذلك من خلال دراسة بعض المتغيرات الرقابية.

4-2 الأهمية التطبيقية

- حاجة سوق رأس المال في مصر إلي الإهتمام بنشر المعلومات والبيانات، بهدف زيادة وعي المستثمرين بأهمية سوق رأس المال من ناحية، وزيادة ثقتهم فيها من ناحية أخرى. فكما أوضح بارتون ووسمان (Barton and Wiseman, 2014) إن القرارات الإستثمارية طويلة الأجل كانت هي بمثابة حلاً جيداً للخروج من الازمة المالية العالمية، وذلك لما تحققه من أثر إيجابي علي أداء الشركات، وذلك من حيث تعزيز العوائد المالية لها وزيادة قدرتها علي الابتكار.

- يتوقع أن تزيد الدراسة من ثروة المستثمر المعلوماتية عن مقاييس الأسهم، بما يدعم قدرتهم على تحقيق عوائد غير عادية علي أسعار أسهم تلك الشركات، وذلك من خلال تحسين قدرته علي أنتقاء الأوراق المالية التي من الممكن أن تحقق له عائد أعلى، مما يمكن من سرعة إستجابة أسعار وعوائد الأسهم للمعلومات التي تتعلق بالإنفاق الرأسمالي ويزيد من كفاءة السوق.

- كما يتوقع أن تساعد الدراسة المديرين علي فهم كيفية تقييم السوق لإتخاذ القرارات الإستثمارية الإستراتيجية، حيث تساعد المديرين علي فهم العلاقة بين الصناعة وبين إستراتيجية وأداء الشركة. حيث أن هذه الدراسة لم تقتصر علي دراسة طبيعة العلاقة بين الإعلان عن الإنفاق الرأسمالي وعوائد الأسهم، وإنما اتسعت لتشمل دراسة فئة الإستثمار المعلن؛ وتشمل أيضاً خصائص الشركة المعلنه؛ والتي تتمثل في إمكانية نمو الشركة، والتدفق النقدي الحر، وهذا من شأنه تفسير التنوع في ردود فعل عوائد الأسهم تجاه هذه الاعلانات داخل الصناعة الواحدة والصناعات المختلفة.

تنقسم الدراسة الحالية إلي أربعة أقسام: القسم الأول الخلفية النظرية والدراسات السابقة وفروض الدراسة، ويتناول القسم الثاني منهجية وتصميم الدراسة، أما القسم الثالث فيتناول الإختبارات الإحصائية ونتائج الدراسة، وأخيراً يتناول القسم الرابع مناقشة النتائج والتوصيات.

5- الأساس النظري والدراسات السابقة وفروض الدراسة

1-5 الخلفية النظرية

سوف نستعرض في هذا الجزء، أولاً الأساس النظري لتفسير العلاقة بين الإعلان عن الإنفاق الرأسمالي وعوائد الأسهم، وثانياً نتناول أسس تصنيف القرارات الرأسمالية الإستثمارية.

1-1-5 الأساس النظري

يمكن تفسير العلاقة بين الإنفاق الرأسمالي وعوائد الأسهم من خلال عدة فروض تتمثل في فرض تعظيم قيمة المساهمين، وفرض الفرص الإستثمارية، وفرض ترتيب أفضلية مصادر التمويل، وفرض التدفقات النقدية الحرة، وفرض عدم تماثل المعلومات، وذلك كالآتي:

- فرض تعظيم قيمة المساهمين *The Shareholder Value Maximization Hypothesis*

تفترض النظرية المالية أنه يجب علي المديرين وفقاً لقوي سوق رأس المال إتخاذ قرارات إستثمارية تهدف إلي تعظيم قيمة الشركة. لذلك فإن فرض تعظيم قيمة المساهمين يتنبأ بوجود رد فعل إيجابي لسوق الأسهم تجاه إعلانات القرارات الإستثمارية، سواء للإستثمارات الصغيرة أو الكبيرة، وأيضاً للإستثمارات قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، مع القليل من الإختلاف أو عدم الإختلاف في حجم العوائد غير العادية بإختلاف حجم أو مدة الإستثمار (Bhana, 2008; Ozbebek et. al. 2011; Liu et. al. 2015; Tseng, Suand Tsai, 2017). فمثل هذه القرارات تزيد من القيمة السوقية للشركة من خلال تعزيز قدرتها على توليد التدفقات النقدية المستقبلية (Rappaport, 1986).

- فرض الفرص الإستثمارية *Investment opportunities Hypothesis*

يفترض هذا الفرض أن إمكانية نمو الشركة هي التي تحدد رد فعل السوق تجاه قرارات الإنفاق الرأسمالي. ووفقاً لهذا الفرض، نجد أن الشركة التي تتمتع بإمكانية نمو عالية والتي من المتوقع أن يكون لديها فرص إستثمارية قوية ومشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة، يتوقع أن تلقي إعلاناتها عن الأنفاق علي الأوجه الإستثمارية رد فعلاً إيجابياً من قبل السوق. وعلى العكس من ذلك، فإن الشركات ذات معدلات النمو المنخفضة، والتي تفتقر إلي المشروعات المستقبلية المرهبة والفرص الإستثمارية الجيدة، يتوقع أن يكون رد الفعل سلبياً من قبل السوق (Yeoh, 2000; Yeoh and Brailsford, 2004; Chen, 2006; Ozbebek et. al. 2011; Cox et. al. 2008; Cordis et. al. 2017; Filho et. al. 2018). وفي الواقع، قد يفضل المستثمرون أن تخفض الشركات ذات الفرص الإستثمارية المنخفضة إنفاقها الرأسمالي (Chung, Wright & Charoenwong, 1998). حيث يري ميرتون (Merton, 1973) أن المستثمر لا يهتم فقط بثروته الحالية والتحوط ضد المخاطر التي يمكن أن تؤثر عليها سلبياً، ولكن يهتم أيضاً بالفرص الإستثمارية في المستقبل، فإنخفاض الفرص الإستثمارية المستقبلية مع إنخفاض العائد المتوقع، يعطي إشارة بأن رأس المال المستثمر سيكون أقل إنتاجية في المستقبل، وبالتالي يصبح المستثمر قلق علي ثروته في نهاية فترة الاستثمار.

- فرض ترتيب أفضلية مصادر التمويل Pecking-Order Hypothesis

أشار مايرز (Myers, 1984) في هذا الفرض إلى الدور الإيجابي للتدفق النقدي الحر بإعتباره أقل مصادر التمويل من حيث التكلفة. حيث تقترح النظرية التي قدمها مايرز أن الشركة لديها أفضلية معينة لرأس المال المستخدم في تمويل أعمالها، وذلك يرجع لتخوف الشركة (المساهمون الأصليون) من عدم تماثل المعلومات، حيث أنه كلما أرتفعت مخاطر عدم تماثل المعلومات المرتبطة بمصادر التمويل المختلفة إلى جانب الأرباح المحتجزة، زاد العائد المطلوب علي رأس المال من كل مصدر، لذلك تفضل الشركة الإعتماد علي الأرباح المحتجزة عن الديون قصيرة الأجل، وكذلك تفضل الديون القصيرة الأجل عن الديون الطويلة الأجل، والديون عامة عن إصدارات الأسهم (Becker-Blease et. al. 2006; Qandhari et. al. 2016).

- فرض التدفقات النقدية الحرة Free Cash Flow Hypothesis

أشار كلا من جينسن ومكلينج (Jensen and Meckling, 1976) في هذا الفرض إلى أن التدفق النقدي الحر الزائد سوف يدفع بالمديرين إلى الإسراف في الإستثمار بدلاً من أن يدفعوا بتلك التدفقات إلى حملة الأسهم، وذلك نظرا لتضارب المصالح بين الملاك والمديرين، والذي غالبا ما يدفعهم إلى توجيه رؤوس الأموال الزائدة في المشاريع الإستثمارية ذات القيمة الحالية السالبة، لتحقيق منافعهم الخاصة والحفاظ على مراكزهم. وتعد التدفقات النقدية الحرة المرتفعة مظهر من مظاهر تكلفة الوكالة. وقد أقتراح جينسن (Jensen, 1986) أساليب لخفض الموارد التي تقع تحت سيطرة المديرين، وذلك بدفع تلك المبالغ النقدية الزائدة إلى المساهمين، أو قيام الشركة بإعادة شراء أسهمها، أو إعتمادها في تمويل مشاريعها علي التمويل الخارجي بما يجعل المديرين أكثر عرضة لمراقبة أسواق رأس المال.

- فرض عدم تماثل المعلومات Information Asymmetry Hypothesis

يشير كلا من مودجلياني وميلر (Modigliani and Miller, 1963)؛ وفقا لنظرية كفاءة السوق؛ إلى أن جميع المتعاملين بالأسواق يهتمون بكافة المعلومات الواردة عن الأوراق المالية، والتي يوفرها السوق. وعلي الرغم من ذلك، فإن المديرين يمتلكون دائما معلومات عن شركاتهم أكثر من تلك التي يمتلكها المستثمرون الخارجيون External Investors؛ مما يشير إلى عدم تماثل المعلومات. وعدم تماثل المعلومات هذا قد يضعف بدوره من قدرة المحللين الماليين علي التنبؤ بالتدفقات النقدية للشركة، مما يزيد من التباين في المعلومات حول التدفقات النقدية، والربحية، والكفاءة التشغيلية للشركة (Thomas, 2002). وإستنادا إلى منظور عدم تماثل المعلومات، يفضل الملاك إعادة رأس المال الزائد إليهم كتوزيعات أرباح، وجمع الأموال من سوق رأس المال. ويعتبر ذلك إشار إلى دور الرافعة المالية في خفض عدم تماثل المعلومات. وهو ما سبق أن أشار إليه روس (Ross, 1977) بأن زيادة اعتماد الشركة علي القروض من شأنه أن ينقل كافة المعلومات الداخلية عنها إلى المستثمرين الخارجيين، حيث يزداد إدراك السوق للقيمة بزيادة الرافعة المالية، لأن في ذلك تقليل لاحتمالية اتخاذ المديرين لقرارات خاطئة تتسبب في ضعف الأداء التشغيلي للشركة. وأن في حالة قيام إحدى الشركات بإصدار أسهم جديدة لرفع رأس المال لإستخدامه في المشاريع الاستثمارية، قد يقلل ذلك من قيمة أسهم الشركة (Myers and Majluf, 1984).

2-1-5 تصنيف قرارات الإنفاق الرأسمالي Classification of Capital Expenditure Decisions

توفر الأدبيات المالية أنظمة مختلفة لتصنيف قرارات الإستثمار الرأسمالي. وقد تم اختيار التصنيف التي وضعه كستير (Kester, 1984)، وعدله جونز ودانبولت (Jones and Danbolt, 2004) باعتباره التصنيف الشائع في دراسات الإنفاق الرأسمالي. فقد قدم كستير تصنيفاً للإستثمار من حيث مستوي الفرصة الإستثمارية التي يوفرها القرار الإستثماري، كما أشار إلي أن الشركة يجب أن يكون لديها مزيج ملائم من نوعين من الإستثمار كجزء من إستراتيجيتها الإستثمارية "خيارات النمو المركب Compound Growth Options" (وخيارات النمو البسيط Simple Growth Options). حيث أن فئة "خيارات النمو المركب" تشمل تلك الإستثمارات التي تولد إيرادات على المدى الطويل مثل البحوث والتطوير (R&D)، والتنوع في المنتجات والأسواق، في حين أن الإستثمارات المدرجة في فئة "خيارات النمو البسيط" تنطوي على قرار التوسع في خطوط الإنتاج الحالية مثل إنشاء مصنع جديد أو إستثمارات منخفضة التكاليف.

ويقسم هذا التصنيف قرارات الإنفاق الرأسمالي إلي أربع فئات بعضها يمثل خيارات نمو بسيط والبعض الآخر خيارات نمو مركب. الفئة الأول تتمثل في مشاريع تخفيض التكلفة Cost Reduction projects والتي يمكن تعرفها بأنها تصفية لبعض أصول أو أقسام الشركة ذات التكاليف التشغيلية العالية، والتي أصبحت تشكل عبئاً مالياً علي هذه المنشأة، وتحويل هذه الموارد إلي البرامج التي تخفض تكاليف التشغيل وخطوط الإنتاج الحالية. مثل هذه المشاريع تتصف بأنها مشاريع منخفضة المخاطر، وتعتبر من "خيار النمو البسيط".

أما الفئة الثانية تتمثل في مشاريع الإنفاق علي الأصول الرأسمالية Asset expenditure projects والتي تعني الإحلال والتجديد للأصول، حيث تمثل التعريف الضيق للإنفاق الرأسمالي. وتعرف هذه الفئة بأنها هي مدفوعات لشراء أصول ثابتة أو لزيادة العمر الإنتاجي للأصول الثابتة القائمة، وتشمل هذه الفئة الإنفاق علي المنشآت والمصانع والألات والممتلكات والمعدات للتوسع وصيانة خطوط العمل الحالية، كما يتضمن ذلك تشييد وإعداد مصنع جديد (التجديد)، وتطوير منشآت قائمة (الإحلال). ويجب الإشارة إلي أن الإنفاق علي عملية الإحلال والتجديد يستبعد علي وجه التحديد نفقات صيانة الألات، حيث تمثل هذه النفقات عنصراً تشغيلياً يتوقعه السوق. في حين أن الإنفاق علي عملية الإحلال والتجديد عادة ما ترتبط بزيادة في الطاقة الإنتاجية والعمالة، وهو ما يتطلب بناء وتركيب لبعض المرافق الجديدة. وحيث أن مستوى المخاطر المرتبط بمشاريع الإحلال والتجديد مماثلة لتلك المخاطر التي يتعرض لها خطوط العمل الحالية، فمن ثم تندرج ضمن "خيارات النمو البسيط".

وتتمثل الفئة الثالثة في مشاريع تنوع المنتجات والأسواق Product/market diversification projects، وتعرف هذه الفئة بتخصيص الموارد في محاولة لزيادة الحصة السوقية للشركة. وتشمل هذه الفئة طرح منتجات جديدة (تتضمن أيضاً التحسين في المنتجات) أو تسويق منتجات حالية في مناطق جغرافية جديدة، لذلك من المرجح أن يكون مستوى المخاطر عالياً نسبياً. وتندرج هذه الفئة ضمن "خيارات النمو المركب".

أما الفئة الرابعة تتمثل في الإنفاق علي البحث والتطوير (R&D) Research and development، وتعرف بأنها تخصيص لموارد الشركة بغرض التوجه نحو الابتكار وإدخال تحسينات علي المنتجات والعمليات. وتعرف

هذه الفئة من المشاريع بحالة عدم التأكد العالي بشأن العائد، حيث أن نسبة كبيرة من قيمة مشروع R&D يتم تحديدها من خلال قدرة الشركة على التفرد بهذه الاكتشافات البحثية، ما يجعلها تدرج ضمن "خيارات النمو المركب".

وقد عدل جونز ودانبولت هذا التصنيف حيث أضاف فئة جديدة إلى الفئات السابقة وهي فئة المشاريع المشتركة (Joint Ventures)؛ وتعتبر هذه الفئة الخامسة من الإنفاق الإستثماري الذي ينفذ من قبل مجموعة من المنشآت المستقلة، وغالباً ما يكون الهدف من هذه المشاريع خفض المخاطر (التنوع)، وتحقيقاً للمزايا التجميعية (خفض الإنفاق، وفورات الحجم، زيادة القوة التسويقية، وتقاسم الخبرة الإدارية والتقدم التكنولوجي)، الأمر الذي غالباً ما يؤثر علي أسعار وعوائد الأسهم، لذلك تدرج هذه الفئة ضمن "خيارات النمو المركب".

وقد استخدمت الدراسة الحالية هذا التصنيف للإنفاق الرأسمالي عند دراسة مدى إختلاف إستجابة عوائد الأسهم للإعلان الرأسمالي بإختلاف الفئات الإستثمارية.

2-5 الدراسات السابقة وفروض الدراسة

تنقسم الأدبيات إلي اربع مجموعات وهي الأدبيات المتعلقة بالإعلان عن الإنفاق الرأسمالي، والأدبيات التي تناولت فئة الإنفاق الرأسمالي، والأدبيات التي تناولت الفرص الإستثمارية، والأدبيات التي تناولت التدفق النقدي الحر.

1-2-5 الأدبيات المتعلقة بالإعلان عن الإنفاق الرأسمالي The Capital Expenditure Announcement

إختبرت العديد من الدراسات العلاقة بين الإعلان الرأسمالي وعوائد الأسهم في السوق الأمريكي، وإتفقت جميعها علي وجود عوائد غير عادية إيجابية للإعلان عن الإنفاق الرأسمالي وذلك في مختلف الصناعات، ماعدا الصناعات ذات التكنولوجيا المنخفضة؛ وذلك نظراً لإعتماد الشركات العاملة بالصناعات ذات التكنولوجيا العالية بشكل أساسي علي عمليات البحث والتطوير لتطوير منتجاتها الحالية، أو لإبتكار منتجات جديدة لضمان بقائها وأستمرارها بالسواق، وذلك علي عكس الشركات ذات المستوي التكنولوجي المنخفض (Chan, et. al., 1990)، وكذلك في صناعة المرافق العامة؛ وذلك نظراً لوجود آليات التسعير الرقابية المفروضة بالصناعة، والتي تتسبب في خفض إحتمالية توافر مشروعات رأسمالية ذات صافي قيم عالية موجبة لتلك الشركات (McConnell and Muscarella, 1985).

أما عن صناعة الضيافة Hospitality Industry مثل صناعة الفنادق والمطاعم، أشار كيم وكيم وهانسير (Kim, Kim and Hancer, 2009) إلي وجود عوائد إيجابية غير عادية ضئيلة للإعلان الرأسمالي الخاصة بتكنولوجيا المعلومات وفي ذلك إشارة إلي إعتقاد المستثمرين بضعف دور إستثمارات تكنولوجيا المعلومات في تحسين أداء الشركة. في حين تحقق صناعة الكمبيوتر عوائد إيجابية غير عادية كبيرة للإعلان عن المنتجات الجديدة (Koku, 2009). كما أثبتت بعض الدراسات وجود إستجابة إيجابية غير عادية قوية في مجال الدعاية والإعلان (Adnertising)، بغض النظر عن نوع الصناعة، وأن الأثر المباشر للإنفاق الإعلاني (رد فعل السوق) في

تعظيم قيمة الشركة أكبر من أثره غير المباشر علي المبيعات والأرباح، والذي يؤدي بدوره إلي تعظيم قيمة الشركة (Joshi and Hanssens, 2010; Lou, 2014).

وهناك أيضاً مجموعة أخرى من الدراسات أهتمت بالتحقق من إستجابة أسواق أخرى متقدمة بخلاف السوق الأمريكي للإعلانات الرأسمالية، فمثلا السوق الياباني، تبينت إستجابته الإيجابية للإعلان الرأسمالي للشركة المعلنة عن زيادة الإنفاق الرأسمالي، كما تبين أيضاً إستجابته السلبية لإعلانات الشركة عن خفض إستثماراتها، وذلك في مجال تقنية المعلومات (Roztock and Imai, 2002). كما أستجاب السوق الأسترالي إيجابياً بدرجة كبيرة للإعلان عن المشروعات المشتركة (Janakiraman, Lamba and Seneviratne, 2005)، في حين حقق الإعلان الرأسمالي لمشروعات الإحلال والتجديد إستجابة إيجابية ضئيلة (Yeoh, et. al., 2004).

وقد تبين عن السوق البريطاني إستجابته الإيجابية تجاه انتاج المنتجات الجديدة أو الدخول في أسواق جديدة، وذلك نظراً لما تعكسه تلك الأعلانات من معلومات هامة متعلقة بالأرباح المستقبلية للشركة ولكفاءة السوق (Jones and Danbolt, 2005). كما أوضحت دراسة أكبر وشاه وسعدي (Akbar, Shah and Saadi, 2014) أن هذه الإستجابة الإيجابية جاءت سواء لإعلانات الشركة عن الزيادة أو الخفض من إستثماراتها وذلك بالتطبيق علي عينة كبيرة من الشركات (448 شركة) في مختلف الصناعات. لكن تنوعت ردود فعل السوق البريطاني تجاه الإعلان عن قرارات نقل مرافق الشركة، وذلك لأرتباط ردود الفعل لمثل هذه القرارات بما تنقله من معلومات ايجابية أو سلبية حول الفرص الإستثمارية المستقبلية للشركة (Cox, et. al., 2008).

كما قامت بعض الدراسات بالتحقق من إستجابة الأسواق الناشئة للقرارات الإستثمارية مثل ماليزيا، والذي تبين من خلالها تمتع السوق الماليزي بعوائد رأسمالية إيجابية في مختلف القطاعات الصناعية والخدمية في الفترة ما بين يوم الإعلان وما يسبقه، ويعد ذلك دليل علي وجود تسرب للمعلومات قبل تاريخ الإعلان. كما أشارت أيضاً إلي ظهور العوائد الإيجابية غير العادية مرة أخرى في اليوم الثالث فقط بعد الإعلان، وقد يرجع ذلك إلي خصائص بعض المشاركين بالأسواق؛ ولأسيما الأسواق الناشئة؛ والذين يتميزون بطابع المضارب الهاوي نتيجة لضعف خبرتهم في التعامل مع الأسواق المالية والمنشورات الفنية المعلنة، ما يدفعهم إلي إتباع سلوكيات بعض المشاركين ذوي الخبرة في تداولاتهم للأوراق المالية، وهو ما يعرف بظاهرة السلوك الجماعي أو سياسة القطيع (Lynn and Shaikh, 2011). كما أظهرت دراسة واتشانجا (Wachanga, 2014) عن السوق النيروبي بكينيا الدور الإيجابي للإنفاق الرأسمالي في تعظيم قيمة الشركة وتعزيز عوائدها. وهناك أيضاً دراسة ليو (Lew, 2015) في أسواق كوريا الجنوبية، والتي توصلت إلي أن الإعلان عن الإنفاق علي الدعايا والإعلان Advertising يزيد من قيمة الشركة وعوائد المساهمين في الشركات العاملة بالصناعات ذات التكنولوجيا العالية أكثر منه في الشركات العاملة بالصناعات ذات التكنولوجيا المنخفضة، وذلك لزيادة المنافسة بين الشاكات العاملة بالصناعات عالية التكنولوجيا وأيضاً لإعتمادها علي منتجات سريعة التطور.

كما تبين عن السوق الأندونيسي إستجابته الإيجابية للشركة المعلنة عن منتجاتها الجديدة، مما أحدث خسائر هامة في ثروة منافسيها (Utami and Eliyani, 2016). أما عن سوق الأوراق المالية بتايوان، فقد تبين فيه وجود عوائد إيجابية كبيرة لإثر الإعلان عن الإنفاق الرأسمالي في جميع الصناعات ماعدا صناعة الألكترونيات، والتي شهدت تحقيق عوائد سالبة كبيرة للأعلان الرأسمالي، وذلك لإتخاذهم قرارات إستثمارية دون المستوي

الأمتل، بما لا يضيف قيمة في ثروة مساهميهما (Liu, Lee, Lin and Hong, 2015). في حين أشارت دراسة تسينج وسو وتساى (Tseng, Su and Tsai, 2017) عن هذا السوق إلي التنوع في ردود أفعاله حيال هذه القرارات، فبعضها جاء إيجابياً والبعض الآخر سلبياً، وأن هذه العلاقة السالبة تزداد في الشركات التي لا تحسن ممارسة السلطة؛ مثل الشركات العائلية مقارنة بنظيرتها التي تحسن ممارسة السلطة مثل الشركات التي يمتلكها العديد من المستثمرين.

وفي السوق الهندي، أشارت دراسة مان وبابار (Mann and Babbar, 2017) إلي إستجابته الإيجابية للإعلان عن المنتجات الجديدة، كما أشادت بدور الإنفاق علي البحث والتطوير في تحقيق التمايز بين المنتجات، والتي تنعكس في تحسين عوائد وأداء الشركات. وذلك بخلاف ما توصلت إليه دراسة سوريش وثينموزي وفيجاياراجافان (Suresh, Thenmozhi and Vijayaraghavan, 2005)، والتي أشارت لوجود عوائد سالبة غير عادية وذلك لإفتقار المتعاملين بالسوق للثقة في إستراتيجيات العديد من الشركات لتنفيذ مثل هذه المشروعات، حيث لاحظ المستثمرين أن غالبية الشركات تعتمد الإعلان عن القرارات الإستثمارية من أجل الحفاظ علي أسعار أسهمها وقد ينتهي الأمر بعدم تنفيذها، مما يفقد الثقة في هذه الشركات. كما تبين عن السوق السويدي أن المستثمرين بالأسواق السويدية تستجيب إيجابياً للإعلان عن المشروعات المشتركة (Ydenius and Bolin, 2017)، وهو ما يتفق مع دراسة جونز ودانبولت 2004، بأن السوق يتوقع من الشركات المكونة للمشروعات المشتركة تحقيق مكاسب كبيرة نتيجة المشاركة في الموارد. في حين توصلت دراسة دي هفيساي ولارسون (De Hevesy and, Larsson, 2017) إلي وجود عوائد سالبة غير عادية للإعلان عن الإنفاق علي البحث والتطوير في الصناعات كثيفة البحث والتطوير.

وهناك مجموعة أخرى من الدراسات في الأسواق العربية، ومن بين هذه الدراسات دراسة الفضل (1998) في السوق العراقي للفترة 1995-1996، والتي توصلت إلي ردود فعل إيجابية للإعلان الرأسمالي رغبةً من المستثمر العراقي في زيادة إستثماراته وتقليص إيدارته نظراً لحالة التضخم التي يعانها الإقتصاد العراقي الراجع للحصار الواقع عليه، ما يؤدي إلي زيادة الطلب علي أسهم الشركات التي تعلن عن إنفاقها الرأسمالي.

وهناك أيضاً دراسة ياغي (2005) التي إختبرت العوائد الرأسمالية في السوق المصرية خلال الفترة ما بين 2005-2000، وتوصلت إلي وجود عوائد غير عادية إيجابية محدودة لفترة ما قبل الإعلان عن الإنفاق الإستثماري، في حين أشارت إلي وجود متوسط عوائد غير عادية مجمعة جوهرية حول تاريخ الإعلان، والذي أخذ في الإرتفاع بدءاً من اليوم السابع وحتى نهاية فترة الحدث، مرجعاً ذلك إلي بطئ إستجابة البورصة للمعلومات وضعف كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية. كما تجدر الإشارة إلي أوجه الإختلاف بين هذه الدراسة ودراسة ياغي (2005)، حيث إتمتت دراسة ياغي في إختباره لهذه العلاقة علي عينة صغيرة من الشركات؛ وهي الشركات المدرجة ضمن مؤشر EGX30؛ في حين إتمتت هذه الدراسة علي جميع الشركات المدرجة بسوق الأسهم المصرية، مما يساعد ذلك علي التوصل لنتائج أفضل.

أما بخصوص السوق الأردني فقد تنوعت إستجابته ما بين السليبي والإيجابي وعدم الإستجابة، فمن ناحية توصل (الخليلة، وإستانبولي، 1997) إلي وجود أثر سلبى للإعلان عن الإنفاق الرأسمالي علي عوائد الأسهم، ومن ناحية أخرى توصل (الجمال، 2002) إلي وجود عوائد غير عادية إيجابية ضعيفة للإعلان الرأسمالي للشركات الصناعية،

أما دراسة (الحلاق، والعجلوني، والسوالمه، 2014) فلم تتوصل الدراسة إلي وجود أثر للإعلان عن النفقات الرأسمالية علي عوائد أسهم الشركات الخدمية، وذلك لعدم إفصاح الشركات الأردنية عن توسعاتها وإستثماراتها بشكل ملائم وكافي وفي الأوقات المناسبة، حيث تقوم الشركات بالإفصاح عنها في القوائم المالية ضمن العديد من المعلومات الهامة الأخرى التي يصعب تجنب أثرها. أما عن السوق الفلسطيني، فلم تتوصل دراسة (الخطيب، 2015) هي أيضاً إلي وجود معنوية لعوائد الإعلان، وذلك نظراً لقيام الشركات الفلسطينية بالإعلان عن إستثماراتها في غير وقت حدوثها وإنما في القوائم المالية.

وبناء علي ما سبق تشير معظم الدراسات السابقة إلي وجود علاقة موجبة بين الإعلان عن الإنفاق الرأسمالي وعوائد الأسهم، كما تشير إلي وجود تسرب لهذه المعلومات قبل الإعلان عنها، مما يجعل هناك إختلافاً في العوائد غير العادية بعد الإعلان عن نظيراتها قبل الإعلان، وبناء عليه يمكن صياغة الفرضين التاليين:

الفرض الأول: توجد عوائد غير عادية موجبة للأسهم حول تاريخ الإعلان عن الإنفاق الرأسمالي.

الفرض الثاني: توجد عوائد غير عادية موجبة للأسهم قبل تاريخ الإعلان عن الإنفاق الرأسمالي.

ولمعرفة مدي إختلاف عوائد الإعلان عن الإنفاق الرأسمالي بإختلاف بعض المتغيرات الرقابية، سنعرض بعض الدراسات التي تناولت دور كلا من فئة الانفاق الرأسمالي، والفرص الإستثمارية (إمكانية نمو الشركة)، والتدفق النقدي الحر، في تفسير ردود فعل السوق لتلك الإعلانات في الآتي.

2-2-5 الأدبيات المتعلقة بفئة الانفاق الرأسمالي Capital Expenditure Category

أشارت الدراسات عبر أسواق رأس المال والفترات الزمنية المختلفة أن فئة الإنفاق الرأسمالي تعتبر عامل محدد للعوائد الرأسمالية، حيث يختلف رد فعل سوق رأس المال لهذه الإعلانات بإختلاف فئة الإنفاق الرأسمالي المعلن إذا كان فئة بحث وتطوير، أو مشروعات مشتركة، أو تنويع في المنتجات والأسواق، أو الإنفاق علي الإحلال والتجديد، أو تخفيض للإستثمارات.

- فئة البحث والتطوير

نجد أن الدراسات السابقة والتي إختبرت عوائد الإعلان عن البحث والتطوير في الأسواق المتقدمة مثل السوق الأمريكي، أشارت إلي أن هذه الفئة تحقق أعلي عائداً إيجابياً غير عادياً من الفئات الإستثمارية الأخرى؛ ولاسيما الشركات ذات الكثافة العالية للبحث والتطوير؛ حيث دائماً ما تتوقع الأسواق تحقيق الشركة لتدفقات نقدية مستقبلية عالية من إستثماراتها في الأصول غير الملموسة لما يمكن لهذه الشركات أن تحققه من مزايا تنافسية فريدة ومستدامة من هذه الإستثمارات (Hsieh, Mishra and Gobeli, 2003)، كما ترجع أيضاً إلي ارتفاع درجة المخاطر التي تتميز بها أسهم هذه الشركات؛ ولاسيما تلك التي تتصف بقيادة البحث والتطوير؛ مما ينعكس ذلك علي عوائد أسهمها (Ciftci, Lev and Radhakrish, 2008). كما أن السوق الأمريكي يفضل الانفاق علي برامج بحث وتطوير مشروع قائم أكثر من الانفاق علي برامج بحث وتطوير مشروع جديد، وأرجعت هذه النتائج إلي قدرة سوق رأس المال علي التمييز بشكل جيد بين القرارات الرأسمالية التي يمكن أن تساعد علي زيادة إمكانية نمو الشركة عن غيرها التي لا تساعد علي ذلك (Woolridge and Snow, 1990).

وعلي الرغم من تحقيق عوائد إيجابية عالية علي هذه الاعلانات إلا أن التغير في أسعار وعوائد الأسهم لا يعكس بشكل كافٍ جميع الفوائد المستقبلية المرتبطة بنفقات البحث والتطوير، وهو ما يعرف بـ "سوء تسعير البحث والتطوير"، والتي ترجع إلي نقص المعلومات لدي المستثمرين حول طبيعة التغيرات في البحث والتطوير والتي قد تمكنهم من تقييم الأداء المستقبلي؛ وهو ما يشير إلي عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين (Gharbi, Sahut and Teulon, 2014)، وهو ما أكدته دراسة غربي وساهوت وتيلون (Gharbi, Sahut and Teulon, 2014) عن السوق الفرنسي، حيث توصلت لوجود علاقة إيجابية كبيرة بين تقلبات عوائد الأسهم وكثافة البحث والتطوير العالية، وأن هذه التقلبات تزداد في الصناعات عالية التكنولوجيا نظراً لإعتماد هذه الصناعات بشكل أساسي في عملياتها علي البحث والتطوير، وهو ما يدفع الشركات العاملة بها إلي حجب مثل هذه المعلومات عن الأطراف الخارجية، مما يجد المستثمر صعوبة في تقييم مثل هذه الإستثمارات.

كما قامت مجموعة أخرى من الدراسات باختبار هذه العلاقة في الأسواق الناشئة، مثل السوق التركي (Candemira and Zalluhoglu, 2011)، والسوق الهندي (Mann and Babbar, 2017)، والتي أيدت دور الإنفاق علي البحث والتطوير في تحسين عوائد وأداء الشركات، باعتبارها قوة دافعة للإبتكار والتمايز بين المنتجات، ومصدر هام لرأس المال غير الملموس Intangible Capital من أجل التوصل إلي تكنولوجيا جديدة، وتحسين وتطوير المنتجات، ما يجعلها تزيد من القوة التنافسية للشركة، وهو ما حدث خلال فترة الأزمة المالية العالمية والتي ساعدت الكثير من الشركات علي الخروج من هذه الأزمة.

كما تبين عن السوق السويدي بعدم تفضيله لمثل هذا النوع من الإنفاق، نظراً لإرتفاع عدم التأكد في التدفقات النقدية المستقبلية لهذه النفقات (De Hevesy and Larsson, 2017)، وهو ما يمكن تفسيره من خلال ما توصلت إليه دراسة بانديت ووسلي وزاك (Pandit, Wasley and Zach, 2011) بأن جودة مخرجات البحث والتطوير تعتبر عامل مؤثر في تحديد رد فعل السوق للإنفاق الرأسمالي، فإذا كانت الشركات ذات أنشطة بحث وتطوير أقل إنتاجية (جودة مخرجات بحث وتطوير منخفضة) يتوقع السوق بأدائها التشغيلي المستقبلي الأقل كفاءة، مما يزيد ذلك من أثر عدم التأكد بشأن نفقاتها الحالية علي البحث والتطوير والعكس صحيح.

- فئة المشروعات المشتركة

أظهرت الدراسات المبكرة التي إختبرت عوائد الإعلان الرأسمالي عن هذا النوع من الإنفاق للشركات المدرجة في السوق الأمريكي وجود رد فعل إيجابي للسوق تجاه هذه الفئة، وأن هذه الفئة تحقق أعلي عائد غير عادي بعد فئة البحث والتطوير وأرجعت هذه النتيجة إلي درجة المفاجأة وعدم التوقع الكبيرة من قبل السوق لهذا النوع من الانفاق، والتي تعزز توقعات السوق بشأن الامكانيات والتطلعات المستقبلية للشركات المكونة للمشروعات المشتركة (Hanvanich and Cavusgil, 2001)، وأن هذا السوق يفضل المشروعات المشتركة الدولية عن نظيرتها الوطنية، لزيادة معدلات الخطر المرتبطة بها، ومن ثم التنبؤ بزيادة التدفقات النقدية المستقبلية (Denning, Hulburt and Ferris, 2006).

كما توصلت مجموعة من الدراسات إلي نتائج مماثلة في العديد من الأسواق الأخرى بخلاف الأسواق الأمريكية، فمثلاً دراسة جونز ودانبولت (Jones, et. al., 2004)؛ والتي إختبرت العوائد الرأسمالية لهذا النوع من الإنفاق في عدة أسواق منها الأسواق الأوروبية، وأسواق آسيا وأستراليا، وشمال أمريكا؛ وتوصلت تلك الدراسة إلي أن

جميع الاعلانات المتعلقة بالمشروعات المشتركة بإستثناء تلك الموجودة في آسيا وإستراليا تحقق، في المتوسط، عوائد غير عادية إيجابية، وخاصة في الأسواق الأوروبية وذلك لتوقع السوق لتحقيق الشركات المكونة للمشروعات المشتركة مكاسب كبيرة نتيجة تحالف الموارد. وقد إختلفت معها دراسة جاناكرامانان ولامبا وسينيفيراتن (Janakiramanan, Lamba and Seneviratne, 2005)، والتي توصلت عن السوق الأسترالي؛ بالدراسة علي عينة أكبر (177 إعلاناً) وفترة زمنية أطول مما اعتمدت عليها دراسة جونز ودانولت؛ إلي وجود عوائد إيجابية غير عادية كبيرة علي هذه الإعلانات، في حين أنفقت معها دراسة يدينوس وآخرون (Ydenius, et. al., 2017) في السوق السويدي (سوق أروبي)، والتي توصلت إلي وجود عوائد إيجابية غير عادية، مما يؤكد بأن السوق السويدي قادر علي تقييم الفوائد المرتبطة بتلك المشروعات. كما توصلت دراسة بهانا (Bhana, 2008) في سوق جنوب إفريقيا إلي نتائج مماثلة لنتائج الدراسات السابقة.

- فئة تنوع المنتجات والأسواق

أهتمت دراسة شاني وديفيني (Chaney and Devinney, 1992) في السوق الأمريكي بإختبار دور القيم التفاضلية للأنواع المختلفة للإبتكار (إبتكار حقيقي/ تطوير منتج قائم) في تفسير رد فعل السوق للإعلان عن منتجات جديدة، وتوصلت الدراسة إلي إستجابة السوق القوية للمنتجات أو الخدمات الجديدة حيث حققت عوائد غير متوقعة إيجابية كبيرة تصل إلي 5.6%، وأن الإعلان عن إنتاج منتجات جديدة كلياً يلقي قبولا من قبل السوق بدرجة أكبر من الإعلان عن تطوير منتجات حالية. وتؤكد هذه النتيجة ما توصلت إليه الدراسات السابقة المبكرة من أن إستجابة السوق الأمريكي للمنتج الجديد سواء تم تقديمه في سوق حالي أو سوق جديد تعد أكبر من إستجابته لتقديم منتج حالي في سوق جديد، وفسر ضعف إستجابة المستثمرين للدخول في سوق جديدة بسهولة التنبؤ بمثل هذه القرارات الإستثمارية (Woolridge and Snow, 1990). كما تبين عن السوق البريطاني؛ بصفة عامة؛ إستجابته الإيجابية لإنتاج منتجات جديدة أو الدخول في أسواق جديدة، ولكن إستجابته للإعلان عن إنتاج منتج جديد أكبر مقارنة بإستجابته للإعلان عن الدخول في أسواق جديدة (Jones, et. al., 2005). كما بينت دراسة لي وتشن (Lee and Chen, 2009) أن عوائد الاعلان عن منتج جديد تزداد بزيادة كثافة البحث والتطوير والإنفاق الإعلاني للشركة؛ وهو ما يعكس مدي حرص الشركة علي توجيه مواردها للأنشطة التي تحقق أهدافها، الأمر الذي يُشعر المساهمين بأن المنافع المحتملة لهذه المشروعات تفوق تكاليفها.

كما تحققت بعض الدراسات الحديثة من عوائد الإعلان الرأسمالي عن المنتجات الجديدة في الأسواق الأمريكية، وتوصلت إلي وجود عوائد إيجابية غير عادية، والتي تزداد كلما تميزت الشركة المعلننة بألية الإدارة الجيدة (Lin and Chang, 2012)، أو بالمرونة الإدارية العالية في إستجابتها لظروف السوق المتغيرة (Hu, Jiang and Lee, 2013)، أو عند قيامها بعمل إصدار مسبق للإعلان عن المنتجات الجديدة؛ والذي يعكس نية الشركة في تقديم منتج جديد (Chen, Chiang and Yang, 2014)، ولأسيما إذا تميزت هذه الأصدارات بجودة المعلومات؛ والتي تشير قوتها إلي مدي إمكانية الشركة في تنفيذها ومن ثم الثقة بها (Lee, Chen and Hartmann, 2016)، أو كلما زاد تفاؤل المديرين التنفيذيين للشركة (Chen, Lin and Tsai, 2018).

- فئة الإنفاق الرأسمالي علي الأصول (الإحلال والتجديد)

أظهرت العديد من الدراسات عن هذه الفئة نتائج متقاربة عن ردود فعل المستثمرين في مختلف الأسواق، حيث أظهرت بعضها ردود فعل إيجابية ضعيفة لإعلانات هذه الفئة من الإنفاق الرأسمالي (Bhana, 2008; Soyly, Urturk and Korkmaz, 2018)، وترجع هذه النتيجة لعدة أسباب، ربما لأن مثل هذه النفقات تعد نفقات متوقعة من قبل السوق كجزء من الصيانة المستمرة لخطوط الإنتاج الحالية، أو قد ترجع إلي عوامل أخرى ولعل أهمها امكانية نمو الشركة، حيث تزداد العوائد الإيجابية غير العادية لهذه الفئة في حالة الشركات ذات إمكانية النمو المرتفع (Yeoh, 2000; Yeoh et. al. 2004)، كما يمكن أن ترجع إلي درجة التقارب أو التباعد عن المستوي الأمثل للإنفاق الرأسمالي حيث كلما أقتربت إستثمارات الشركة من المستوي الأمثل زادت درجة ثقة السوق تجاه هذه القرارات، أو ربما لعدم الإفصاح، حيث تحقق الشركة التي تعلن عن توجيه الإستثماري لنفقاتها عوائد إيجابية أعلى من نظيراتها التي لا تفصح عنه (Jianchuan, 2016).

في حين توصلت دراسات أخرى إلي عدم وجود عوائد غير عادية في يوم الإعلان عن الإحلال والتجديد، مع الإشارة إلي وجود عوائد غير عادية إيجابية منخفضة قبل يوم الإعلان وفي ذلك إشارة إلي تسرب المعلومات (Ozbebek, et. al., 2011; Lynn and Shaikh, 2011).

- فئة مشاريع تخفيض التكلفة (التصفية)

أثبتت الدراسات السابقة أن رد فعل السوق لمثل هذه القرارات يعتمد علي المحتوى المعلوماتي للإعلان وما ينقله من أخبار حول الفرص الإستثمارية المستقبلية للشركة حيث تنوع رد فعل السوق الإعلانات الرأسمالية بشأن غلق، ودمج مرافق الشركة. حيث تبين وجود رد فعل سلبي للإعلان عن قرارات غلق أو غلق ودمج المرافق (الغلق بغرض الدمج) (Gombola and Tsetsekos, 1992)، في حين تبين وجود إستجابة إيجابية عن قرارات غلق ونقل المرافق (الغلق بغرض النقل)، وفي ذلك إشارة إلي أن السوق يدرك قرار النقل علي إنه مشروع ذو صافي قيمة عالية إيجابية تلجأ إليه الشركة كإستراتيجية لتصبح أكثر قدرة علي المنافسة، والعكس بالنسبة لقرارات الدمج (Tsay, Alt and Gordon, 1993). ولكن لم تقدم هذه الدراسات تفسيراً واضحاً يجيب علي هذا التساؤل، وهو لماذا يوفر قرار نقل المرافق أبناء جيدة للسوق في حين يوفر قرار دمج المرافق أبناء سيئة.

ثم أستطاعت الدراسات أن تقدم تفسير أوضح للتنوع في ردود فعل الأسواق المختلفة تجاه قرارات النقل، حيث توصلت إلي أن الدوافع الضمنية للإدارة هي التي تقف وراء الإختلاف في ردود الأفعال لمثل هذه القرارات، فالسوق يتفاعل إيجابياً مع الإعلانات التي تنقل معلومات إيجابية حول الفرص الإستثمارية المستقبلية للشركة، وذلك في حالتين: الأولى، قرار النقل بغرض التوسع في الأعمال التجارية أو مستوي إنتاج الشركة، والثانية، قرار النقل بغرض تحقيق وفورات التكاليف والكفاءة التشغيلية؛ ولا يرتبط بخفض الطاقة الإستيعابية للشركة. في حين يتفاعل السوق سلباً مع الإعلانات التي تنقل المعلومات غير المرغوبة حول الفرص الإستثمارية المستقبلية للشركة، وذلك في حالتين: الأولى، قرار النقل بغرض خفض الطاقة الإنتاجية؛ ويتضمن غلق المرفق بغرض دمج مرفق آخر قائم، الثانية، قرار النقل بغرض خفض الحد من مرافق الشركة بما يؤدي

إلى تسريح الموظفين العاملين بها، ويشير ذلك إلى تدهور بيئة عمل الشركة أو وجود فائض في الطاقة الإنتاجية (Cox, et. al., 2008).

كما أيدت نتائج الدراسات التي اختبرت ردود فعل السوق للإعلان عن تسريح الموظفين ما توصلت إليه الدراسات السابقة، فبعضها جاء إيجاباً لقرارات عمليات تسريح الموظفين التي تهدف إلى تحسين الكفاءة وتعزيز قيمة الشركة بإعتبارها أداة فعالة لتخفيض التكاليف (De Wet, 2016)، في حين جاءت ردود الفعل سلبية لقرارات التسريح التي تعكس ظروف السوق المتعثرة؛ وما تحتويه من معلومات غير جيدة بشأن الربحية (Hillier, Marshall, Mccolgan and Werema, 2007).

كما يجب الإشارة إلى أن دراسة كل من أكبر وآخرون (Akbar, et. al. 2014) في السوق البريطاني، ودراسة ليو (Lew, 2015) في أسواق كوريا الجنوبية، توصلا لنتائج معاكسة للدراسات السابقة عن دور فئة الإنفاق الرأسمالي في تفسير الاختلاف في عوائد إعلانات الإنفاق الرأسمالي، فلم تجد الدراسة إختلاف في عوائد الإعلان الرأسمالي باختلاف أنواع المشروعات التي يتم استثمار الأموال فيها، فجميع الفئات قد حققت عوائد إيجابية متقاربة، مرجعين ذلك إلى الرغبة الدائمة للشركات في الاستثمار في المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الإيجابية، وذلك بالتطبيق على عينات كبيرة من الشركات وفي مختلف القطاعات.

وبناء على ما سبق تشير معظم الدراسات إلى إختلاف عوائد الإعلان عن الإنفاق الرأسمالي وفقاً لفئة المشروع المعلن، حيث توصلت بعضها إلى وجود عوائد إيجابية في كلا من فئة البحث والتطوير والمشروعات المشتركة والتنوع في المنتجات والأسواق، ووجود عوائد سالبة في فئة تخفيض التكلفة (التصفية)، في حين لم يتوصل البعض الآخر إلى وجود عوائد للإعلان الرأسمالي في فئة الإحلال والتجديد وبناء على ذلك يمكن صياغة الفرض التالي:

الفرض الثالث: تختلف عوائد الإعلان عن الإنفاق الرأسمالي حول تاريخ الإعلان باختلاف فئة المشروع المعلن.

3-2-5 الأدبيات التي تناولت الفرص الاستثمارية Investment Opportunities

بينت بعض الدراسات أن إمكانية نمو الشركة هي التي تحدد رد فعل السوق لإعلانات الإنفاق الرأسمالي، وليس إنتمائها لصناعة معينة (Chung, et. al., 1998)، فكلما أرتفعت إمكانية نمو الشركة (جودة فرصها الاستثمارية) زادت العوائد الإيجابية غير عادية للإعلان الرأسمالي (Yeoh, et. al., 2004; Cox, et. al., 2008). لذلك أعتبرت نوعية الفرص الاستثمارية عاملاً هاماً ورئيسياً في تعزيز الإستثمارات الإستراتيجية وعوائد أسهم الشركات (Chen, 2006; Ozzbek et. al, 2011).

كما أشارت دراسة كورديس وآخرون (Cordis, et. al., 2017) أن الشركات ذات الفرص الاستثمارية العالية تشهد إنخفاض عوائد أسهم أقل من نظيراتها ذات الفرصة الاستثمارية المنخفضة عند مستويات الإستثمار العالية (دون المستوي الأمثل). وهناك أيضاً دراسة فيلو وآخرون (Filho, et. al., 2018) والتي بينت أن المستثمرين في السوق البرازيلي تمكنوا من تحقيق عوائد غير عادية إيجابية كبيرة؛ ولاسيما في ظل فترة الأزمة المالية العالمية التي شهدها العالم؛ لإعتقادهم على قطاع الإستثمار العقاري والذي قدم في ذلك الوقت مزايا كبيرة لمستثمريه نظراً لإمكانية النمو المستقبلي التي ينتعش بها هذا القطاع.

وبناء على ما سبق تشير الدراسات السابقة إلى زيادة عوائد الإعلان عن الإنفاق الرأسمالي بزيادة إمكانية نمو الشركة المعلنة وبناء على ذلك يمكن صياغة الفرض التالي:

الفرض الرابع: تحقق الشركات ذات فرص النمو الأعلى عوائد غير عادية موجبة للإعلان عن الإنفاق الرأسمالي حول تاريخ الإعلان أعلي مقارنة بالشركات ذات فرص النمو الأقل.

4-2-5 الادبيات التي تناولت التدفق النقدي الحر Free Cash Flow

قدمت الأدبيات المتعلقة بدور التدفق النقدي الحر في هذا المجال أدلة متنوعة، فبعضها توصل لوجود دور إيجابي للتدفق النقدي الحر في تفسير عوائد إعلانات الإنفاق الرأسمالي، والبعض الآخر توصل لوجود دور سلبي.

من هذه الدراسات دراسة فوجت (Vogt, 1997) التي أظهرت الدور الإيجابي للتدفق النقدي الحر على العلاقة بين الإعلان الرأسمالي وعوائد أسهم الشركات، وأن اعتماد الشركة على التمويل الداخلي في تمويل إستثماراتها يعتبر أحد العوامل الهامة في تحديد مدي نجاح وقوة الشركة في أسواقها، فالشركات ذات السيولة النقدية العالية تتمتع بقدرة أفضل على الاستثمار وزيادة القدرة على الإستجابة للتغيرات في ظروف السوق. لذلك نجد أن الشركات الأمريكية علي إستعداد تحمل معدلات ضرائب مرتفعة علي الأرباح غير الموزعة للإحتفاظ بالتدفقات النقدية لتمويل إنفاقها الرأسمالي (Calomiris and Hubbard, 1995). كما تبين عن التدفق النقدي الحر المرتفع دوره في توسيع قاعدة المشاريع المقترحة ذات صافي القيمة الحالية الإيجابية للشركة، نظراً لزيادة السيولة التي تزيد من فرص النمو الحقيقية للشركة ويساعدها علي التخلي عن مصادر تمويل أكثر تكلفة، وذلك بتجنبها التمويل بإصدار أوراق مالية مسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية Underprice Securities؛ والتي تضعف من قيمة المساهمين الحاليين (Becker-Blease, et. al. 2006; Qandhari, et. al., 2016).

في حين أشارت دراسة كلاً من جينسن وآخرون، جينسن (Jensen, et. al., 1976; Jensen, 1986) إلى وجود دور سلبي للتدفق النقدي الحر على هذه العلاقة، حيث أن التدفق النقدي الحر الزائد؛ وبسبب عوامل مثل تضارب المصالح وعدم تماثل المعلومات بين الملاك والمديرين؛ يدفع المديرين إلى توجيه رؤوس الأموال الزائدة في المشاريع الإستثمارية ذات القيمة الحالية السالبة لمتابعة منافعهم الخاصة والحفاظ على مراكزهم، لذلك أقترح جينسن خفض الموارد التي تقع تحت سيطرة المديرين بأن تُدفع تلك المبالغ النقدية الزائدة إلى المساهمين، أو اعتماد الشركة في تمويل مشاريعها علي التمويل الخارجي بما يجعل ذلك المديرين أكثر عرضة لمراقبة أسواق رأس المال.

ومن مظاهر تكلفة الوكالة الناتجة عن ارتفاع التدفقات النقدية للشركة التباعد بين التفضيلات الإدارية (المديرين) والمساهمين فيما يتعلق بسياسات توزيع الأرباح والتي تسببت في إنخفاض معدل النمو الفعلي في توزيعات الأرباح (Christie and Nanda, 1994)، وأيضاً قيام المديرين بالإنفاق الأكبر في الربع الأخير من السنة المالية رغبة منهم في عدم توزيع فائض الميزانية علي المساهمين، أو تدويره للسنة المالية التالية بحثاً عن منافع شخصية لديهم (Shin and Kim, 2002)، بالإضافة إلى إستغلال المديرين لإطلاعهم علي بواطن أمور

الشركة في توجيه الأموال الزائدة في إستثمارات غير مجدية لتحقيق عوائد شخصية غير عادية من هذه القرارات الإستثمارية (Yeoh, 2000; Yeoh, et. al., 2004). وأيضاً وجود أرتفاع حاد في الإنفاق الإعلاني قبل قيام الداخلين Insiders ببيع أسهمهم الخاصة بوقت قصير لرفع سعر السهم (Lou, 2010).

كما توصلت دراسة تشن وسو (Chen and Su, 2010) في السوق الأمريكية إلي نتائج مماثلة تدعم فرض جينسن، حيث بينت أن أوائل المعلنين عن الإنفاق الرأسمالي بالصناعة يفضلون الإحتفاظ بتدفق نقدي حر منخفض، مما يقلل من احتمالية ظهور مشاكل الوكالة بها. وأيضاً دراسة كيم وبايلوت ويانج (Kim, et. al, 2012) والتي توصلت إلي وجود عوائد سالبة غير عادية للإعلان الرأسمالي نظراً لإرتفاع تكلفة الوكالة المتمثلة في التدفقات النقدية الحرة للشركة.

كما يفضل السوق الألماني من الصناعات كثيفة رأس المال؛ ولاسيما صناعة السيارات؛ أن تقدم اسباباً منطقية لنفقاتها الضخمة حتي يتقبل السوق توجيه هذه النفقات لتمويل الإستثمارات بدلا من توزيعها كأرباح علي المستثمرين (Saffarizadeh, 2014). فمثل هذه الإستثمارات المفرطة تضعف من قدرة السوق علي التنبؤ الكامل بالأداء المستقبلي للشركة وأن إلتزام الشركة بالمستوي الأمثل للإستثمار يحد من الأثر السلبي للتدفقات النقدية (Haddadian, 2015)، كما أن إنخفاض سعر السهم يصل إلي حدته عند إسراف الشركة في الإستثمار (Jianchuan, 2016). كما تجدر الإشارة إلي أن دراسة ياغي (2005) لم تجد لهذا المتغير دوراً تفسيرياً للعلاقة بين الإعلان الرأسمالي وعوائد الأسهم في السوق المصري.

وبناءً علي فترة الدراسة؛ والتي تتضمن فترة الأزمة المالية العالمية وخروج الشركات، وفترة ما بعد ثورة 25 يناير 2011 وظاهرة إنخفاض الإستثمارات، يتوقع عدم حدوث أي مظهر من مظاهر تكلفة الوكالة، وأن تزيد عوائد الإعلان عن الإنفاق الرأسمالي بزيادة التدفق النقدي الحر للشركة المعلنه، وبالتالي يمكن وضع الفرض التالي:

الفرض الخامس: تحقق الشركات ذات التدفقات النقدية العالية عوائد غير عادية موجبة للإعلان عن الإنفاق الرأسمالي حول تاريخ الإعلان أعلي مقارنة بالشركات ذات التدفقات النقدية المنخفضة.

6- منهجية وتصميم الدراسة

يتناول هذا الجزء عرضاً لأساليب قياس المتغيرات، ثم مجتمع وعينة الدراسة، وتحديد مصادر جمع البيانات، وكذلك توضيح للأساليب الإحصائية المستخدمة.

6-1 أساليب قياس المتغيرات

سوف نتناول في هذا الجزء متغيرات وأساليب قياسها، وذلك لكلاً من العوائد والمتغيرات الرقابية كالتالي:

6-1-1 عوائد الشركة المعلنه

تتمثل في العائد غير العادية (AAR)، والعائد غير العادي المجمع (CAR) لإعلانات الإنفاق الرأسمالي. ولاحتمساب العوائد غير العادية سوف يتم إحتمساب العائد غير العادي اليومي علي السهم (Abnormal Stock)

(Return) لكل شركة معلنة خلال نافذة الحدث؛ والذي يعرف بأنه العائد الزائد عن العائد المتوقع علي السهم؛ باستخدام المعادلة الآتية:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

حيث تمثل AR_{it} تمثل العائد غير العادي لسعر السهم (i) في اليوم (t)، أما R_{it} فهو يمثل العائد الفعلي علي سعر السهم (i) في اليوم (t)، بينما $E(R_{it})$ يمثل العائد المتوقع علي سهم الشركة (i) في اليوم (t). علي أن يتم حساب العائد الفعلي لكل إعلان شركة خلال فترة الحدث بالمعادلة التالية (Kwan and Reyes, 1997; Holmes and Wong, 2001):

$$R_{it} = \ln(P_{it}/P_{it-1}) * 100$$

حيث تمثل P_{it} هو سعر الإغلاق لسهم الشركة (i) في نهاية اليوم الحالي (t)، بينما P_{it-1} هو سعر الإغلاق لسهم الشركة (i) في نهاية اليوم السابق (t-1).

يستخدم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لإحتساب العائد المتوقع للسهم بإعتباره من أكثر النماذج المستخدمة في الدراسات المشابهة (Ozbebek, et. al., 2011; Chen, et. al., 2010; Akbar, et. al., 2014; Chen, et. al., 2007; Chen, 2006)، كما يهتم هذا المنهج بدراسة أثر المعلومات ومدى فائدتها بالنسبة لمجموع المتعاملين بالسوق وليس لمستثمر واحد، بحيث يقوم هذا النموذج بربط العائد المتوقع من كل سهم مع العائد المتوقع للسوق من خلال المعادلة الآتية:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i(R_{mt}) + e_{it}$$

حيث تمثل α_i : الجزء الثابت في المعادلة للشركة (i) بغض النظر عن العلاقة بين عائد السوق والعائد علي سهم الشركة (i)، بينما β_i : هي إنحدار العائد المتوقع للسهم $E(R_{it})$ علي عائد السوق (R_{mt}) ، العائد علي محفظة السوق. e_{it} : متغير عشوائي يمثل المخاطر الخاصة.

ولحساب العائد علي محفظة السوق (R_{mt}) يحسب بسعر الإغلاق اليومي لمؤشر EGX30؛ حيث يعبر عن الأسهم الأكثر سيولة ونشاطاً في السوق المصري؛ من خلال المعادلة التالية:

$$R_{mt} = \ln(P_{it}/P_{it-1}) * 100$$

وللحصول علي قيمة α_i ، β_i لكل شركة يتم مقارنة العوائد الفعلية لفترة التقدير لكل شركة مع مؤشر السوق لفترة نفسها من خلال استخدام نموذج الإنحدار الخطي (Linear Regression Analysis). وبالإعتماد علي قيمة كلا من α_i ، β_i ، وقيمة العائد السوقي R_{mt} ، يتم تقدير العائد المتوقع لكل شركة يومياً خلال فترة التقدير، ثم طرح العائد المتوقع من العائد الفعلي لإيجاد قيمة العائد غير العادي لكل شركة يومياً خلال فترة الحدث (الممتدة 21 يوم حول تاريخ الحدث).

ثم تحسب المتوسطات للعوائد غير العادية لكل يوم من أيام فترة الحدث (21 يوم) في كل سنة ولكل شركة من خلال المعادلة التالية:

$$Ave_{it} = 1/N \sum_{t=-d}^{t=+d} AR_{it}$$

Ave_{it} : متوسط العائد غير العادي لسهم الشركة i وللفترة (Average Abnormal Return).

ثم حساب متوسطات العوائد غير العادية المجمع أي يتم تجميع متوسطات العوائد غير العادية لكل يوم من أيام فترة الحدث لكل شركة:

$$CAR_{it} = \sum_{t=-d}^{t=+d} Ave_{it}$$

CAR_{it} : متوسط العائد غير العادي المجمع لسهم الشركة i في اليوم (Cumulative Average Abnormal Return)

2-1-6 المتغيرات الرقابية

وتتمثل هذه المتغيرات في فئة الإنفاق الرأسمالي المعلن، ونوعية الفرص الإستثمارية، والتدفق النقدي الحر، وذلك كالتالي:

- فئة الانفاق الرأسمالي المعلن Project Category Announced

تتبنى الدراسة الحالية التصنيف الإعلانات الرأسمالية الذي قدمه كستير (Kester, 1984) وعدله جونز ودانبولت (Jones, et. al., 2004)، وتتمثل في فئة خفض التكلفة (التصفية)، وفئة المشروعات المشتركة، وفئة التنوع في الأسواق والمنتجات، وفئة الإحلال والتجديد للأصول، وفئة البحث والتطوير، وسوف يتم الإقتصار على الثلاث فئات الأولى، علي أن يتم تحديد كل فئة من خلال الإستخدام الفعلي للنفقات الرأسمالية المعلنه.

- الفرص الإستثمارية للشركة المعلنه Investment Opportunities

وتعني فرص نمو الشركة المعلنه، والتي تقاس بنسبة Tobin's q كالتالي:

$$Tobin's q = \frac{\text{القيمة السوقية للأصول للسنة السابقة للإعلان}}{\text{القيمة الدفترية للأصول للسنة السابقة للإعلان}}$$

حيث أن القيمة السوقية للأصول تساوي القيمة الدفترية لأصول الشركة بالإضافة إلي القيمة السوقية للأسهم العادية مطروح منها القيمة الدفترية للأسهم العادية (Chen, 2006; Thomas, 2002).

- التدفق النقدي الحر Free Cash Flow

هو مقياس للأداء المالي وأحد المصادر الهامة في تمويل الإنفاق الرأسمالي للشركات (Qandhari, et. al., 2016)، وعرف جينسن (Jensen, 1986) التدفق النقدي الحر بالتدفق الذي يزيد عن التدفق المطلوب لتمويل إستثمارات ذات قيمة عالية موجبة. ويقاس نسبة التدفق النقدي الحر (Ross, Westerfield and Jaffe, 2010) كالتالي:

NWC – NIFA – OPCF = FCF

حيث تمثل FCF التدفق النقدي الحر، علي أن تمثل OPCF التدفقات النقدية التشغيلية للسنة السابقة للإعلان؛ والتي تحسب كالتالي الربح التشغيلي قبل الفائدة والضريبة + الإهلاك - الضرائب؛ أما NIFA تمثل صافي الإستثمار في الأصول الثابتة؛ وتحسب كالتالي صافي الأصول الثابتة في نهاية السنة السابقة- صافي الأصول الثابتة في بداية السنة + الإهلاك، أما NWC تمثل صافي رأس المال العامل ؛ وتحسب صافي رأس المال العامل في نهاية السنة - صافي رأس المال العامل في بداية السنة.

2-6 مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المدرجة بالبورصة المصرية للأوراق المالية خلال الفترة من 2007 حتي 2017 والبالغ عددها 225 شركة. وسوف تتضمن عينة الدراسة الشركات التي أفصحت عن إعلانات إنفاقها الرأسمالي في سوق الأوراق المالية المصرية، وذلك من خلال إعلانها المباشر في البورصة عن القيام بمشاريع إستثمارية جديدة. علي أن تخضع هذه الشركات لمجموعة من المعايير وهي:

- أن لا يكون هناك إعلانات أخري خاصة بالشركة تؤثر علي إسهماها خلال فترة الإختبار مثل الإندماج والإستحواز، وتجزئة الأسهم، ومنح أسهم مجانية، وتوزيعات الأرباح، وتغيرات مجلس الإدارة العليا، كمحاولة لعزل العوامل الأخرى التي من الممكن أن تؤثر علي أسعار وعوائد الأسهم.
- يجب أن يتضمن الإعلان معلومات عن الحجم والإستخدام الفعلي للنفقات الرأسمالية المعلنة.
- أن يستمر التداول في أسهم الشركة خلال فترة الدراسة.
- أن تتوافر أسعار الأسهم اليومية والقوائم المالية للشركة خلال فترة الدراسة.

وبلغ إجمالي عدد الإعلانات الرأسمالية خلال فترة الدراسة 162 إعلان، ووفقاً للشرط الأول، تم إستبعاد 50 إعلان، في حين تم إستبعاد 16 إعلان وفقاً للشرط الثاني، حيث لم تتضمن تلك الإعلانات حجم الأموال التي تم أنفاقها، كما تم حذف عدد 1 إعلان؛ والذي يمثل الإعلان الوحيد الذي تتضمنه فئة الإحلال والتجديد؛ نظراً لصغر حجم الفئة المتناهي، بالإضافة إلي أنه تم إستبعاد 14 إعلان وفقاً للشرط الثالث، وذلك نظراً لإنقطاع التداول علي أسهم هذه الشركات، وإيضاً تم إستبعاد 16 إعلان وفقاً للشرط الرابع لعدم توافر القوائم المالية وأسعار الأسهم اليومية للشركات المعلنة لهذه الإعلانات، ليصبح عدد الإعلانات المتبقية 65 إعلان؛ كما هو موضح بالجدول 1، ويمثل هذا الجدول تصنيف لهذه الإعلانات وفقاً لفئة الإستثمار المعلنة. كما بلغت عدد الشركات المعلنة 43 شركة معلنة مصنفة وفقاً للقطاعات؛ كما هو موضح بملحق الدراسة.

جدول 1: عدد ونسبة الإعلانات وفقاً لفئات الإنفاق الرأسمالي خلال الفترة من 2007-2017

الإعلانات الرأسمالية العدد (%)	فئة الإنفاق الرأسمالي
28 (43.1%)	تخفيض التكلفة (التصفية)
28 (43.1%)	تنويع المنتجات والأسواق
9 (13.85%)	المشروعات المشتركة
65 (100%)	الإجمالي

كما يوضح الجدول 2 مجتمع وعينة الدراسة وفقاً للقطاعات التي تنتمي إليها، بالإضافة إلى الجدول 3 والذي يوضح عدد الإعلانات والشركات المعلنة وفقاً لسنوات الدراسة.

جدول 2: مجتمع وعينة الدراسة وفقاً لقطاعات البورصة المصرية للفترة من 2007 - 2017

الشركات المعلنة العدد (%)	الشركات المدرجة	القطاع
8 (22.22%)	36	خدمات مالية باستثناء البنوك
5 (15.15%)	33	عقارات
2 (7%)	29	أغذية ومشروبات
4 (17.4%)	32	التشييد والبناء
5 (31.25%)	16	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
4 (25%)	16	سياحة وترفيه
7 (46.67%)	15	بنوك
2 (18.8%)	11	المنتجات المنزلية والشخصية
2 (25%)	8	كيماويات
1 (25%)	4	اتصالات
1 (25%)	4	تكنولوجيا
1 (25%)	4	غاز وبترو
1 (25%)	1	مرافق
43 (100%)	225	الإجمالي

3-6 بيانات الدراسة وأساليب جمعها

- إتمدت الدراسة الحالية لتجميع الإعلانات الرأسمالية للشركات المدرجة بالبورصة المصرية للفترة من 2007- 2017 الموقع الإلكتروني مباشر للبورصة المصرية، <https://www.mubasher.info/countries/eg/corporate-action>
- وللحصول على الأسعار التاريخية للأسهم إتمدت الدراسة علي برنامج الميتا ستوك Metastock، مع مد البرنامج بالبيانات اللازمة من خلال الموقع الإلكتروني لنادي خبراء، <http://www.data.mec.biz>

- وللحصول علي القوائم المالية الخاصة بالشركات المدرجة بالبورصة المصرية إعتمدت الدراسة علي الموقع الإلكتروني المباشر والموقع الإلكتروني للكتاب السنوي لكومباس مصر، <http://easybusiness.ko> mpass.com

جدول3: عدد الإعلانات والشركات المعلنة وفقاً لسنوات الدراسة للفترة من 2007-2017

عدد الإعلانات	الشركات المعلنة		الشركات المدرجة	السنة
	%	العدد		
13	2.76	12	435	2007
19	3.75	14	373	2008
12	3.24	10	309	2009
19	8.96	19	212	2010
2	0.94	2	213	2011
0	0	0	213	2012
0	0	0	212	2013
0	0	0	214	2014
0	0	0	221	2015
0	0	0	222	2016
0	0	0	225	2017
65				الإجمالي

4-6 منهجية اختبار الفروض

للتحقق من فروض الدراسة الحالية تم الإعتماد علي منهجية دراسة الحدث An Event Study التي سوف تعرض خطواتها بالتفصيل في هذا الجزء. يلي ذلك المرحلة الأولى وهي التحقق من إستجابة عوائد أسهم الشركة المعلنة للإعلان عن الإنفاق الرأسمالي، والثانية لمعرفة دور المتغيرات الرقابية في تفسير عوائد الإعلان عن الإنفاق الرأسمالي.

1-4-6 منهجية دراسة الحدث

يعد أسلوب دراسة الحدث أكثر الأساليب المتبعة في كثير من الدراسات التطبيقية التي تفحص أثر حدث معيناً ومجموعة من الأحداث علي قيمة الأصل مثل أسعار الأسهم والسندات وأسعار الصرف (Shenoy) and Vafeas, 2005; Bhana, 2008. وتشتمل دراسة الحدث علي فترتي التقدير An Estimation period وفترة الحدث An Event Window، علي أن يتم إختبار الفروق في العوائد بين تلك الفترتين (العائد الفعلي لفترة الحدث والعائد المتوقع لفترة التقدير)، كالتالي:

- **فترة التقدير:** تحسب علي أساس العائد المتحقق لسهم كل شركة يوميا خلال فترة تمتد 120 يوم تداول فعلي والممتدة من- 130 يوم حتي- 11 يوم قبل يوم الحدث (يوم الاعلان = صفر)، وتعد هذه الفترة ممثلة للعائد المتوقع اعتماداً علي دراسات سابقة (Lynn, et.al., 2011; Chen, et. al., 2010; Bhana, 2008).

- **فترة الحدث:** وهي الفترة المحيطة بالحدث (الإعلان عن الإنفاق الرأسمالي)، وتمتد هذه الفترة 21 يوما (-10 أيام تسبق يوم الإعلان، وصفر يوم الإعلان، و+10 أيام تلي يوم الإعلان). وهذه الفترة كافية كفترة إختبار فهي ليست قصيرة لتهمل أياما قد يكون فيها التأثير بالحدث واضحا، وليست طويلة لتشمل أحداثا أخرى قد تؤثر في نتائج الدراسة (Bhana, 2008، الحلاق وآخرون، 2014).

- **لإختبار الفرض الأول:** تم حساب متوسط العوائد غير العادية (AAR)، ومتوسط العوائد غير العادية المجمع (CAR) لكل إعلان، ثم إختبار معنوية هذه العوائد. ثم إختبار معنوية مجموعة متنوعة من نواخذ الحدث للتعرف علي أفضل فترة إحتفاظ بالسهم والتي تحقق أعلى عائد غير عادي للإنفاق الرأسمالي.

- **لإختبار الفرض الثاني:** يتم إختبار متوسط العوائد غير العادية المجمعة (CAR) للفترة التي تسبق تاريخ الحدث.

- **لإختبار الفرض الثالث:** تم تقسيم العينة الإجمالية إلي ثلاث عينات فرعية علي أساس فئة الإستثمار، الأولي مشاريع تخفيض التكلفة، والثانية مشاريع تنوع المنتجات والأسواق، والثالثة المشروعات المشتركة، لإختبار ما إذا كانت عوائد الإعلان الرأسمالي تختلف باختلاف فئة الإنفاق الرأسمالي المعلن، ثم حساب متوسط العوائد غير العادية (AAR) ومتوسط العوائد غير العادية المجمع (CAR) لكل عينة خلال نافذة الحدث، ثم إختبار معنوية عوائد إعلانات كل عينة فرعية علي حدي. ثم إختبار معنوية مجموعة متنوعة من نواخذ الحدث للتعرف علي أفضل فترة إحتفاظ بالسهم والتي تحقق أعلى عائد غير عادي للإنفاق الرأسمالي.

- **لإختبار الفرض الرابع:** تم تقسيم العينة الإجمالية إلي عینتين فرعيتين علي أساس نسبة Tobin's q، الأولي الشركات ذات نسبة Tobin's q العالية $1 \leq$ ، والثانية الشركات ذات Tobin's q المنخفضة $1 >$ ، وذلك لإختبار ما إذا كانت عوائد الإعلان الرأسمالي تزداد بزيادة الفرصة الإستثمارية (إمكانية نمو الشركة)، ثم حساب متوسط العوائد غير العادية (AAR) ومتوسط العوائد غير العادية المجمع (CAR) لكل عينة خلال نافذة الحدث، ثم إختبار معنوية عوائد إعلانات كل عينة فرعية علي حدي. ثم إختبار معنوية مجموعة متنوعة من نواخذ الحدث للتعرف علي أفضل فترة إحتفاظ بالسهم والتي تحقق أعلى عائد غير عادي للإنفاق الرأسمالي.

- **لإختبار الفرض الخامس:** تم تقسيم العينة الإجمالية إلي عینتين فرعيتين علي أساس وسيط التدفق النقدي الحر (FCF) لكافة الشركات، الأولي تضم الشركات ذات مستوي السيولة العالية أكبر من وسيط (FCF)، والثانية تضم (الشركات ذات مستوي السيولة المنخفضة أقل من وسيط (FCF)، وذلك لإختبار ما إذا كانت عوائد الإعلان الرأسمالي تزداد بزيادة التدفق النقدي الحر للشركة، ثم حساب متوسط العوائد غير العادية (AAR) ومتوسط العوائد غير العادية المجمع (CAR) لكل عينة خلال نافذة الحدث، ثم إختبار معنوية عوائد إعلانات كل عينة فرعية علي حدي. ثم إختبار معنوية مجموعة متنوعة من نواخذ الحدث للتعرف علي أفضل فترة إحتفاظ بالسهم والتي تحقق أعلى عائد غير عادي للإنفاق الرأسمالي.

5-6 الاساليب الإحصائية

إختبار الفرض الأول: إعتمدت الدراسة علي اختبار Wilcoxon Statistic لاختبار رد فعل السوق للإعلان عن الإنفاق الرأسمالي، ودراسة الحدث لحساب العوائد غير العادية، أي إختبار أن متوسط العوائد غير العادية المجمع (CAR) ليوم معين ولفترة معينة تختلف عن الصفر (Jones, et. al., 2004; Jones, et. al., 2005; Akbar, et. al., 2014).

إختبار الفرض الثاني: إعتمدت الدراسة علي اختبار Wilcoxon Statistic لإختبار معنوية متوسط العوائد غير العادية المجمع (CAR) للفترة التي تسبق تاريخ الإعلان، لاختبار تسرب المعلومات قبل الإعلان (Akbar, et. al., 2014; Mohamed, 2019).

إختبار الفرض الثالث والرابع والخامس والسادس والسابع: في كل فرض من هذه الفروض تم إحتساب متوسط العوائد غير العادية المجمع بالإعتماد علي دراسة الحدث في كل عينة علي حدي، والإختبار الإحصائي Wilcoxon Statistic لإختبار معنوية هذه العوائد لكل عينة علي حدي (Jones, et. al., 2004; Jones, et. al., 2005; Bhana, 2008; Akbar, et. al., 2014).

7- نتائج تحليل بيانات واختبارات فروض الدراسة

نتناول هنا الوصف الإحصائي والإعداد لبيانات الدراسة أولاً، واختبارات فروض الدراسة ثانياً، كما يلي:

1-7 الوصف الإحصائي والإعداد لبيانات الدراسة

تقوم الدراسة في هذا الجزء بإعداد بيانات الدراسة أولاً، الوصف الإحصائي لبيانات الدراسة ثانياً، وأيضاً إختبار مدي إعتدالية عوائد الأسهم للشركات المعلنة وما إذا كانت تتبع التوزيع الطبيعي أم لا وذلك بإستخدام إحصائية Kolmogorov-Smirnov ثالثاً، وذلك كالآتي:

1-1-7 إعداد بيانات الدراسة

وتتمثل عملية إعداد بيانات الدراسة في الثلاث الخطوات التالية، وذلك كما يلي:

الخطوة الأولى: لحساب العوائد المتوقعة لكل إعلان من إعلانات الدراسة (65 إعلان) تم الإعتماد علي نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM لإحتساب العوائد المتوقعة، وللحصول علي قيمة α ، β لكل إعلان تم مقارنة العوائد الفعلية لفترة التقدير لكل شركة مع عائد السوق للفترة نفسها، وذلك بإستخدام نموذج الإنحدار الخطي (Linear Regression Analysis)، وتظهر العوائد المتوقعة والقيم المقدرة لمعلمت CAPM لكل إعلان في الجدول 4.

ثم قمنا بحساب العوائد غير العادية (AR) لكل إعلان علي مدار 21 يوم تداول فعلي لفترة الإختبار حول تاريخ الإعلان، وذلك بطرح العوائد المتوقعة لفترة التقدير من العوائد الفعلية لفترة الإختبار. ولذلك قمنا بإحتساب العوائد المتوقعة من فترة التقدير خلال 120 يوم تداول فعلي لكل إعلان والممتدة من -130 يوم

حتى - 11 يوم قبل تاريخ الإعلان، ثم احتساب متوسط هذه العوائد في نهاية تلك الفترة، وتظهر متوسطات هذه العوائد لكل إعلان خلال فترة التقدير في جدول 4.

جدول 4: معاملات CAPM ومتوسط العوائد لكل إعلان خلال فترة التقدير

E(R)	β	α	الإعلان	E(R)	β	α	الإعلان	E(R)	β	α	الإعلان
-0.293	-0.264	-0.283	45	0.159	0.300	0.129	23	-0.086	0.007	-0.086	1
-0.065	0.759	-0.047	46	0.689	0.682	0.609	24	-0.069	-0.061	-0.072	2
-0.050	0.108	-0.036	47	0.454	0.803	0.363	25	-0.001	0.099	-0.006	3
-0.217	0.876	-0.091	48	-0.284	0.381	-0.176	26	0.081	-0.291	0.107	4
-0.297	1.30	0.045	49	0.071	0.551	0.217	27	0.078	-0.025	0.080	5
-0.177	0.963	-0.117	50	1.179	-0.577	1.270	28	-0.200	-0.027	-0.198	6
-0.556	1.13	0.264	51	-0.403	0.922	-0.512	29	0.058	0.130	0.063	7
0.114	0.767	-0.255	52	-0.322	0.917	-0.431	30	-0.163	0.316	-0.153	8
-0.207	0.622	-0.204	53	0.149	0.111	0.143	31	0.019	-0.055	0.017	9
0.055	0.693	0.035	54	-0.251	0.585	-0.182	32	0.198	-0.174	0.216	10
-0.003	0.216	0.001	55	0.670	0.74	0.292	33	-0.703	0.994	-0.027	11
-0.054	0.276	-0.051	56	0.179	0.834	-0.05	34	-0.698	0.875	-0.085	12
-0.076	-0.018	-0.077	57	0.418	0.412	0.351	35	0.691	0.752	0.341	13
0.123	-0.178	0.132	58	0.618	0.569	0.530	36	0.251	0.807	0.059	14
0.122	0.269	0.097	59	0.559	-0.260	0.597	37	0.228	0.107	0.213	15
0.042	0.079	0.035	60	0.107	1.19	-0.232	38	0.173	-0.036	0.182	16
-0.014	0.038	-0.014	61	-0.363	0.923	-0.497	39	0.367	0.508	0.284	17
-0.215	0.155	-0.206	62	0.045	1.280	-0.099	40	0.061	0.508	0.284	18
0.110	0.363	0.089	63	0.148	0.711	0.0511	41	-0.712	0.944	-0.089	19
0.088	0.609	0.249	64	-0.074	-0.133	-0.047	42	-0.334	0.07	-0.317	20
0.228	0.389	0.130	65	0.296	1.02	0.086	43	-0.900	1.00	-0.256	21
				-0.054	0.239	-0.101	44	-0.130	1.340	-0.299	22

الخطوة الثانية: تم احتساب متوسطات العوائد غير العادية لكل إعلان في كل يوم، ثم احتساب متوسط عوائد (جميع الإعلانات) كل يوم من أيام فترة الحدث خلال 21 يوم، ويظهر متوسط عوائد كل يوم (AAR) في جدول 5.

الخطوة الثالثة: تم احتساب متوسطات العوائد غير العادية المجمعة لكل يوم من أيام فترة الحدث (21 يوم) أي تم تجميع متوسطات العوائد غير العادية المحسوبة في الخطوة السابقة لكل يوم من أيام فترة الحدث، ويظهر ناتج هذه الخطوة في الجدول 5.

جدول 5: قيم (CAR & AAR) لكل يوم خلال فترة الاختبار

CAR	AAR	اليوم	CAR	AAR	اليوم
2.602	0.251	1	-0.010	-0.010	-10
2.781	0.179	2	0.105	0.116	-9
2.787	0.006	3	0.344	0.238	-8
2.412	-0.375	4	0.623	0.280	-7
2.361	-0.051	5	0.911	0.288	-6
2.045	-0.316	6	1.245	0.334	-5
1.859	-0.186	7	0.824	-0.421	-4
1.833	-0.026	8	0.875	0.051	-3
1.509	-0.324	9	1.141	0.266	-2
1.502	-0.007	10	1.427	0.286	-1
			2.351	0.924	0

2-1-7 الوصف الإحصاء لبيانات الدراسة

سوف نناقش في هذا الجزء الوصف الإحصائي لمتوسطات عوائد الإعلان الرأسمالي، كما هو موضح في الجدول 6.

جدول 6: الوصف الإحصائي للعوائد غير العادية اليومية خلال فترة الحدث للإعلانات الرأسمالية

N	Maximum	Minimum	Median	SE Mean	St-Dev	Mean	Day
65	0.850	-1.161	-0.0174	0.045	0.36	-0.010	-10
65	4.41	-3.06	0.027	0.144	1.16	0.116	-9
65	5.166	-3.707	0.182	0.199	1.60	0.238	-8
65	7.871	-7.140	0.152	0.266	2.15	0.280	-7
65	5.817	-8.701	0.476	0.270	2.18	0.288	-6
65	6.338	-9.481	0.598	0.312	2.52	0.334	-5
65	5.187	-12.270	-0.025	0.324	2.61	-0.421	-4
65	4.910	-6.178	0.295	0.226	1.82	0.051	-3
65	6.89	-5.48	0.150	0.244	1.97	0.266	-2
65	9.78	-4.96	0.306	0.268	2.16	0.286	-1
65	13.41	-5.24	0.842	0.343	2.76	0.924	0
65	9.12	-5.54	0.283	0.260	2.10	0.251	1
65	5.39	-6.94	0.066	0.240	1.93	0.179	2
65	5.13	-5.66	0.133	0.204	1.64	0.006	3
65	5.15	-11.78	-0.267	0.287	2.31	-0.375	4
65	3.42	-5.71	-0.017	0.199	1.60	-0.051	5
65	4.07	-4.17	-0.136	0.199	1.61	-0.316	6
65	6.60	-3.51	-0.344	0.235	1.89	-0.186	7
65	9.46	-4.99	-0.348	0.283	2.28	-0.026	8
65	4.21	-3.74	-0.332	0.188	1.51	-0.324	9
65	4.91	-5.14	0.036	0.221	1.78	-0.007	10

يعرض الجدول 6 قيم كلاً من المتوسط، والخطأ المعياري، والانحراف المعياري، والوسيط، وأدنى قيمة للعوائد غير العادية لـ 65 إعلاناً رأسمالي من 2007 حتى 2017. ويتضح من النتائج أن الانحراف المعياري قبل الإعلان (-10;-1)، في المتوسط، يتساوى مع نظيره بعد الإعلان (+10;+1). كما يجب الإشارة إلى أن يوم الإعلان ($T=0$) عبر جميع الإعلانات شهدت أعلى إنحراف معياري يصل إلى 2.76 ويشير ذلك لوجود تقلبات كبيرة في هذا اليوم. كما يوضح أيضاً أن أدنى عائد غير عادي عبر جميع الإعلانات جاء في اليوم الرابع قبل الإعلان (-4)، حيث سجل هذا اليوم خسائر غير عادية تصل إلى 12.27، في حين شهد يوم الإعلان أعلى عائد غير عادي يصل إلى 13.41.

ويوضح الجدول 7 الوصف الإحصائي لمتوسطات العوائد غير العادية اليومية للإعلانات الرأسمالية في ظل المتغيرات الرقابية، وتشير النتائج إلى وجود تقلبات كبيرة في كلاً من عينة المشروعات المشتركة، والتدفق النقدي الحر المرتفع، حيث سجلت هذه العينات أعلى قيمة إنحراف معياري. كما بينت هذه النتائج أن أدنى متوسط عائد غير عادي عبر جميع الإعلانات سُجلت في كلاً من عينة المشروعات المشتركة، وإمكانية النمو المنخفضة والتدفق النقدي الحر المرتفع، في حين سُجل أعلى متوسط عائد غير عادي في كلاً من عينة التنوع في الأسواق والمنتجات، وإمكانية النمو المرتفعة والتدفق النقدي الحر المرتفع.

جدول 7: الوصف الإحصائي لمتوسطات العوائد غير العادية اليومية للإعلانات الرأسمالية في ظل المتغيرات الرقابية

#Ann _t	Maximum	Minimum	Median	SE Mean	St-Dev	Mean	المتغيرات الرقابية
28	0,575	-0.80	0.025	0.07	0.348	-0.005	فترة الاستثمار
9	0.353	-1.92	-0.570	0.16	0,727	-0.77	
28	1.77	-0.484	0.282	0.131	0.598	0.417	
19	0.267	-0.89	-0.023	0.073	0.334	-0.11	الفرص الاستثمارية
46	1.23	-0.54	0.24	0.086	0.393	0.150	
33	1.12	-0.480	0.12	0.09	0.42	0.15	التدفق النقدي الحر
32	1.21	-1.04	0.04	0.14	0.62	0.10	

يتضح من نتائج جدول 7 أن الشركات التي أعلنت عن فئة التنوع في الأسواق والمنتجات هي الشركات الوحيدة المحققة لمتوسط (وسيط) عوائد غير عادية موجبة 0.417 (0.282)، في حين شهدت الشركات المعلنه عن فئة المشروعات المشتركة -0.77 (-0.570) أعلى نسبة خسائر من نظيرتها المعلنه عن فئة خفض التكلفة -0.005 (0.025). بالإضافة إلى أن الشركات ذات إمكانية النمو العالية حققت متوسط (وسيط) عوائد غير عادية موجبة 0.150 (0.240) أكبر من نظيرتها ذات إمكانية النمو المنخفضة والتي شهدت متوسط (وسيط) عوائد غير عادية -0.11 (-0.023). كما يتضح أيضاً من نتائج جدول 7 أن الشركات ذات التدفقات النقدية الحرة

المنخفضة شهدت متوسط (وسيط) عوائد غير عادية موجبة 0.15 (0.14) أكبر من نظيرتها ذات التدفقات النقدية الحرة المرتفعة 0.10 (0.04).

3-1-7 اختبار الإعتدال Normality Test

ويوضح جدول 8 نتائج الإختبار Kolmogorov-Smirnov؛ والذي يختبر فرض التوزيع الطبيعي والإعتدال للبيانات. حيث أظهرت نتائج الإختبار قبول فرض التوزيع غير الطبيعي للعوائد ورفض فرض العدم، حيث أن قيم P-value في جميع أيام فترة الإختبار أقل من 0.05 فيما عدا اليوم -10، -9، -6، -1، +5، +6، +7، +9. وبالتالي سيتم إستخدام الإختبارات اللامعلمية لإختبار فروض الدراسة.

جدول 8: اختبار الإعتدال لعوائد الدراسة

Kolmogorov-Smirnov				Kolmogorov-Smirnov			
Sig.	St-Dev	Mean	Day	Sig.	St-Dev	Mean	Day
0.01	2.091	0.251	1	0.09	0.359	-0.010	-10
0.01	1.931	0.179	2	0.15	1.158	0.116	-9
0.04	1.641	0.006	3	0.03	1.604	0.238	-8
0.01	2.314	-0.375	4	0.01	2.604	0.280	-7
0.15	1.604	-0.051	5	0.119	2.180	0.288	-6
0.15	1.608	-0.316	6	0.01	2.515	0.334	-5
0.15	1.895	-0.186	7	0.01	2.613	-0.421	-4
0.01	2.278	-0.026	8	0.04	1.820	0.051	-3
0.15	1.515	-0.324	9	0.04	1.967	0.266	-2
0.01	1.779	-0.007	10	0.15	2.159	0.286	-1
				0.01	2.761	0.924	0

2-7 اختبارات فروض الدراسة

سوف نتناول في هذا الجزء نتائج إختبارات فروض الدراسة، والتي تنقسم إلي جزئين الأول يختبر العلاقة بين الإعلان عن الإنفاق الرأسمالي وعوائد الأسهم، والثاني يختبر العلاقة بين الإعلان عن الإنفاق الرأسمالي وعوائد الأسهم في ظل المتغيرات الرقابية.

1-2-7 إختبار العلاقة بين الإعلان عن الإنفاق الرأسمالي وعوائد الأسهم

سوف نعرض في هذا الجزء نتائج الفرض الأول والثاني، والتي تظهر بالجدول 9.

بالنسبة للفرض الأول: وهو وجود عوائد موجبة للأسهم حول تاريخ الإعلان (21 يوم) عن الإنفاق الرأسمالي، فللتحقق من هذا الفرض قمنا بعمل إختبارين وذلك كما يلي:

- **الإختبار الأول:** إختبار متوسط العوائد غير العادية (AAR) ومتوسط العوائد غير العادية المجمع (CAR) لكل يوم من أيام فترة الإختبار (21 يوم) بإستخدام Wilcoxon، كما هو موضح في كلاً من الجدول 9، والشكلين 1-2، 1-3.

جدول 9: نتائج Wilcoxon Statistic لكل يوم من (AAR) و (CAR) لكل يوم خلال فترة الإختبار

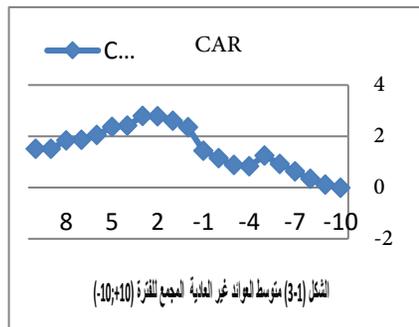
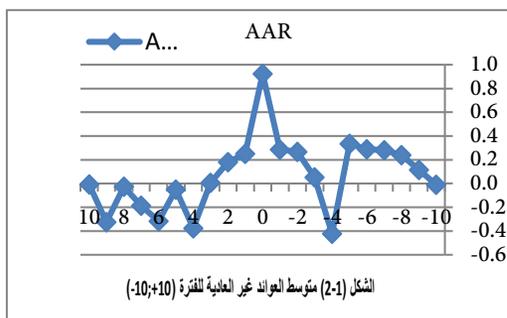
Sig.	Wilcoxon statistic	CAR	اليوم	Sig.	Wilcoxon statistic	AAR	اليوم
0.56	1051	-0.010	-10	0.56	1050	-0.010	-10
0.16	1227	0.105	-9 to -10	0.20	1203	0.116	-9
0.17	1219	0.344	-8 to -10	0.19	1209	0.238	-8
0.14	1238	0.623	-7 to -10	0.12	1253	0.280	-7
0.08	1284	0.911	-6 to -10	0.03	1352	0.288**	-6
0.03	1348	1.245**	-5 to -10	0.009	1433	0.334**	-5
0,06	1309	0.824	-4 to -10	0.63	1021	-0.421	-4
0.05	1324	0.875**	-3 to -10	0.21	1195	0.051	-3
0.04	1335	1.141**	-2 to -10	0.28	1163	0.266	-2
0.02	1376	1.427**	-1 to -10	0.15	1232	0.286	-1
0.008	1445	2.351**	0 to -10	0.003	1489	0.924**	0
0.008	1445	2.602**	+1 to -10	0.11	1260	0.251	1
0.009	1432	2.781**	+2 to -10	0.18	1215	0.179	2
0.01	1407	2.787**	+3 to -10	0.43	1099	0.006	3
0.02	1386	2.412**	+4 to -10	0.80	947	-0.375	4
0.02	1375	2.361**	+5 to -10	0.43	1101	-0.051	5
0.03	1361	2.045**	+6 to -10	0.91	865	-0.316	6
0.03	1348	1.859**	+7 to -10	0.88	892	-0.186	7
0.02	1372	1.833**	+8 to -10	0.94	831	-0.026	8
0.04	1334	1.509**	+9 to -10	0.97	796	-0.324	9
0.03	1344	1.502**	+10 to -10	0.43	1099	-0.007	10

Wilcoxon is the statistic to test the null hypothesis that CAR = 0

** عند مستوى معنوية 0.05

ويتضح من نتائج هذا الجدول أن الإعلان عن الإنفاق الرأسمالي حقق عوائد غير عادية إيجابية ومعنوية 0.924 عند يوم الإعلان (T=0) عند مستوى معنوية 5%. كما نلاحظ أيضاً أن اليوم -6، -5 قبل الإعلان حققا عوائد غير عادية موجبة ومعنوية 0.288، 0.334 علي التوالي، وأن هذه العوائد تختلف عن الصفر. كما أن الشكل 2 يوضح متوسط العوائد غير العادية (AAR) حول تاريخ الإعلان خلال فترة الإختبار

(-10،+10)، ويظهر هذا الشكل أن الفترة من (-1،-5) قبل الإعلان حققت عوائد أكثر من نظيرتها بعد الإعلان (+1،+10)، وقد وصلت هذه الزيادة إلي زروتها في يوم الإعلان (T=0). وقد أوضح جدول 9 أيضاً وجود متوسط عوائد غير عادية مجمع (CAR) موجب ومعنوية لكل يوم من أيام فترة الإختبار ماعدا الأيام التالية (-4) (-6) (-7) (-8) (-9) (-10) قبل تاريخ الإعلان فلم تحقق دلالة معنوية. وأن هذه العوائد تزيد عن الصفر حيث حققت 1.5% عوائد غير عادية، مما يعني ذلك قبول الفرض الأول. كما يوضح الشكل 1-3 متوسط العوائد غير العادية المجمع حول تاريخ الإعلان خلال فترة الإختبار، كما أوضح أن متوسط العوائد غير العادية المجمع شهد إرتفاعاً معنوياً بدايةً من اليوم -3 قبل الإعلان وإستمر هذا الإرتفاع حتي اليوم 3 بعد الإعلان، ثم تبدأ في الإنخفاض إبتداءً من اليوم 4 بعد الإعلان محققاً أيضاً عوائد غير عادية موجبة في ثروة المساهمين حتي نهاية فترة الإختبار.



- الإختبار الثاني: إختبار معنوية متوسط العوائد غير العادية المجمع (CAR) لمجموعة من نوافذ الحدث المتنوعة وباستخدام إختبار Wilcoxon، كما هو موضح في الجدول 10.

جدول 10: متوسطات العوائد غير العادية المجمعة لنوافذ الحدث المتنوعة

Sig.	Wilcoxon Statistic	CAR	Event Window
0.006	1459	2.36**	(0,-9)
0.01	1406	1.21**	(0,-1)
0.006	1462	1.17**	(0,+1)
0.03	1360	1.96**	(3+,-3)
0.01	1415	2.80**	(3+,-9)
0.46	1087	0.07	(0,+10)

ويقدم الجدول 10 نوافذ حدث متعددة توضح ردود الفعل في ظل فترات قصيرة متنوعة. يظهر الجدول أن متوسط العائد غير العادي المجمع لنوافذ الحدث المتنوعة حول تاريخ الإعلانات إيجابية ومعنوية ماعدا نافذة الفترة (0,+10). وأن متوسطات العوائد غير العادية المجمعة لنوافذ الحدث التالية (0,-9)، (0,-1)، (0,+1)، (3+,-3) هي 2.36%، 1.21%، 1.17%، 1.96%، 2.80%، 0.07% علي التوالي عند مستوي معنوية 0.05. وأن أعلي عائد غير عادي مجمع هو 2.80% لفترة إحتفاظ بالسهم دامت 13 يوم إبتداءً من اليوم 9- قبل الإعلان حتي اليوم 3+ بعد الإعلان.

بالنسبة للفرض الثاني: والذي يختبر متوسط العوائد غير العادية المجمع (CAR) لفترة ما قبل تاريخ الإعلان بالاعتماد علي إختبار Wilcoxon Statistic للتعرف علي إمكانية تسرب المعلومات وفقا لفرض عدم تماثل المعلومات، وتوصلت الدراسة إلي أن هناك متوسط عوائد غير عادية مجمع موجب ومعنوي محققة للإعلان الرأسمالي قبل تاريخ الإعلان في اليوم -5، -3، -2، -1 وتساوي 1.245%، 0.875%، 1.141%، 1.43% علي التوالي عند مستوي معنوية 0.05، كما هو موضح بالجدول 9، وبالتالي قبول الفرض الثاني القائل بوجود عوائد غير عادية موجبة قبل تاريخ الإعلان.

بالنسبة للفرض الثالث: والذي يختبر وجود إختلاف في عوائد غير عادية للإعلان عن الإنفاق الرأسمالي حول تاريخ الإعلان بإختلاف فئة المشروع المعلن، وهنا قمنا بتصنيف الإعلانات الرأسمالية إلي ثلاث فئات هم فئة التنوع في الأسواق والمنتجات، وفئة المشروعات المشتركة، وفئة التصفية (خفض التكلفة) وذلك وفقاً لتصنيف كستر "Kester, 1984"، في حين إستبعدت الدراسة فئتي البحث والتطوير، والإحلال والتجديد وذلك لعدم توافر إعلانات لهما. ثم حساب متوسط العوائد غير العادية (AAR) ومتوسط العوائد غير العادية المجمع (CAR) لإعلانات كل عينة، ثم إختبار معنوية متوسط العوائد غير العادية (AAR) ومتوسط العوائد غير العادية (CAR) لكل يوم من أيام فترة الإختبار في كل فئة علي حدي وذلك بالإعتماد علي الإختبار الإحصائي Wilcoxon، كما هو موضح بالجدول 10. كما يتضح أيضاً من نتائج هذا الإختبار أن جميع قيم متوسط العوائد غير العادية (AAR) ومتوسط العوائد غير العادية (CAR) لكل يوم من أيام فترة الإختبار في الفئتين التصفية والمشروعات المشتركة غير معنوية أي انهما لا يختلفان عن الصفر، وذلك بخلاف فئة التنوع في المنتجات والسوق والتي شهدت متوسط عوائد غير عادية مجمعة (CAR) إيجابية ومعنوية لكل يوم من أيام فترة الإختبار ما عدا اليوم 10- قبل الإعلان. وبالتالي نرفض الفرض الصفري ونقبل الفرض البديل.

جدول 10: نتائج Wilcoxon Statistic لكلٍ من (AAR) و (CAR)

لكل يوم خلال فترة الإختبار في ظل فئة الإنفاق الرأسمالي

فئة التنوع في الأسواق والمنتجات			فئة المشروعات المشتركة				فئة التصفية (تخفيض التكلفة)				
CAR	اليوم	AAR	اليوم	CAR	اليوم	AAR	اليوم	CAR	اليوم	AAR	اليوم
0.048	-10	0.048	-10	-0.19	-10	-0.19	-10	-0.01	-10	-0.01	-10
0.264**	-9 to -10	0.216	-9	-1.07	-9 to -10	-0.88	-9	0.33	-9 to -10	0.34	-9
0.791**	-8 to -10	0.527	-8	-2.11	-8 to -10	-1.04	-8	0.69	-8 to -10	0.36	-8
1.505**	-7 to -10	0.714**	-7	-3.65	-7 to -10	-1.53	-7	1.11	-7 to -10	0.43	-7
2.543**	-6 to -10	1.038**	-6	-5.57	-6 to -10	-1.92	-6	1.36	-6 to -10	0.25	-6
3.558**	-5 to -10	1.015**	-5	-7.14	-5 to -10	-1.57	-5	1.63	-5 to -10	0.26	-5
3.491**	-4 to -10	-0.067	-4	-8.95	-4 to -10	-1.81	-4	1.30	-4 to -10	-0.33	-4
4.232**	-3 to -10	0.741**	-3	-10.8	-3 to -10	-1.89	-3	1.28	-3 to -10	-0.01	-3
5.117**	-2 to -10	0.885**	-2	-12.2	-2 to -10	-1.30	-2	1.43	-2 to -10	0.15	-2
6.214**	-1 to -10	1.097**	-1	-13.7	-1 to -10	-1.53	-1	1.50	-1 to -10	0.06	-1
7.985**	0 to -10	1.771**	0	-14.3	0 to -10	-0.62	0	2.07	0 to -10	0.57	0
9.043**	+1 to -10	1.058**	1	-14.2	+1 to -10	0.09	1	1.57	+1 to -10	-0.51	1
9.79**	+2 to -10	0.747**	2	-14.0	+2 to -10	0.18	2	1.18	+2 to -10	-0.39	2
10.07**	+3 to -10	0.282	3	-13.7	+3 to -10	0.35	3	0.79	+3 to -10	-0.38	3
10.05**	+4 to -10	-0.025	4	-13.8	+4 to -10	-0.16	4	0.00	+4 to -10	-0.80	4
10.087**	+5 to -10	0.04	5	-14.4	+5 to -10	-0.57	5	0.02	+5 to -10	0.03	5
9.816**	+6 to -10	-0.271	6	-14.9	+6 to -10	-0.45	6	-0.30	+6 to -10	-0.32	6
9.55**	+7 to -10	-0.266	7	-15.3	+7 to -10	-0.48	7	-0.31	+7 to -10	-0.01	7
9.464**	+8 to -10	-0.086	8	-15.8	+8 to -10	-0.45	8	-0.14	+8 to -10	0.17	8
8.98**	+9 to -10	-0.484	9	-16.0	+9 to -10	-0.25	9	-0.32	+9 to -10	-0.19	9
8.757**	+10 to -10	-0.223	10	-16.1	+10 to -10	-0.07	10	-0.10	+10 to -10	0.23	10

Wilcoxon is the statistic to test the null hypothesis that CAR = 0 0.05

** عند مستوى معنوية

ويعرض الجدول 11 متوسطات العوائد غير العادية المجمعة لنوافذ الحدث المتنوعة في ظل فئة الإنفاق الرأسمالي، وتوضح نتائج الإختبار أن فئة التنوع في الأسواق والمنتجات هي الفئة الوحيدة التي حققت عائد غير عادية موجبة ومعنوية عن فئتي التصفية، والمشروعات المشتركة، وأن أفضل فترة إحتفاظ بالسهم هي فترة نافذة الحدث (3+,-9) حيث حققت 10.3% عوائد غير عادية.

جدول 11: متوسطات العوائد غير العادية المجمعة لنوافذ الحدث المتنوعة في ظل فئة الإنفاق الرأسمالي المعلن

التنوع في الأسواق والمنتجات			المشروعات المشتركة			التصفية (تخفيض التكلفة)			Event
Sig.	Wilcoxon	CAR	Sig.	Wilcoxon	CAR	Sig.	Wilcoxon	CAR	Wendow
0.00	297	7.94**	0.99	3	-14.11	0.12	255	2.08	(0,-9)
0.00	383	2.87**	0.98	8	-2.16	0.35	220	0.64	(0,-1)
0.00	374	2.83**	0.76	17	-0.53	0.43	211	0.07	(0,+1)
0.00	386	6.58**	0.95	9	-4.71	0.66	185	-0.50	(3+,-3)
0.00	399	10.3**	0.99	3	-13.49	0.28	288	0.80	(3+,-9)
0.008	309	2.54**	0.94	10	-2.42	0.89	149	-1.6	(0,+10)

**مستوي معنوية 0.05

بالنسبة للفرض الرابع: والذي يختبر تحقيق الشركات ذات فرص النمو الأعلى عوائد غير عادية حول تاريخ الإعلان أعلي مقارنة بالشركات ذات فرص النمو الأقل، وهنا قمنا بتقسيم الإعلانات الرأسمالية علي أساس نسبة Tobin Q إلي عينتين هما، الأولى عينة الشركات ذات نسبة $Tobin Q < 1$ ، والثانية عينة الشركات ذات نسبة $Tobin Q > 1$ ، ثم حساب متوسط العوائد غير العادية (AAR) ومتوسط العوائد غير العادية المجموع (CAR) لإعلانات كل عينة، ثم إختبار معنوية متوسط العوائد غير العادية (AAR) ومتوسط العوائد غير العادية المجموع (CAR) بالإعتماد علي الإختبار الإحصائي Wilcoxon. ويتضح من نتيجة هذا الإختبار؛ وفقاً للجدول 12؛ قبول الفرض الرابع، حيث أن عينة الشركات ذات إمكانية النمو العالية ($Tobin Q < 1$) شهدت متوسط عوائد غير عادية مجمعة (CAR) إيجابية ومعنوية لكل يوم من أيام فترة الإختبار ماعدا اليوم -10، -9، -8، -7 قبل الإعلان، في حين لم تشهد عينة الشركات ذات إمكانية النمو المنخفضة ($Tobin Q > 1$) متوسط عوائد غير عادية مجمعة (CAR) معنوي خلال فترة الإختبار، ويعني ذلك أن الشركات ذات إمكانية النمو العالية تحقق 3.15% عوائد غير عادية حول تاريخ الإعلان أعلي من نظيرتها ذات امكانية النمو المنخفضة والتي شهدت -2.24%، ومن ثم نرفض الفرض الصفري ونقبل الفرض البديل.

جدول 12: نتائج Wilcoxon Statistic لكلٍ من (AAR) و (CAR) لكل يوم خلال فترة الاختبار في ظل فرض نمو الشركة

الشركات ذات فرص النمو المنخفضة ($1 > \text{Tobin } Q$)				الشركات ذات فرص النمو العالية ($1 < \text{Tobin } Q$)			
CAR	اليوم	AAR	اليوم	CAR	اليوم	AAR	اليوم
0.01	-10	0.01	-10	-0.02	-10	-0.02	-10
-0.05	-9 to -10	-0.06	-9	0.17	-9 to -10	0.19	-9
0.10	-8 to -10	0.15	-8	0.45	-8 to -10	0.28	-8
0.07	-7 to -10	-0.02	-7	0.85	-7 to -10	0.40	-7
-0.08	-6 to -10	-0.16	-6	1.32**	-6 to -10	0.47**	-6
-0.13	-5 to -10	-0.04	-5	1.81**	-5 to -10	0.49**	-5
-1.01	-4 to -10	-0.89	-4	1.58**	-4 to -10	-0.23	-4
-1.70	-3 to -10	-0.69	-3	1.94**	-3 to -10	0.36**	-3
-1.82	-2 to -10	-0.12	-2	2.36**	-2 to -10	0.42	-2
-1.63	-1 to -10	0.19	-1	2.69**	-1 to -10	0.32	-1
-1.44	0 to -10	0.19	0	3.92**	0 to -10	1.23**	0
-1.17	+1 to -10	0.27	1	4.16**	+1 to -10	0.24	1
-1.14	+2 to -10	0.03	2	4.40**	+2 to -10	0.24	2
-1.22	+3 to -10	-0.08	3	4.44**	+3 to -10	0.04	3
-1.74	+4 to -10	-0.52	4	4.13**	+4 to -10	-0.32	4
-2.55	+5 to -10	-0.81	5	4.39**	+5 to -10	0.26	5
-2.32	+6 to -10	0.23	6	3.85**	+6 to -10	-0.54	6
-2.44	+7 to -10	-0.12	7	3.64**	+7 to -10	-0.21	7
-2.32	+8 to -10	0.12	8	3.55**	+8 to -10	-0.09	8
-2.33	+9 to -10	-0.01	9	3.10**	+9 to -10	-0.45	9
-2.24	+10 to -10	0.10	10	3.15**	+10 to -10	0.05	10

Wilcoxon is the statistic to test the null hypothesis that $\text{CAR} = 0$

** مستوى معنوية 0.05

ويعرض الجدول 13 متوسطات العوائد غير العادية المجمعة لنوافذ الحدث المتنوعة في ظل فرض نمو الشركة، وتوضح نتائج الإختبار أن الشركات ذات فرص النمو العالية حققت عوائد غير عادية موجبة ومعنوية عن جميع نوافذ الحدث ماعدا (0,+10)، وأن أفضل فترة إحتفاظ بالسهم هي فترة نافذة الحدث (-9,+3) حيث حققت 4.46% عوائد غير عادية. في حين لم تشهد الشركات ذات فرص النمو المنخفضة عوائد غير عادية معنوية خلال فترة الاختبار.

جدول 13: متوسطات العوائد غير العادية المجمعة لنوافذ الحدث المتنوعة في ظل فرص نمو الشركة

الشركات ذات فرص النمو المنخفضة ($1 > \text{Tobin Q}$)			الشركات ذات فرص النمو العالية ($1 < \text{Tobin Q}$)			Event
Sig.	Wilcoxon	CAR	Sig.	Wilcoxon	CAR	Wendow
0.47	97	-1.45	0.001	819	3.94**	(0,-9)
0.17	119	0.65	0.01	735	1.55**	(0,-1)
0.15	121	0.45	0.009	757	1.47**	(0,+1)
0.49	96	-0.21	0.01	740	2.86**	(3+,-3)
0.46	98	-1.23	0.003	790	4.46**	(3+,-9)
0.67	84	-0.61	0.34	577	0.36	(0,+10)

بالنسبة للفرض الخامس: والذي يختبر تحقيق الشركات ذات التدفقات النقدية الحرة المرتفعة عوائد غير عادية حول تاريخ الإعلان أعلي مقارنة بالشركات ذات التدفقات النقدية الحرة المنخفضة، قمنا بتقسيم الإعلانات الرأسمالية علي أساس وسيط التدفقات النقدية الحرة (FCF) وهو - 2993292 إلى عيتين هما، الأولى عينة الشركات ذات التدفقات النقدية العالية (أكبر من FCF)، والثانية عينة الشركات ذات التدفقات النقدية المنخفضة (أقل من FCF)، ثم حساب متوسط العوائد غير العادية (AAR)، ومتوسط العوائد غير العادية المجمع (CAR) لإعلانات كل عينة، ثم إختبار معنوية متوسط العوائد غير العادية (AAR) ومتوسط العوائد غير العادية المجمع (CAR) بالإعتماد علي الإختبار الإحصائي Wilcoxon. ويتضح من النتائج؛ وفقاً للجدول 14؛ أن الشركات ذات التدفقات النقدية الحرة المنخفضة حققت متوسط عوائد غير عادية مجمع (CAR) موجب ومعنوي في كلاً من اليوم -5، -4، -3، صفر قبل الإعلان بعائد غير عادي مجمع يصل لـ 4.18 وذلك في اليوم صفر، وذلك علي العكس من نظيرتها ذات التدفقات النقدية الحرة المرتفعة التي شهدت عوائد غير عادية مجمع معنوي إبتداءً من اليوم +1 بعد الإعلان وحتى نهاية فترة الإختبار بعائد غير عادي مجمع 5,36 وذلك في اليوم +2، ويعني ذلك أن الشركات ذات التدفقات النقدية الحرة المرتفعة تحقق عوائد غير عادية حول تاريخ الإعلان أعلي من نظيرتها ذات التدفقات النقدية الحرة المنخفضة، وبالتالي نرفض الفرض الصفري ونقبل الفرض البديل.

جدول 14: نتائج Wilcoxon Statistic لكلًا من (AAR) و (CAR) لكل يوم خلال فترة الاختبار في ظل التدفقات النقدية الحرة

الشركات ذات التدفق النقدي الحر المرتفع				الشركات ذات التدفق النقدي الحر المنخفض			
CAR	اليوم	AAR	اليوم	CAR	اليوم	AAR	اليوم
0.01	-10	0.01	-10	-0.16	-10	-0.16	-10
0.14	-9 to -10	0.13	-9	-0.21	-9 to -10	-0.06	-9
-0.20	-8 to -10	-0.34	-8	0.32	-8 to -10	0.53	-8
0.03	-7 to -10	0.24	-7	0.78	-7 to -10	0.46	-7
0.76	-6 to -10	0.72	-6	1.64	-6 to -10	0.86	-6
1.25	-5 to -10	0.49	-5	2.76**	-5 to -10	1.12**	-5
1.28	-4 to -10	0.03	-4	2.98**	-4 to -10	0.22	-4
1.57	-3 to -10	0.29	-3	3.08**	-3 to -10	0.10	-3
2.63	-2 to -10	1.06	-2	3.23	-2 to -10	0.15	-2
3.84	-1 to -10	1.21**	-1	3.76	-1 to -10	0.53	-1
5.04	0 to -10	1.21**	0	4.18**	0 to -10	0.42	0
5.09**	+1 to -10	0.04	1	4.30	+1 to -10	0.12	1
5.36**	+2 to -10	0.27	2	4.28	+2 to -10	-0.02	2
5.10**	+3 to -10	-0.26	3	3.91	+3 to -10	-0.37	3
4.06**	+4 to -10	-1.04	4	3.44	+4 to -10	-0.48	4
3.81**	+5 to -10	-0.25	5	3.06	+5 to -10	-0.38	5
3.25**	+6 to -10	-0.56	6	2.69	+6 to -10	-0.37	6
3.21**	+7 to -10	-0.04	7	2.65	+7 to -10	-0.04	7
3.26**	+8 to -10	0.06	8	2.43	+8 to -10	-0.22	8
2.38**	+9 to -10	-0.88	9	2.77	+9 to -10	0.34	9
1.79**	+10 to -10	-0.59	10	3.18	+10 to -10	0.41	10

Wilcoxon is the statistic to test the null hypothesis that CAR = 0 ** مستوي معنوية 0.05

ويعرض الجدول 15 متوسطات العوائد غير العادية المجمعة لنوافذ الحدث المتنوعة في ظل التدفقات النقدية الحرة، وتوضح نتائج الإختبار أن الشركات ذات التدفقات النقدية الحرة المرتفعة حققت عوائد غير عادية موجبة ومعنوية عن جميع نوافذ الحدث ماعدا نافذتي (0, +10)، و (0, -9)، وأن أفضل فترة إحتفاظ بالسهم هي فترة نافذة الحدث (9, +3) حيث حققت 5.09% عوائد غير عادية. في حين شهد الشركات ذات التدفق النقدي الحر المنخفض عوائد غير عادية موجبة ومعنوية في النافذة (9, 0) فقط، أي في الفترة التي تسبق تاريخ الإعلان فقط ويعد ذلك دليلاً لتسرب وعدم تماثل المعلومات.

جدول 15: متوسطات العوائد غير العادية المجمعّة لنواتذ الحدث المتنوعة في ظل التدفقات النقدية الحرة

الشركات ذات التدفق النقدي الحر المرتفع			الشركات ذات التدفق النقدي الحر المنخفض			Event Window
Sig.	Wilcoxon Statistic	CAR	Sig.	Wilcoxon Statistic	CAR	
0.056	249	5.03	0.03	385	4.33**	(0,-9)
0.008	394	2.41**	0.23	323	0.95	(0,-1)
0.001	430	1.25**	0.26	317	0.54	(0,+1)
0.006	398	3.82**	0.38	297	0.93	(3+,-3)
0.03	364	5.09**	0.12	347	4.06	(3+,-9)
0.31	291	-2.05	0.44	289	-0.57	(0,+10)

**مستوي معنوية 0.05

ويعرض الجدول 16 متوسطات العوائد غير العادية المجمعّة لجميع نواتذ الحدث علي مستوي العينة الإجمالية والعينات الفرعية. كما أنه يظهر أن نافذة الحدث (3+,-9) هي أفضل فترة إحتفاظ بالسهم سواء علي مستوي العينة الإجمالية أو العينات الفرعية وفقاً للمتغيرات الرقابية حيث تحقق أعلى عائد غير عادي للإعلان الرأسمالي.

جدول 16: متوسطات العوائد غير العادية المجمعّة علي مستوي العينة الإجمالية والعينات الفرعية

العينات الفرعية وفقاً للمتغيرات الرقابية							العينة الإجمالية	Event Window
التدفقات النقدية الحرة		فرصة هو الشركة		فئة الإنفاق				
المرتفع	المنخفض	المرتفع	المنخفض	التنوع	المشروع المشترك	التصفية		
5.03	4.33**	3.94**	-1.45	7.94**	-14	2.08	2,36**	(0,-9)
2.41**	0.95	1.55**	0.65	2.87**	-2.16	0.64	1.21**	(0,-1)
1.25**	0.54	1.47**	0.45	2.83**	-0.53	0.07	1.17**	(0,+1)
3.82**	0.93	2.86**	-0.21	6.58**	-4.71	-0.5	1.96**	(3+,-3)
5.09**	4.06	4.46**	-1.23	10.3**	-13.5	0.80	2.80**	(3+,-9)
-2.05	-0.57	0.36	-0.61	2.54**	-2.42	-1.6	0.07	(0,+10)

8- مناقشة النتائج والتوصيات

يتضمن هذا الجزء مناقشة النتائج التي توصلت إليها الدراسة، وعرض لأهم التوصيات، وذلك كما يلي:

8-1 مناقشة نتائج الدراسة

قامت الدراسة الحالية بالتحقق من وجود عوائد غير عادية للإعلان الرأسمالي، وتوصلت الدراسة إلي أن هناك إستجابة قوية للسوق المصري للإعلان عن القرارات الرأسمالية، حيث توصلت الدراسة إلي وجود عوائد غير عادية موجبة كبيرة ومعنوية لهذه الإعلانات 1.5%، وهذا يتفق مع نتائج العديد من الدراسات عبر الأسواق المختلفة، مثل السوق البريطاني والتي تراوحت إستجابته الإيجابية ما بين (0.70%-1.1%) (Akbar, et. al.,

(Utami and Eliyani, 2016) %1.25، وفي السوق الأندونيسي (Jones, et. al., 2005) وفي كوريا الجنوبية %1.26 (Lew, 2015)، وفي السوق السويدي %0.80 (Ydenius, et. al., 2017)، وفي السوق الهندي (Mann, et. al., 2017)، لكنها أقل من عوائد السوق الأمريكي التي تصل إلى 3% (Oh, et. al., 2016)، وأيضاً السوق الماليزي %2.5 (Lynn et. al. 2011)، والسوق الأسترالي %2.4 (Janakiramanan, et. al. 22005). ربما ترجع هذه الإستجابة إلي أن هذه الإعلانات تنقل معلومات قيمة وإيجابية عن أرباح الشركات (Chen, et. al., 2010). كما يمكن أن ترجع إلي إيمان المستثمرين بإمكانية الشركات المعلنة في تنفيذ هذه الإستثمارات ومن ثم الثقة فيها (Lee, et. al., 2016). وربما لتمييز الشركات المعلنة بألية الإدارة الجيدة أو المرونة الإدارية العالية في إستجابتها لظروف السوق المتغيرة (Hu, et. al., 2013; Lin, et. al., 2012)، ولاسيما تلك التي أثرت علي الإقتصاد المصري في الأزميتين، الأولي الأزمة المالية العالمية 2008 والثانية أزمة الركود التضخمي الإقتصادي عقب ثورة 25 يناير 2011. أو قد ترجع إلي زيادة رغبة المستثمر المصري في زيادة إستثماراته وتقليص إداخاره وذلك لحالة الركود التضخمي الذي يعانيه الإقتصاد المصري، مما يؤدي إلي زيادة الطلب علي أسهم الشركات التي تعلن عن إنفاقها الرأسمالي (الفضل، 1998). كما تؤيد هذه النتائج إفتراضات فرض تعظيم قيمة المساهمين بأن أسواق الأوراق المالية تكافئ المديرين لوضعهم إستراتيجيات تزيد من ثروة المساهمين، ومن ثم الإستجابة الإيجابية تجاه هذه الإعلانات. في حين أنها تختلف عن نتائج دراسات أخرى توصلت إلي وجود عوائد إيجابية غير عادية ضئيلة للإعلان الرأسمالي مثل (Tseng et. al. 2017) في السوق التايواني %0.50، و (Wachanga, 2014) في السوق النيروبي %0.30، و (Kim, et. al. 2009) في السوق الأمريكي %0.47. كما تختلف أيضاً مع دراسة ياغي (2005) عن السوق المصري للفترة من 2000 حتي 2005 حيث توصل إلي وجود عوائد موجبة ضئيلة للإعلان الرأسمالي %0.10، وقد يرجع ذلك لصغر حجم عينة هذه الدراسة؛ وهي الشركات المدرجة ضمن مؤشر EGX30؛ في حين اعتمدت الدراسة الحالية علي جميع الشركات المدرجة بسوق الأسهم المصرية.

- ينبغي الإشارة إلي وجود عوائد موجبة ومعنوية للإعلان الرأسمالي قبل تاريخ الإعلان %1.43 عن بعد تاريخ الإعلان -0.80% وهو ما يشير إلي وجود تسرب للمعلومات قبل تاريخ الإعلان، ويعد ذلك تأكيد لما جاء به كلا من مودجلياني وميلر (Modigliani and Miller, 1963) بأن المديرين يمتلكون دائماً معلومات عن شركاتهم أكثر من المعلومات التي يمتلكها المستثمرون الخارجيون External Investors. مما يشير ذلك إلي تأكيد فرض عدم تماثل المعلومات. كما أيدت أيضاً نتائج كلا من دراسة ياغي (2005) عن السوق المصري بوجود تسرب في المعلومات حيث توصل لوجود عوائد غير عادية قبل تاريخ الإعلان %0.006 أكبر من نظيره بعد الإعلان %0.0006، ودراسة لين وشيخ (Lynn and Shaikh, 2011) والتي أشارت إلي وجود عوائد إيجابية غير عادية للإعلان الرأسمالي في القطاع الصناعي والخدمي قبل يوم الإعلان يصل إلي %1.27 عن نظيره بعد الإعلان %0.20 مشيراً في ذلك إلي عدم تماثل المعلومات بين المشاركين بالأسواق.

- كما أن الدراسة الحالية توصلت إلي وجود إختلاف في هذه العوائد بإختلاف فئة الإعلان الرأسمالي، ويعد ذلك إشارة إلي أن السوق يتفاعل مع القرارات الرأسمالية بناءً علي فئة الإستثمار، حيث توصلت هذه الدراسة إلي أن الشركات التي أعلنت عن مشروعاتها المشتركة شهدت عوائد سالبة كبيرة -16% وذلك علي عكس نظيرتها التي أعلنت عن التنوع في إستثماراتها والتي شهدت عوائد إيجابية كبيرة ومعنوية %8.8، أما الشركات التي أعلنت عن مشروعات تخفيض التكلفة (التصفية) فلم تشهد عوائد غير عادية معنوية -0.10%، وقد يرجع ذلك إلي

درجة المخاطر (عدم التأكد) المرتبطة بفترة المشروع الإستثماري (Ryan, 2002)، أو إلى طبيعة أسواق رأس المال؛ ولاسيما درجة تطورها الإقتصادي (Lew, 2015). وفيما يتعلق بفترة التنوع في الإستثمارات، فإن نتائج هذه الدراسة تتفق مع الدراسات السابقة والتي أشارت إلى وجود عوائد إيجابية كبيرة لهذا النوع من الإستثمارات نظرا لما تعكسه تلك الاعلانات من معلومات هامة متعلقة بالأرباح المستقبلية للشركة أو للقوة التنافسية التي تتميز بها منتجات الشركة مقارنة بمنافسي الصناعة أو إلى الحجم النسبي للشركة مقارنة بحجم السوق، ومثل هذه الدراسات دراسة (Chaney, et. al., 1992) والتي توصلت لعوائد غير عادية تصل لـ 5.6% في السوق الأمريكي، وفي السوق البريطاني 1.7% (Jones, et. al., 2005)، وفي السوق الإندونيسي 1.25% (Utami, et. al., 2016). أما عن فئة المشروعات المشتركة، فقد اتفقت نتائج هذه الدراسة مع دراسة (Jones, et. al., 2005) في السوق البريطاني والتي لم تتوصل لوجود عوائد موجبة للإعلان عن المشروعات المشتركة مرجعاً ذلك لعدم تفضيل السوق إلى العوائد المقسمة علي أكثر من شركة. في حين إختلفت نتائج الدراسة عن الإستجابة الإيجابية للسوق الأمريكي والتي حققت 2.5% عوائد غير عادية (Hanvanich, et. al., 2001)، وعن السوق الأسترالي 2.42% (Janakiramanan, et. al., 2005)، والسوق البريطاني 0.90% (Jones et. al. 2004)، والسوق السويدي 0.80% (Ydenius, et. al., 2017)، مرجعين ذلك إلى قدرة هذه الأسواق علي تقييم الفوائد المرتبطة بمثل هذه المشروعات رغم إرتفاع درجة مخاطرها. كما تتفق نتائج هذه الدراسة مع نتائج دراسة (Cox, et. al., 2008; Chan, et. al., 1995) فيما يتعلق بمشروعات تخفيض التكلفة (التصفية)، فأن مثل هذه القرارات قد تعكس ظروف السوق المتعثرة؛ وما تحتويه من معلومات غير جيدة بشأن الربحية؛ ومن ثم تخفض من قيمة الشركة.

- كما تمكنت الدراسة من التوصل إلى وجود دور توضيحي للفرص الإستثمارية (إمكانية نمو الشركة) للعوائد غير العادية للإعلان الرأسمالي، حيث توصلت إلى أن الشركات ذات إمكانية النمو المرتفعة هي من تحقق عوائد موجبة عالية ومعنوية 3.15%، علي النقيض في ذلك فإن نظيرتها ذات إمكانية النمو المنخفضة شهدت عوائد سالبة للإعلان الرأسمالي -2.24%، وهو ما يتفق مع نتائج الدراسات السابقة في أن نوعية الفرص الإستثمارية تعتبر عاملاً هاماً ورئيسياً في تعزيز الاستثمارات وعوائد أسهم الشركة في مختلف الأسواق مثل السوق الأمريكي، والسوق التركي، والسوق البريطاني، والسوق البرازيلي (Chen, 2006; Cox, et. al., 2008; Ozbebek, et. al., 2011; Cordis, et. al., 2017; Filho, et. al., 2018). كما يعد ذلك تأكيداً لما جاء به فرض الفرص الإستثمارية والذي يشير إلى أن الشركة التي تتمتع بإمكانية نمو عالية ومن ثم فرص إستثمارية قوية ومشاريع ذات صافي قيمة عالية إيجابية، يتوقع أن تلقي إعلاناتها الرأسمالية ردود فعل إيجابية من قبل السوق، وعلى العكس من ذلك، فإن الشركات ذات معدلات النمو المنخفضة؛ والتي تفتقر إلى المشروعات المستقبلية المربحة والفرص الاستثمارية الجيدة؛ من المتوقع أن تشهد إعلاناتها الرأسمالية ردود فعل سلبية (Chung et. al. 1998).

- بالإضافة إلى أن هذه الدراسة توصلت إلى وجود دور توضيحي للتدفقات النقدية الحرة لعوائد الإنفاق الرأسمالي، حيث شهدت الشركات ذات التدفقات النقدية المرتفعة 5.36% عوائد موجبة ومعنوية في اليوم +2 بعد الإعلان أكبر من نظيرتها ذات التدفقات النقدية المنخفضة والتي حققت 4.18% عوائد غير عادية مجمعة في يوم الإعلان، ربما يرجع ذلك لطبيعة فترة الدراسة حيث الأزمة المالية العالمية وخروج الشركات، وفترة ما بعد

ثورة 25 يناير 2011 وظاهرة إنخفاض الإستثمارات، مما يتوقع عدم حدوث أي مظهر من مظاهر تكلفة الوكالة خلال فترة الدراسة. ويعد ذلك تأييداً لما جاء به فرض ترتيب أفضلية مصادر التمويل لمايرز (Myers, 1984) والذي يشير إلي الدور الإيجابي للتدفقات النقدية الحرة باعتبارها أقل مصادر التمويل من حيث التكلفة، وهو ما أيدته بعض الدراسات الأخرى بأن التدفق النقدي الحر المرتفع يعمل علي توسيع قاعدة أصول الشركة أو تطوير منتجات جديدة دون اللجوء لمزيد من الديون عالية التكلفة أو إصدار أوراق مالية مسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية، الأمر الذي يزيد من فرصة النمو الحقيقية للشركة والتخلي عن مصادر تمويل أكثر تكلفة (Qandhari et. al. 2016; Becker-Blease et. al. 2006). كما تتفق هذه النتائج أيضاً مع دراسة فوجت (Vogt, 1997) التي أشارت إلي أن التدفق النقدي الحر يزيد من قدرة الشركة علي الإستجابة للتغيرات في ظروف السوق. في حين تعد هذه النتائج رفضاً لفرض التدفقات النقدية الحرة والذي يشير إلي الدور السلبي للتدفقات النقدية الحرة باعتبارها مظهر من مظاهر تكلفة الوكالة مثل إصراف المديرين في إستثمارات غير المجدية للشركة نظراً لتضارب المصالح بين الملاك والمديرين وسعي المديرين لتحقيق مصالح شخصية لديهم (Jensen, 1986; Kim, et. al. 2012; Lou, 2014; Haddadian, 2015; Jianchuan, 2016).

2-8 توصيات الدراسة وإقتراحات لدراسات مستقبلية

يمكن تقديم عدد من التوصيات لكلاً من الشركات وأسواق رأس المال والمستثمرين والمديرين. بالنسبة للشركات، في ظل الأزمة الإقتصادية التي يعاني منها الإقتصاد المصري، أوصي بضرورة اجراء الشركات مزيد من الإستثمارات أملاً في زيادة القيمة والأداء المالي القوي علي المدى الطويل. حيث انتهجت العديد من الإقتصاديات المتقدمة الرأسمالية الطويلة الأجل للخروج من الازمة المالية العالمية نظراً لأثرها الإيجابي علي أداء وعوائد الشركات وزيادة قدرتها علي الإبتكار. كما ينبغي علي الشركة أن تتبع سياسة فعالة للإفصاح عن المعلومات لتقليل عدم اليقين بشأن احتمالية نجاح ما تتخذه الشركة من قرارات إستثمارية. وبالنسبة لأسواق رأس المال، ضرورة الإهتمام بنشر المعلومات والبيانات عن الأسهم المدرجة بالبورصة المصرية، بهدف زيادة وعي المستثمرين بأهمية سوق رأس المال في مصر من ناحية، وزيادة ثقتهم فيها من ناحية أخرى. أما بالنسبة للمستثمرين، فإن هذه الدراسة تعطي مستثمري البورصة صورة أكثر وضوحاً عن طبيعة وإتجاه السوق المصري عند معرفته بالقرارات الرأسمالية للشركات، فبذلك يمكن للمستثمر توقع استجابة أسعار الاسهم للمعلومات الواردة عنه وبالتالي زيادة كفاءة السوق. وبالنسبة لمديري الشركات، يجب علي المديرين تقييم السوق المصري لما يتم إتخاذه من قرارات استثمارية استراتيجية، حتي يتمكنوا من تحديد المشروعات التي يفضلها المستثمرون الحاليون والمحتملون، ما يمكنهم من التطوير الدائم لإستراتيجيات الشركة لتحسين أدائها وقدرتها علي الإستثمار.

كما يمكن تقديم عدد من الإقتراحات لدراسات مستقبلية مثل تطبيق الدراسة في فترة زمنية مستقبلية لا تقل عن عشر سنوات بما يضمن تحقق إستقرار للظروف الإقتصادية والسياسية بمصر وبالإعتماد علي نموذج أكثر دقة لتقدير العوائد غير العادية المتوقعة، ولكن مع الأخذ في الإعتبار بعض المتغيرات الرقابية الأخرى الهامة مثل الحجم النسبي للإئناق الرأسمالي، والرافعة المالية، وحجم الشركة، ومستوي ملكية مجلس الإدارة، وأيضاً مع الأخذ في الحسبان متغير تفسيري جديد وهو متغير عدم التأكد Uncertainty المحيط بأداء الشركة في

المستقبل. كما يمكن دراسة العلاقة بين الإعلان الرأسمالي وحجم التداول علي أسهم الشركة المعلنة وبنفس المتغيرات الرقابية السابقة الذكر. كما يمكن التحقق من عوائد منافسي الصناعة للشركات المعلنة للقرارات الرأسمالية للتعرف علي حجم خسائر ومكاسب الثروة للشركات المعلنة داخل الصناعة الواحدة، مع الأخذ في الإعتبار محددات أثر الإعلان الرأسمالي داخل الصناعة الواحدة، مع مراعاة ضرورة إستخدام التصنيف الدولي للصناعات (International Standard Industrial Classification (ISIC).

المراجع

أولاً: المراجع العربية

- التقرير السنوي للبورصة المصرية (2011). http://egx.com.eg/ar/Services_Reports.aspx.
- الجمال، عصام مصطفى (2002). الانفاق الرأسمالي وأثره علي الشركات دراسة تطبيقية علي الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير- جامعة اليرموك، الأردن.
- الحلاق، سعيد سامي و العجلوني؛ محمد محمود والسوالمه؛ أنفال عبد الله (2014). أثر الإعلان عن النفقات الرأسمالية علي أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، *المجلة العربية للعلوم الإدارية*، 21(2)، 305-340.
- الخطيب، عبد الرحمن مجدي (2015). العلاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية وسلوك الأسهم في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير، كلية التجارة-الجامعة الإسلامية (غزة)، (1)، 93-1.
- الخلايلة، محمود وإستنبولي؛ غدير (1997). "أثر التغير في النفقات الرأسمالية علي أسعار وحركة الأسهم: دراسة ميدانية علي الشركات المساهمة العامة الأردنية، *مجلة دراسات*، (1)، ص 142-151.
- الفضل، مؤيد محمد علي (1998). أثر الإعلان عن الإنفاق الاستثماري علي العائد وحجم التداول غير العاديين للأسهم: دراسة ميدانية في العراق، *المجلة العلمية لكلية الإدارة والإقتصاد*، (9)، ص 259-280.
- الموقع الالكتروني لمباشر: <https://www.mubasher.info/countries/eg/corporate-action>
- ياغي، كنان (2005). اثر الإعلان عن الإنفاق الاستثماري علي كلا من القيمة السوقية وحجم التداول للأسهم العادية في سوق الأوراق المالية المصرية- دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة- جامعة عين شمس.

ثانياً: المراجع الأجنبية

- Akbar, S.; Shah, S. and Saadi, I. (2014). Stock market reaction to capital expenditure announcements by UK firms, *Applied Financial Economics*, (18)8, PP.617-627.

- Barton, D. and Wiseman, M. (2014). Focusing Capital on the Long Term, *Harvard Business Review*, 92(1/2), pp. 44-51.
- Becker; Blease, J. and Paul, D. (2006). *Stock liquidity and investment opportunities: Evidence from index additions*. *Financial Management* 35(3), PP. 35-51.
- Bhana, N. (2008). The Market Reaction to Capital Expenditure Announcements, *Investment Analysis Journal*, 68, PP. 53-64.
- Calomiris, C. and Hubbard, G., (1995). Internal Finance and Investment: Evidence from the Undistributed Profits Tax of 1936-1937. *Journal of Business*, PP. 443-482.
- Candemir, A. and Zalluhoglu, A. (2011). The effect of marketing expenditures during financial crisis: the case of Turkey. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 24, PP. 291-299.
- Chan, S.; Gau, W. and Wang K. (1995). Stock market reaction to capital investment decisions: Evidence from business relocations, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30 (1) PP. 81-100.
- Chan, S.; Martin, J. and Kensinger, J. (1990). Corporate research and development expenditure and share value. *Journal of Financial Economics*, (26)2, PP. 255-276
- Chaney, P. and Devinney, T. (1992). New product innovations and stock price performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 19(2), PP.677-695.
- Chen, C.; Chiang, M. and Yang, C. (2014). New product preannouncements, advertising investments, and stock returns. *Marketing Letters*, (25)2, PP. 207-218.
- Chen, C.; Chiang, M. and Yang, C. (2014). New product preannouncements, advertising investments, and stock returns. *Marketing Letters*, (25)2, PP. 207-218.
- Chen, S.; Lin, C. and Tsai, Y. (2018). New product strategies and firm performance: CEO optimism. *International Review of Economics & Finance*, 55, PP. 37-53.
- Chen, S. (2006). The economic impact of corporate capital expenditures: Focused firms versus diversified firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(2) PP. 341-355.

- Chen, S. and Su, X. (2010). Market Reaction to Entry Timing of Corporate Capital Investment Announcement: Evidence from Announcement-Period Abnormal Returns and Analysts' Earnings Forecast Revisions. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 13(4), PP. 495-515.
- Chen, S.; Chih, H.; Lan, and Shih, Y. (2007). Intra-industry Effects of Corporate Capital Investment Announcements. *Financial Management*, 19, PP. 125 -145.
- Chung, K.; Wright, P. and Charoenwong, C. (1998). "Investment Opportunities and Market Reaction to Capital Expenditure Decisions". *Journal of Banking and Finance*, No. 22, PP. 41-60.
- Ciftci, M.; Lev, B. and Radhakrishnan, S. (2009). Is R&D Mispriced or Properly Risk-Adjusted?, Available at SSRN: <http://web-docs.stern.nyu.edu/old>.
- Cordis, A. and Kirby, C. (2017). Capital expenditures and firm performance: evidence from a cross-sectional analysis of stock returns. *Accounting & Finance*, 57 (4), PP. 1019-1042.
- Cox, R., & Schultz, J. (2008). The initial US stock market effect on firms that announce corporate headquarters relocation. *International Journal of Commerce and Management*, 17 (3), PP. 255-263.
- De Hevesy, J. and Larsson, J. (2017). Marknadens uppfattning av investeringar i FoU: En studie av förhållandet på Stockholmsbörsen. Available at SSRN: http://www.divaportal.org/smash/record.jsf?pid=diva2%3A_107149_6&dswid=-2705
- De Wet, L. (2016). The short and long term effects of retrenchment announcements on South African share prices. Doctoral dissertation, University of Pretoria, Available at SSRN: http://hdl.handle.net/22_63/52376
- Denning, K.; Hulburt, H. and Ferris, S. (2006). Risk and wealth effects of US firm joint venture activity. *Review of Financial Economics*, 15(3), 271-285.

- Gharbi, S.; Sahut, J. and Teulon, F. (2014). R&D investments and high-tech firms' stock return volatility. *Technological Forecasting and Social Change*, 88, PP.306-312.
- Gombola, M. and Tsetsekos, G. (1992). The Information Content of Plant Closing Announcements: Evidence from Financial Profiles and the Stock Price Reaction., *Financial Management*, 21, PP. 31-40.
- Hanvanich, S. and Çavuşgil, S. (2001). Stock market reactions to international joint venture announcement: An event analysis. *International Business Review*, 10(2), 139-154.
- Hillier, D.; Marshall, A.; McColgan, P. and Werema, S. (2007). Employee layoffs, shareholder wealth and firm performance: Evidence from the UK. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34 (3-4), PP. 467-494.
- Holmes, P., & Wong, M. (2001). Foreign investment, regulation and price volatility in South-east Asian stock markets. *Emerging Markets Review*, 2(4), 371-386.
- Hsieh, P.; Mishra, C. and Gobeli, D. (2003). The return on R&D versus capital expenditures in pharmaceutical and chemical industries. *IEEE Transactions on Engineering Management*, 50(2), 141-150.
- Hu, C.; Jiang, W. and Lee, C. (2013). Managerial flexibility and the wealth effect of new product introductions. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 41(2), 273-294.
- Janakir; amanan, S.; Lamba, A. and Seneviratne, C. (2005). A comparison of the shareholder wealth effect of firms announcing domestic and international joint ventures. *Investment Management and Financial Innovation*, 4, PP. 33-49.
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976). The theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 4(1), 305-360.
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers *American Economic Review*, 76, PP. 323-329.

- Jianchuan, L. (2016). The stock price reaction to investment news: New evidence from modeling optimal capex an capex guidance. *Working Paper Series, Stern School of Business, New York University*.
- Jones, E. and Danbolt, J. (2004). The Announcement of Joint Venture Investments by UK Companies and the Market Value of the Firm. *Applied Financial Economics*, 14(18), pp. 1325-1331.
- Jones, E. and Danbolt, J. (2005). Empirical Evidence on the Determinants of the stock Market Reaction to Product and Market Diversification Announcement. *Working Paper, European Business Management school*.
- Joshi, A. and Hanssens, D. (2010). The direct and indirect effects of advertising spending on firm value. *Journal of Marketing*, 74 (1), PP. 20-33.
- Kester, W. (1984). Today's options for tomorrow's growth. *Harvard Business Review*, 62, PP. 153-160.
- Kim, S.; Kim, W. and Hancer, M. (2009). Effect of IT investment announcements on the market value of hospitality firms using event study methodology. *Tourism Economics*, 15 (2), PP. 397-411.
- Koku, P. (2009). The Information Content and the Stock Market's Reaction to New Product Announcements in the Computer Industry. *Journal of Applied Management Accounting Research*, 7, pp. 1.
- Kompass Egypt finance: yearbook 2011-2012, issue 15, Egypt: Ahram commercial press.
- Kwan, F., & Reyes, M. (1997). Price effects of stock market liberalization in Taiwan. *37(2)*, 511-522.
- Lee, R. and Chen, Q. (2009). The immediate impact of new product introductions on stock price: the role of firm resources and size. *Journal of Product Innovation Management*, 26(1), 97-107.
- Lee, R.; Chen, Q. and Hartmann, N. (2016). Enhancing stock market return with new product preannouncements: the role of information quality and innovativeness. *Journal of Product Innovation Management*, 33(4), 55-471.

- Lew, S. (2015). Investment expenditures and firm value. available at: <http://ssrn.com/abstract=2695674>.
- Lima Filho, R.; E dos Santos Moreira, J. (2018). Decisoes de investimento e rentabilidade `futura: estudo empirico com empresas do setor imobiliario listadas na BM & Fbovespa. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 12 (2), PP. 135-149.
- Lin, W. and Chang, S. (2012). Corporate governance and the stock market reaction to new product announcements. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 39(2), 273-291.
- Liu, J.; Lee, N.; Lin, Y. and Hong, Z. (2015). The Capital Investment increases and stock returns, *Asian Economic and Financial Review*, 5(1), PP. 1-11.
- Lou, D (2014). Attracting investor attention through advertising. *The Review of Financial Studies*, 27 (6), PP. 1797-1829.
- Lou, D. (2014). Attracting investor attention through advertising. *The Review of Financial Studies*, 27 (6), PP. 1797-1829.
- Lynn, L. and Shaikh, M. (2011). Stock Market Reaction towards Capital Expenditure Announcements: Malaysia Case for Servicing and Manufacturing Industry. *Global Review of Accounting and Finance*, 2 (1), PP. 29-41.
- Mann, B., & Babbar, S. (2017). New product announcements effect on stock prices in India. *Journal of Asia Business Studies*, 11(4), 368-386.
- McConnell, J. and Muscarella, C. (1985). Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm. *Journal of Financial Economics*, (14)3, PP. 399-422.
- Modigliani, F. and Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), PP. 433-443.
- Mohamed, W. (2019). Acquisition Announcement Returns and Targrts Prediction in the Egyptian Stock Exchange. *MSc. Thesis university of Alexandria, Egypt*.

- Myers, S. and Majluf, N. (1984). Corporate financing decision when firms have information that investors do not have. *Journal of Finance Economics*, 13 (1), PP. 187-220.
- Myers, S. and Majluf, N. (1984). Corporate financing decision when firms have information that investors do not have. *Journal of Finance Economics*, 13 (1), PP. 187-220.
- Oh, Y.; Gulen, H.; Kim, J. and Robinson, W. (2016). Do stock prices undervalue investments in advertising? *Marketing Letters*, 27 (4), PP. 611-626.
- Ozbebek, A.; Canikli, S. and Ayturk, Y. (2011). Does Turkish Stock Market React to Public Announcements of Major Capital Expenditures? *Procedia Social and Behavioral Sciences*, 24, PP. 928-934.
- Pandit, S.; Wasley, C. and Zach, T. (2011). The effect of research and development (R&D) inputs and outputs on the relation between the uncertainty of future operating performance and R&D expenditures. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 26(1), 121-144.
- Qandhari, S.; Khan, M. and Rizvi, W. (2016). The relationship between cash flow and capital expenditure in the sugar industry of Pakistan. *The Journal of Developing Areas*, 50 (6), pp. 341-353.
- Rappaport, A. (1986). *Creating Shareholder Value*. Free Press, New York.
- Ross, S. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signaling approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1), PP. 23-40.
- Ross, A.; Westerfield, W. and Jaffe, J. (2010), *Corporate Finance*, McGraw-Hill Irwin, Ninth Edition.
- Roztock, N. and Imai, A. (2002). An Exploration Study of the Impact of Information Technology Investment Announcement on Companies Values in Japan. *Working Paper, State University of New York*.
- Saffarizadeh, N. (2014). The Relationship between Cash flow and Capital Expenditure: Evidence from German Automobile Sector. *Doctoral dissertation*, Eastern Mediterranean University (EMU)-Doğu Akdeniz Üniversitesi (DAÜ).

- Shenoy, C. and Vafeas, N. (2005). An Empirical Investigation of Capital Expenditure Announcement, *Applied Economics Letters*, 12 (14), PP. 907-911
- Shin, H. and Kim, Y. (2002). Agency Costs and Efficiency Capital Investment: Evidence form Quarterly Capital Expenditures, *Journal of Corporate Finance*, (8), 139-158.
- Suresh, S.; Thenmozhi, M. and Vijayaraghavan, P. (2005). Stock market reaction to corporate strategic decisions .Available at SSRN:https://cdn.fsbx.com/v/t59.2708-21/42288980_2230911870515059_3940954144180797440_n.pdf/SSRN-id873987.pdf?nc_cat=105&oh=0ede92e16ca33a04063c8f300a16a3d2&oe=5BC006F3&dl=1
- Thomas, S. (2002). Firm Diversification and Asymmetric Information: Evidence from Analysts' Forecasts and Earnings Announcements, *Journal of Financial Economics*, 64, PP. 373-396.
- Tsay, Y.; Alt, F. and Gordon, L. (1993). The market reaction to announced deep cuts in capital Expenditures. *Managerial and Decision Economics*, 14 (1), PP. 1-14.
- Utami, W. and Eliyani, L. (2016). A study of investor response to new product launching: a competitive strategy approach. *Malaysian Accounting Review*, 15(2).
- Vogt, S. (1997). Cash Flow and Capital Spending: Evidence from Capital Expenditure Announcements. *Financial Management*, 26, PP. 44-57.
- Wachanga, M. (2014). The effect of capital expenditure on financial performance of firms listed at the nairobi securities exchange.
- Woolridge, J. and Snow, C. (1990). Stock market reaction to strategic investment decisions. *Strategic Management Journal*, 11 (5), PP. 353-363.
- Ydenius, T. and Bolin, P. (2017). Joint ventures inverkan på aktiekursen: En eventstudie på den svenska marknaden, Available at SSRN:<http://www.diva-portal.org/smash/record.jsf?pid=diva2%3A1072401&dswid=-2705>.

- Yeoh, D. and Brailsford, T. (2004). Agency Problems and Capital Expenditure Announcements. *The Journal of Business*, 77(2), pp. 223-56.
- Yeoh, D. (2000). An Examination of Physical Asset Expenditure Announcements in Australia: Growth Opportunities, Free Cash Flow and Capital Market Monitoring, *Unpublished PhD thesis*, Australian National University.

ملحق

شركات عينة الدراسة حسب قطاعات البورصة

خدمات ومنتجات صناعية وسيارات		بنوك	
الوطنية للزجاج**	جي بي اوتو*	البنك المصري الخليجي*	مصرف أبو ظبي الإسلامي*
ايكون*	السويدي اليكتريك***	بنك قناة السويس*	بنك التعمير والاسكان*
إيجيترانس (المصرية لخدمات النقل)*		البنك التجاري الدولي***	البنك المصري لتنمية الصادرات*
غاز وبترول		بنك فيصل الإسلامي المصري**	
جى إم سى*		كيماويات	
مرافق		سيدي كرير للبتروكيماويات*	المالية والصناعية المصرية*
غاز مصر**		المنتجات المنزلية والشخصية	
أغذية ومشروبات		العربية لحليج الأقطان*	سينالكس الاسكندرية للغزل والنسيج*
المنصورة للدواجن*	القاهرة للزيوت والصابون*	سياحة وترفيه	
التشييد والبناء		المصرية للمنتجات السياحية**	اوراسكوم للتنمية مصر*
اوراسكوم للانشاء والصناعة**	اكرو مصر*	التعمير السياحي*	الرواد*
رجماس*	جنوب الوادي للاسمنت*	تكنولوجيا	
اتصالات		راية القابضة للاستثمارات المالية****	
جلوبال تيلكوم***		خدمات مالية باستثناء البنوك	
عقارات		المصريين في الخارج للاستثمار والتنمية*	
الإسكندرية للاستثمار العقاري*		النعيم للإستثمارات المالية*	القابضة المصرية الكويتية****
المصريين للاسكان*	سوديك*	بايونيرز القابضة**	القاهرة الوطنية للاستثمار والاوراق المالية*
مصر الجديدة للاسكان*	بالم هيلز**	هيرميس**	السعودية المصرية للاستثمار والتمويل*
		العرفة القابضة للإستثمارات والإستشارات *	

* تشير إلي عدد 1 إعلان للشركات خلال فترة الدراسة 2007-2017.

** تشير إلي عدد 2 إعلان للشركات خلال فترة الدراسة 2007-2017.

*** تشير إلي عدد 3 إعلانات للشركات خلال فترة الدراسة 2007-2017.

**** تشير إلي عدد 5 إعلانات للشركات خلال فترة الدراسة 2007-2017.

ملخص البحث باللغة الإنجليزية

Abstract

Many economic turmoils have occurred in Egypt after 2011. The most important one is the decline of investment that lead to the defamation of Egyptian economy. There is no doubt that the continuation of this phenomenon will affect the company's ability to sustain and survive in the market, so Egyptian organizations should have to increase their investment. Therefore, the current study aims at explaining the investors' reaction at the Egyptian stock market of the capital expenditure announcements. It focuses on studying the behavior of share returns in conjunction with these announcements from the period of 2007 to 2017. The study is conducted on all 225 listed companies in the Egyptian stock market. The sample consists of 65 announcements for 43 companies, using non-parametric statistical tests such as Wilcoxon. In general, the results have supported a positive abnormal returns of capital announcement during the study period. The current study also has found a leak of information about these expenditures. The announcements have achieved a significant abnormal return before the disclosure of these expenditures. The market responses have varied, the market and product diversification investments have achieved a significant positive returns in contrast to, the joint venture that has gained negative returns. the cost reduction item has not got any significant responses from the market. these returns are increasing if the company's growth potential and free cash flows increase.

Key words: Capital expenditure - stock returns - Egyptian stock market - event study.

التوثيق المقترح للدراسة وفقا لنظام APA

السيد، ياسمين أحمد؛ إسماعيل، السيدة عبدالفتاح (2019). رد فعل السوق المصرية للإعلان عن الإنفاق الرأسمالي . مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة - جامعة الإسكندرية، 56(4)، 1 - 50.

جميع حقوق النشر والطباعة والتوزيع محفوظة لمجلة كلية التجارة للبحوث العلمية © 2019