

أثر الإعلان عن النفقات الرأسمالية على أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية

* سعيد سامي الحلاق
* محمد محمود العجلوني
*** أنفال عبدالله السوالمه
* جامعة الكويت - دولة الكويت
* جامعة اليرموك
المملكة الأردنية الهاشمية
*** جامعة تبوك
المملكة العربية السعودية

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر الإعلان عن النفقات الرأسمالية على أسعار الأسهم وأحجام تداولها للشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وبيان أثر حجم الشركة على العلاقة بين ذلك الإعلان وعائد السهم. شملت الدراسة ٣٠ شركة خدمية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة من عام ٢٠٠٥ وحتى العام ٢٠٠٩، إذ هي الفترة التي شملت الأزمة العالمية وأزمة البورصات التي أثرت على حركة الأسهم. واختبار فرضيات الدراسة تم تحليل البيانات باستخدام اختبار (T-test)، واستخدام المتوسطات الحسابية. وتشير نتائج تحليل اختبار (T-test) إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإعلان عن النفقات الرأسمالية وعائد السهم خلال فترة الحدث. وأيضاً عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإعلان عن النفقات الرأسمالية وأحجام تداول أسهم الشركات عينة الدراسة. كما أشارت النتائج أيضاً إلى عدم وجود أثر للإعلان عن النفقات الرأسمالية على عوائد الأسهم للشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان باختلاف حجم الشركة. خلصت الدراسة إلى ضرورة تطوير آلية لتساعد في زيادة حجم الإفصاح عن القرارات الاستثمارية التي تهتم المستثمرين في السوق.

مصطلحات علمية

النفقات الرأسمالية، إعلانات
البورصة، أسعار الأسهم،
حجم التداول، شركات
الخدمات، بورصة عمان
للأوراق المالية.

تم تسلم البحث في مايو ٢٠١٣، وأجيز للنشر في أكتوبر ٢٠١٣.

المدى بالاعتماد على التوزيع الاستثماري
لتعظيم ثروة المساهمين.

ونظراً للأهمية الكبيرة للقرار
الاستثماري في الشركات المساهمة العامة
الأردنية والتي تتعرض منتجاتها لمنافسة
كبيرة من المستثمرين المحليين
والمستثمرين من الخارج، وبخاصة مع
انضمام الأردن لمنظمة التجارة العالمية في
١٢/٤/٢٠٠٠ وتطبيق المبادئ التي تقوم
عليها المنظمة من مساواة وعدم تمييز في
التجارة، الشفافية في المعلومات
والإجراءات، وتعديل القوانين والأنظمة
قامت تحديات تنافسية جديدة أمام
الشركات الأردنية، فبرزت حاجتها
المستمرة للإنفاق على عمليات البحث
والتطوير للمنتجات الجديدة ووسائل
إنتاجها ومستوى الخدمات المقدمة
للآخرين. وتأتي أهمية القرار الرأسمالي من
كونه قراراً غير مرن يتعذر الرجوع عنه أو
تعديله دون تحمل خسائر كبيرة لحاجته
للأموال والموارد الاقتصادية الكبيرة
لإنجازه، وما له من أثر عظيم على العائد
المستقبلي وخلق قيمة الشركة من خلال
القرارات الإدارية المهمة.

مشكلة الدراسة

من أجل الكشف عن أهم المتغيرات
التي تحدد قيمة الأسهم في بورصة عمان،
فقد حاول الباحثون دراسة أثر الإعلان عن
النفقات الرأسمالية على أسعار الأسهم في
بورصة عمان للأوراق المالية، وقد تم
اختيار موعد الإعلان بأنه اليوم الذي

تعد الأوراق المالية أمراً مهماً في عالم
المال والاستثمار، فقد حاول كثير

من الباحثين منذ القرن الماضي وصف
العوامل التي تقف وراء تغيرات أسعار
الأسهم المالية ومحاولة دراستها وتفسيرها
للاستفادة منها في معرفة مستقبل هذه
الأسعار، لما تقوم به الأسهم من دور
حيوي في تنمية اقتصاد الدول وإنعاشه؛
فقد اهتم المعنيون بدراسة الأسهم
والعوامل المؤثرة فيها كدراسة أثر الإعلان
عن النفقات الرأسمالية على أسعار الأسهم،
والاطلاع على مدى تأثر هذه القيمة بمدى
الإقبال على التداول أو عدمه، وكشف
النقاب عما إذا كان هناك علاقة لحجم
الشركة بهذا الإعلان؛ مثل دراسة (الخليلة
وإستانبولي، ١٩٩٧)، ودراسة (الفضل،
١٩٩٨). ويعد الاستثمار بالأسهم العادية
أحد أنواع الاستثمار بالأوراق المالية. وقد
تبلورت مفاهيمه الأساسية نتيجة لتطور
الأسواق المالية ونضوجها (التميمي
وسلام، ٢٠٠٤: ٢٩). والأسواق المالية
تتميز بدور مهم ومحوري بتمثيلها نقطة
الاتصال بين المستثمرين والشركات، من
خلال حشد المدخرات وتحويلها إلى
استثمارات تسهم في التنمية الاقتصادية
للدول، ومن ثم توفر قاعدة صلبة للاقتصاد
الوطني (الزعيبي، ٢٠٠٠: ٣٢١). كما يهتم
المالكون أساساً بتعظيم ثرواتهم، وعادة
يقومون بتقييم استثماراتهم عن طريق
تقييم عائد الاستثمارات المالية، كما يميل
أصحاب رؤوس الأموال إلى القرارات طويلة

تساهم في الناتج الإجمالي إسهاماً واضحاً وبما نسبته ٦٦,٥٪ من إجمالي القطاعات في عام (التقرير السنوي لبورصة عمان ٢٠١٢)، وبما أن هدف الشركة يكمن في تعظيم القيمة الحالية لمساهمين، ومن ثم تعظيم التدفقات النقدية المتوقعة بحيث تكون أكبر من القيمة الحالية للنفقات، تبرز أهمية هذه الدراسة لتوضيح استجابة أسعار الأسهم للإعلان عن نفقات رأسمالية داخل الشركة، وتوعية المستثمرين وزيادة ثروتهم المعلوماتية عن مقاييس الأسهم من خلال أسعارها وأحجام تداولها، وأيضاً تمكين الجمهور المحيط بالأسواق المالية من الاستفادة من النتائج التي تم التوصل إليها خلال هذه الدراسة، بالإضافة إلى أنها تفيد الدارسين والباحثين المهتمين بالبحث العلمي من خلال النتائج التي تم التوصل إليها.

أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف الآتية:

- ١ - التعرف إلى مدى استجابة أسعار أسهم الشركات الخدمية في بورصة عمان للإعلان عن النفقات الرأسمالية في الشركات المدرجة.
- ٢ - التعرف إلى نطاق استجابة أحجام تداول الأسهم في بورصة عمان للإعلان عن النفقات الرأسمالية في الشركات المدرجة.
- ٣ - التعرف إلى إمكانية وجود أثر لحجم الشركة على العلاقة بين

تفصح فيه الشركة عن قوائمها المالية لدى بورصة عمان، ويمكن تلخيص مشكلة الدراسة بالأسئلة الآتية:

- ١ - هل تستجيب أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للإعلان عن النفقات الرأسمالية؟
- ٢ - هل تستجيب أحجام تداول أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للإعلان عن النفقات الرأسمالية حول تاريخ الإعلان عن هذه النفقات؟
- ٣ - هل لحجم الشركات المدرجة في بورصة عمان أثر على العلاقة بين الإعلان عن النفقات الرأسمالية وأسعار الأسهم؟

أهمية الدراسة

تبرز أهمية هذه الدراسة في أنها من الدراسات القليلة - حسب اطلاع الباحثين - التي اختبرت الاقتصاد الأردني ومدى ونطاق استجابة أسهم بورصة عمان للإعلان عن النفقات الرأسمالية. فبالرغم من تعدد الدراسات التي تناولت موضوع أسعار وعوائد الأسهم، فإن الدراسات التي تبحث في موضوع النفقات الرأسمالية وأثرها على عائد السهم لا تزال محدودة، فهذه الدراسة تبحث في مضمون المعلومات للقرارات الاستثمارية، التي تنطوي على تغير في النفقات الرأسمالية للشركات المساهمة العامة في سوق عمان للأوراق المالية في قطاع الخدمات بوجه خاص؛ إذ إن هذا القطاع من القطاعات الفعالة التي

التي تتوافر عنها بيانات خلال فترة الدراسة من عام ٢٠٠٥ وحتى عام ٢٠٠٩.

مصادر جمع البيانات

- ١ - التقارير المالية السنوية المنشورة للشركات الخدمية المساهمة العامة التي تشكل عينة الدراسة.
- ٢ - التقارير المالية للشركات الخدمية المنشورة في بورصة عمان للأوراق المالية التي تشكل مجتمع الدراسة.

دراسة الحدث (Event Study)

يتمثل الهدف الرئيس لهذه الدراسة في اختبار إذا ما كان للإعلان عن النفقات الرأسمالية القدرة على تفسير التغير في عائد السهم وحجم تداوله. وقد تم اعتماد تاريخ الإعلان عن هذه النفقات من خلال تاريخ الإفصاح عن القوائم المالية ونشرها في بورصة عمان. تم الاعتماد على أسلوب دراسة الحدث Event Study وهو أسلوب متبع في كثير من الدراسات التطبيقية التي تبحث في أثر الأحداث المختلفة على أسعار الأسهم وحجم التداول في السوق المالية.

نموذج الدراسة

تتمثل الأداة الرئيسة في هذه الدراسة بالنموذج الذي سيعتمد عليه لاختبار فرضيات الدراسة. وقد تم الاسترشاد بعدد من النماذج الموجودة في دراسات سابقة (الخليلية وإستانبولي، ١٩٩٧)، (Bhana, 2008) مثل نموذج

الإعلان عن النفقات الرأسمالية وأسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان.

فرضيات الدراسة

تختبر هذه الدراسة مجموعة من الفرضيات الأساسية التي تمت صياغتها لقياس تأثير الإعلان عن النفقات الرأسمالية على أسعار الأسهم وأحجام تداولها: الفرضية الأولى:

"لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإعلان عن النفقات الرأسمالية وعوائد الأسهم للشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان".
الفرضية الثانية:

"لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإعلان عن النفقات الرأسمالية وأحجام تداول الأسهم للشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان".
الفرضية الثالثة:

"لا يختلف أثر الإعلان عن النفقات الرأسمالية على عوائد الأسهم للشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان باختلاف حجم الشركة".

منهجية الدراسة

مجتمع وعينة الدراسة

يشتمل مجتمع الدراسة على الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. أما عينة الدراسة فتتمثل بجميع الشركات الخدمية

عليها الدراسة، بينما تم تخصيص الجزء السابع لمناقشة النتائج والتوصيات وبيان أهم المقترحات التي يقدمها الباحثون في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها.

الدراسات السابقة

هدفت دراسة الخلايلة وإستانبولي (١٩٧٠) إلى اختبار أثر التغير في النفقات الرأسمالية لدى الشركات المساهمة العامة الأردنية على أسعار وحركة تداول الأسهم لتلك الشركات حول تاريخ الإعلان عن التغير في النفقات الرأسمالية؛ وشملت العينة ٣٩ شركة مساهمة عامة أردنية في قطاعي الصناعة والبنوك، بواقع ١٢٥ إعلاناً أدت لتغير النفقات الرأسمالية خلال الفترة ما بين ١٩٨٨-١٩٩٣. استخدم الباحثون نموذج السوق والنماذج الرياضية المناسبة لحساب العائد غير المتوقع على السهم الذي يتزامن مع الأحداث التي تنطوي على تغير ملموس في النفقات الرأسمالية. أظهرت نتائج الدراسة أثراً سلبياً ذا دلالة إحصائية للتغير في النفقات الرأسمالية على سعر السهم حول تاريخ حدوث الحدث المؤدي لهذا التغير لدى الشركات صغيرة الحجم، في حين لم يكن هذا الأثر ذا دلالة إحصائية لدى الشركات كبيرة الحجم. وكشفت نتائج الدراسة كذلك عن وجود أثر إيجابي للتغير في النفقات الرأسمالية على حجم التداول في الأسهم، إذ لوحظ زيادة في حجم التداول خلال نافذة الحدث ولكن هذا الأثر لم يكن ذا دلالة إحصائية. وهدفت دراسة الخوري وبالقاسم

السوق والنماذج الرياضية المناسبة لحساب العائد غير المتوقع وحجم التداول غير العادي التي تشكل المتغيرات التابعة مع تكييف هذا النموذج لتلبية أهداف الدراسة.

هيكل الدراسة

تتكون هذه الدراسة من المقدمة؛ فاشتمل الجزء الأول على الإطار العام للدراسة، وتضمن هذا الجزء مقدمة عامة ومناقشة أهداف الدراسة وأهميتها ومشكلاتها، وفرضيات الدراسة، كما تضمن ملخصاً مختصراً لتسلسل الدراسة. أما الجزء الثاني فقد تم فيه استعراض أهم الدراسات السابقة ذات العلاقة بأهداف هذه الدراسة، سواء كانت دراسات عربية أو دراسات أجنبية، وأهم ما يميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات السابقة. أما الجزء الثالث فقد تناول مفهوم النفقات الرأسمالية وبيان أهمية قرارات الإنفاق الرأسمالي بالنسبة للمنشآت، بالإضافة إلى أنواعها وأسس اتخاذ القرارات الاستثمارية. وفي الجزء الرابع تم التعريف ببورصة عمان منذ إنشاء سوق عمان المالية، وأهم أهدافه ومؤسساته، والأوراق المالية المتداولة فيه، بالإشارة إلى أداء بورصة عمان خلال فترة الدراسة. وبحث الجزء الخامس في المنهجية المتبعة في هذه الدراسة من حيث مجتمع الدراسة وعينيتها وطرق جمع البيانات ومتغيرات الدراسة وكيفية قياسها. ويناقش الجزء السادس التحليل الإحصائي واختبار الفرضيات المختلفة التي قامت

الاستثماري وقدرة المستثمر على تحقيق عوائد غير عادية على أسهم الشركات حول تاريخ الإعلان عن الإنفاق الاستثماري، وإذا كان لحجم الشركة أثر على العلاقة بين الإعلان عن الإنفاق الاستثماري والتغير في عوائد أسهم الشركات وحجم تداولها، إضافة لبيان ما إذا كانت هناك علاقة بين الإعلان عن الإنفاق الاستثماري وحجم تداول أسهم الشركات في السوق المالية، ومعرفة ما إذا كان هناك أثر لنوع النشاط الذي تمارسه الشركة على العلاقة بين الإعلان عن الإنفاق الاستثماري والتغير في عوائد وأحجام تداول أسهم الشركات في السوق المالية. شملت عينة الدراسة ١٧ شركة مساهمة عراقية خلال السنتين ١٩٩٥ و ١٩٩٦. واستخدم الباحث نموذج السوق لتقدير العائد المتوقع على الأسهم، وقد أشارت أهم نتائج الدراسة إلى أن الإعلان عن الإنفاق الاستثماري له أثر ذو دلالة إحصائية على أسعار الأسهم في السوق خلال الفترة الممتدة أربعة أسابيع ومركزها تاريخ حدوث الإنفاق الرأسمالي، وأن الإعلان عن القرارات الاستثمارية يترتب عليه زيادة في حجم الطلب على أسهم الشركات التي أعلنت عن تلك القرارات خلال نافذة الحدث، كذلك أظهرت النتائج أن هناك أثراً ذا دلالة إحصائية على العائد وحجم التداول غير العاديين في كل من الشركات الكبيرة والشركات الصغيرة وأن لنوع النشاط الذي تمارسه الشركة (نشاط زراعي أو صناعي أو مالي) أثراً على العائد وحجم التداول غير العاديين

(٢٠٠٦) إلى اختبار مدى استجابة بورصة عمان للمعلومات المحاسبية المنشورة بالتقارير المالية السنوية عند الإفصاح عن هذه التقارير وربط ذلك بتوقيت الإفصاح، وتحديد الأثر على كل من أسعار الأسهم وحجم التداول للشركات التي تقصص مبكراً والشركات التي تتأخر في الإفصاح عن تقاريرها السنوية. وقد اتبعت هذه الدراسة منهجية دراسة الحدث لاختبار سلوك كل من عوائد الأسهم وحجم التداول، حيث تكونت عينة الدراسة من ٤٢ شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠٠٢).

وأشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ذي دلالة إحصائية للإفصاح عن التقارير المالية السنوية على حجم التداول خلال اليومين الثاني والثالث بعد تاريخ الإفصاح، بينما لم يظهر أثر ذو دلالة إحصائية لحجم التداول على أسهم الشركات التي تأخرت في نشر تقاريرها المالية، كما أظهرت أيضاً وجود اختلاف في استجابة حجم التداول وفقاً لتوقيت الإفصاح عن القوائم والتقارير المالية؛ فالشركات التي أفصحت عن تقاريرها مبكراً، تأثر حجم التداول في أسهمها تأثراً إيجابياً ومعنوياً عند الإفصاح عن التقارير المالية السنوية، بينما لم يظهر أثر ذو دلالة إحصائية لحجم التداول على أسهم الشركات التي تأخرت في نشر تقاريرها المالية السنوية. وهدف الفصل (١٩٨٠) من خلال دراسته إلى معرفة ما إذا كانت هناك علاقة بين الإعلان عن الإنفاق

والنفقات الرأسمالية الكبرى، بالإضافة إلى التنوع في صناعة منتجات جديدة. وقد تضمنت عينة الدراسة (٦٦٧) قرار إعلان استثماري من خلال ٢٤٨ شركة في ١٠٢ صناعة مختلفة في أمريكا. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن رد فعل السوق لقرارات الاستثمار الإستراتيجي تتفق اتفاقاً قوياً مع فرضية تعظيم ثروة المساهمين بغض النظر عن حجم الشركة وأن ردة فعل السوق جاءت إيجابية لإعلانات الاستثمار نتيجة للبحوث الإستراتيجية وممارسة الإدارة. وهدفت دراسة (Vogt 1997) إلى تحليل التدفق النقدي الناتج عن قرارات الإنفاق الرأسمالي واستجابة السعر للإعلان عن هذه القرارات في الولايات المتحدة الأمريكية. وبينت نتائج هذه الدراسة أن مستوى الإعلان عن النفقات الرأسمالية يرتبط بعلاقة إيجابية وقوية بمستوى التدفق النقدي، وأن هذا التدفق النقدي يتأثر بزيادة النفقات الرأسمالية كلما انخفض حجم الشركة، ووجود علاقة إيجابية وعوائد غير متوقعة نتيجة للإعلان عن إنفاق رأسمالي للشركات التي لديها تدفق نقدي قليل وأصول مادية قليلة، وأن العوائد غير العادية تزداد في الشركات صغيرة الحجم بزيادة حجم الإنفاق الرأسمالي. أما دراسة (Chung et al. 1999) فقد هدفت إلى بيان رد فعل السهم نتيجة لقرارات الشركة القيام بإجراء نفقات رأسمالية بالاعتماد على تقييم السوق لنوعية فرص الاستثمار فيها. وقد تكونت عينة الدراسة من جميع إعلانات النفقات

للأسهم. وتعد دراسة (McConnel and Mascarella 1985) من أوائل الدراسات التي اختبرت أثر استجابة السوق للقرارات الاستثمارية، وذلك من خلال تتبع سلوك عوائد الأسهم في تاريخ الإعلان عن النفقات الرأسمالية، فقد هدف الباحثون لبيان أثر الإعلان عن القرارات الاستثمارية على عوائد أسهم الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية. وافترضت الدراسة أنه إذا أعلنت الشركة عن وجود زيادة (نقص) في النفقات الرأسمالية، فإن المستثمرين سيعيدلون قيمة الأسهم السوقية بالارتفاع (الانخفاض) نتيجة لذلك. وقد شملت العينة ٦٥٨ شركة في جميع التواريخ التي أعلنت بشكل عام عن خطط للإنفاق الرأسمالي في المستقبل بالنسبة للشركات الصناعية، حيث استخدم الباحثون دراسة الحدث باستخدام عوائد الأسهم غير العادية لاختبار المضمون المعلوماتي للتغير في النفقات الرأسمالية. وقد توصلوا إلى وجود عوائد غير عادية وذات دلالة إحصائية في نفس اليوم الذي تم الإعلان فيه عن التغير في النفقات الرأسمالية، غير أن النتائج لم تدعم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم النفقات الرأسمالية ومستوى العائد غير العادي على السهم. أما دراسة (Woolridge and Snow 1990) فقد بحثت في رد فعل السوق لإعلانات الشركات العامة لقرارات الاستثمار الإستراتيجي، الذي يتضمن مجموعة واسعة من القرارات الإستراتيجية، مثل تشكيل المشاريع المشتركة ومشاريع البحث والتطوير

إلى معرفة تقلبات أسعار سوق الأسهم المالية المرتبطة بالإعلان عن النفقات على الأصول المادية في أستراليا.

وقام الباحثون باختبار فرضياته الأساسية المتعلقة بفرص النمو والتدفق النقدي ورأس المال السوقي لتفسير وجود عوائد غير عادية مرتبطة بالإعلان عن النفقات الرأسمالية، واستخدم الباحثون منهجية نموذج السوق للتحقق من ردة فعل السوق نتيجة للإعلان عن النفقات الرأسمالية. وقد بينت نتائج الدراسة أن نوعية نمو الشركات هو المتغير الرئيس في تحديد اتجاه وحجم العوائد غير العادية نتيجة للإعلان عن النفقات الرأسمالية، وقد وجد أن متغير التدفق النقدي يرتبط بعلاقة سلبية مع العوائد غير العادية، وأن سوق الأسهم في أستراليا يتفاعل مع الإعلان عن النفقات الرأسمالية والتي تحتوي على معلومات متعلقة بفرص نمو الشركات. وقامت دراسة Bommel and Vermaelen (2003) بإجراء اختبار تجريبي لرود فعل السوق، وأشاروا إلى أن المعلومات المجمعة في عملية الاكتتاب العام تستخدم للقرارات الاستثمارية في الشركة، حيث قام الباحثون بفحص العلاقة بين الاكتتاب العام بعد النفقات الرأسمالية وردود فعل السوق في أثناء عملية الاكتتاب وذلك من خلال ١٥٤٣ عملية اكتتاب في المملكة المتحدة تمت خلال الفترة ما بين ١٩٨٧-١٩٩٥. حيث تم قياس ردود فعل السوق من خلال الأسعار غير المتوقعة بعد عملية الاكتتاب وإجراء النفقات الرأسمالية، وأيضاً من خلال العائد الأولي غير المتوقع.

الرأسمالية البالغة (٤٢٥) إعلاناً في تايلند خلال الفترة ما بين ١٩٨١-١٩٩٥، واستخدم الباحثون لقياس العوائد غير العادية نموذج دراسة الحدث. أظهرت نتائج الدراسة أن الإعلان عن زيادة (نقصان) في النفقات الرأسمالية بشكل إيجابي أو سلبي يؤثر في أسعار أسهم الشركات التي لديها فرص استثمارية، وأن الإعلان عن زيادة (نقصان) في إنفاق رأس المال بشكل سلبي (إيجابي) يؤثر في أسعار الأسهم للشركات التي لم يكن لديها فرص استثمارية، وأن نوعية الفرصة الاستثمارية للشركة تحدد رد فعل سعر السهم لقرارات الإنفاق الرأسمالي بغض النظر عن صناعتها. وهدفت دراسة Burton et al. (1999) إلى التعرف إلى رد فعل السوق للإعلان عن نفقات رأسمالية في بريطانيا من خلال عينة ضمت (٥٠٠) إعلان خلال الفترة ١٩٨٩-١٩٩١، وبينت نتائج الدراسة أن رد فعل السوق لإعلانات الشركات المشتركة (Joint Venture) إيجابي بشكل واضح، في حين أن إعلانات مماثلة للشركات العادية (Individual Companies) لم تبد أية استجابة، كما بينت أن رد فعل السوق لاستثمارات الشركات الفردية يرتبط بعلاقة إيجابية مع حجم الإنفاق إذا كانت المشاريع تولد النقد بشكل فوري. كما بينت النتائج أن رد فعل السوق نتيجة للإعلانات التي تتبع تدفقات نقدية هي أقل من التغير في ردود فعل المستثمرين نتيجة لهذه الإعلانات التي لم تسبق بمثل هذه التدفقات. وقد هدفت دراسة Yeoh (2000)

وتهدف هذه الدراسة إلى فحص دور التركيز ضد التنوع الاستثماري في بيان الأثر الاقتصادي للاستثمارات المالية، وقد شملت العينة الشركات المدرجة في بورصة نيويورك (NYSE) وبورصة أمريكا (AMEX)، حيث ضمت (٢٤٦) إعلاناً عن استثمارات رأسمالية خلال الفترة ١٩٨٩-١٩٩٩. بينت نتائج الدراسة أن سوق الأسهم يستجيب للإعلانات عن استثمارات رأسمالية بشكل أكبر للشركات التي لديها منتج واحد (Focused Firms) من الشركات التي لديها منتجات متعددة (Diversified Firms)، وأن الشركات متعددة المنتجات تؤدي دوراً مهماً في البعد الاستثماري عن الشركات التي لديها منتج واحد، وأن فرص الاستثمار تفسر بصورة واضحة الأثر الاقتصادي الصافي لرأس المال لشركات الاستثمار.

أن دراسة (Chen et al. 2007) قد هدفت إلى توضيح كيف تستطيع إعلانات النفقات الاستثمارية لشركة واحدة أن تؤثر في أسعار أسهم منافسيها، وشملت العينة جميع الشركات المدرجة في بورصة نيويورك (NYSE) وبورصة أمريكا (NASDAQ) من خلال (٢٥٠) إعلان استثمار رأسمالي من (١٥٣) شركة مختلفة في ٦٦ صناعة، خلال الفترة من ١٩٨٩-١٩٩٨. وأظهرت نتائج الدراسة أن المنافسين يواجهون تغييراً بتأثير سلبي على أسعار أسهمهم كلما زادت إعلانات النفقات الاستثمارية من شركة واحدة، كما تم فحص عوامل مختلفة يمكن أن توضح

وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن هناك ردود فعل إيجابية تجاه النفقات الرأسمالية، وأن دراسة الحدث على المدى الطويل وجدت بأنه لا يوجد اختلاف مهم بين عوائد الأسهم وردود فعل السوق سواء أكانت إيجابية أم سلبية تجاه عملية الاكتتاب، كما أن الأسعار في السوق الكفاء تعكس القرارات الاستثمارية للشركة، وأن العوائد غير الطبيعية للنفقات الرأسمالية مرتبطة إيجابياً مع ردود فعل السوق، وأن الشركات التي تحصل على ردود فعل إيجابية قوية للاكتتاب تظهر بأداء مماثل للشركات التي تحصل على أقل استجابة للسوق. أما دراسة (Shenoy and Vafeas 2005) فقد هدفت إلى بيان رد فعل السوق للإعلان عن النفقات الرأسمالية في ظل فرضية Jensen للتدفق النقدي (١٩٨٦)، وقد اقتصر اختيار عينة الدراسة على الشركات الأمريكية التي أعلنت عن وجود نفقات رأسمالية؛ بحيث ضمت (٣٥١) شركة من خلال (٢٥٥) إعلاناً عن زيادة في النفقات الرأسمالية و(٩٦) إعلاناً عن انخفاض في النفقات، وقد استخدم الباحثون دراسة الحدث لحساب العوائد غير المتوقعة نتيجة للإعلان عن نفقات رأسمالية. وأوضحت نتائج الدراسة الأولى أنها متفقة مع نتائج دراسة (McConnel and Mascarella 1985)؛ حيث إن العائد خلال فترة الإعلان يتبع التغير في الإنفاق الرأسمالي، وأن المعلومات البديلة توضح أهمية رد فعل السوق التي لا يمكن استبعادها كلياً (Chen, 2006).

القرض، وعلاقة إيجابية بين القرض وهدفه إذا كان في الإنفاق الرأسمالي.

من خلال ما تم استعراضه من دراسات قام الباحثون بجمعها ودراساتها فقد جاءت هذه الدراسة مكملّة للدراسات التي تعلّقت بهذا الموضوع، فقد حاولت الدراسات العربية اختبار أثر التغير في الإنفاق الرأسمالي على أداء الشركات الصناعية والبنوك المدرجة في بورصة عمان. أما الدراسات الأجنبية فقد حاولت التعرف إلى أثر رد فعل السوق للقرارات الاستثمارية من خلال تتبع سلوك عوائد الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية، وبيان أثر الإعلان عن النفقات الرأسمالية على أسعار الأسهم في كل من أستراليا وأمريكا وجنوب أفريقيا. إلا أن ما يميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات الأردنية أنها حاولت بيان أثر الإعلان عن النفقات الرأسمالية من خلال دراسة استجابة أسعار الأسهم وأحجام تداولها للإفصاح عن البيانات المالية في بورصة عمان، وتوضيح ما إذا كان هناك أثر لحجم الشركة على الإعلان عن النفقات الرأسمالية وأسعار الأسهم، بتركيز عينة الدراسة على قطاع الخدمات؛ إذ إن هذا القطاع من القطاعات الفعالة، بالإضافة إلى أن الدراسة الحالية تغطي فترة زمنية شتملت على الأزمة الاقتصادية العالمية، وأيضاً أزمة البورصات التي أثرت في حركة الأسهم تأثيراً كبيراً.

تأثيرات الصناعة المتباينة لإعلانات الاستثمار الرأسمالي. ووجد الباحثون أن أسعار أسهم المنافسين أكثر تأثراً بشكل عكسي للإعلانات، وأوضحت أن المنافسين يواجهون خسارة عظيمة في ثروتهم عندما تكون لديهم فرص استثمارية ضعيفة أو عندما تكون رافعتهم المالية أعلى. أما دراسة Chen (2011) فقد هدفت إلى بيان رد فعل السوق نتيجة للإعلان عن قروض البنك في سوق هونج كونج للأسهم المالية بعد عام ١٩٩٧، ودراسة تأثير هدف القرض ومدته ونسبة الدين وحجم الشركة على استجابة السوق لإعلانات القرض المصرفي، واعتمد الباحثون في العينة على ٨٠ قرصاً من ٦٣ بنكاً معلناً عن قروض و١٧ بنكاً ليس لديه إعلان؛ حيث قام الباحثون باستخدام دراسة الحدث لفحص العوائد غير العادية، خلال نافذة حدث مدتها ٢١ يوماً تتضمن عشرة أيام قبل الإعلان وعشرة أيام بعد الإعلان عن القرض. تشير نتائج الدراسة إلى أن إعلانات القروض المصرفية مرتبطة إيجابياً وبصورة كبيرة مع العائد غير المتوقع مقارنة بالبنوك التي لا تعلن عن قروض، وأن إعادة تمويل قروض البنك والنفقات الرأسمالية أعلى بكثير لإيجاد عوائد غير متوقعة من غيرها، وأن العوائد غير العادية لا تبقى مستمرة، فهي تحدث فقط خلال يومين من نافذة الحدث، كما تشير النتائج أيضاً إلى أن بورصة هونج كونج ذات فاعلية قوية للإعلان عن شكل قرض مصرفي، وما يتصل بها سلباً على حجم الشركة وحجم

منهجية الدراسة والبيانات

في ضوء ما ورد من دراسات سابقة عن موضوع النفقات الرأسمالية وتأثيرها على عوائد الأسهم، فإن هذه الدراسة تقتضي تحديد المنهجية العلمية التي سوف يتم اعتمادها في قياس المتغيرات، لكشف العلاقات المختلفة التي تناولتها التساؤلات والفرضيات العلمية وصولاً إلى الأهداف المحددة سابقاً. ولذلك فإن هذا يتطلب أيضاً للمنهجية التي سيتم اتباعها في هذه الدراسة، ومجتمع الدراسة وعينتها وطريقة جمع البيانات، وكذلك التعريف بمتغيرات الدراسة بالإضافة إلى توضيح للأسلوب الإحصائي والنماذج العملية التي سيتم اتباعها في اختبار العلاقة بين المتغيرات.

مجتمع الدراسة وعينتها

مجتمع الدراسة: تكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية.

عينة الدراسة: تألفت عينة الدراسة من جميع الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية في قطاع الخدمات خلال الفترة من ٢٠٠٥ ولغاية ٢٠٠٩ والبالغة ٦٣ شركة.

وقد اعتمد الباحثون على المعايير الآتية لاختيار عينة الدراسة:

١ - أن تكون الشركة مدرجة في بورصة عمان منذ عام ٢٠٠٥ على الأقل.

٢ - أن لا ينقطع التداول في أسهم الشركة خلال فترة الدراسة.

٣ - أن لا تكون هناك أحداث مهمة أثرت على السهم خلال فترة الدراسة مثل الاندماج أو التصفية.

٤ - أن تتوفر الأسعار اليومية للشركة خلال تاريخ الإفصاح ولمدة لا تقل عن ١٠ أيام قبل الإفصاح و ١٠ أيام بعد الإفصاح وخلال فترة التقدير لكل شركة وفي كل سنة.

٥ - أن تتوفر في تقاريرها المالية السنوية البيانات اللازمة لحساب متغيرات الدراسة.

وقد أدى تطبيق تلك المعايير إلى استبعاد ٣٣ شركة من أصل ٦٣ شركة (إجمالي شركات الخدمات المدرجة في بورصة عمان) لتتكون عينة الدراسة من ٣٠ شركة تشكل ما نسبته ٤٨٪ من إجمالي عدد الشركات في قطاع الخدمات، وهي نسبة حسب رأي الكثير من الإحصائيين كافية للحصول على نتائج دقيقة يمكن تفسيرها.

منهجية الدراسة

تم تطبيق منهجية دراسة الحدث (Event Study) التي تستخدم لتحليل أثر حادثة معينة، وهي هنا النفقات الرأسمالية على عائد السهم. ويعد نموذج دراسة الحدث من أفضل النماذج التي تبين أثر حدث معين على سلوك عوائد الأسهم، وتعد دراسة (Dolley, 1933) من أوائل الدراسات التي استخدمت نموذج دراسة الحدث في

في هذه الدراسة اعتمادها على نفس المنهجية في تحليل أثر حدث معين على عائد السهم، ومنها دراسة (McConnel and Bommel and Mascarella, 1985)، ودراسة (Shenoy and Vermaelen, 2003)، ودراسة (Vafeas, 2005) وأيضاً دراستا (Bhana, 2008) و (Chen, 2009)، وفيما يأتي توضيح لهذه المنهجية:

فترة الحدث

بالاعتماد على منهجية دراسة الحدث (Event Study) تم تقسيم فترة الحدث إلى ثلاث فترات لاحتساب وتحليل العوائد على الأسهم، على الوجه الآتي:

١ - فترة التقدير (Estimation Period):

وقد تضمنت العائد المتحقق على سهم كل شركة يومياً خلال فترة تمتد ل ١٢٠ يوماً قبل فترة السماح، وتعد هذه الفترة ممثلة للعائد المتوقع (العادي) اعتماداً على دراسات سابقة اعتمدت تلك الفترة كدراسة (Mackinlay, 1997) ودراسة (Kothari and Warner, 2006).

٢ - فترة الانقطاع (Non Event Period):

وهي الفترة التي تلي فترة التقدير وتسبق فترة الحدث، وقد تم تقديرها ب ٩٠ يوماً للتأكد من أن فترة التقدير ممثلة للعائد وغير مرتبطة بفترة الحدث.

٣ - فترة الحدث (Event Window):

وهي الفترة التي تحيط بالحدث

بيان أثر تفتيت السهم على التغير في العائد خلال الفترة ١٩٢١-١٩٣١ من خلال عينة مكونة من ٩٥ شركة. ثم ظهرت بعدها دراسات كثيرة استخدمت هذه المنهجية من أهمها دراسة (Ball and Brown, 1968)؛ حيث قام الباحثون بدراسة العلاقة بين الأرباح المحاسبية وأسعار الأسهم لعينة مكونة من ٢٦١ شركة مدرجة في سوق نيويورك للأوراق المالية للفترة من ١٩٥٧-١٩٦٥، ثم تلاها دراسة (Fama et al., 1969) التي استخدمتها لدراسة العلاقة بين قرار الشركة تجزئة القيمة الاسمية للسهم ومنح أسهم مجانية من جهة، وسلوك أسعار أسهمها من جهة أخرى، واشتملت عينة الدراسة على ٦٢٢ شركة خلال الفترة ما بين ١٩٢٧-١٩٦٠. وقام Kubota (1980) باستخدام المنهجية نفسها لدراسة المضمون المعلوماتي للأرقام المحاسبية المنشورة وأثرها على عوائد الأسهم للشركات اليابانية المدرجة في سوق طوكيو المالية من خلال ٢٩٨ شركة خلال الفترة الممتدة ما بين ١٩٦٦-١٩٧٣. ولم يتغير الشكل الإحصائي لدراسة الحدث عبر مرور الزمن، بل بقيت معتمدة على تغير السعر خلال فترة الحدث بتركيزها على قياس الوسط الحسابي والوسط الحسابي المجمع للعوائد غير العادية حول فترة الحدث، كما أوضحت دراسة Fan-fah (2008) استخدامهما لنفس المنهجية عند دراسة تأثير حجم الشركة على أسعار الأسهم من خلال إعلانات الأرباح. وقد بينت الدراسات المذكورة سابقاً

أما التغير في النفقات الرأسمالية فهي تعبر عن معدل النمو في حجم الأصول الرأسمالية أو الأصول الثابتة لدى الشركة (Van-Horne, 1969) ومن ثم تم قياس هذا التغير عند تاريخ الإفصاح عنه في القوائم المالية السنوية على الوجه الآتي:

$$\Delta Ceit = (Asit - Asit - 1) / Asit - 1 \dots \dots \dots (1)$$

حيث تمثل:

$\Delta Ceit$: التغير في النفقات الرأسمالية للشركة (i) خلال السنة الحالية (t).

Asit: القيمة الدفترية للأصول الثابتة لدى الشركة (i) في نهاية السنة الحالية (t).

Asit-1: القيمة الدفترية للأصول الثابتة لدى الشركة (i) في نهاية السنة السابقة (t-1).

المتغيرات التابعة

أولاً: معدل العائد على السهم

وقد تم استخدام أسعار الإغلاق اليومية لأسهم الشركات في العينة ولفترة امتدت ٢٠ يوماً، حيث تم اعتماد يوم الحدث (الإعلان عن النفقات الرأسمالية) على أنه اليوم الذي تفصح فيه الشركة عن بياناتها المالية السنوية وتشرها في بورصة عمان، يسبقها ٩ أيام قبل يوم الحدث و ١٠ أيام بعد يوم الحدث. وقد تم الاعتماد على دراسات سابقة في تحديد فترة الحدث هذه كدراسة (Bhana, 2008) على اعتبار أنها فترة كافية لدراسة تأثير الإعلان.

(الإعلان عن النفقات الرأسمالية)، فقد تم اعتماد فترة الحدث من خلال ٩ أيام تسبق يوم الحدث و ١٠ أيام تلي يوم الحدث، وتعد هذه الفترة كافية وممثلة لدراسة أثر حادثة معينة على استجابة السوق في الأسواق الناشئة كالسوق الأردنية، وذلك بالاعتماد على دراسات سابقة اعتمدت الفترة نفسها كدراسة (Bhana, 2008).

متغيرات الدراسة

لغايات التحليل الإحصائي تم تقسيم متغيرات الدراسة إلى متغيرات تابعة ومتغيرات مستقلة، والمتغيرات التابعة هي سعر السهم وحجم تداوله. أما المتغير المستقل فهو المتغير الذي يفترض الباحثون أنه يؤثر في سعر تداول السهم وحجمه وهو التغير في النفقات الرأسمالية، بالإضافة وجود المتغير المسيطر (Control Variable) وهو حجم الشركة وبيان ما إذا كان له أثر على تلك المتغيرات، وفيما يأتي توضيح لكل منها وكيفية قياسها:

المتغير المستقل ويتمثل في التغير في النفقات الرأسمالية

وقد تم تعريف النفقات الرأسمالية سابقاً على أنها ارتباط مالي بهدف تحقيق مكاسب يتوقع الحصول عليها على مدى حقبة طويلة من الزمن، لذلك فهو نوع من الإنفاق على أصول يتوقع منها تحقيق عائد في المستقبل. (Biermar and Smidt, 1966).

ومدى فائدتها بالنسبة لمجموع المتعاملين بالسوق وليس لمستثمر واحد، بحيث يقوم هذا النموذج بربط العائد المتوقع من كل سهم مع العائد في السوق من خلال المعادلة الآتية:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i(R_{mt}) + e_{it} \dots \dots \dots (4)$$

حيث تمثل:

α_i : ثابت المعادلة للشركة (i)، وهو الجزء المتوقع بغض النظر عن العلاقة بين عائد السوق والعائد على سهم الشركة (i).

β_i : معدل ميل العلاقة الخطية بين العائد المتوقع على السهم $E(R_{it})$ والعائد على أسهم جميع الشركات في العينة (R_{mt}) .

R_{mt} : العائد على محفظة السوق (Market Model).

e_{it} : متغير عشوائي يمثل العائد غير العادي.

$$R_{mt} = P_{it} - P_{it-1} / P_{it-1} \dots \dots \dots (5)$$

وقد تمت مقارنة العوائد خلال فترة التقدير ولكل شركة مع مؤشر السوق للفترة نفسها من خلال استخدام نموذج الانحدار الخطي (Linear Regression Analysis) للحصول على قيمة α_i و β_i لكل شركة. بعدها تم تحديد قيمة العائد المتوقع من خلال المعادلة رقم (٤) لكل شركة يومياً خلال فترة الحدث، وأخيراً تم طرح العائد المتوقع من العائد الفعلي لإيجاد قيمة العائد غير العادي لكل شركة يومياً خلال فترة الحدث من خلال المعادلة رقم (٢).

ولدراسة أثر الإعلان عن النفقات الرأسمالية على سعر السهم؛ فقد تم احتساب العائد غير العادي اليومي على السهم (Abnormal Stock Return) لكل شركة خلال نافذة الحدث (وهو العائد المتوقع والذي يزيد عن العائد العادي أو المتوقع) باستخدام المعادلة الآتية:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \dots \dots \dots (2)$$

حيث تمثل:

AR_{it} : العائد غير العادي لسهم الشركة (i) في اليوم (t) (Abnormal Return).

R_{it} : العائد الفعلي على سهم الشركة (i) في اليوم (t) (Normal Return).

$E(R_{it})$: العائد المتوقع على سهم الشركة (i) في اليوم (t) (Expected Return).

وقد تم تحديد قيمة العائد الفعلي لكل شركة خلال فترة الحدث (Event Window) من خلال استخدام عوائد أسهم الشركات المدرجة خلال تلك الفترة، وبذلك تم استخدام المعادلة الآتية:

$$R_{it} = P_{it} - P_{it-1} / P_{it-1} \dots \dots \dots (3)$$

حيث تمثل:

P_{it} : سعر الإغلاق لسهم الشركة (i) في نهاية اليوم الحالي (t).

P_{it-1} : سعر الإغلاق لسهم الشركة (i) في نهاية اليوم السابق (t-1).

ولاحتساب العائد المتوقع للسهم تم استخدام نموذج السوق (Market model) باعتباره من أفضل النماذج المستخدمة في الدراسات المشابهة لدقته، كما يهتم هذا المنهج بدراسة أثر المعلومات المحاسبية

و(Walker, 1996) ودراسة (الفضل، ١٩٩٨) حيث تم احتساب حجم التداول غير العادي (Abnormal Volume Trade) لكل شركة بناءً على المعادلة الآتية:

$$AVT_{it} = VT_{it} - E(V_{it}) \dots\dots\dots(8)$$

حيث تمثل:

VT_{it} : عدد الأسهم المتداولة فعلياً للشركة (i) خلال اليوم (t) (Volume Trade).

$E(V_{it})$: عدد الأسهم المتوقع التداول بها للشركة (i) خلال الفترة التي لم يتم فيها الإعلان عن تغيير في النفقات الرأسمالية (فترة التقدير) (Expected Volume of Trade).

وقد تم احتساب $E(V_{it})$ في المعادلة السابقة بأخذ متوسط عدد الأسهم المتداول بها لكل شركة خلال الأيام التي لم يؤثر فيها حدوث الإعلان عن التغيير في النفقات الرأسمالية. وقد تم اعتمادها من خلال فترة التقدير (Estimation Period) ممثلة بـ ١٢٠ يوماً خلال كل سنة من سنوات فترة الدراسة.

وبعد أن تم احتساب حجم التداول غير العادي (AVT) لكل شركة خلال الأسابيع الأربعة المحيطة بتاريخ الإعلان عن النفقات الرأسمالية في القوائم المالية، تم إيجاد متوسط حجم التداول غير العادي (Average Abnormal Volume Trade) لكل شركة خلال نافذة الحدث (Event Window) وذلك لاحتساب متوسط حجم التداول غير العادي المجمع (Average Abnormal Volume Trade)، بهدف استخدام اختبار

تم إيجاد المتوسطات الحسابية للعوائد غير العادية لكل يوم من أيام فترة الحدث في كل سنة ولكل شركة على الوجه الآتي:

$$Ave_{it} = 1/N \sum_{t=-n}^{t=+n} AR_{it} \dots\dots\dots(6)$$

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

بعد ذلك تم تجميع المتوسطات الحسابية لكل يوم من أيام فترة الحدث لكل شركة ولكل سنة بإيجاد متوسط العائد غير العادي المجمع على النحو الآتي:

$$CAR_{it} = \sum_{t=-n}^{t=+n} Ave_{it} \dots\dots\dots(7)$$

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

التغير في حجم التداول

تم استخدام عدد الأسهم المتداولة خلال كل يوم ولمدة أربعة أسابيع (٢٠ يوم عمل) حول الحدث المؤدي إلى التغير في النفقات الرأسمالية (الإفصاح عنه في القوائم المالية) لكل شركة.

ولدراسة أثر التغير في النفقات الرأسمالية على حجم التداول في أسهم الشركات، تم استخدام منهجية مشابهة للدراسات السابقة في هذا المجال كدراسة (Morse, 1981) و(Bamber, 1986, 1987)

الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات

بعد تجميع البيانات وتفرغها تمت معالجتها باستخدام برمجية (Microsoft Excel)، حيث تم استخدام الأساليب الإحصائية الوصفية التي توفرها هذه البرمجية كالمتوسطات الحسابية (Means)، والانحرافات المعيارية (Standard Deviation)، أما بالنسبة لاختبار مستوى الأهمية النسبية فقد تم استخدام اختبار (T-test) للعائد وحجم التداول غير العاديين، وقد تم قياس الانحدار باستخدام برمجية (Statistical Package of Social Sciences) (SPSS) لبيان ما إذا كان هناك تأثير لحجم الشركة في العلاقة بين الإعلان عن الإنفاق الرأسمالي وسعر السهم.

تحليل البيانات واختبار الفرضيات

يهدف هذا البحث من خلال تحليل البيانات إلى التعرف إلى أثر الإعلان عن النفقات الرأسمالية على أسعار الأسهم، وذلك من خلال تحديد قيمة العوائد غير العادية للأسهم خلال فترة الحدث، وتحديد قيمة حجم التداول غير العادي خلال الفترة نفسها، فتم استخراج المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية واختبار (ت) لاختبار معنوية معامل الارتباط وذلك عند مستوى معنوية ($\alpha=0.05$)، وهو ما يعطي مؤشراً على وجود العلاقة من عدمها بين المتغيرات التابعة والمستقلة، ثم القيام باختبار ومناقشة فرضيات الدراسة، والوصول إلى مجموعة من النتائج

(T-test) لاختبار مستوى الأهمية النسبية لحجم التداول غير العادي وذلك على النحو الآتي:

$$Ave_{it} = 1/N \sum_{t=-n}^{t=+n} AVT_{it}, \dots -n \leq t \leq +n, \dots (9)$$

Ave_{it} : متوسط حجم التداول غير العادي لسهم الشركة i للفترة t (Average t Abnormal Volume Trade)

$$CAVT_{it} = \sum_{t=-n}^{t=+n} Ave_{it}, \dots -n \leq t \leq +n, \dots (10)$$

$CAVT_{it}$: متوسط حجم التداول غير العادي المجمع لسهم الشركة i في اليوم t (Cumulative Average Abnormal Volume Trade)

ثالثاً: حجم الشركة

تم استخدام مجموع الأصول المتداولة وغير المتداولة في نهاية كل سنة مالية مقياساً لحجم الشركة لجميع الشركات في العينة، علماً بأنه يمكن استخدام معايير أخرى كمؤشرات على حجم الشركة مثل: حجم المبيعات أو حجم الودائع (الخلايلة، ١٩٩٧)، وقد قسمت الشركات في العينة إلى مجموعتين: من حيث الحجم: شركات كبيرة، وشركات صغيرة.

تم استخدام الوسيط لمجموع الأصول المتداولة وغير المتداولة معياراً لتصنيف الشركات إلى كبيرة وصغيرة الحجم بالاعتماد على دراسات سابقة؛ كدراسة (الخلايلة، ١٩٩٧) و(الفضل، ١٩٩٨) وبواقع (١٠٩) أحداث أدت إلى تغير في النفقات الرأسمالية.

CAR: المتوسطات الحسابية للعوائد غير العادية المجمعة للشركات عينة الدراسة.

SD: الانحراف المعياري للعوائد غير العادية المجمعة للشركات عينة الدراسة.

n: عدد المشاهدات في كل سنة.

في حالة اختبار حجم التداول

إذا كان $(CAVT = 0)$ فإنه لا يوجد أثر للإعلان عن الإنفاق الرأسمالي على التغير في حجم التداول.

إذا كان $(CAVT \neq 0)$ فإنه يوجد أثر للإعلان عن الإنفاق الرأسمالي على التغير في حجم التداول.

وباحتساب قيمة (ت) بالاعتماد على المعادلة الآتية:

$$T_{cavt} = CAVT_{AV} / (SD_{AV} / \sqrt{n}) \dots \dots (2)$$

حيث تمثل:

CAVT: المتوسطات الحسابية لأحجام التداول غير العادية المجمعة للشركات عينة الدراسة.

SD: الانحراف المعياري لأحجام التداول غير العادية المجمعة للشركات عينة الدراسة.

n: عدد المشاهدات في كل سنة.

اختبار فرضيات الدراسة

استخدمت هذه الدراسة متغيراً مستقلاً (الإعلان عن النفقات الرأسمالية) من خلال إصدار القوائم المالية للشركة،

والتوصيات التي تحقق الهدف العام من هذه الدراسة.

تحليل البيانات

تم الاعتماد على قاعدة لاتخاذ القرار بشأن قبول الفرضية أو رفضها بالاعتماد على دراسات سابقة، حيث تم احتساب متوسط العائد غير العادي، ثم إيجاد هذه المتوسطات مجمعة (CAR) لدراسة مدى تأثير الإعلان عن النفقات الرأسمالية على سعر السهم من جهة، واحتساب متوسط حجم التداول غير العادي لإيجاد هذه المتوسطات مجمعة (CAVT) لدراسة مدى تأثير هذا الإعلان على حجم التداول من جهة أخرى.

في حالة اختبار عوائد الأسهم

إذا كان $(CAR = 0)$ فإنه لا يوجد أثر للإعلان عن الإنفاق الرأسمالي على التغير في سعر السهم.

أما إذا كان $(CAR \neq 0)$ فإنه يوجد أثر للإعلان عن الإنفاق الرأسمالي على التغير في سعر السهم.

تم احتساب قيمة (ت) للعوائد غير العادية المجمعة عند مستوى معنوية $(\alpha = 0.05)$ بالاعتماد على دراسات سابقة (Baturevich and Muradoglu, 2010) على

الوجه الآتي:

$$T_{car} = CAR_{AR} / (SD_{AR} / \sqrt{n}) \dots \dots (1)$$

حيث تمثل:

ومتغيرين تابعين (حجم التداول وسعر السهم) بالإضافة إلى المتغير المسيطر (Control Variable) وهو (حجم الشركة).
الفرضية الأولى:
"لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإعلان عن النفقات الرأس مالية وعوائد الأسهم للشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان".
تم احتساب المتوسطات الحسابية للعوائد غير العادية خلال فترة الحدث بتطبيقها على أساس (٢٠) يوماً حسب السنوات موضحة في الجدول (١).

جدول ١

المتوسطات الحسابية للعوائد غير العادية خلال فترة الحدث البالغة (٢٠) يوماً في الأعوام (٢٠٠٥-٢٠٠٩)

السنة فترة الحدث	جميع السنوات	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩
٩-	٠,٠٠٣١٥	(٠,٠٠٩٢٨)	٠,٠٠١٧٤	٠,٠١٠٢٧	٠,٠٠٢٣٣	٠,٠٠٥٨٥
٨-	٠,٠٠٠٩٤	(٠,٠٠٦٢٢)	٠,٠٠٢٧٧	٠,٠٠٤٨٩	٠,٠٠٣٧٤	(٠,٠٠٦٤٠)
٧-	(٠,٠٠١٥٧)	(٠,٠٠١٨٤)	(٠,٠٠٠٥٩)	٠,٠٠٢٢٤	(٠,٠٠٥٧٥)	(٠,٠٠١٦٧)
٦-	(٠,٠٠٢٥٩)	(٠,٠٠٤٠١)	٠,٠٠٦١٩	(٠,٠٠٣٨٨)	(٠,٠٠٧٣١)	(٠,٠٠٤٠٤)
٥-	٠,٠٠٠٧٣	(٠,٠٠٥٢٠)	٠,٠٠٣٧٨	(٠,٠٠٢٥١)	٠,٠٠٣٧٠	٠,٠٠١٣٥
٤-	(٠,٠٠٢٤٢)	(٠,٠٠١٨١)	(٠,٠٠٦٢٤)	(٠,٠٠٦٢١)	٠,٠٠١٩٧	٠,٠٠١٠٦
٣-	(٠,٠٠٣٢٧)	(٠,٠٠٥٤٥)	٠,٠٠٢١٦	(٠,٠٠٢٣٤)	(٠,٠١٠٦١)	٠,٠٠١٥٤
٢-	(٠,٠٠١٦١)	٠,٠٠٦٢١	(٠,٠٠٤٥٣)	٠,٠٠٦٢٩	(٠,٠٠٤٩٨)	(٠,٠١٠٤٦)
١-	٠,٠٠١٤٣	(٠,٠٠٨٨٥)	(٠,٠٠٠٨٩)	٠,٠٠٢٠٤	(٠,٠٠٠٢٣)	٠,٠١٤٩٧
٠	٠,٠٠٠٦٩	(٠,٠٠٥٦١)	(٠,٠٠٥٦١)	٠,٠٠٥٦٤	(٠,٠٠٢٧١)	٠,٠٠٥٦٠
١	٠,٠٠١٦٠	(٠,٠١٥١٨)	(٠,٠١٥١٨)	(٠,٠٠٢٩٣)	(٠,٠٠٠٨٢)	٠,٠١١٥٠
٢	(٠,٠٠٤٠٦)	(٠,٠١٠٢٠)	(٠,٠١٠٢٠)	(٠,٠٠٠٨٢)	(٠,٠٠٦٢٨)	(٠,٠٠٧١٤)
٣	٠,٠٠٤٥٩	(٠,٠٠٤٣٤)	٠,٠١١٨٥	٠,٠٠٦٥٢	٠,٠٠٥٥٧	(٠,٠٠٢٨٣)
٤	(٠,٠٠٢٩٤)	(٠,٠١٠٩١)	(٠,٠١٢٣١)	٠,٠٠٥٤٩	(٠,٠٠٠٨٨)	٠,٠٠٠٥٣
٥	٠,٠٠٢٠٩	(٠,٠١٣٦٣)	(٠,٠٠٣٥٨)	٠,٠١٤٩٢	٠,٠٠٧٨٠	(٠,٠٠٥٩٩)
٦	(٠,٠٠٤٢٦)	(٠,٠١٢٦٥)	(٠,٠٠٧٠٢)	(٠,٠٠٣٧٨)	(٠,٠٠١٢٨)	٠,٠٠٠٩٤
٧	(٠,٠٠٠٠٢)	٠,٠٠٣٣٥	٠,٠٠٨٦٢	(٠,٠٠٦١٨)	٠,٠٠٤٩٨	(٠,٠١٣٨٠)
٨	٠,٠٠٣٦٩	٠,٠٠٠٦٠	٠,٠٠٢٤٧	(٠,٠٠١١٥)	٠,٠١٠٤٣	٠,٠٠٤٢٤
٩	٠,٠٠٢٢٣	(٠,٠٠٠٨٠)	٠,٠٠٢٨٨	(٠,٠٠٣٣٨)	٠,٠٠٩١٢	٠,٠٠١٠٥
١٠	(٠,٠٠٠٨٤)	٠,٠٠٢٨٢	٠,٠٠٧٠٤	(٠,٠٠٧٣٢)	٠,٠٠٠٤٦	(٠,٠٠٧٢٣)

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على البيانات المالية الصادرة في التقارير السنوية للشركات.

() تعني الإشارة السالبة.

فكان أعلاها في اليوم (٨) بعد الإعلان عن النفقات الرأسمالية، وكان أدناها في اليوم (٣) قبل الإعلان عن النفقات الرأسمالية.

٥ - تراوحت المتوسطات الحسابية للعوائد غير العادية خلال فترة الحدث في العام (٢٠٠٩) بين (٠,١٣٨٠) و (٠,١٤٩٧)؛ فكان أعلاها في اليوم (١) قبل الإعلان عن النفقات الرأسمالية، بينما كان أدناها في اليوم (٧) بعد الإعلان عن النفقات الرأسمالية.

٦ - تراوحت المتوسطات الحسابية للعوائد غير العادية خلال فترة الحدث لجميع السنوات فترة الدراسة بين (٠,٠٠٤٢٦) و (٠,٠٠٤٥٩)؛ فكان أعلاها في اليوم (٣) بعد الإعلان عن النفقات الرأسمالية، بينما كان أدناها في اليوم (٦) بعد الإعلان عن النفقات الرأسمالية.

نلاحظ من الجدول السابق أن أثر الإعلان كان واضحاً خلال فترة الحدث على عوائد الأسهم، ولا سيما في الفترة التي ما بعد يوم الحدث.

الشكل البياني (١) يوضح التغير الحاصل في العوائد غير العادية خلال فترة (٢٠) يوماً المحيطة بالحدث، ويتبين من الرسم أن التغير في سعر السهم يبدو واضحاً وضوحاً كبيراً خلال اليومين التاليين للحدث في الأعوام (٢٠٠٦، ٢٠٠٩) ويبدو متذبذباً خلال فترة الحدث في الأعوام (٢٠٠٥، ٢٠٠٧، ٢٠٠٨).

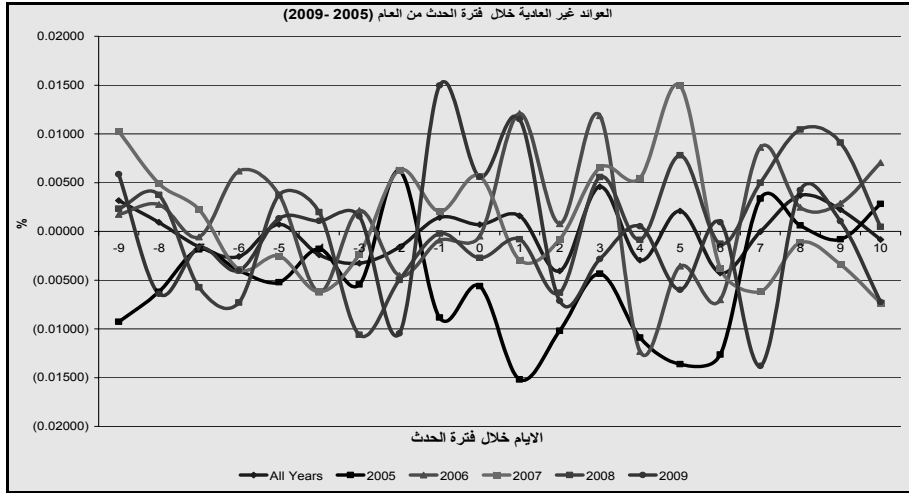
يظهر من جدول (١) ما يأتي:

١ - تراوحت المتوسطات الحسابية للعوائد غير العادية خلال فترة الحدث في العام (٢٠٠٥) بين (٠,١٥١٨) و (٠,٠٠٦٢١)؛ فكان أعلاها في اليوم (٢) قبل الإعلان عن النفقات الرأسمالية، بينما كان أدناها في اليوم (١) بعد الإعلان عن النفقات الرأسمالية.

٢ - تراوحت المتوسطات الحسابية للعوائد غير العادية خلال فترة الحدث في العام (٢٠٠٦) بين (٠,١٥١٨) و (٠,٠١١٨٥)؛ فكان أعلاها في اليوم (٣) بعد الإعلان عن النفقات الرأسمالية، بينما كان أدناها في اليوم (١) بعد الإعلان عن النفقات الرأسمالية، ويدل ذلك على وجود أثر للإعلان عن الإنفاق الرأسمالي بعد يوم الحدث.

٣ - تراوحت المتوسطات الحسابية للعوائد غير العادية خلال فترة الحدث في العام (٢٠٠٧) بين (٠,٠٠٧٣٢) و (٠,٠١٤٩٢)؛ فكان أعلاها في اليوم (٥) بعد الإعلان عن النفقات الرأسمالية، بينما كان أدناها في اليوم (١٠) بعد الإعلان عن النفقات الرأسمالية.

٤ - تراوحت المتوسطات الحسابية للعوائد غير العادية خلال فترة الحدث في العام (٢٠٠٨) بين (٠,٠١٠٦١) و (٠,٠١٤٣)؛



الشكل (١): العوائد غير العادية خلال فترة الحدث في الأعوام (٢٠٠٩- ٢٠٠٥)

الجدول رقم (٢) يوضح نتائج اختبار (T- test) على العوائد غير العادية المجمعة خلال فترة الحدث حول تاريخ الإعلان عن النفقات الرأسمالية؛ وذلك لاختبار معنوية العلاقة بين المتغير التابع (سعر السهم) والمتغير المستقل (الإعلان عن النفقات الرأسمالية) عند مستوى المعنوية $(\alpha = 0,05)$.

جدول ٢

نتائج تطبيق اختبار (T- test) على العوائد غير العادية المجمعة خلال فترة الحدث حول تاريخ الإعلان عن النفقات الرأسمالية

السنة فترة الحدث	جميع السنوات	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩
٩-	١,١٩٢٦٨	*(١,٩٦١١٢)	٠,٢٥٧٣٦	*٢,٦٣١٨٧	٠,٣٧٨٦٨	٠,٩٣١٣٥
٨-	*١,٦٢٩٦٤	*(٣,٨٣٦٣٩)	٠,٧٣١٣١	*٣,٤٤١٧١	١,٠٧١٢٧	(٠,٠٨٦٩٣)
٧-	٠,٩٣٨٨٩	*(٣,٦٥٧٧٢)	٠,٥٦٦٥٩	*٤,٧٠٢٤١	٠,٠٥٤٧٨	(٠,٢٦٥١١)
٦-	(٠,٠٢٧٢٤)	*(٢,٩٢٣٤٧)	*١,٧١٠٧٠	*٣,١٠٦١٨	*(١,٦٧٧٤٦)	(٠,٩٩٨٤١)
٥-	٠,٢٨٧١٦	*(٣,٩٢٠٤٠)	*٢,٣١٢٢٣	*٢,٦٣٣٩٦	(٠,٧٠٨٤٤)	(١,١٣٥٩٥)
٤-	(٠,٦٥٢٠٩)	*(٣,٩٣٦٤٦)	١,١٢٦٠٣	١,٠٥١٣٣	(٠,٢٣٨٥٧)	(٠,٥٧٢٤٤)
٣-	*(٢,٠٤٣٧٤)	*(٤,٣٧٠٠١)	١,٥٨٠٢١	٠,٥٦٥٦١	*(٢,٦٤١١٨)	(٠,٤٠٨٧٥)
٢-	*(٢,٥٨٠٠٠)	*(٣,٢٥٠٦٥)	٠,٨٧٢٨٨	*٢,٠٦٧٤٨	*(٣,٥١٥٨٠)	*(١,٩٧٦٤٦)
١-	*(٢,٠١٨٦٣)	*(٤,٣٢٩٥١)	*٠,٧٩٨٠٤	*٢,٥٢١٣٦	*(٣,٢٨٢٥٧)	٠,٣٣٤٧٧
٠	*(١,٨١٩٧٢)	*(٦,٦٩١٧١)	٠,٦٦٤٣١	*٣,٧٤٩٨٨	*(٣,٧٩٩٨٤)	١,٢١٣٨٦

تابع / جدول ٢

نتائج تطبيق اختبار (T- test) على العوائد غير العادية المجمعة خلال فترة الحدث
حول تاريخ الإعلان عن النفقات الرأسمالية

السنة فترة الحدث	جميع السنوات	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩
١	(١,٠٠٦١٧)	(٨,٩٠٧٨٤)	٢,١٠٥٥٦	*٢,٧١٨٨٢	*٢,٥٨٦٠٢	*٣,٣١١٦٢
٢	(٢,٦٧٦٩٣)	(٩,٣٧٢٢١)	*٢,٤٨٩٩٣	*٢,٩٦٣٨٢	(٤,٥٠٩٩٦)	*٢,٨١١١٠
٣	(٠,٩٤٠١٧)	(١٠,٠١٢١٠)	*٥,٦٠٠٦٦	*٤,٧٦٣١٥	(٣,٨٨٧٥٣)	١,٢٤١٢٦
٤	(٣,٢٤٥٠٧)	(١٣,٧٦٥٤٥)	*٣,٠٧٢٦٢	*٧,٠٩٦٠٠	(٤,٤٩٨١١)	١,٤٣٥٢٦
٥	(١,٣٠٥٨٧)	(١٤,٩٧٢٧٠)	*١,٩٨٨٣٧	*١٦,٢٦٦٧٠	(٢,٧٤٣٥٩)	٠,٧٦٥٨٦
٦	(٢,٧٩٦٠٤)	(١٥,٧٣٤٤٠)	٠,٨٩١٥٦	*٧,١٢٦٠٥	(٣,١٠٢٦٢)	٠,٦٣٣٣٠
٧	(٣,١٣٠٦٤)	(١٩,٨٠٥٦٠)	*٢,١٤٦١١	*٩,٥٦٩٧١	(٢,٣٠٨٠٢)	**١,٦١٠٥٧
٨	(١,٦٨١٨٩)	(٢٨,٢٥٤١٤)	*٣,١٢٦٦٢	*٨,٣٢٦٧٣	(٠,٦٤٥٥٥)	(٠,٧٤٢٠٧)
٩	(٠,٦٦٩٢٠)	(١٧,٤٥١٣٥)	*٣,٠٣٩٦٤	*٥,٧٦٣٦٥	*١,٩٤٥٠٨	(٠,٧٢٧٨١)
١٠	(١,٠١٦٩٥)	(١٧,١٦٥٣٧)	*٤,٣٢٦١٠	*٤,٨٥٨٩٧	*١,٩٨٤٩٧	**١,٦٦٥٤١

$T_{CAR} = CAR_T / (STDEV_{AR}/\sqrt{RT_n})$, whereby n = Number of Companies in Each Year

* Significant at 5% Level of Significant or below

** Significant at 10 % Level of Significant or below

يظهر من الجدول (٢) ما يأتي:

١ - كانت قيمة (T) للعوائد غير العادية المجمعة في اليوم (٩) قبل الإعلان عن النفقات الرأسمالية في العام (٢٠٠٥) ذات دالة إحصائية عند مستوى $(\alpha=0,01)$ ، بينما كانت قيم (T) لباقي أيام الحدث في هذا العام دالة إحصائية عند مستوى الدلالة $(\alpha=0,05)$.

٢ - كانت قيم (T) للعوائد غير العادية المجمعة في العام (٢٠٠٦) غير دالة إحصائياً في الأيام (٩)، (٨)، (٧)، (٤)، (٣)، (٢) قبل الإعلان عن النفقات الرأسمالية ويوم الإعلان عن النفقات الرأسمالية (٠) والأيام (١)،

(٦) بعد الإعلان عن النفقات الرأسمالية، بينما كانت قيم (T) في الأيام (٦)، (٥)، (١) قبل الإعلان عن النفقات، والأيام (٥)، (٧) بعد الإعلان دالة إحصائياً عند مستوى الدلالة $(\alpha=0,01)$ ، وكانت قيم (T) دالة إحصائياً عند مستوى الدلالة $(\alpha=0,05)$ لباقي أيام الحدث في العام نفسه.

٣ - كانت قيم (T) للعوائد غير العادية المجمعة في العام (٢٠٠٧) غير دالة إحصائياً في الأيام (٣)، (٤) قبل الإعلان عن النفقات الرأسمالية، بينما كانت قيم (T) دالة إحصائياً

الأيام (٩، ٧، ٦، ٥، ٤) قبل الإعلان عن النفقات الرأسمالية والأيام (١، ٣، ٥، ٩، ١٠) بعد الإعلان عن النفقات الرأسمالية، بينما كانت قيمة (T) في اليوم (٨) بعد الإعلان عن النفقات دالة إحصائياً عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.01$)، وكانت قيم (T) دالة إحصائياً عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$) لباقي أيام الحدث لفترة الدراسة.

يتبين مما سبق أن معظم قيم (T) للعوائد غير العادية المجمعة لأيام الحدث قبل وبعد الإعلان عن النفقات الرأسمالية كانت دالة إحصائياً، وهذا يدل على عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين الإعلان عن النفقات الرأسمالية وعوائد الأسهم للشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان، ومن ثم يؤدي إلى قبول الفرضية الأولى للدراسة، والسبب في ذلك قد يعود لتسرب المعلومات قبل الإفصاح عنها في التقارير السنوية، أو قد يعود إلى أن النفقات الرأسمالية قد تم قياسها بقطع النظر عن كونها بالزيادة أو بالنقصان.

كما يتبين وجود تزايد في معدل العائد المتراكم خلال الفترة التي تلي يوم الحدث في عام ٢٠٠٧. أما عن عام ٢٠٠٥ فإننا نلاحظ وجود أثر سلبي للإعلان عن الإنفاق الرأسمالي على أسعار الأسهم، ويمكن تفسير ذلك أن المتعاملين لم يهتموا بالقرارات الاستثمارية التي حدثت في تلك الشركات.

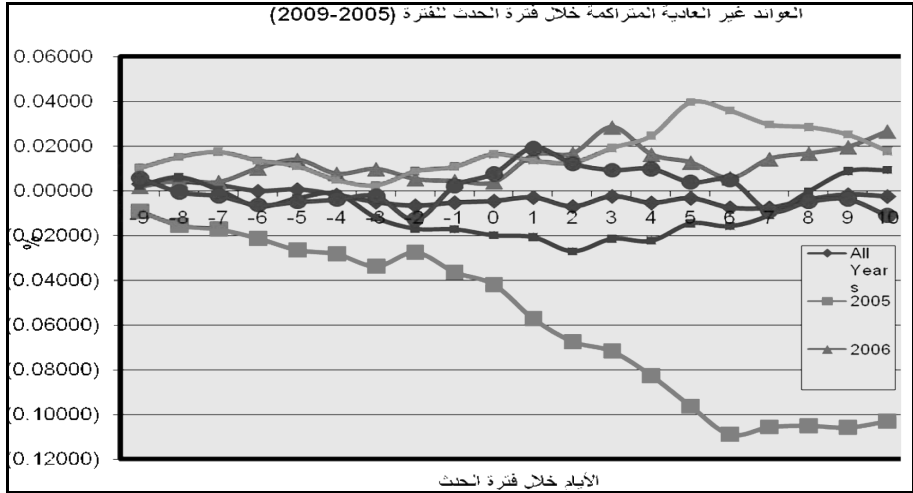
عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$) لباقي أيام الحدث في العام نفسه.

٤ - كانت قيم (T) للعوائد غير العادية المجمعة في العام (٢٠٠٨) غير دالة إحصائياً في الأيام (٩، ٨، ٧، ٥، ٤) قبل الإعلان عن النفقات الرأسمالية واليوم (٨) بعد الإعلان عن النفقات الرأسمالية، بينما كانت قيمة (T) في اليوم (٦) قبل الإعلان عن النفقات دالة إحصائياً عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.01$)، وكانت قيم (T) دالة إحصائياً عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$) لباقي أيام الحدث لهذا العام.

٥ - كانت قيم (T) للعوائد غير العادية المجمعة في العام (٢٠٠٩) غير دالة إحصائياً في الأيام (٩، ٨، ٧، ٦، ٥، ٤، ٣، ١) قبل الإعلان عن النفقات الرأسمالية ويوم الإعلان عن النفقات الرأسمالية (٠) والأيام (٣، ٤، ٥، ٦، ٨، ٩) بعد الإعلان عن النفقات الرأسمالية، بينما كانت قيمة (T) في اليوم (٢) قبل الإعلان عن النفقات، والأيام (٧، ١٠) بعد الإعلان دالة إحصائياً عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.01$)، وكانت قيم (T) دالة إحصائياً عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$) لباقي أيام الحدث في العام نفسه.

٦ - كانت قيم (T) للعوائد غير العادية المجمعة لجميع سنوات فترة الدراسة غير دالة إحصائياً في

سعيد الحلاق و محمد العجلوني و أنفال السوالمه



شكل (٢): العوائد غير العادية المتراكمة خلال فترة الحدث من العام ٢٠٠٥ إلى العام ٢٠٠٩

تبدأ معدلات العوائد تتناقص كلما اقتربنا من فترة الحدث.
الفرضية الثانية:

"لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإعلان عن النفقات الرأسمالية وأحجام تداول الأسهم للشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان".

تم احتساب المتوسطات الحسابية لأحجام التداول غير العادية خلال فترة

الشكل البياني (٢) يوضح التغير الحاصل في معدل العوائد غير العادية المتراكمة خلال فترة (٢٠) يوماً المحيطة بالحدث، ويلاحظ من الرسم أن هناك تزايداً واضحاً في العائد المتراكم حتى يوم الحدث، ومن ثم تزداد معدلات العائد التراكمية في الفترة التي تلي يوم الحدث، ولاسيما في عام (٢٠٠٧) حيث كان التزايد ملموساً، كما نلاحظ أن في عام (٢٠٠٥)

جدول ٣

المتوسطات الحسابية لأحجام التداول غير العادية خلال فترة الحدث البالغة ٢٠ يوماً في الأعوام (٢٠٠٩-٢٠٠٥)

السنة فترة الحدث	جميع السنوات	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩
٩-	٩١٦,٤٨٧	٤٥٦,٤٣٠	٦٩٩,٦٦٥	٥٢٥,٥٤٠	١,٧٧٩,٢٤٤	٧٧٨,٣٧٠
٨-	٦٦٨,٥٧٩	٦٥٢,٧٧٤	٧٢١,٥٣٢	١٤٠,٣٥١	١,٢٦٥,٥٤١	٤٣١,٤٨٦

تابع / جدول ٣
المتوسطات الحسابية لأحجام التداول غير العادية خلال فترة الحدث البالغة ٢٠ يوماً في
الأعوام (٢٠٠٥-٢٠٠٩)

السنة فترة الحدث	جميع السنوات	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩
٧-	٤٨٧,٠٤٠	٩٢٧,٠٦٨	٥٧١,٢٣٨	٣٠٤,٤١٢	٤٥٥,٢٥٧	٣٣٧,٤٦٠
٦-	٤٨٤,٠١٨	٥٤٥,٨١١	٧٦٦,٠٤١	١٧١,٦٨٣	٥٧٤,٩٩٣	٣٦٢,٨٢٨
٥-	٦٠٥,٦٣٩	٩١١,٢٢٥	٨١٠,٢٠٩	٢٣٨,٦١٦	٥٣٨,٩٠٥	٧٣٦,٤٢٠
٤-	٥٨٥,٣٢٩	٤٤٢,٤٥٣	٦٢٨,٥٢٦	١٨٣,٩١١	٦٦٧,٣٩٣	١,١٢٠,٧٧٤
٣-	٥٧٤,١٣١	٥٣٤,٣٩٢	٥٣٥,٦٤٦	١٣٣,٧٤٦	٩٧٠,٣٥٩	٦٨٢,١٠٦
٢-	٥١١,٧١٨	١,٢٠٨,١٦٥	٦٢٣,٤٨٥	١٨٨,٤٩٧	٤٥٠,٣٥٢	٣٧٥,٨٠٠
١-	٤٦٣,٠٩٤	٨٤١,٤٥٦	٧٢٥,٣٦٠	٢٠٠,٢٢١	٤٦١,٠٩٥	١٨٦,٥٧٥
٠	٥٢٧,٩١٩	٩٣٦,٠٣٠	٧٠٣,٧٥٥	٢٦٩,٢٥٣	٤٤٣,٨٦٦	٤٧٧,٦٣٦
١	٣٩٥,٧٨٧	٤٦٣,٣٨٧	٥٤٤,٨٩٤	٣٣٦,٣٢٠	٢٣٦,٥٩٢	٤٨٢,٧٦٥
٢	٦٤٥,١٧٢	٤٠٦,٤٥٨	٦١٠,٣١٩	١٦٤,٢٣٠	١,٠١١,٨٦٧	١,٠٢٢,٥٥٤
٣	٣٦٢,٠٩١	٥٤٩,٠١١	٦٦٨,٢٣٠	١٤٩,٨٥٣	٢٢٩,١٤١	٣١٩,٥٣٨
٤	٤٨٤,٥٢٣	٦٥٨,٦٤٧	٧٦٠,٩٠٢	١٦٧,٥١٠	١١٥,٦٩٣	١,٠٤٣,٢٧٦
٥	٥١٤,٨١٣	٤٦١,٣٧٥	٦٩١,٧٦٠	٣٨١,٣٨٩	٣٠٥,٣٢٩	٨٥٨,١٠٨
٦	٦٠٢,٣٠٠	٥١٨,٩١٩	٥٢٩,٥٣٢	٣١٤,٧١٣	٢٥٧,٩٥٤	١,٧٨٠,٦٩٤
٧	٤٦٥,١٧٥	٤٤٥,١٢٤	٥٧٧,٢٤٥	١٨١,٣٢٩	٦٤٣,٢٢٠	٤٦٤,٣٣٧
٨	٥٢٨,٩٧٩	٦٥٣,٠١٧	٦٣٥,٦١١	١٨٦,١٥٢	٧٥٨,٨٢٢	٤٢٢,٠٥٢
٩	٤٦٠,٧٣٨	٨١٠,٥٢٦	٥٩١,٥٧٤	٦٤,٩٨٦	٥٢٧,٣٢٥	٤٨٣,٥٦٥
١٠	٦٥٣,٣٩٩	٧٥٧,٥٨٦	٧٣٢,٩٩٠	١٧٣,٣٧٥	٩٨٣,٨٤١	٦٤٥,١٣٣

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على البيانات المالية الصادرة في التقارير السنوية للشركات.

- الحدث بتطبيقها على أساس ٢٠ يوماً
حسب السنوات موضحة في الجدول (٣).
يظهر من جدول (٣) ما يأتي:
- ١ - تراوحت المتوسطات الحسابية
لأحجام التداول غير العادية خلال
فترة الحدث في العام (٢٠٠٥) بين
(٤٠٦,٤٥٨-١,٢٠٨,١٦٥)، فكان
أعلاها في اليوم (٢) قبل الإعلان
- ٢ - تراوحت المتوسطات الحسابية
لأحجام التداول غير العادية خلال
فترة الحدث في العام (٢٠٠٦) بين
(٥٢٩,٥٣٢ - ٨١٠,٢٠٩)، فكان
أعلاها في اليوم (٥) قبل الإعلان

الدراسة بين (٣٦٢,٠٩١-
٩١٦,٤٨٧)، فكان أعلاها في اليوم
(٩) قبل الإعلان عن النفقات
الرأسمالية، بينما كان أدناها في اليوم
(٣) بعد الإعلان عن النفقات
الرأسمالية.

الشكل البياني (٣) يوضح التغير
الحاصل في أحجام التداول غير العادية
خلال فترة (٢٠) يوماً المحيطة بالحدث.
ويتبين من الرسم أن التغير في حجم
التداول يبدو واضحاً وضوحاً كبيراً خلال
الأيام التالية للحدث في الأعوام (٢٠٠٨،
٢٠٠٩) ويبدو متذبذباً خلال فترة الحدث
في باقي أعوام فترة الدراسة، ويعتقد
الباحثون أن التغير الواضح في حجم
التداول في الأعوام (٢٠٠٨، ٢٠٠٩) يرجع
إلى أن المعلومات المتضمنة بالتقارير المالية
والتي تخص القرارات الاستثمارية مفيدة
للمستثمرين ويولونها الاهتمام الأكبر في
هذين العامين عن الأعوام الأخرى، بالإضافة
إلى أن كفاءة السوق فيهما لاستجابته
للأحداث التي يتم الإعلان عنها.

الجدول (٤) يوضح نتائج تطبيق
اختبار (T- test) على أحجام التداول غير
العادية المجمعة خلال فترة الحدث حول
تاريخ الإعلان عن النفقات الرأسمالية؛ وذلك
لاختبار معنوية العلاقة بين المتغير التابع
(أحجام التداول) والمتغير المستقل
(الإعلان عن النفقات الرأسمالية) عند
مستوى المعنوية ($\alpha=0,05$).

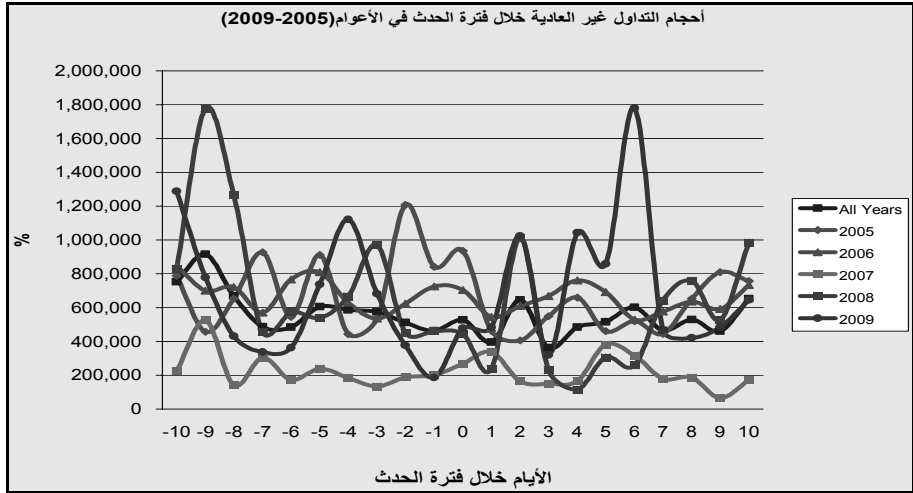
عن النفقات الرأسمالية، بينما كان
أدناها في اليوم (٦) بعد الإعلان
عن النفقات الرأسمالية.

٣ - تراوحت المتوسطات الحسابية
لأحجام التداول غير العادية خلال
فترة الحدث في العام (٢٠٠٧) بين
(٦٤,٩٨٦ - ٥٢٥,٥٤٠)، فكان
أعلاها في اليوم (٩) قبل الإعلان
عن النفقات الرأسمالية، بينما كان
أدناها في اليوم (٩) بعد الإعلان
عن النفقات الرأسمالية.

٤ - تراوحت المتوسطات الحسابية
لأحجام التداول غير العادية خلال
فترة الحدث في العام (٢٠٠٨) بين
(١١٥,٦٩٣ - ١,٧٧٩,٢٤٤)، فكان
أعلاها في اليوم (٩) قبل الإعلان
عن النفقات الرأسمالية، بينما كان
أدناها في اليوم (٤) بعد الإعلان
عن النفقات الرأسمالية.

٥ - تراوحت المتوسطات الحسابية
لأحجام التداول غير العادية خلال
فترة الحدث في العام (٢٠٠٩) بين
(١٨٦,٥٧٥ - ١,٧٨٠,٦٩٤)، فكان
أعلاها في اليوم (٦) بعد الإعلان
عن النفقات الرأسمالية، بينما كان
أدناها في اليوم (١) قبل الإعلان
عن النفقات الرأسمالية.

٦ - تراوحت المتوسطات الحسابية
لأحجام التداول غير العادية خلال
فترة الحدث لجميع سنوات فترة



شكل (٣): أحجام التداول غير العادية خلال فترة الحدث من العام (٢٠٠٩ - ٢٠٠٥)

جدول ٤

نتائج تطبيق اختبار (T-test) على أحجام التداول غير العادية المجمعة خلال فترة الحدث حول تاريخ الإعلان عن النفقات الرأسمالية

السنة فترة الحدث	جميع السنوات	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩
٩-	*٦,٥٩١	*٢٧,٠	*١٨,٧	*١١,٩	*١٠,٥	*٢٨,١
٨-	*٦,٣٤٩	*٤١,٩	*٢٩,١	*٣٨,٧	*٢٠,٦	*٦٤,٢
٧-	*٧,٤٧١	*٢٩,٨	*٣٧,١	*٢١,٠	*٧٣,٣	*٧٤,٢
٦-	*٧,٨٨٣	*٧٦,٨	*٣٥,٣	*٥٦,٩	*٨١,٤	*٩٣,٧
٥-	*٨,٠٤٧	*٤٧,٩	*٣٩,١	*٥١,٣	*٩٠,٣	*٥٦,٢
٤-	*٧,٨٦٣	*١٧٠,٧	*٧٠,٣	*٦٩,٦	*٧٧,١	*٢٩,٥
٣-	*٦,٢٠٠	*١١٢,٣	*٧٨,٨	*١٠٠,٣	*٤٥,٥	*٧٣,٥
٢-	*٧,٦٣٥	*٥٢,٠	*٧٧,٧	*٨٩,٤	*١٤٧,١	*١٤١,٧
١-	*٧,٧٥٩	*١٠٨,١	*٧٤,٧	*٨٥,٨	*١٤٤,٤	*٢٣٥,٨
٠	*٧,٩٣٠	*١١٦,٧	*٧١,٥	*١٠٥,٣	*١٨٥,٧	*١٠٢,٥
١	*٧,٩١١	*٢٢٧,٦	*١١٠,٦	*٦٥,٢	*٣٠٨,٦	*١٢٨,٩
٢	*٦,٩٥٤	*٤٦٧,٣	*٩١,٢	*١١٠,٨	*٨٦,٢	*٥٨,٤
٣	*٧,١٥٩	*٢٥٣,٩	*١١٠,٨	*١٤٦,٥	*٣٠٧,٣	*١٧٢,٨
٤	*٦,٢٠٧	*١٤٥,٢	*٩٠,٢	*١١٩,٠	*٤٤٠,٠	*٨٠,٢
٥	*٦,٨٣٥	*٢٤٣,٠	*٩٥,٥	*٨١,٣	*٢٣٧,٤	*١٠١,٣

تابع / جدول ٤

نتائج تطبيق اختبار (T-test) على أحجام التداول غير العادية المجمعة خلال فترة الحدث حول تاريخ الإعلان عن النفقات الرأسمالية

السنة فترة الحدث	جميع السنوات	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩
٦	*٤,٩٢١	*٢٢٩,٧	*١٦١,٠	*١٢٠,٠	*٣٠٦,٥	*٤٢,٤
٧	*٦,٢٨٦	*٢٣٧,٤	*١٥٣,٠	*٩٦,٩	*١٠٢,٣	*٢٦٧,٦
٨	*٦,١٧٢	*١٧٧,٩	*١٤٨,٥	*١٥٩,٠	*٩٠,٠	*٢٣٠,٤
٩	*٧,٤٤٥	*١٣٩,٩	*١٩٥,٤	*٣٣٥,٣	*١٩٠,٦	*٢٢٩,٤
١٠	*٧,٤٤٨	*١٨٧,٨	*١٤٣,٩	*١٥١,٦	*١١٢,٣	*١٧٥,٠

$TC_{AR} = CAR_T / (STDEV_{AR}/SQRTn)$, whereby n = Number of Companies in Each Year

* Significant at 5% Level of Significant or below

** Significant at 10 % Level of Significant or below

المصدر: من إعداد الباحثون

٢٠٠٧ يبدو أقل استجابة من الأعوام الأخرى، وهو ما يدل على عدم اهتمام المستثمرين بالقرارات الاستثمارية التي تتخذها الشركات.

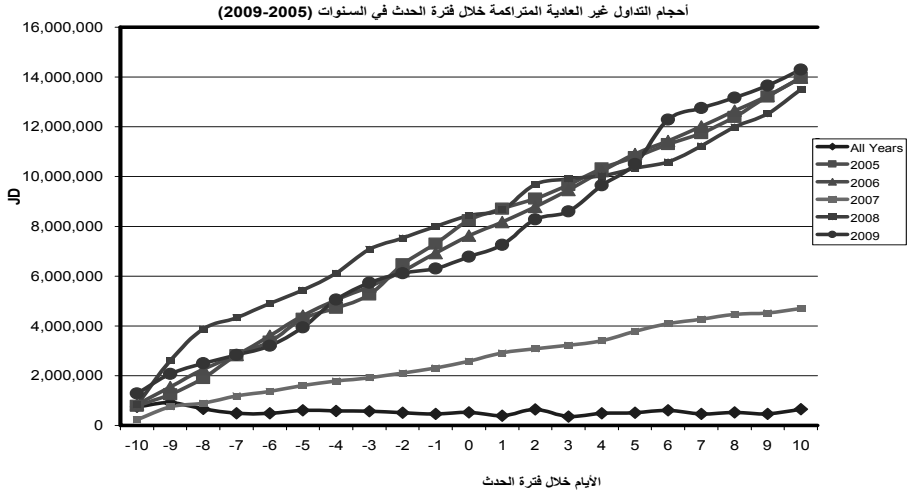
الفرضية الثالثة:

"لا يختلف أثر الإعلان عن النفقات الرأسمالية على عوائد الأسهم للشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان باختلاف حجم الشركة".

للتحقق من صحة هذه الفرضية تم تطبيق اختبار (T-test) على العوائد غير العادية بعد تاريخ الإعلان عن النفقات الرأسمالية وذلك لاختبار معنوية العلاقة بين المتغير التابع (سعر السهم) والمتغير المستقل (الإعلان عن النفقات الرأسمالية) عند مستوى المعنوية $(\alpha=0,05)$ تبعاً لمتغير حجم الشركة، والجدول (٤-٧) يوضح ذلك.

يظهر من الجدول (٤) أن جميع قيم (T) لأحجام التداول غير العادية المجمعة لأيام الحدث بعد وقبل الإعلان عن النفقات الرأسمالية كانت دالة إحصائياً، وأن هذه الدلالة الإحصائية تزداد كلما اقتربنا من يوم الحدث، وهذا يدل على عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين الإعلان عن النفقات الرأسمالية وأحجام التداول للشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان، ومن ثم يؤدي إلى قبول الفرضية الثانية للدراسة.

الشكل البياني (٤) يوضح التغير الحاصل في أحجام التداول غير العادية المتراكمة خلال فترة (٢٠) يوماً المحيطة بالحدث، حيث يتبين من الرسم أن هناك تزايداً واضحاً في أحجام التداول حتى يوم الحدث، وأن هذا التزايد امتد خلال (١٠) أيام التي تلي يوم الحدث؛ وهو ما يدل على استجابة السوق استجابة كبيرة للإعلانات التي تحدث في تلك الشركات. إلا أن عام



شكل (٤): أحجام التداول العوائد غير العادية المتراكمة خلال فترة الحدث من العام (٢٠٠٩-٢٠٠٥)

جدول ٥

نتائج تطبيق اختبار (T-test) على العوائد غير العادية بعد تاريخ الإعلان عن النفقات
الرأسمالية تبعاً لمتغير حجم الشركة

السنة فترة الحدث	حجم الشركة	جميع السنوات	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩
٠	شركات صغيرة	(٠,٦٧)	(١,٩٠٤)	*** (٢,٣٤٥)	(٠,٨٧)	(٠,٩٥٠)	(١,٠٠)
	شركات كبيرة	١,٨١	٠,٣٠	١,٤٧	٠,٣٧	١,٢٢	(٠,١٢)
	إجمالي حجم الشركات	٠,٩٧	٠,٠٤	٠,٣٩	(٠,٤٦)	٠,٩٣	٠,٥٣
١	شركات صغيرة	(٠,٤٥٥)	٠,٤٠٩	(٠,٠٦١)	(١,١٢٠)	٠,٢٢٦	٠,٥٥٨
	شركات كبيرة	١,١٦٦	١,٨١٥	٠,١٩٤	٠,٨١٦	٠,٤٤٧	٠,٠٨١
	إجمالي حجم الشركات	١,٠٦٩	١,٥٥١	(٠,١٤٦)	٠,٨٩٠	٠,٨١١	(٠,٢٦٩)
٢	شركات صغيرة	٠,٥١٦	١,٥٤٤	(٠,٢٤٧)	٠,١٤٠	(٠,٠٠٩)	٠,٨٥١
	شركات كبيرة	(٠,٢٠٧)	١,٦٠٧	(١,٣٠٦)	(٠,١١٠)	٠,٠٢٨	٠,٤٥٩
	إجمالي حجم الشركات	٠,٢٩٤	٠,٣٢٦	(٠,٠٥٤)	(٠,١٠٩)	٠,٨٤٤	(٠,٣٣٦)
٣	شركات صغيرة	(٠,٣٨١)	(٠,٢١٩)	٠,٤٥١	٠,٠٩٤	(٠,٨١٧)	(٠,١٤٦)
	شركات كبيرة	٠,١٦٢	٠,٥٩٥	(١,٢٩٧)	٠,٤٣٥	(٠,٢٠٦)	٠,٦٤٢
	إجمالي حجم الشركات	(٠,٠٧٨)	٠,٣٨٠	(٠,٩٤٧)	(٠,٤٣٩)	٠,٣٥٢	٠,٦٨١
٤	شركات صغيرة	٠,١٨٢	(٠,٠٤٤)	(٠,٥٢٧)	٠,٣٠٠	١,٠٢٤	(٠,٧٥٤)
	شركات كبيرة	٠,٥٣٥	٠,٥٩٨	٠,١٩٧	(٠,١٧٦)	٠,٤١٤	٠,٤٢٠
	إجمالي حجم الشركات	٠,٩٥٧	٠,٥٠٥	٠,٧٤٠	(٠,٢١٢)	١,١٧٤	(٠,١٦١)

تابع / جدول ٥

نتائج تطبيق اختبار (T-test) على العوائد غير العادية بعد تاريخ الإعلان عن النفقات
الرأسمالية تبعا لمتغير حجم الشركة

السنة فترة الحدث	حجم الشركة	جميع السنوات	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	٢٠٠٨	٢٠٠٩
٥	شركات صغيرة	٠,٧٢٣	٠,٧٨٥	٠,٥٠٠	٠,٧٣٣	٠,١٨٥	(٠,٧١٢)
	شركات كبيرة	٠,٣٣٥	١,٠١٧	٠,٥٦٤	(١,٨٩٢)	٠,٠٠٥	٠,٦٤٧
	إجمالي حجم الشركات	٠,٦١٩	١,٢٣٥	٠,٢٩٨	(٠,٤٠٣)	٠,٤٤٨	٠,٧٤٨
٦	شركات صغيرة	(٠,٣٢٢)	٢,٨٦١	(٠,٨٧٠)	(١,٠٦٨)	(٠,٣٠٢)	٠,٨٨١
	شركات كبيرة	٠,١٥٨	١,٧٧١	٠,٠٠١	٠,٢٥٩	٠,١١٠	(٠,٨٢٣)
	إجمالي حجم الشركات	٠,٢٦٨	١,٢٢٢	٠,١٤٥	٠,٧٢٩	(٠,١١٤)	(٠,٧٧٩)
٧	شركات صغيرة	٠,٨٢٢	(٠,٨٨٤)	٠,٧٥٤	(١,٨٥٦)	١,٨٤٧	٠,٣٠٣
	شركات كبيرة	(٠,٧٧٣)	(٠,٧١٦)	(٠,٠٣٨)	٠,٥٥٩	(٠,٨٢١)	٠,١٥١
	إجمالي حجم الشركات	(١,٥٣٩)	(١,١٥٦)	(٠,٢٦٢)	(٠,٣١٠)	(٠,٨٤٨)	(٠,٦٣٠)
٨	شركات صغيرة	(٠,١٢١)	(٢,٠٠٠)	٠,٥٥٥	١,١٩٧	(٢,٢١١)**	٠,٧٣٥
	شركات كبيرة	٠,٠٠٤	٠,٥٩٣	٠,١٣٧	١,٢٠٠	(٠,١٧٢)	(٠,٦٨٢)
	إجمالي حجم الشركات	٠,٠٦٠	٠,٧٠٥	(٠,١٠٦)	٠,٣١٨	٠,٣٣٣	(٠,٧٩٤)
٩	شركات صغيرة	١,١٠٣	٠,٠٨٢	١,٢٧٤	١,٧٠٠	(١,١٠٥)	(٠,٢٠٣)
	شركات كبيرة	(٠,٠٨٧)	٠,٥٣٠	٠,١٦٦	٠,٧٣٤	(٠,٩٤٩)	(٠,١٩٩)
	إجمالي حجم الشركات	(٠,٨٦٥)	(٠,٢١٣)	٠,٠٥٧	(٠,١٨٢)	(١,٠٣٨)	(٠,٧٦٤)
١٠	شركات صغيرة	٠,٥٧٩	١,٤٤٣	(١,٤٨٣)	١,٩٥١	١,٣٢١	(٠,٩٦٤)
	شركات كبيرة	(٠,٩٧٨)	(٠,٨٢٢)	(٠,٢٩٤)	(٠,٢٢٠)	(٠,١٣٠)	(٠,٥٥١)
	إجمالي حجم الشركات	(١,٣٤٧)	(١,١٦١)	(٠,٤٣٧)	(٠,٠٩٩)	(٠,٤٩٩)	(٠,٦٦٠)

* Significant at 5% Level of Significant or below

** Significant at 10 % Level of Significant or below

مستوى الدلالة ($\alpha=0.05$) لباقي أيام
الحدث في العامين السابقين والأعوام
(٢٠٠٥، ٢٠٠٧، ٢٠٠٩) للشركات
الصغيرة والكبيرة على حدة، ولحجم
الشركات إجمالاً، وهذا يدل على عدم اختلاف
أثر الإعلان عن النفقات الرأسمالية على
عوائد الأسهم للشركات الخدمية المدرجة في
بورصة عمان باختلاف حجم الشركة، ومن

يظهر من جدول (٤) أن قيمة (T)
للعوائد غير العادية في العام (٢٠٠٦) كانت
دالة إحصائياً عند مستوى الدلالة
($\alpha=0.01$) في اليوم (٠) للشركات
الصغيرة، وأيضاً ظهرت دلالة إحصائية
لقيمة (T) للعوائد غير العادية في العام
(٢٠٠٨) في اليوم (٨) للشركات الصغيرة،
بينما كانت قيم (T) غير دالة إحصائياً عند

جميع قيم (T) لأحجام التداول غير العادية المجمعة لأيام الحدث قبل وبعد الإعلان عن النفقات الرأسمالية كانت دالة إحصائياً، كما أظهرت النتائج تزايداً واضحاً في أحجام التداول حتى يوم الحدث والأيام التي تتبع يوم الحدث.

لقد أشارت النتائج إلى وجود زيادة في حجم التداول خلال فترة الإعلان عن الإنفاق الاستثماري، وهو ما يعني أن الإعلان عن القرارات الاستثمارية لا يترتب عليه زيادة في حجم الطلب على أسهم الشركات التي أعلنت عن تلك القرارات خلال نافذة الحدث التي تمتد لمدة أربعة أسابيع، يشكل مركزها تاريخ الإعلان عن النفقات الاستثمارية، أو أن المستثمرين لا يهتمون لمثل هذه الإعلانات، وقد يكون لتسرب معلومات القوائم المالية قبل الإفصاح عنها في بورصة عمان الدور الأكبر في عدم وجود أثر لهذه الإعلانات على أحجام تداول الأسهم.

٣ - لا يختلف أثر الإعلان عن النفقات الرأسمالية على عوائد الأسهم للشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان باختلاف حجم الشركة؛ حيث إن قيم (T) للعوائد غير العادية في السنوات مجمعة كانت غير دالة إحصائياً عند مستوى الدلالة ($\alpha=0.01$).

ثم يؤدي ذلك إلى قبول الفرضية الثالثة للدراسة؛ إذ إن ارتفاع سعر سهم الشركة المعلنة عن تغير ملموس في النفقات الرأسمالية نتيجة لزيادة الطلب على أسهمها، يوفر فرصة للمستثمر أن يحقق فيها عوائد غير عادية على استثماراته من الأسهم بقطع النظر عن حجم الشركة المعلنة.

النتائج والتوصيات

في ضوء ما تقدم يمكن استخلاص النتائج الآتية:

١ - لا توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين الإعلان عن النفقات الرأسمالية وعوائد الأسهم للشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان، فقد أظهرت النتائج أن معظم قيم (T) للعوائد غير العادية المجمعة لأيام الحدث قبل وبعد الإعلان عن النفقات الرأسمالية كانت دالة إحصائياً. والسبب في ذلك قد يعود لتسرب المعلومات قبل الإفصاح عنها في التقارير السنوية، أو قد يعود إلى أن النفقات الرأسمالية قد تم قياسها بقطع النظر عن كونها بالزيادة أو بالنقصان. وقد جاءت نتائج هذه الدراسة متفقة مع نتائج الدراسات السابقة كدراسة (الخلايلة وإستانبولي، ١٩٩٧).

٢ - لا توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين الإعلان عن النفقات الرأسمالية وأحجام التداول للشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان؛ إذ كانت

منتظمة عن وقت تنفيذ القرارات
الاستثمارية وحجم النفقات
الرأسمالية الناتجة عنها لدى
الشركات.

٢ - ضرورة تطوير آلية لتساعد في
زيادة حجم الإفصاح عن القرارات
الاستثمارية وغيرها من المعلومات
الخاصة بالشركة التي تهم
المستثمرين في السوق، وقد يكون
ذلك عن طريق توريد هذه
المعلومات عن الشركات بشكل
منظم للصحف اليومية لنشرها
ضمن الصفحة الاقتصادية.

٣ - على الباحثين توسيع دراساتهم
وذلك بأخذ السوق كاملاً لدراسة أثر
الإعلان عن النفقات الرأسمالية على
أسعار الأسهم وأحجام تداولها لكل
قطاع على حدة.

وقد جاءت هذه النتيجة مماثلة
للنتيجة التي توصل إليها (الفضل، ١٩٩٦)
بعدم وجود أثر لحجم الشركة على العلاقة
بين الإعلان عن الإنفاق الرأسمالي وسعر
السهم؛ إذ إن ارتفاع سعر سهم الشركة
المعلنة عن تغير ملموس في النفقات
الرأسمالية نتيجة لزيادة الطلب على أسهمها،
يوفر فرصة للمستثمر أن يحقق فيها عوائد
غير عادية على استثماراته من الأسهم بقطع
النظر عن حجم الشركة المعلنة.

التوصيات

بناءً على ما تقدم، يوصي الباحثون
بما يلي:

١ - إلزام الشركات المدرجة في سوق
عمان للأوراق المالية بالإعلان عن
قرارات الاستثمار الرأسمالية عند
حدوثها مباشرة، وليس فقط عند
نشرها في القوائم المالية للشركة
وذلك لحاجة المستثمرين لمعلومات

المراجع

رتاب الخوري، سالم بالقاسم، محمد مسعود،
٢٠٠٦، أثر توقيت الإفصاح عن القوائم
المالية على أسعار الأسهم وحجم التداول:
دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة
العامّة الأردنية، المجلة الأردنية في إدارة
الأعمال، المجلد ٢، العدد ٢: ١٦٣-١٨٦.

ضياء مجيد، ٢٠٠٨، البورصات أسواق
المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة
شباب الجامعة، الإسكندرية.

أرشد التميمي، أسامة عزمي سلام، ٢٠٠٤،
الاستثمار بالأوراق المالية، عمان، الأردن،
دار المسيرة للنشر، الطبعة الأولى.

بشير الزعبي، ٢٠٠٠، تأثير العوامل
الاقتصادية الكلية على المؤشر العام
لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي
خلال الفترة (١٩٧٨-١٩٩٨)، دراسات،
العلوم الإدارية، المجلد ٢٧، العدد ٢،
ص ٣٢١-٣٣٠.

أسعار وحركة الأسهم: دراسة ميدانية على الشركات المساهمة العامة الأردنية، مجلة دراسات، العدد ١: ١٤٢ - ١٥١.

مؤيد محمد علي الفضل، ١٩٩٨، أثر الإعلان عن الإنفاق الاستثماري على العائد وحجم التداول غير العاديين للأسهم: دراسة ميدانية في العراق، المجلة العلمية لكلية الإدارة والاقتصاد، العدد ٩: ٢٥٩ - ٢٨٠.

Ball, R. and P. Brown.1968. An Empirical Evaluation of Accounting Numbers. *Journal of Accounting Research*, (6): 159 -178.

Bamber, L. S. 1986. The Information Content of Annual Earnings Releases: A Trading Volume Approach, *Journal of Accounting Research*, (24): 40 -56.

Bamber, L. S. 1987. Unexpected Earnings, Firm Size, and Trading Volume around Quarterly Earnings Announcements. *The Accounting Review*, 62(3): 510- 532.

Baturevich, Brian and Muradoglu, Gulnur. 2010. Would You Follow MM or a Profitable Trading Strategy?.- *Frontiers in Finance and Economics*, 7(2): 69-89.

Bhana, N., 2008. The Market Reaction to Capital Expenditure Announcements. *Investment Analysts Journal*, (68): 53-64.

عبد الغفار حنفي، ٢٠٠٠، أساسيات الإدارة المالية، الإسكندرية، دار المعرفة الجامعية.

عبد الغفار حنفي، ٢٠٠٣، بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر.

محمد عباس حجازي، ١٩٧٧، المحاسبة الإدارية، مكتبة التجارة والتعاون، القاهرة.

محمود الخلايلة، غدير إستانبولي، ١٩٩٧، أثر التغير في النفقات الرأسمالية على

Biermar, H. and Smidt, S., 1966. *The Capital Budgeting Decision*, New York: the Mc Millan, Co.

Bommel, Jos van and Vermaelen, Theo. 2003. Post-IPO Capital Expenditures and Market Feedback. *Journal of Banking and Finance*, 27 (20): 275-305.

Brigham, Eugene. 1985. *Financial management: theory and practice*. Chicago, 4th edition.

Burton, B. M. Lonie, A and Power D. M. 1999. The Stock Market Reaction to Investment Announcements: The Case of Individual Capital Expenditure Projects. *Journal of Business Finance and Accounting*. 26 (5/6): 681-709.

Chen, Sheng-Syan. 2006. The Economic Impact of Corporate Capital Expenditures: Focused Firms versus Diversified Firms. *Journal of financial and quantitative analysis*. 41(2): 341-355.

- Chen, Sheng Syan, and Chih Ho, Lan, and Shih, Yi-Cheng. 2007. Intra-Industry Effects of Corporate Capital Investment Announcements. *Financial Management*, (19):125 -145.
- Chen, Qing. 2009. An Empirical Analysis of the Effects of Market Response to Bank Loan Announcements in the Hong Kong Stock Market. In partial fulfillment of Degree of master of Commerce and Management, Lincoln University.
- Chung, Kee H. and Wright, Peter and Charoenwong, Charlie. 1998. Investment Opportunities and Market Reaction to Capital Expenditure Decisions. *Journal of Banking and Finance*, 22 (1): 41-60.
- Dolley, James Clay. 1933. Characteristics and Procedure of Common Stock Split-up. *Harvard Business Review*. (11): 26-316.
- Fama et al., 196. The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*, (10): 1-21.
- Fan-fah, cheng. 2008. Earnings Announcements: The Impact of Firm Size on Share Prices. *Journal of Money, Investment and Banking*. (3): 36-46.
- Khotari, S. and Warner, B., 2006. Econometrics of Event Studies. *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*. (1):1-36.
- Kubota, K., 1980. Information Content of Accounting Numbers: Evidence on Tokyo Stock Exchange Firms. *International Journal of Accounting*. 15(2): 61-76.
- Mackinlay, Craic. 1997. Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1): 13-39.
- McConnel and Mascarella C., 1985. Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm. *Journal of Financial Economics*, (14): 399-422.
- Morse, D., 1981. Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings Announcements: A Closer Examination. *Journal of Accounting Research*, (19): 374-383.
- Shenoy, Catherine and Vafeas, Nikos. 2005. An Empirical Investigation of Capital Expenditure Announcements. *Applied Economics Letters*, 12(14): 907 - 911.
- Van-Horne, James C., 1969. The Analysis of Uncertainty Resolution in Capital Budgeting for New Products. *Management Sciences*, 15(8): 376- 386.
- Vogt, Stephen C., 1997. Cash Flow and Capital Spending: Evidence from Capital Expenditure Announcements. *Financial Management*, 26 (2): 44-57.
- Walker, Martin. 1996. Preliminary Evidence on the Association Between

- Abnormal Return and Change in Capital Expenditure for U.S. and U.K. Companies. *Manchester Business School*, (1): 145-164.
- Wiston, Brigham. 1999. *Essentials of Managerial Finance*, Fort Worth, 11th edition: 495-501.
- Woolridge, Randall and Charles, Snow.1990. Stock Market Reaction to Strategic Investment Decisions. *Strategic Management Journal*, 11(5): 353-363.
- Yeoh, Daniel Ghee Cong. 2000. *An Empirical Examination of Physical Asset Expenditure Announcements in Australia: Growth Opportunities, Free Cash Flow and Capital Market Monitoring*. Unpublished PhD thesis, Australian National University, Australia.

ABSTRACT

THE EFFECT OF CAPITAL EXPENDITURE ANNOUNCEMENT ON STOCK PRICES OF COMPANIES LISTED IN AMMAN STOCK EXCHANGE (ASE)

SAID S. AL HALLAQ

Kuwait University-State of Kuwait

MOHAMMAD M. AL AJLOUNI

Yarmouk University-Jordan

ANFAL A. AL SAWALMEH

Tabouk University- Saudi Arabia

This study aimed to test the impact of advertising expenditures capital on the stock prices and volumes of service traded companies listed in Amman stock exchange and to test the impact of company size on the relationship between the announcement and earnings per share. Thirty service companies listed in Amman stock exchange during the period from 2005 until 2009 have been included for that purpose. The (T-test) statistics indicates that there was no statistically significant relationship between the announcement of capital expenditure and earnings per share, and advertising capital expenditures and equity trading volumes sample during the period in question. The study came to the conclusion that managers of companies could strategize the companies' disclosure policy by taking into consideration the benefit of disclosure in enhancing investment decision for those interested in investing the market.

سعيد سامي الحلاق (حاصل على درجة دكتوراه الفلسفة في الاقتصاد، جامعة يوتا - الولايات المتحدة الأمريكية، ١٩٩٠)،
حاصل على جائزة عبد الحميد شومان للباحثين العرب الشباب،
١٩٩٩. يعمل حالياً أستاذ الاقتصاد الزائر بجامعة الكويت، كلية
العلوم الإدارية، قسم الاقتصاد. له اهتمامات بحثية بالأسواق
المالية، الاقتصاد الإسلامي، التجارة الدولية.

محمد محمود العجلوني (حاصل على شهادة الدكتوراه في المالية من جامعة نوتنجهام البريطانية عام ٢٠٠٤)، يحمل شهادة مستشار مالي معتمد (CFC) من أمريكا وكندا، وشهادة مخطط مالي معتمد (CFP) من أمريكا وبريطانيا. يعمل حالياً أستاذاً مشاركاً في قسم العلوم المالية والمصرفية في جامعة اليرموك، الأردن. له اهتمامات بحثية بالأسواق المالية، إدارة المخاطر، الاقتصاد الإسلامي.

أنفال عبدالله السوالمه (حاصلة على شهادة الماجستير في المالية من جامعة اليرموك الأردنية عام ٢٠١١، تعمل حالياً مدرسة في جامعة تبوك، السعودية. لها اهتمامات بحثية بالأسواق المالية، تقلبات أسعار الأسهم، النفقات الرأسمالية، إعلانات البورصة.