

بسم الله الرحمن الرحيم



كلية التجارة – قسم إدارة الأعمال
الدراسات العليا

أثر الإعلان عن الإنفاق الاستثماري على كل من القيمة السوقية وحجم
التداول للأسهم العادية في سوق الأوراق المالية المصرية
(دراسة تطبيقية)

**The Impact of Investment Expenditure Announcement on Both the
Stock Price and the Trading Volume in the Egyptian Stock Market
(An Empirical Study)**

رسالة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال

إعداد

الباحث / كنان مصطفى ياغي

إشراف

الأستاذ الدكتور / محمود محمد عبد الهادي صبح

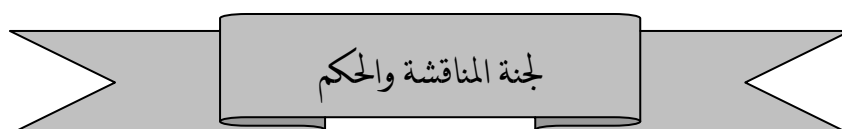
أستاذ التمويل والإدارة المالية

كلية التجارة – جامعة عين شمس

2005

رسالة ماجستير

اسم الباحث : كنان مصطفى ياغي
عنوان الرسالة: أثر الإعلان عن الإنفاق الاستثماري على كل من القيمة السوقية وحجم التداول
للأسهم العادية في البورصة المصرية.
الدرجة العلمية: ماجستير إدارة أعمال
تاريخ الرسالة: 2005م



- رئيساً
- 1- الأستاذ الدكتور / خيرى على الجزيرى
أستاذ التمويل والإستثمار بكلية التجارة - جامعة القاهرة
- 2- الأستاذ الدكتور / محمود محمد عبد الهادي صبح
مشرفاً
أستاذ التمويل والإدارة المالية بكلية التجارة - جامعة عين شمس
- 3- الأستاذ الدكتور / محروس أحمد حسن
عضواً
أستاذ إدارة الأعمال المساعد بكلية التجارة - جامعة عين شمس
- *****

الدراسات العليا

أجيزت الدراسة

بتاريخ / / 2005

ختم الأجازة



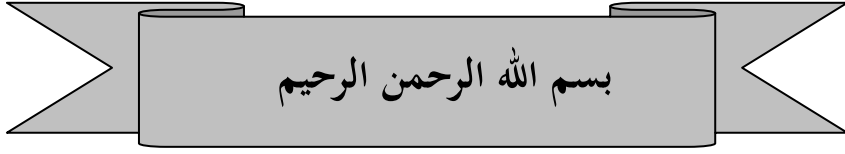
موافقة مجلس الكلية

الجامعة

بتاريخ / / 2005

موافقة مجلس

بتاريخ / / 2005



قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلَّمْتَنَا إِنَّكَ
أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ

صدق الله العظيم

{سورة البقرة/آية 32}

الشكر والتقدير

بعد شكر الله سبحانه وتعالى وحمده وتوفيقه على إتمام هذا البحث، يتقدم الباحث بخالص الشكر والعرفان والتقدير إلى:

الأستاذ الدكتور / محمود محمد عبد الهادي صبح

أستاذ التمويل والإدارة المالية بكلية التجارة — جامعة عين شمس

وذلك على تفضله بالإشراف على هذه الرسالة ورعايته العلمية، وتوجيهاته البناءة خلال فترة إعداد الرسالة وحتى إنجازها بصورتها النهائية، فقد كان للباحث أستاذاً موجهاً وقدوة له في كل الظروف.

الأستاذ الدكتور / خيرى على الجزيرى

أستاذ التمويل والإستثمار بكلية التجارة — جامعة القاهرة

وذلك على تفضله بالمشاركة في مناقشة الرسالة والحكم عليها، فله كل الشكر والتقدير.

الأستاذ الدكتور / محروس أحمد حسن

أستاذ إدارة الأعمال المساعد بكلية التجارة — جامعة عين شمس

وذلك على تفضله بالمشاركة في مناقشة الرسالة والحكم عليها، فله جزيل الشكر والتقدير.

كما أتقدم بجزيل الشكر الامتنان للدكتور نادر البير الذي لم يدخر جهداً في مساعدة الباحث وتوجيهه حتى وصلت الدراسة إلى شكلها النهائي، فله جزيل الشكر والتقدير.
كما لا يفوت الباحث أن يتقدم بخالص الشكر والتقدير إلى جميع أساتذته في الكلية، وإلى كل من أفاده علماً وتوجيهاً طوال فترة دراسته وبجته.

ونسأل الله العون والتوفيق



إلى نبع الحنان والتضحية

والعطاء أمي أبي

أدامهم الله

إلى الروح التي عانقت روحي زوجتي

شريكة العمر ومهجة القلب

إلى زهرات حياتي

وشموعها..... أخوتي

الذين كانوا سنداً وقدوة

إلى أسمى معاني الصداقة

والوفاء..... سهاد

الذي أعاد للصداقة معناها الحقيقي

ملخص الدراسة Abstract

أظهرت الدراسة وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للإعلان عن الزيادة في الإنفاق الاستثماري على كل من القيمة السوقية وحجم التداول لأسهم الشركة المعلنة، حيث تبين وجود عوائد غير متوقعة موجبة خلال الفترة الزمنية المحيطة بتاريخ الإعلان، كما أثبتت الدراسة وجود أثر جوهري لكل من نوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة ولحجم الملكية الجزئية لمجلس الإدارة على استجابة السوق المالي لهذه الإعلانات، في حين لم يكن هناك أثر جوهري لمستوى السيولة النقدية المتوفرة وحجم الشركة على طبيعة استجابة السوق للإعلان عن الزيادة في حجم الإنفاق الاستثماري.

قائمة محتويات البحث

رقم الصفحة	الموضوع
2-18	الفصل الأول: الإطار العام للبحث
2	أولاً: تمهيد
4	ثانياً: مشكلة الدراسة
9	ثالثاً: الفروض
10	رابعاً: أهداف الدراسة
10	خامساً: أهمية الدراسة
11	سادساً: أسلوب ومنهج الدراسة
11	أ- أسلوب جمع البيانات وطبيعتها
11	ب- مجتمع وعينة الدراسة
12	ت- الأسلوب الإحصائي المستخدم
14	ج- قياس متغيرات الدراسة
18	سابعاً: حدود الدراسة
19-49	الفصل الثاني: مراجعة نظرية للبحوث والدراسات السابقة
20	أولاً: تمهيد
21	ثانياً: دراسات باللغة العربية

23	ثالثاً: دراسات باللغة الأجنبية
50-82	الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية
51	أولاً: عينة الدراسة
53	ثانياً: تجهيز البيانات
57	ثالثاً: الاختبارات الإحصائية للفروض
83-89	الفصل الرابع: النتائج والتوصيات
84	أولاً: النتائج
89	ثانياً: التوصيات
90	ثالثاً: أبحاث مقترحة

قائمة محتويات البحث

رقم الصفحة	الموضوع
91-97	قائمة المراجع
92	أولاً: مراجع وردت في الهوامش
92	أ- مراجع باللغة العربية
93	ب- مراجع باللغة الأجنبية
96	ثانياً: مراجع شكلت الإطار الفكري للدراسة
96	أ- مراجع باللغة العربية
97	ب- مراجع باللغة الأجنبية
99	ملاحق الدراسة

قائمة الجداول

رقم الصفحة	العنوان	رقم الجدول
5	شركات العينة الاستطلاعية مع نوع النشاط وعدد الأحداث المعلن عنها	(1/1)
6	التغير في متوسط القيمة السوقية لشركات العينة الاستطلاعية	(1/2)
7	التغير في متوسط حجم التداول لشركات العينة الاستطلاعية	(1/3)
9	ملخص نتائج الدراسة الاستطلاعية للعينة	(1/4)
43	ردة فعل السوق لكل العينات الفرعية المدروسة	(2/1)
47	العلاقة بين زيادة الإنفاق الاستثماري وبين استجابة السوق في كل دراسة	(2/2)
48	العلاقة بين ردة فعل السوق ومجموعة من المتغيرات المستقلة	(2/3)
49	عدد الدراسات التي تطابقت نتائجها بالنسبة لكل متغير على حدة	(2/4)
52	شركات عينة الدراسة مع عدد الأحداث الاستثمارية لكل شركة	(3/1)
53	مفردات العينة ونسبة كل قطاع من القطاعات المختلفة التي تتبع لها	(3/2)
54	المعاملات المقدرة من دالة الانحدار (العوائد المتوقعة)	(3/3)
55	يوضح المعاملات المقدرة من دالة الانحدار (التداول المتوقع)	(3/4)
58	العوائد الغير متوقعة المجمعة لكل حدث خلال نافذة الحدث	(3/5)
59	التحليل الإحصائي الوصفي للعوائد غير المتوقعة المجمعة لشركات العينة	(3/6)
59	نتائج اختبار One-Sample T-test للعوائد غير المتوقعة المجمعة	(3/7)
60	متوسط العوائد غير المتوقعة في كل يوم قبل وبعد الحدث	(3/8)
60	التحليل الإحصائي الوصفي للعوائد غير المتوقعة قبل وبعد الإعلان عن الحدث	(3/9)
60	نتائج اختبار Sample T-test Paired للعوائد غير المتوقعة قبل وبعد الحدث	(3/10)
61	نتائج اختبار ولكوكسون للعوائد غير المتوقعة قبل وبعد الإعلان	(3/11)

61	متوسط العائد غير المتوقع ومتوسط العائد غير المتوقع المجمع واختبار t لكل يوم	(3/12)
63	التداول غير المتوقع المجمع لكل حدث ولكامل العينة	(3/13)
63	التحليل الإحصائي الوصفي للتداول غير المتوقع المجمع لشركات العينة	(3/14)
63	نتائج اختبار One-Sample T-test للتداول غير المتوقع المجمع	(3/15)
64	متوسط التداول غير المتوقع قبل وبعد الإعلان عن الحدث	(3/16)
64	التحليل الإحصائي الوصفي للتداول غير المتوقع قبل وبعد الإعلان عن الحدث	(3/17)
64	نتائج اختبار Paired Sample T-test للعوائد غير المتوقعة قبل وبعد الحدث	(3/18)
65	نتائج اختبار ولكوكسون للتداول غير المتوقع قبل وبعد الحدث	(3/19)
66	متوسط التداول غير المتوقع ومتوسط التداول غير المتوقع المتراكم	(3/20)
67	إجمالي الأصول والقيمة السوقية والدفترية لشركات العينة	(3/21)
68	خصائص العينات الفرعية الثلاث على أساس الحجم	(3/22)
68	التحليل الإحصائي الوصفي للعينات الفرعية الثلاث على أساس الحجم	(3/23)
تابع لقائمة الجداول		
رقم الصفحة	العنوان	رقم الجدول
68	نتائج الاختبار الإحصائي للعوائد والتداول غير المتوقع للعينات الفرعية (أساس الحجم)	(3/24)
69	نتائج اختبار LSD لفروق العوائد غير المتوقعة للعينات الفرعية الثلاث (أساس الحجم)	(3/25)
70	نتائج اختبار LSD لفرق التداول غير المتوقع بين المجموعات الفرعية الثلاث	(3/26)
71	توزيع شركات العينة على القطاعات مع عدد الأحداث الاستثمارية لكل شركة	(3/27)
71	خصائص العينات الفرعية على أساس نوع النشاط	(3/28)
72	التحليل الإحصائي الوصفي للعينات الفرعية الأربع المقسمة حسب نوع نشاط الشركة	(3/29)
72	نتائج اختبار One Sample T-test للعينات الفرعية حسب النشاط	(3/30)
73	نتائج اختبار LSD للفروق بين العوائد غير المتوقعة للعينات الفرعية الأربعة (حسب النشاط)	(3/31)
74	نتائج اختبار LSD بين العينات الفرعية الأربع (حسب النشاط)	(3/32)
76	السيولة النقدية المتوفرة لكل شركة من شركات العينة	(3/33)
77	خصائص العينتين الفرعيتين على أساس السيولة النقدية	(3/34)
77	التحليل الإحصائي الوصفي للعوائد غير المتوقعة للعينتين الفرعيتين (على أساس السيولة)	(3/35)
77	نتائج الاختبارات الإحصائية للعينتين الفرعيتين (حسب مستوى السيولة)	(3/36)
79	العينتين الفرعيتين المقسمتين على أساس الملكية الجزئية لمجلس الإدارة	(3/37)
79	التحليل الإحصائي الوصفي للعينتين الفرعيتين بحسب الملكية الجزئية لمجلس الإدارة	(3/38)
80	نتائج اختبار العينتين الفرعيتين على أساس الملكية الجزئية لمجلس الإدارة	(3/39)
82	ملخص لنتائج الاختبارات الإحصائية لفروض الدراسة	(3/40)

قائمة الأشكال

رقم الشكل	العنوان	رقم الصفحة
(1/1)	التغير في متوسط القيمة السوقية بالنسبة للعينة الاستطلاعية قبل وبعد الحدث	8
(2/1)	التغير في متوسط حجم التداول بالنسبة للعينة الاستطلاعية قبل وبعد الحدث	8
(2/2)	أسلوب التحليل الإحصائي (دراسة الحدث)	13
(2/3)	كيفية إجراء المقارنة بين العوائد قبل الحدث وبعده	13
(3/1)	متوسط العوائد غير المتوقعة المجمعة خلال نافذة الحدث	62
(3/2)	متوسط التداول غير المتوقع المجمع خلال نافذة الحدث	65
(3/3)	العوائد غير المتوقعة للعينات الفرعية الثلاث على أساس الحجم	69
(3/4)	العوائد غير المتوقعة للعينات الفرعية الثلاث على أساس النشاط	74
(3/5)	الفرق في حجم التداول غير المتوقع بين العينات الفرعية على أساس النشاط	75
(3/6)	العوائد غير المتوقعة للعينتين الفرعيتين على أساس مستوى السيولة خلال نافذة الحدث	78
(3/7)	الفرق بين حجم التداول غير المتوقع للعينتين الفرعيتين على أساس مستوى السيولة	78
(3/8)	العائد غير المتوقع للعينتين الفرعيتين على أساس الملكية الجزئية لمجلس الإدارة	80
(3/9)	التداول غير المتوقع للعينتين الفرعيتين حسب الملكية الجزئية لمجلس الإدارة	81
(4/10)	حالات استجابة السوق	85
(4/11)	كيفية استجابة السوق بعد وصول معلومات جديدة	85

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

أولاً: تمهيد

ثانياً: مشكلة الدراسة

ثالثاً: فرضيات الدراسة
رابعاً: أهداف الدراسة
خامساً: أهمية الدراسة
سادساً: أسلوب ومنهج الدراسة
سابعاً: حدود الدراسة

أولاً: تمهيد :

في البداية لابد من توضيح مفهوم الإنفاق الاستثماري Investment Expenditure وذلك من خلال استعراض لأهم ما كتب عن مفهوم الإنفاق الاستثماري. فلقد عرف الدكتور صبح¹ الإنفاق الاستثماري بأنه "مدفوعات نقدية Outlay يتولد عنها منافع تمتد إلى أكثر من سنة، وهناك العديد من التدفقات النقدية التي يمكن تصنيفها على أنها نفقات رأسمالية ويتم تقييمها في إطار تخطيط الاستثمارات الرأسمالية Capital Budgeting هذه الاستثمارات طويلة الأجل تشمل : شراء أصول ثابتة مثل الأراضي والمباني، والمعدات و الآلات، وكذلك الحملات الإعلانية، وبرامج البحوث والتطوير، وبرامج التدريب والتعليم للعاملين، وتحليل عمليات إعادة تمويل السندات، والمفاضلة بين استئجار الأصول أو شرائها، وتقييم عمليات الإدماج والسيطرة على الشركات". وعرف² (Downes & Goodman) الإنفاق الاستثماري بأنه مدفوعات نقدية

¹ - محمود عبد الهادي صبح، الإدارة المالية طويلة الأجل: 3 قرارات محورية لتعزيز ثروة المساهمين، القاهرة، البيان للطباعة والنشر، الطبعة الأولى، 2000، ص. 139.

2- John downes & Jordan Goodman, **Dictionary of finance and investment terms**, Sixth edition, USA, 2003, pp. 93.

3- - Randall Woolridge& Charles Snow, "Stock market reaction to strategic investment decision ", *Strategic Management Journal*, Vol. 11, 1990, pp.353-363.

لتحسين أو للحصول على الأصول الرأسمالية كالمباني والآلات. وقام (Woolridge) ³ بتقسيم الإنفاق الاستثماري إلى أربعة أنواع وهي:

1. إنفاق رأسمالي (Capital Expenditure).

وهو الإنفاق على عمليات التأسيس، والتجهيزات والآلات، وذلك بغرض التوسع (زيادة الحصة السوقية) أو الصيانة (استبدال) لخطوط العمل. ولقد اعتبر (Jones, 2004) ⁴ أن مستوى المخاطر المرتبطة بالمشاريع الاستبدالية هي أقل من المخاطر المرتبطة بزيادة الحصة السوقية.

2. إنفاق استثماري ينفذ من قبل مجموعة منشآت مستقلة (Joint Ventures).

يعتبر (Joint Ventures) نوع من الاستثمار المشترك بين مجموعة من المنشآت، بحيث تتفق على إنشاء مشروع استثماري، وغالباً ما يكون الهدف من هذه المشاريع تخفيف المخاطر (التنوع) من جهة، ومن جهة أخرى الاستفادة من المزايا التجميعية، كخفض النفقات و وفورات الحجم وزيادة القوة التسويقية، الأمر الذي غالباً ما ينعكس بشكل إيجابي على أسعار الأسهم بعد الإعلان عن مثل هذه المشاريع.

3. الإنفاق على البحث والتطوير (Research and Development Expenditure).

تعتبر قرارات الإنفاق في مجال البحث والتطوير من القرارات الاستثمارية الإستراتيجية، وتشتمل على المشاريع الموجهة نحو الإبداع وتحسين أو تقديم منتجات جديدة، وغالباً ما تكون هذه المشاريع غير محددة الدخل أو توقيت الحصول عليه أو الفترة الزمنية التي تستغرقها هذه المشاريع.

4. استراتيجيات المنتج والأسواق (Product/Markets Strategies).

إن مشاريع تنويع المنتجات والأسواق من المشاريع التي ترتبط بزيادة الحصة السوقية للشركة، وتشتمل هذه المشاريع على إنتاج منتجات جديدة أو الدخول في أسواق جديدة. وتصاحب هذه القرارات مستوى عالي نسبياً من المخاطر.

ثم أضاف Jones ⁵ تقسيم جديد إلى التقسيمات السابقة وهو

⁴ - Edward. Jones, "Company investment Announcements and the Market Value of Firm", *the European Journal of Finance*, Vol.10, No. 5, 2004, pp. 446.

⁵ - Edward Jones, *op. cit.*, p. 2.

5. (Cost Reduction) والتي يمكن شرحها بقيام المنشأة بإزالة وتصفية بعض أصول الشركة أو بعض الأقسام ذات التكاليف التشغيلية العالية، والتي أصبحت تشكل عبئاً مالياً على هذه المنشأة، الأمر الذي يؤدي إلى نتائج أفضل في المستقبل، وهو الأمر الذي أشار إليه الدكتور صبح⁶ في معرض حديثه عن البيع الاختياري لبعض أصول الشركة (Divestitures) باعتباره أحد قرارات إعادة هيكلة المنشأة.

ويمكن القول في نهاية هذا العرض لمفهوم الإنفاق الاستثماري بأن النظرة الشاملة المترتبة على قيام المنشأة بالإعلان عن إنفاق استثماري تعد من الأمور الجوهرية، فالعبرة ليست بحجم المخاطر التي ينطوي عليها الاقتراح، بل العبرة بأثر الاقتراح على المخاطر الكلية لعمليات المنشأة، أي بأثره على مدى تقلب التدفقات النقدية لعمليات المنشأة ككل. وبعبارة أخرى إن وجه نظر المستثمرين الحاليين أو المحتملين تجاه المنشأة، عند اتخاذ المنشأة لقرار استثماري سوف يتغير تبعاً لحجم المخاطرة التي سيسببها هذا الاستثمار للمنشأة، فمن المتوقع أن يرفض المستثمرين قبول أي زيادة إضافية في هذه المخاطر، ما لم يترتب على ذلك زيادة ملائمة في معدل العائد المتوقع على تلك الاستثمارات، وإذا ما أشارت التوقعات إلى أن الزيادة في معدل العائد المتوقع لا تتماشى مع الزيادة في حجم المخاطر المحتملة، فسوف يقوم المستثمرون الحاليون بالتخلص من الأسهم العادية التي يمتلكونها، كما سيحجم المستثمرون المحتملون عن شراء تلك الأسهم، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية. وعلى العكس تماماً، فعندما تكون العوائد المتوقعة من القرار الاستثماري أكبر من المخاطر المحتملة فسوف يزداد الطلب على أسهم المنشأة نتيجة إقبال العديد من المستثمرين المحتملين على شرائها، الأمر الذي يؤدي لزيادة القيمة السوقية للمنشأة، الأمر الذي يتفق مع الهدف الذي تسعى إليه الإدارة الرشيدة وهو تعظيم ثروة الملاك.

وسوف يقوم الباحث في هذا الفصل باستعراض لمشكلة الدراسة والتي تتمثل في دراسة أثر الإعلان عن الإنفاق الاستثماري على القيمة السوقية للأسهم العادية، وكذلك الفروض والأهداف المزمع تحقيقها، وأخيراً التسلسل المنطقي لخطوات العمل التطبيقي لتحقيق الغاية المنشودة من هذه الدراسة.

ثانياً: مشكلة الدراسة:

⁶ - محمود عبد الهادي صبح، القرارات المالية الإستراتيجية، القاهرة، البيان للطباعة والنشر، 2000، ص 90.