

أثر الإنفاق الرأسمالي على المخاطر النظامية دراسة ميدانية في سوق الأسهم السعودية

The Impact of Capital Expenditure on Systemic Risks: A Field Study in the Saudi Stock Market

أسامة عزمي سلام¹



osallam@kku.edu.sa، كلية الأعمال، جامعة الملك خالد (المملكة العربية السعودية)،¹

تاريخ الإرسال: 2023-08-22	تاريخ القبول: 2023-12-30
ملخص هدفت هذه الدراسة الى قياس مستوى تأثير الإنفاق الرأسمالي الذي تجريه الشركات المساهمة السعودية على مستوى تأثير أسهم تلك الشركات بالمخاطر النظامية. تم استخدام متوسط النقد المستخدم في الاستثمار كمؤشر للإنفاق الرأسمالي، واستخدام معامل بيتا سهم الشركة كمؤشر للمخاطر النظامية. أظهرت نتائج الاختبار الإحصائي وجود أثر معنوي للإنفاق الرأسمالي على المخاطر النظامية للشركات يقدر بحوالي 24% من قيمة التغيرات الحاصلة فيها. قدمت الدراسة عددا من التوصيات منها الاستفادة من نموذج الدراسة في تقدير أثر الإنفاق الرأسمالي المتوقع على المخاطر النظامية للشركة.. الكلمات المفتاحية: إنفاق رأسمالي؛ معامل بيتا؛ مخاطر نظامية تصنيفات JEL: G18؛ G32؛ P44.	Abstract This study aimed to measure the level of impact of Capital Expenditure made by Saudi corporations on the level of vulnerability of the shares of those companies to systemic risks. The average cash used in the investment was used as an indicator of capital expenditure, and the beta coefficient of the company's stock was used as an indicator of systemic risk. The results of the statistical test showed that there is a significant impact of capital expenditure on the systemic risks of companies, estimated at about 24% of the value of the changes taking place therein. The study presented a number of recommendations, including making use of the study's model in estimating the impact of expected capital expenditure on the company's systemic risks. Keywords: Capital expenditure; Beta coefficient; Systemic risk. JEL Classification Codes : G18 ; G32 ; P44

1. مقدمة

انطلاقاً من رؤية المملكة العربية السعودية 2030، والتي تهدف الى أن تكون المملكة رائدة في جميع المجالات، وعلى مستوى العالم، وذلك من خلال تبني برامج متعددة، حيث جاء ضمن وثيقة برنامج التخصيص المتضمن في رؤية المملكة، أن البرنامج سيعمل على تحقيق أثر إضافي على الناتج المحلي الإجمالي، من خلال زيادة استثمارات القطاع الخاص (المحلية والأجنبية)، إضافة إلى أنه من المتوقع أن يحقق البرنامج عائدات للحكومة من إيرادات بيع الأصول، وتحقيق وفورات في النفقات (الرأسمالية والتشغيلية)، واستحداث فرص عمل جديدة في القطاع الخاص. انطلاقاً من ذلك، فإنه من المفيد دراسة العوامل التي تؤثر في قيمة ثروة القطاع الخاص الذي يتحمل مسؤولية كبيرة في تحقيق هذه الرؤية، لما لذلك من أهمية، ليس فقط لملاك المشاريع، وإنما للمجتمع عامة.

يعد الإنفاق الرأسمالي أحد العوامل المؤثرة والجوهرية على أداء الشركات المساهمة العامة السعودية، لما لذلك من أثر واضح على المخاطر النظامية التي يتعرض لها سوق الأسهم الذي تعمل فيه تعمل هذه الشركات. تشير الأدبيات إلى وجود العديد من العوامل التي تؤثر في المخاطر النظامية التي تواجه هذه الشركات، والتي من شأنها التأثير في القيمة السوقية للشركة، والتي تتأثر بدورها بحجم ونوع استثمارات هذه الشركات. تركز هذه الدراسة على الاستثمارات الرأسمالية التي هي من أهم العوامل المالية التي يفترض أنها على صلة بالمخاطر النظامية للشركة، وبالتالي بسعر السهم في السوق، حيث تقاس الجدوى المالية لها بمقدار أثرها في دخل ومخاطر الشركة.

مشكلة الدراسة:

تسعى حكومة المملكة العربية السعودية -وفقها الله- الى تحقيق رؤية متميزة تتضمن زيادة دور القطاع الخاص ورفع كفاءته، كما تسعى منشآت الأعمال الى تعظيم ثروات مالكيها، حيث يرى المستثمرون عموماً،

أن تحقيق هذا الهدف لا يتم إلا من خلال توظيف أموالهم في مشاريع مجدية ماليا، ذات عائد يرضى عنه المالكون، يتناسب مع مخاطر الاستثمار.

تأتي هذه الدراسة للإجابة عن تساؤل يتعلق بمدى القدرة على تحقيق هدف المالكين، ومدى كفاءة منشآت القطاع الخاص، في تحقيق رؤية المملكة، من خلال إلقاء الضوء على جدوى الإنفاق الرأسمالي في تلك المنشآت، أي هل يحقق الإنفاق الرأسمالي أثرا إيجابيا على مخاطر الشركات السعودية، وبالتالي على قيمها السوقية؟

مما سبق، فإن هذه الدراسة تتناول ما تقوم به الشركات المساهمة السعودية من إنفاق رأسمالي، وقياس أثر هذا الإنفاق على معاملات بيتا الخاصة بأسهم تلك الشركات كمقياس للمخاطر النظامية التي تواجهها، وبالتالي تحديد ما إذا كانت عملية الإنفاق الرأسمالي في تلك الشركات مجدية.

أهمية الدراسة:

تتمثل أهمية الدراسة في أنها تتعلق بجدوى استخدام الموارد الاقتصادية (الإنفاق الرأسمالي تحديدا)، التي يقوم عليها النشاط الرئيس للشركات المساهمة السعودية التي تعتبر عصب الاقتصاد في المملكة، حيث تقدر القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في السوق الرئيسي بـ 10187.27 مليار ريال سعودي وبذلك تعتبر سوق تداول أكبر سوق رأس مال في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، (أرقام، 2023). من جهة أخرى، تتعلق هذه الدراسة بإظهار مدى دور وأهمية القطاع الخاص في المملكة العربية السعودية في المرحلة القادمة والمردود الاقتصادي لكفاءة هذا القطاع في تحقيق رؤية المملكة 2030. إن دراسة تتعلق بهذا الحجم من الاستثمارات، تعتبر على قدر كبير من الأهمية، وخاصة في ظل رؤية المملكة 2030، التي تهدف إلى تعظيم كفاءة ودور القطاع الخاص في المملكة في المرحلة القادمة.

مجتمع وعينة الدراسة:

تعتمد الدراسة في بحثها على بيانات الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية الرئيسية (تاسي)، حيث قام الباحث باختيار عينة عشوائية قطاعية تتمثل فيها جميع قطاعات السوق المالية الرئيسية، ويحد أدنى 10% من عدد الشركات المدرجة في كل قطاع بشرط توافر البيانات عن اللازمة عن كل من تلك الشركات لكامل النطاق الزمني للدراسة، وقد تمثلت جميع قطاعات السوق الرئيسية في عينة الدراسة باستثناء قطاع التطبيقات وخدمات التقنية، لحداثة عهد جميع الشركات المدرجة فيه، حيث لم تتوفر لشركاته كامل بيانات النطاق الزمني للدراسة الممتد من 2016 وحتى 2021.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة الى ما يلي:

- 1- المساهمة في تقييم جدوى الإنفاق الرأسمالي وذلك بقياس الأثر الكمي الذي تحدثه الاستثمارات الرأسمالية للشركات المساهمة السعودية (معبراً عنها بقيمة النقد المستخدم في الاستثمار في تلك الشركات)، على مستوى المخاطر النظامية (باستخدام معاملات بيتا لأسهم تلك الشركات كمقياس للمخاطر النظامية) خلال فترة الدراسة الممتدة من 2016/1/1 الى 2021/12/31.
- 2- تقديم نموذج كمي يُمكن المستثمر من تقدير مقدار التغير المتوقع في مستوى المخاطر النظامية لأسهم الشركات المساهمة السعودية، إذا توفرت لديه بيانات حول مقدار التغير في الإنفاق الرأسمالي لتلك الشركات.

فرضية الدراسة:

تقوم هذه الدراسة على فرضية أساسية مفادها:

"هناك أثر ذو دلالة إحصائية للإنفاق الرأسمالي الذي تقوم به الشركات المساهمة السعودية على مستوى المخاطر النظامية لأسهم تلك الشركات في ضوء سياسات حكومية داعمة.

متغيرات الدراسة:

من خلال ما سبق يتضح أن نموذج الدراسة يتعلق بمتغيرين هما:

الانفاق الرأسمالي: الذي تقوم به الشركات المساهمة السعودية، وقد تم قياسه من خلال احتساب متوسط النقد المستخدم في النشاطات الاستثمارية، المدرجة في قوائم التدفقات النقدية للشركات موضع الدراسة، للأعوام 2016-2021.

معامل بيتا سهم الشركة: وهو مؤشر المخاطر النظامية لسهم الشركة، حيث يمثل مقدار التغير في عائد سهم الشركة إذا تغير عائد السوق بوحدة واحدة، وبما أن عائد السوق يتأثر بالعوامل النظامية، فقط حيث يعبر عن محفظة متنوعة تنوعاً كاملاً، حينئذ يمكن استخدام هذا المعامل كمؤشر للمخاطر النظامية التي تؤثر في قيمة سهم الشركة.

2. الإطار النظري والدراسات السابقة

يُقصد بالإنفاق الرأسمالي: استثمار الأموال في أصول تستخدمها المنشأة لفترات زمنية طويلة، وبالرغم من أن الإنفاق الاستثماري قد يحدث في الفترة الحالية، إلا أن المكاسب التي يحققها والآثار المرتبطة به تستمر لفترة زمنية طويلة. فنجاح المؤسسات في المستقبل يتوقف على سلامة قرارات الاستثمار التي تتخذ في الوقت الحاضر، لذا فإن أي خطأ في تقدير ذلك النوع من الاستثمار، تكون نتائجه خطيرة، وقد يصعب تصحيح هذه النتائج، وتزداد الخطورة كلما كانت المبالغ المطلوب استثمارها كبيرة، وكلما كانت الأحوال الاقتصادية في تغير سريع. إن البعد الزمني لتحقيق نتائج القرار الاستثماري قد يترتب عليه تحقيق آثار سلبية على الأنشطة المختلفة للوحدة الاقتصادية، ومن ثم على قدرتها الإرادية. كذلك، قد يؤدي إلى عدم التحكم في العوامل المؤثرة على التدفقات النقدية- الداخلة والخارجة- للإنفاق الرأسمالي أو التنبؤ به على وجه الدقة، وتأتي أهمية دراسة وتحليل ذلك الإنفاق لاتخاذ قرار الاستثمار في أن الأموال المخصصة للإنفاق الرأسمالي تكون عادة محدودة وذات تكلفة مرتفعة، وبالتالي يجب أن يتم اتخاذ القرارات الاستثمارية بطريقة تجعل العائد

المتوقع من المشروعات، محل هذه القرارات أكبر من تكلفة الحصول على الموارد المالية المخصصة للإنفاق (التميمي وسلام، 2004). يمكن القول إن أهم ما يميز قرار الإنفاق الرأسمالي أنه التزام طويل المدى لاستثمار الأموال ومراعاة على المستقبل، فالمراهنة لا تخلو من المخاطر، وقرار الاستثمار ما هو إلا مراهنة على صرف مبلغ مؤكد فوري، مقابل تدفقات يمكن تحقيقها والوصول إليها مستقبلاً. يمكن تصنيف الاستثمارات وفق الشكل، ووفق الهدف، حيث تنطوي قرارات الإنفاق الرأسمالي على أنواع متعددة من الاستثمارات والتي يمكن تصنيفها طبقاً للعديد من المعايير التي تناولتها كتب الإدارة المالية، ويمكن عرض ثلاثة أنواع: الأول طبقاً للغرض أو الهدف من الاستثمار، والثاني طبقاً لشكل وتوقيت التدفقات النقدية، أما الثالث فوفقاً للعلاقة بين الاقتراحات الاستثمارية المختلفة في برنامج استثماري واحد.

1.2 التصنيف وفقاً للهدف أو الغرض

يأخذ الإنفاق الرأسمالي وفقاً لهذا التصنيف - أي حسب الغرض - أشكالاً متعددة، ولكن يمكن تجميعها في ثلاث أنواع رئيسية:

* **الاستثمارات الإحالية:** ويمكن التمييز بين نوعين من الاستثمارات؛ الأول يهدف إلى إحلال أصول جديدة مكان الأصول القائمة والتي انتهت عمرها الإنتاجي بالإهلاك، وهذا النوع لا يؤدي إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للوحدة الاقتصادية بل المحافظة على الطاقة القائمة. أما الثاني، فيهدف إلى إحلال أصول قائمة ما زالت صالحة للاستخدام إلا أنها متقدمة فنياً، وهذا النوع من الاستثمار هو الأكثر شيوعاً، ويرمي أساساً إلى تخفيض تكلفة الإنتاج أو تحسين الأداء ويطلق عليه أيضاً استثمارات بغرض التطوير.

* **الاستثمارات التوسعية:** والغرض منها هو تمكين المنشأة من مواجهة زيادة الطلب في المستقبل، وهذا يتم إما بزيادة الإنتاج القائم دون تغيير في تشكيلة المنتجات الحالية، وإما بإضافة خطوط إنتاج جديدة، وهنا تتغير تشكيلة المنتجات القائمة وهذا النوع من الاستثمارات يكون الغرض منه زيادة الطاقة الإنتاجية للمؤسسة.

* **الاستثمارات الاستراتيجية:** وهذا النوع من الاستثمارات يصعب تقدير عائده المتوقع كميًا على عكس الأنواع السابقة، وذلك لارتباطها بعوامل غير مالية من الصعب قياسها، ويندرج تحت هذه الاستثمارات ما ترى المؤسسة أنها ضرورية لبقائها واستمرارها، كالإنفاق على البحوث والدراسات المختلفة، أيضًا إذا تناول الإنفاق الاستثماري بناء وحدات سكنية للعاملين... فمثل هذه الاستثمارات لها آثار مباشرة على كفاءة أداء العاملين، وبالتالي تؤثر بطريقة غير مباشرة على الإيرادات والمصروفات إلا أنه يصعب تقدير المكاسب الناجمة عنها تقديرًا كميًا دقيقًا.

2.2 التصنيف وفقًا لشكل وتوقيت التدفقات النقدية

يقصد بالتدفقات النقدية تلك الناجمة عن الاقتراح الاستثماري سواء كانت تدفقات خارجة أو داخلية، وهنا يمكن التمييز بين ثلاثة أشكال وهي:

* **الأول** خاص بالاستثمارات حيث تدفقاتها النقدية سواء الخارجة (أي قيمة الاستثمار المبدئي) أو الداخلة (أي العائد أو المكسب) المتوقعة منها، يتم مرة واحدة في لحظة زمنية معينة، ومن أمثلة ذلك: الاستثمارات في الأراضي أو التحف أو المجوهرات حيث يتمثل التدفق النقدي الخارج من ثمن الشراء وهو يتم في لحظة معينة، أيضا العائد (المكسب) المتوقع يتمثل في ثمن البيع في لحظة معينة.

* **الثاني** يتضمن الاستثمارات التي يكون فيها التدفق الخارج أي الاستثمار المبدئي يحدث خلال فترات زمنية متعددة، بينما العائد المتوقع من هذه الاستثمارات أي التدفق النقدي الداخل يتم الحصول عليه في لحظة زمنية معينة، ومن أمثلة ذلك الاستثمار في إنتاج منتج نهائي، حيث يتطلب هذا الإنفاق مراحل زمنية معينة طبقًا للعمليات المطلوبة، بينما العائد المتوقع يتم الحصول عليه خلال لحظة معينة.

* **أما الثالث** وهي الاستثمارات التي تتطلب دفع قيمة الاستثمار المبدئي في لحظة معينة واحدة، بينما يترتب على ذلك سلسلة من التدفقات الداخلة على فترات زمنية، مثل ذلك حالة شراء أصل من الأصول في لحظة معينة والعائد المتوقع منه يستمر لعدد من السنين. ومن منطلق هذا المفهوم يمكن إضافة

نوع رابع وهو يشمل الاستثمارات التي تتم تدفقاتها النقدية سواء الداخلة أو الخارجة على فترات زمنية متعددة.

3.2 التصنيف طبقاً لطبيعة العلاقة بين الاقتراحات الاستثمارية

طبقاً لهذا المعيار تأخذ العلاقة بين الاقتراحات الاستثمارية ثلاثة أشكال أساسية وهي:

* **الاقتراحات الاستثمارية المستقلة:** يوصف البرنامج الاستثماري الذي يتضمن مجموعة من الاقتراحات بأنه مستقل، حيث أن ربحية أي اقتراح لا تتأثر بتنفيذ أو عدم تنفيذ الاقتراحات الأخرى في هذا البرنامج، فمثلاً إحلال آلة جديدة مكان أخرى مهيكلتة تعتبر اقتراحاً مستقلاً تماماً عن الاستثمار في حملة إعلانية لمنتج جديد، فواضح أن قبول الاقتراح الأول لا يتطلب تنفيذ الاقتراح الثاني كما لا يرتبط بقبوله أو رفضه.

* **الاقتراحات الاستثمارية المتعارضة:** وهي متعارضة لأنه لو تم تنفيذ أحدها لا يمكن تنفيذ الاقتراحات الأخرى مثلاً: لو واجهت مدير الإنتاج مشكلة الاختيار بين ثلاثة أنواع بديلة من الآلات التي تقوم كل منها بأداء نفس الوظيفة فإذا وقع الاختيار على إحداها، فإن ذلك يعني ضمناً رفض البديلين الآخرين.

* **الاقتراحات الاستثمارية المتصلة أو المرتبطة:** وهي عكس الاستثمارات المستقلة أو المتعارضة حيث أن تنفيذ إحداها يتطلب بالضرورة تنفيذ الاقتراحات الأخرى. ونظراً لهذه الخصائص تقوم المنشآت عادة بدراسة الجدوى الاقتصادية لمشاريع الانفاق الرأسمالي. تتضمن دراسة الجدوى الاقتصادية للمشاريع الرأسمالية ثلاث دراسات فرعية: الأولى هي الدراسة التسويقية، ويقوم بها فريق تسويقي متخصص مهمته معرفة حاجات ورغبات المستهلكين في حالات الاقتصاد المختلفة، وأحوال المنافسين، وتغير أذواق المستهلكين. والثانية: الدراسة الفنية، ويقوم بها فريق متخصص من المهندسين والفنيين مهمته دراسة النواحي التقنية في المشروع وخاصة ما يتعلق بعمليات الانتاج ومواصفاته. أما الثالثة فهي الدراسة المالية، ويقوم بها

فريق متخصص من المالىين مهمته الاستفادة من نتائج الدراستين التسويقية والفنية والتعبير عنهما بقيم مالية، واستعمال تلك القيم في نماذج التقييم المالى للوصول الى مؤشرات حول الجدوى المالية للمشروع، ويتطلب ذلك من الفريق المالى تنسيق جهود الفرق الأخرى، والتأكد من أن جميع الفرق تستخدم نفس المجموعة من الفرضيات والتأكد من عدم التحيز في التقدير. تعتبر عملية تقدير التدفقات النقدية المرتبطة بالمشاريع الرأسمالية من أهم وأصعب الخطوات ضمن عملية تخطيط الإنفاق الرأسمالي، حيث هناك العديد من المتغيرات التي تدخل في تحديدها والكثير من الجهات التي تشارك في تقديرها (النعيمة وآخرون، 2016).

فيما يتعلق بالدراسات الميدانية التي تم إجراؤها ضمن موضوع الإنفاق الرأسمالي، فقد اطلع الباحث على عدد من الدراسات السابقة أهمها:

دراسة (رمضان، 1991) هدفت هذه الدراسة إلى تحديد الطرق التي تستخدمها الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية في تقويم الإنفاق الرأسمالي. كما هدفت إلى التعرف على العلاقة بين أداء الشركة والطرق المستخدمة في تقويمه. ولتحقيق هذين الهدفين قام الباحث بتصميم استبيان حيث تم توزيعه على جميع الشركات المساهمة العامة الصناعية المدرجة في دليل سوق عمان المالى لسنة 1987 م وعددها 46 شركة، وقد بلغ عدد الشركات المستجيبة (37) شركة أي ما نسبته (80.4%). استخدمت الدراسة بعض الإحصاءات الوصفية بالإضافة الى "مربع كأي" في تحليل البيانات. كشفت الدراسة عن نتائج أهمها أن هناك توجهاً لدى الشركات المساهمة العامة الصناعية نحو استخدام الطرق التي تقوم على خصم التدفقات النقدية في تقييم البدائل الاستثمارية، كما أنه لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الطرق المستخدمة في تقويم الإنفاق الرأسمالي وأداء الشركة. بالإضافة الى أنه لم توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الطرق المطبقة وكل من حجم الاستثمارات السنوية وحجم الشركة.

دراسة الرجبي (1998)، هدفت إلى التعرف على الممارسات العملية لتقييم الاستثمارات المالية التي تستخدمها الشركات الأردنية ومنشآت الخدمات الاستشارية الأردنية عند تقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالي، و دراسة أثر ذلك على أداء الشركات المساهمة، وقد شملت عينة الدراسة على مجموعتين، تضم

الأولى 43 شركة مساهمة؛ وتضم الثانية 22 جهة استشارية، وتوصلت الدراسة إلى أن 95 % من عينة الدراسة يستخدمون طرقاً عدة لتقييم مشروعات الإنفاق الرأسمالية والمفاضلة بينها، وأن نسبة 81 % من تلك العينة تستخدم عدة طرق في آن واحد، ولكن وجد أن أكثر من 50% من أفراد العينة يحددون المخاطرة وسعر القطع على أساس شخصي. كما توصلت الدراسة إلى أن هناك اختلافاً إحصائياً بين الجهات الاستشارية والشركات المساهمة بخصوص أهمية أجزاء القرارات الاستثمارية وسماتها المختلفة، ولكن لا يوجد اختلاف إحصائي بين الشركات التي حصلت على دعم قانون تشجيع الاستثمار وتلك التي لم تحصل على هذا الدعم. بالإضافة إلى ذلك، أعطت العينة أهمية عالية للسمات المختلفة لعملية الموازنة الرأسمالية، كما أن هناك علاقة بين درجة تطور الموازنة الرأسمالية وأداء الشركات المساهمة.

دراسة (الجمال، 2002)، هدفت إلى دراسة التغير في الإنفاق الرأسمالي في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، وبيان أثر هذا التغير على أداء الشركات مقاساً بالتغير في أسعار وأحجام التداول بأسهم تلك الشركات حول تاريخ الإفصاح عن تلك التغيرات، وقد توصلت الدراسة إلى وجود فرق ذي دلالة إحصائية بين التغير في الإنفاق الرأسمالي وبين التغير في أسعار الأسهم للشركات موضع الدراسة حول تاريخ الإفصاح، كما توصلت إلى وجود فرق ذي دلالة إحصائية بين التغير في حجم الإنفاق الرأسمالي وبين التغير في أحجام التداول بأسهم الشركات موضوع الدراسة حول تاريخ الإفصاح. كذلك، وجود فرق ذي دلالة إحصائية بين التغير في أسعار الأسهم وبين التغير في أحجام التداول بأسهم الشركات موضوع الدراسة حول تاريخ الإفصاح.

دراسة (سليمان، 2003) استهدفت التعرف على الممارسات العملية لتقويم الاستثمارات الرأسمالية في شركات المساهمة السودانية، وتوصلت الدراسة إلى أن شركات المساهمة السودانية تستخدم كل الطرق في تقويم الانفاق الرأسمالي لكنها تميل نحو استخدام الطرق التقليدية بشكل أكبر. أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين استخدام طرق التقويم من جهة، والأداء مقاساً بالعائد على الاستثمار

والعائد على السهم من جهة أخرى، كذلك لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين درجة الاهتمام بكل من مراحل اتخاذ القرارات الاستثمارية الرأسمالية والأداء مقاسا بنفس المقاييس.

دراسة (حبيب، 2004) بحثت في مشكلة التوسع المتزايد في الاتفاق الرأسمالي دون الاهتمام بما يقابل هذا التوسع من نمو في المبيعات وبالتالي تحسين نتائج الأعمال، الأمر الذي أدى في النهاية إلى ظهور معدل العائد على الاستثمار بصورة متدهورة على مدار فترة الدراسة، حيث صاحب التوسع في الأصول الثابتة التي استحوذت على نسبة كبيرة جدا من التوسع في الإنفاق الرأسمالي التوسع في المخزون من المهمات وقطع الغيار المرتبطة بالتوسع في الأصول، كما بحثت التوقف المستمر للآلات والمعدات وخطوط الإنتاج مما ساهم في ضعف بعض مؤشرات الأداء وسلبية البعض الآخر واهتمام الإدارة القائمة بالتوسع في المشروعات التي تم تنفيذها مما أدى إلى عدم مساهمة هذه الاستثمارات في الإنتاج مما كان في صالح سلبية معدل العائد على الاستثمار.

دراسة (عبد العال وعبد الغني، 2006) تهدف الى تحليل دور الإنفاق الاستثماري العام في مصر خلال الفترة (1980 - 2005)، وتركز على اتجاهاته وتطور حجم الاستثمار العام موزعا على القطاعات السلعية وقطاعات البنية الأساسية وقطاعات الخدمة الاجتماعية، فضلا عن تتبع توجهات الاستثمار العام فترة السبعينات ومقارنة ذلك بتطور الإنفاق الرأسمالي العام في الفترة التخطيطية والتي تلت عقد السبعينات، ويفيد ذلك في استشراف دور الإنفاق الاستثماري العام في تحقيق أهداف السياسة المالية المتعلقة بالخدمات الاجتماعية من تعليم وصحة وإسكان، وتوفير فرص العمل لأفراد المجتمع، فضلا عن دور الإنفاق في المحافظة على الأسعار ومساهمته في نمو الناتج المحلي الإجمالي، وهو ما يوفر بعض المؤشرات التنموية كمعيار لمدى نجاح سياسة الإنفاق الاستثماري العام في الحكم على مدى فعالية أداء الحكومة، ومدى تأثيرها في النشاط الاقتصادي معتمدا في هذه الدراسة على المنهج التحليلي الوصفي والقياسي في تقدير أثر الإنفاق الاستثماري.

في دراسة (Appuhami، 2008)، كان الغرض من هذا البحث هو التحقيق في تأثير النفقات الرأسمالية للشركات على إدارة رأس المال العامل. استخدم المؤلف البيانات المأخوذة من الشركات المدرجة في بورصة تايلاند، واستخدمت الدراسة صافي رصيد السيولة ومتطلبات رأس المال العامل كبديل لقياس رأس المال العامل ووضع نماذج الانحدار المتعدد. وخلص البحث التجريبي إلى أن النفقات الرأسمالية للشركات تؤثر تأثيراً كبيراً على إدارة رأس المال العامل. ووجدت الدراسة أيضاً أن التدفق النقدي التشغيلي للشركات، والذي تم الاعتراف به كمتغير تحكم، له علاقة كبيرة مع إدارة رأس المال العامل، وهو ما يتفق مع نتائج الأبحاث المماثلة السابقة. تعزز النتائج قاعدة المعرفة لإدارة رأس المال العامل وتساعد الشركات على إدارة رأس المال العامل بكفاءة في الحالات المتزايدة المرتبطة بالنفقات الرأسمالية.

في دراسة (Bang & Gupta، 2009)، تم تحليل سلوك أسعار الأسهم وقت الإعلان عن قرارات الإنفاق الرأسمالي من قبل الشركات الهندية من أجل تحديد ما إذا كانت هذه القرارات ينظر إليها على أنها تعزز قيمة المساهمين أم لا. كما تسعى إلى اختبار ما إذا كان رد فعل السوق يختلف في حالة الاستثمارات الكبيرة والصغيرة من قبل الشركات الهندية. وتمشيا مع الأدلة التي حصلت عليها الدراسة، فإن سوق الأسهم الهندية تشهد عوائد غير طبيعية يوم إعلان قرارات الإنفاق الرأسمالي من قبل الشركات في الصحافة، حتى اليوم التالي للإعلان.

دراسة (أبو هويدي، 2011)، هدفت إلى تحديد أهمية استخدام المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الإنفاق الرأسمالي، وقياس مدى الإدراك لتلك الأهمية، وتحديد مدى استخدام الإدارة في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للمعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الإنفاق الرأسمالي، والمعوقات التي تحد من مثل هذا الاستخدام، والتعرف على طرق تقييم قرارات الإنفاق الرأسمالي لدى الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. خلصت الدراسة إلى أن العديد من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين تخطط لاستثماراتها بشكل سنوي، إلا أنه يوجد عدد محدود من الشركات لا تضع خطة مطلقاً، أي أن هذه الشركات ليس لديها موازنة، وتستخدم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين طرق التدفق النقدي المخصوم (مؤشر الربحية

ومعدل العائد الداخلي) لتقييم المشاريع الاستثمارية الرأسمالية، كما يلاحظ أن الشركات تستخدم أكثر من طريقة لتقييم المشاريع الاستثمارية الرأسمالية، ولا زالت تستخدم الطرق التقليدية بنسبة مرتفعة.

دراسة (السوالمه، 2011) هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر الإعلان عن النفقات الرأسمالية على أسعار وأحجام تداول أسهم الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية وبيان أثر حجم الشركة على العلاقة بين ذلك الإعلان وعائد السهم. وقد شملت عينة الدراسة 30 شركة خدمية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية من عام 2005 حتى عام 2009، كما استخدمت الدراسة اختبار (T- test) والمتوسطات الحسابية كطريقة قياس لمدى التأثير. خلصت هذه الدراسة لعدة نتائج أهمها: عدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية ما بين الإعلان عن النفقات الرأسمالية وعوائد أسهم الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان ويرجع ذلك إلى وجود تسريب في المعلومات قبل الإفصاح عن النفقات الرأسمالية، وعدم وجود علاقة ذات دلالة معنوية ما بين الإعلان عن النفقات الرأسمالية وأحجام تداول أسهم الشركات الخدمية المدرجة في بورصة عمان، كما أظهرت النتائج تزايداً واضحاً في أحجام التداول حتى يوم الحدث والأيام التي تتبع الحدث.

دراسة (طيفور، 2011)، هدفت الى بيان أثر الإنفاق الرأسمالي على الأداء المالي والتشغيلي لشركات صناعة الأدوية. توصلت الدراسة الى عدم وجود علاقة بين الإنفاق الرأسمالي والأداء المالي والتشغيلي لشركات صناعة الأدوية الأردنية، مع وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل النمو في الموجودات غير المتداولة وكل من العائد على حقوق الملكية وعائد السهم العادي، وحصة السهم من صافي التدفق النقدي التشغيلي. دراسة (Sar & Sahoo، Tripathy، 2014)، تبحث هذه الورقة بشكل تجريبي العلاقة بين كفاءة رأس المال الفكري وتقييم السوق للشركات في الهند. باستخدام البيانات الواردة من الشركات الهندية المدرجة، تقوم هذه الورقة ببناء نماذج انحدار قطاعية لمدة 10 سنوات عبر سبع فئات صناعية لدراسة العلاقة بين كفاءة رأس المال الفكري والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. وتشير النتائج إلى أن القوة التوضيحية للمكونات الفردية لكفاءة رأس المال الفكري (كفاءة رأس المال المادي وكفاءة رأس المال البشري وكفاءة رأس

المال الهيكلي) أفضل من المقياس المركب المجمع، وتؤكد النتائج أيضا أن الإنفاق على رأس المال الابتكاري ورأس المال العلائقي يلقي معلومات إضافية عن رأس المال الهيكلي ويكون له أثر إيجابي على قيمة الشركات في الوقت نفسه.

دراسة (الخطيب، 2015) هدفت إلى التعرف على العلاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية وسلوك أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك من خلال بيان العلاقة ما بين التغير في النفقات الرأسمالية كمتغير مستقل وكل من أسعار تداول الأسهم وأحجام تداول الأسهم ومعدل دوران الأسهم والتغير في القيمة السوقية إلى الدفترية للأسهم كمتغيرات تابعة. وتمثلت مشكلة الدراسة في تحديد ما إذا كان هناك علاقة تربط التغير في النفقات الرأسمالية وسلوك الأسهم في بورصة فلسطين. اشتمل مجتمع الدراسة على 84 شركة مدرجة في بورصة فلسطين، حيث تم اختيار 53 شركة كعينة للدراسة بشرط أن تكون مدرجة في بورصة فلسطين منذ العام 2002، ولديها حركة تداول نشطة خلال فترة الدراسة. ولتحقيق أهداف الدراسة فقد تم استخدام المتوسطات الحسابية واختبار تحليل الارتباط لقياس العلاقة بين المتغيرات المستقلة والتابعة خلال الفترة ما بين عام 2010 حتى عام 2014. خلصت هذه الدراسة إلى عدة نتائج أهمها، أن تأثير التغير في النفقات الرأسمالية وسلوك الأسهم في بورصة فلسطين يظهر جليا ما بعد فتره الحدث، ويرجع ذلك لقلة المعلومات المتوفرة لدى المستثمرين، فينعكس ذلك على ردة فعلهم تجاه السوق. أشارت الدراسة أيضاً إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في النفقات الرأسمالية والتغير في أسعار تداول الأسهم، كما أشارت إلى وجود علاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية وأحجام التداول ومعدلات الدوران، وأشارت كذلك إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير في النفقات الرأسمالية والتغير في القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

دراسة (القُدومي، 2015) هدفت إلى التعرف على أهمية الإنفاق الرأسمالي في الأداء المالي للشركات، حيث تناولت دراسة مجموعة من مقاييس الأداء مثل العائد على الموجودات، والعائد على حقوق الملكية، وعائد السهم الواحد والقيمة السوقية للسهم والتدفق النقدي للسهم ومعدل دوران السهم ومعدل دوران

الموجودات غير المتداولة. تم إجراء الدراسة على عينة من 50 شركة صناعية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة (2003-2012) بهدف التعرف على تأثير حجم الإنفاق الرأسمالي على كل من مقياس الأداء على حدة باستخدام الانحدار الخطي البسيط والانحدار الخطي المتعدد مع الأخذ بعين الاعتبار حجم الشركة كمتغير ضابط. توصلت الدراسة الى مجموعة من النتائج أهمها وجود تأثير قوي لحجم الإنفاق الرأسمالي على كل من العائد على الموجودات، وعائد السهم الواحد، والتدفق النقدي للسهم ومعدل دوران الموجودات غير المتداولة، وهذا بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%.

دراسة (النجار، 2017) هدفت الى قياس أثر كل من الاستثمار في الأصول غير الملموسة والأداء المالي والسياسة المالية على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وقد طبقت الدراسة على عينة من 34 شركة خلال الفترة 2006-2014، حيث تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد وتحليل المسار لتوضيح العلاقة بين متغيرات الدراسة، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن الشركات الصناعية قد سجلت أعلى قيم للاستثمار في الأصول غير الملموسة، في حين أن الشركات ضمن قطاع الاستثمار لا تستثمر (في المتوسط) في تلك الأصول. كما استنتجت الدراسة أن لكل من الاستثمار في الأصول غير الملموسة والأداء المالي والسياسة المالية أثر إيجابي وجوهري في القيمة السوقية للشركات موضع الدراسة. أوصت الدراسة بزيادة الاستثمار في الأصول غير الملموسة وخاصة تلك المرتبطة بتكنولوجيا المعلومات والبحث والتطوير وتدريب وتأهيل العاملين.

3 التحليل الإحصائي

بعد جمع البيانات حول عينة الدراسة المتعلقة بأسعار الإغلاق الشهرية، وقيم النقد المستخدم في النشاطات الاستثمارية، لكل من الشركات الظاهرة في عينة الدراسة، قمنا بإجراء الخطوات التالية، وذلك للوصول الى البيانات الظاهرة في الجدول رقم 1:

حساب معدلات العائد الشهرية لكل من أسهم شركات العينة، لفترة الدراسة (الممتدة بين 2016/1/1 وحتى 2021/12/31)، وذلك باحتساب التغير النسبي في سعر السهم من شهر الى آخر، وذلك بتطبيق المعادلة رقم 1

$$R_{sn} = \frac{P_{sn} - P_{s(n-1)}}{P_{s(n-1)}} \text{ المعادلة رقم 1}$$

حيث:

R_{sn} : معدل العائد الذي حققه السهم S في الشهر n

P_{sn} : سعر الإغلاق الذي سجله السهم S في الشهر n

$P_{s(n-1)}$: سعر الإغلاق الذي سجله السهم S في الشهر السابق للشهر n

نتج عن هذه الخطوة ثنتان وسبعون قيمة لعوائد كل سهم من أسهم شركات العينة.

حساب معدلات العائد الشهرية لمؤشر السوق الرئيسية (تاسي)، لفترة الدراسة (الممتدة بين 2016/1/1 وحتى 2021/12/31) وذلك باحتساب التغير النسبي في عدد نقاط إغلاق المؤشر المسجلة من شهر الى آخر، وذلك بتطبيق المعادلة رقم 2

$$R_{tm} = \frac{P_{tm} - P_{t(n-1)}}{P_{t(n-1)}} \text{ المعادلة رقم 2}$$

حيث:

R_{tm} : معدل العائد الذي حققه مؤشر السوق t في الشهر n

P_{tm} : عدد نقاط إغلاق مؤشر السوق (تاسي) المسجلة في الشهر n

$P_{t(n-1)}$: عدد نقاط إغلاق مؤشر السوق (تاسي) المسجلة في الشهر السابق للشهر n

نتج عن هذه الخطوة ثنتان وسبعون قيمة لعوائد مؤشر السوق تاسي.

حساب معاملات بيتا لأسهم شركات العينة وذلك بأخذ ستين قيمة لعائد كل سهم من أسهم شركات العينة على مرحلتين: الأولى للفترة 2016 وحتى 2020 مع ستين قيمة مناظرة لعائد السوق (تاسي) لنفس الفترة، والثانية للفترة 2017 وحتى 2021، ومن ثم تطبيق المعادلة رقم 3:

$$\beta_s = \frac{COV(R_s R_t)}{\delta_{R_m}^2}$$

حيث:

β_s : معامل بيتا السهم s

$COV(R_s R_t)$: الانحراف المشترك لعائد السهم s مع عائد مؤشر السوق (تاسي)

$\delta_{(R_m)}^2$: تباين عائد مؤشر السوق تاسي

بعد الانتهاء من هذه الخطوة، تم الحصول على قيمة معامل بيتا لكل سهم من أسهم شركات العينة مرتين: الأولى للفترة 2016 وحتى 2020 والثانية 2017 وحتى 2021.

حساب متوسط النقد المستخدم في النشاطات الاستثمارية لفترة الدراسة لكل شركة من شركات العينة، وذلك بالرجوع إلى قوائم التدفقات النقدية لتلك الشركات والمنشورة ضمن التقارير المالية لها، كممثل للإنفاق الرأسمالي الذي قامت به تلك الشركات خلال فترة الدراسة، وقد تم ذلك على مرحلتين: الأولى حساب متوسط للفترة 2016 وحتى 2020 والثانية حساب المتوسط للفترة 2017 وحتى 2021.

تطوير نموذج الدراسة الممثل بالمعادلة رقم 4:

$$\begin{aligned} \hat{\beta} = & (4.79E - 68)X^{10} - (5.28E - 60)X^9 + (2.32E - 52)X^8 - (5.33E - 45)X^7 \\ & + (7.02E - 38)X^6 - (5.46E - 31)X^5 + (2.47E - 24)X^4 \\ & - (6.05E - 18)X^3 + (6.93E - 12)X^2 - (2.65E - 06)X \\ & + 1.226171 \end{aligned}$$

المعادلة رقم 4

حيث:

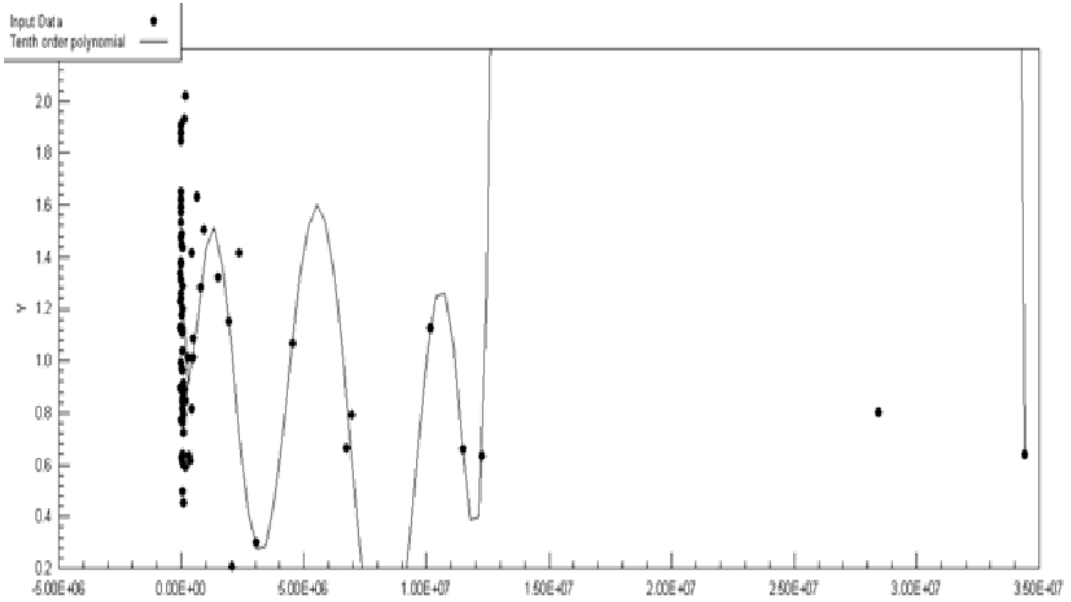
X: متوسط النقد المستخدم في النشاط الاستثماري لسنوات الدراسة 2016 - 2021

β : معامل بيتا لسهم الشركة المقدّر بالنموذج.

تم تطوير المعادلة رقم 4 باستخدام الحزمة الإحصائية (DataFit)، وهي معادلة انحدار من الدرجة العاشرة (Tenth order polynomial)، وذلك بإدخال قيم متوسط النقد المستخدم في الاستثمار المأخوذ من قوائم التدفقات النقدية لكل من شركات العينة، والمحسوب في الخطوة 4 أعلاه، كمتغير مستقل X ، وقيم معاملات بيتا، المحسوبة في الخطوة رقم 3 أعلاه، كممثل للمخاطر النظامية لأسهم شركات العينة، كمتغير تابع β .

أظهرت المعادلة رقم 4 خصائص إحصائية معنوية من حيث صلاحيتها كنموذج لتمثيل العلاقة بين المتغيرين التابع والمستقل عند مستوى معنوية يصل الى ما يقارب 0.004، وذلك بإجراء اختبار (F). من جهة أخرى، أظهرت اختبارات (T) مستويات معنوية مقبولة إحصائياً لجميع معاملات المتغير المستقل X ، بجميع درجاته (من X وحتى X^{10}) حيث وصل مستوى المعنوية الى صفر لجميع المعاملات، باستثناء معامل (X)، فقد بلغ مستوى المعنوية لمعامله 0.00005. أما نسبة ما فسّره التغيرات الحاصلة في المتغير المستقل (متوسط الإنفاق الرأسمالي) بالتغيرات الحاصلة في المتغير التابع (المخاطر النظامية ممثلة بمعامل بيتا سهم الشركة)، فقد بلغت هذه النسبة ما يقارب 24%، وهي نسبة مهمة، حيث تعود نسبة ما لم يفسره النموذج (76%) من التغيرات في المخاطر النظامية الى أسباب أخرى بخلاف متوسط الإنفاق الرأسمالي. (أنظر الملحق رقم 1).

الرسم البياني رقم 1 يظهر العلاقتين الفعلية والتقديرية بنموذج الدراسة المسجلة بين المتغيرين التابع والمستقل.



المصدر: من إعداد الباحث

تم إجراء اختبار بيرش بيغان للتأكد من خلو البيانات من مشكلة عدم ثبات التباين خاصة أن البيانات قطاعية ويمكن ان تحصل فيها هذه الظاهرة فتقلل من كفاءة النموذج. تم إجراء الاختبار بشكل مستقل عن عملية تطويره، حيث تم احتساب مستوى معنوية تمثيل نموذج يربط بين مربعات بواقي النموذج الممثل بالمعادلة رقم (4) كمتغير تابع من جهة، والمتغير المستقل للدراسة من جهة أخرى، وذلك بإجراء اختبار (F)، فتبين أن مستوى المعنوية يصل الى 18%، مما يعني خلو بيانات الدراسة من مشكلة عدم ثبات التباين، مما يعزز الثقة في كفاءة نموذج الدراسة (انظر الملحق رقم 2).

4. أهم النتائج والمناقشة

بعد الانتهاء من خطوات التحليل الاحصائي، والتي أفضت الى وجود أثر معنوي لمتوسط الانفاق الرأسمالي في المخاطر النظامية لأسهم الشركات السعودية يمكن تقديره بنسبة 24% (قيمة معامل تحديد نموذج الدراسة)، سنحاول الآن وصف طبيعة هذا الأثر، هل هو أثر إيجابي أم أثر سلبي؟ وللإجابة عن هذا التساؤل نرجع الى شكل العلاقة بين متغيري الدراسة المبينة في الرسم البياني رقم 1.

يشير الرسم البياني رقم 1 الى أن العلاقة بين متوسط الانفاق الرأسمالي للشركات السعودية ومعامل بيتا أسهم تلك الشركات لا تأخذ نمطا واحدا، حيث تأخذ اتجاه الصعود تارة واتجاه الهبوط تارة أخرى. من وجهة نظرنا، فهذا ليس مفاجئا، حيث أنه، برغم أن الاستثمارات الرأسمالية أكثر خطورة قياسا بالاستثمارات قصيرة الأجل، إلا أن الاستثمارات الجديدة قد تخفض من خطورة محفظة استثمارات الشركة إذا كانت تلك الاستثمارات ذات مخاطر تقل عن مخاطر محفظة الاستثمارات الكلية للشركة، كما يمكن للاستثمارات الرأسمالية أن تؤدي الى زيادة مخاطر الشركة إذا أدت الى انخفاض مستوى السيولة لدى الشركة تجعلها أقل قدرة على دفع التزاماتها حال استحقاقها. إن الشركة ليست الا عددا من الاستثمارات، تمثل خطورتها المرجحة بأوزانها خطورة الشركة، بمعنى أن قيمة معامل بيتا سهم الشركة هي الوسط المرجح لمعاملات بيتا مشاريعها مرجحة بأوزانها النسبية. بناء على ذلك يمكن القول إن الشركات التي تدخل في استثمارات رأسمالية ذات مخاطر نظامية أعلى من متوسط مخاطر مشاريعها القائمة (ممثلة بمعامل بيتا أعلى لتلك المشاريع)، تزداد فيها قيمة معامل بيتا سهمها بزيادة إنفاقها في تلك المشاريع، وهذا ما يفسر الاتجاه الصاعد في منحني معامل بيتا المقدرة المبين في الرسم البياني رقم 1. أما إذا كانت المشاريع الجديدة ذات مخاطر نظامية أقل من متوسط مخاطر مشاريع الشركة القائمة، تنخفض فيها قيمة معامل بيتا سهم الشركة بزيادة الانفاق في تلك المشاريع، وهذا ما يفسر الاتجاه الهابط في منحني معامل بيتا المقدرة المبين في الرسم البياني رقم 1. من هنا، يمكن

الاسترشاد بنموذج الدراسة في التنبؤ بقيم مؤشر بيتا إذا علمت قيمة الانفاق الرأسمالي المتوقع، في دراسات الجدوى الاقتصادية للمشاريع الرأسمالية في الشركات السعودية.

أهم التوصيات

من هنا توصي الدراسة بضرورة مراعاة مستوى المخاطر النظامية للمشاريع الرأسمالية الجديدة التي تستثمر بها الشركات السعودية، للاستفادة من أثرها في مخاطر سهم الشركة حيث يتوقع لهذه المخاطر أن تؤثر بشكل ملموس في مستوى مخاطر سهم الشركة، وبالتالي في القيمة السوقية لسهم الشركة التي تعتبر هدف الإدارة المالية، ومن هنا:

توصي الدراسة بضرورة زيادة الاهتمام بدراسة جدوى الإنفاق الرأسمالي في شركات قطاع الصناعة السعودي بشكل أكبر، لما لهذا الإنفاق من أثر كبير في المخاطر النظامية لتلك الشركات.

توصي الدراسة الشركات السعودية بضرورة العمل في إطار رؤية المملكة 2030، حيث تهدف الرؤية إلى زيادة الاعتماد على القطاع الخاص، وهذا يتطلب رفع كفاءة القطاع الخاص.

توصي الدراسة بالاستفادة من النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة، عند رغبة الشركات السعودية بالاستثمار في مشاريع طويلة الأجل، حيث يمكن تقدير معامل بيتا، عند مستوى معين من الانفاق الرأسمالي باستخدام نموذج الدراسة (المعادلة رقم 4).

5. قائمة المراجع

Appuhami, B. A. Ranjith, (2008), "The Impact of Firms' Capital Expenditure on Working Capital Management: An Empirical Study across Industries in Thailand", *International Management Review*, (retrieved on 23\2\2018), available at: <https://www.questia.com/library/journal/1P3-1514031821/the-impact-of-firms-capital-expenditure-on-working>

Gupta, Amitabh; Banga, Charu, (2009), "Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm", *Journal of applied finance*, Vol. 15, No. 12, 2009, (retrieved on

- 23\2\2018)، available at: <https://www.questia.com/library/journal/1P3-1942667891/capital-expenditure-decisions-and-the-market-value>
- Tripathy, Trilochan; Sar, Ashok Kumar; Sahoo, Debadatta, (2014), "The Effect of Intellectual Capital on Firms' Valuation: An Empirical Investigation with Reference to India", Journal of Applied Economics, Vol: 13. No: 3. (retrieved on 23\2\2018), Available at: <https://www.questia.com/library/journal/1P3-3506787101/the-effect-of-intellectual-capital-on-firms-valuation>
- Ulussever, Talat, Ymusak, Ibrahim, and Kar, Muhsin, 2011, "The Day-of-the- Week Effect in the Saudi Stock Exchange: A Non-Linear Garch Analysis", Journal of Economics and Social Studies, vol. 1, No. 1. Also Available at: <http://www.jecoss.com/jecoss/9-23.pdf>
- أبو هويدي، نهاد إسحاق، (2011)، "دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الإنفاق الرأسمالي" دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة. (تاريخ الاسترجاع 25\4\2018) متوفر على: <https://2u.pw/BVFpOxB>
- التميمي، أرشد فؤاد، وسلام، أسامة عزمي، (2004)، «الاستثمار في الأوراق المالية: تحليل وإدارة»، دار المسيرة، عمان.
- الجمال، عصام، 2002، "الإنفاق الرأسمالي وأثره على الشركات دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، إربد، الأردن. (تاريخ الاسترجاع 24\4\2018)، متوفر على الموقع: <http://search.mandumah.com/Record/566834>
- الخطيب، مجدي عبد الرحمن، (2015)، "العلاقة بين التغير في النفقات الرأسمالية وسلوك الأسهم في بورصة فلسطين"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين. متوفر على: <https://www.mobt3ath.com/uplode/book/book-25171.pdf>
- السوالمه، أنفال، 2011، "أثر الإعلان عن النفقات الرأسمالية على أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، إربد، الأردن.
- الرجبي، محمد تيسير، (1998)، "قرارات الإنفاق الرأسمالي وأثرها على الأداء: دراسة ميدانية"، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد 25، العدد 2.
- القدومي، ناثر، 2015، "أثر الإنفاق الرأسمالي على الأداء المالي للشركات: دراسة على شركات القطاع الصناعي والمدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة 2003 - 2012"، مجلة العلوم التطبيقية الأردنية: سلسلة العلوم الإنسانية، المجلد 17، العدد 1، عمان، الأردن، ص ص: 51-64.
- المركز الإعلامي، الموقع الرسمي لرؤية المملكة، 2016، حكومة المملكة العربية السعودية. متوفر على الموقع:

<http://vision2030.gov.sa/>

النجار، جميل حسن، 2017، "أثر كل من الاستثمار في الأصول غير الملموسة والأداء المالي والسياسة المالية على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 13، العدد 3، الجامعة الأردنية، عمان، ص ص: 375-404.

النعيمي، عدنان، والساقى، سعدون، وسلام، أسامة، وموسى، شقيري، 2017، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، دار المسيرة، عمان. تداول 2016، إحصائيات السوق السنوية. متوفر على الرابط

<https://www.tadawul.com.sa/wps/portal/tadawul/markets/reports-%26-publications/periodical-publications>

حبيب، عبد الأحد محمد، 2004، "تقويم أثر التوسعات في الإنفاق الرأسمالي على قيمة المنشأة: دراسة تطبيقية على قطاع البتروكيماويات المصري"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة عين شمس، القاهرة. متوفر على:

http://srv4.eulc.edu.eg/eulc_v5/Libraries/Thesis/BrowseThesisPages.aspx?fn=ThesisPicBdy&BibID=11228192&TotalNoOfRecord=155&PageNo=1&PageDirection=First

رمضان، صايل، 1991، "طرق تقويم الإنفاق الرأسمالي وعلاقتها بأداء الشركة (دراسة على الشركات المساهمة العامة الصناعية في الأردن)"، مجلة جامعة الملك سعود-العلوم الإدارية، المجلد 3، العدد 1، الرياض. ص ص: 215-240
سلام، أسامة عزمي، 2009، "التركيب المثلّي للهيكل الرأسمالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية"، دراسات-العلوم الإدارية، المجلد 36، العدد 1، الجامعة الأردنية.

سليمان، عبد الرحمن، 2003، "طرق تقويم الإنفاق الرأسمالي وعلاقتها بالأداء: دراسة تحليلية تطبيقية"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة أم درمان الإسلامية، أم درمان، السودان. (تاريخ الاسترجاع 3\4\2018)، متوفر على الموقع:

<http://search.mandumah.com/Record/661634>

طيفور، سميح محمد، (2011)، "العلاقة بين الإنفاق الرأسمالي والأداء المالي والتشغيلي في شركات صناعة الأدوية الأردنية"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، عمان. (تاريخ الاسترجاع 25\2\2018) متوفر على:

<http://alqashi.com/th/th43.pdf>

عبد العال، ونيس، وعبد الغني، صلاح، 2006، "دور الاستثمار العام في التنمية في مصر خلال الفترة (1980-2005)"، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، المجلد 1، العدد 0، القاهرة، ص ص: 435-457.

الملحق رقم 1: نموذج الدراسة

					DataFit version 9.1.32
					Results from project "Untitled4"
					Equation ID: Tenth order polynomial
					Model Definition:
					$Y = a*x^{10} + b*x^9 + c*x^8 + d*x^7 + e*x^6 + f*x^5 + g*x^4 + h*x^3 + i*x^2 + j*x + k$
					Number of observations = 76
					Number of missing observations = 0
					Solver type: Nonlinear
					Nonlinear iteration limit = 250
					Diverging nonlinear iteration limit = 10
					Number of nonlinear iterations performed = 101
					Residual tolerance = 0.0000000001
					Sum of Residuals = -9.00362551181644E-09
					Average Residual = -1.18468756734427E-10
					Residual Sum of Squares (Absolute) = 9.41735336109137
					Residual Sum of Squares (Relative) = 9.41735336109137
					Standard Error of the Estimate = 0.380634154276
					Coefficient of Multiple Determination (R^2) = 0.2400544131
					Proportion of Variance Explained = 24.00544131%

أثر الإنفاق الرأسمالي على المخاطر النظامية دراسة ميدانية في سوق الأسهم السعودية

					Adjusted coefficient of multiple determination (Ra^2) = 0.1231397074
					Durbin-Watson statistic = 1.29604770551329
					Regression Variable Results
	Prob(t)	t-ratio	Standard Error	Value	Variable
	0	9.017198	5.32E-69	4.79E-68	A
	0	-9.13835	5.78E-61	-5.28E-60	B
	0	9.24944	2.51E-53	2.32E-52	C
	0	-9.30485	5.73E-46	-5.33E-45	D
	0	9.242351	7.59E-39	7.02E-38	E
	0	-8.99623	6.07E-32	-5.46E-31	F
	0	8.491352	2.90E-25	2.47E-24	G
	0	-7.63642	7.92E-19	-6.05E-18	H
	0	6.317884	1.10E-12	6.93E-12	I
	0.00005	-4.33794	6.12E-07	-2.65E-06	J
	0	19.81902	6.19E-02	1.226171	K
					Variance Analysis
	Prob(F)	F Ratio	Mean Square	Sum of Squares	DF
	0.04155	2.053244	0.297479	2.974788	10
			0.144882	9.417353	65
			12.39214	75	Total

الملحق رقم 2: اختبار بيرش بيغان: المتغير التابع مربعات البواقي والمتغير المستقل متوسط النقد المستخدم في الاستثمار

					DataFit version 9.1.32
					Results from project "Untitled1"
					Equation ID: a*x+b
					Model Definition:
					$Y = a*x+b$
					Number of observations = 76
					Number of missing observations = 0
					Solver type: Linear
					Sum of Residuals = -3.52495810318487E-15
					Average Residual = -4.63810276734852E-17
					Residual Sum of Squares (Absolute) = 2.97855443505351
					Residual Sum of Squares (Relative) = 2.97855443505351
					Standard Error of the Estimate = 0.200625859770946
					Coefficient of Multiple Determination (R^2) = 0.0232394087
					Proportion of Variance Explained = 2.32394087%
					Adjusted coefficient of multiple determination (R_a^2) = 0.0100399412
					Durbin-Watson statistic = 1.23977892815762
					Regression Variable Results
	Prob(t)	t-ratio	Standard Error	Value	Variable
	0.18863	-1.32689	4.19E-09	-5.56E-09	A
	0	5.532449	2.42E-02	0.133699	B
					Variance Analysis
Prob(F)	F Ratio	Mean Square	Sum of Squares	DF	Source

أثر الإنفاق الرأسمالي على المخاطر النظامية دراسة ميدانية في سوق الأسهم السعودية

0.18863	1.760632	7.09E-02	7.09E-02	1	Regression
		4.03E-02	2.978554	74	Error
			3.049421	75	Total

الملحق رقم 3: عينة الدراسة وبياناتها

الجدول رقم (1) عينة وبيانات الدراسة

الشركة	متوسط النقد المستثمر	بيتا الفعلية	بيتا المقدرة حسب نموذج الدراسة
شركة اكسترا /قطاع تجزئة السلع الكمالية	59589	0.839137	1.091357
	60338.2	0.637999	1.089944
شركة جريز /قطاع تجزئة السلع الكمالية	137745	0.889441	0.977092
	89504.2	0.722474	1.039929
شركة أسواق المزرعة/ قطاع تجزئة السلع الغذائية	64719	1.119642	1.081812
	37545.4	0.965929	1.135964
شركة الجوف / قطاع انتاج الأغذية	51749.2	1.102719	1.106546
	38582.6	1.44262	1.133731
شركة جازادكو/ قطاع انتاج الأغذية	2782.8	0.993355	1.218838
	4504.4	0.771132	1.214355
شركة أبان/ قطاع الرعاية الصحية	53338.4	1.036147	1.103407
	77188	1.285558	1.059879
شركة دلة الصحية/ قطاع الرعاية الصحية	305350.4	0.634424	0.909667
	341259.4	0.610506	0.918061
شركة الدوائية/ قطاع الأدوية	182529	0.841558	0.938417

1.01461	0.794956	106849.6	
1.160665	1.148768	1922364	شركة الرياض/ قطاع البنوك
0.70139	1.41493	2383401	
1.108375	1.066268	4564186	
1.144095	1.124901	10178585	مصرف الراجحي/ قطاع البنوك
1.052624	0.493569	81548.6	شركة الغاز/ قطاع المرافق العامة
1.026114	0.452456	98697.4	
0.990599	0.205716	2094236	شركة أكوأبور/ قطاع المرافق العامة
0.278103	0.296269	3051645	
0.639026	0.639026	34410240	شركة كهرباء السعودية/ قطاع المرافق العامة
0.800748	0.800748	28455152	
1.072021	1.433544	70160.6	شركة الخزف السعودي/ قطاع السلع الرأسمالية
1.069289	1.195516	71713.6	
0.908597	1.011651	296472.6	شركة بدجت/ قطاع النقل
0.962139	0.815193	430285	
0.640032	0.655946	11504325	شركة سابك/ قطاع المواد الأساسية
0.636574	0.630904	12280612	
1.232311	1.651277	-2299.2	السعودية لصناعة الورق/ قطاع المواد الأساسية
1.217336	1.590291	3358	
1.126303	1.629313	625828.8	شركة كيان السعودية/ قطاع المواد الأساسية
0.949348	1.413433	409524	
1.017423	0.913002	104810.2	شركة اممنت الجنوب/ قطاع المواد الأساسية
1.072595	0.608442	69836.2	
0.998837	0.600284	118914.4	شركة التعمير/ قطاع إدارة وتطوير العقارات

أثر الإنفاق الرأسمالي على المخاطر النظامية دراسة ميدانية في سوق الأسهم السعودية

0.94662	0.588333	171120.4	
1.288238	1.281793	799307.6	شركة جبل عمر/ قطاع إدارة وتطوير العقارات
1.004523	1.009203	488832.4	
1.067235	0.961855	72892	شركة الأركان/ قطاع إدارة وتطوير العقارات
1.064086	0.814149	74716.4	
1.222379	1.873292	1434.2	شركة المصافي العربية/ قطاع الطاقة
1.223813	1.532786	890.4	
1.471385	1.318731	1494736	شركة بترو راينغ/ قطاع الطاقة
1.391814	1.501482	929501	
0.611263	0.78864	6966517	شركة اس بي سي/ قطاع الاتصالات
0.831182	0.662959	6763893	
1.20623	1.126684	7664.6	شركة العبد اللطيف/ قطاع السلع طويلة الأجل
1.210886	1.258634	5847.2	
1.214397	1.905186	4488.2	شركة نسيج العالمية/ قطاع السلع طويلة الأجل
1.219704	1.848253	2452	
1.227654	1.471664	-557.6	الشركة السعودية للتنمية الصناعية/ قطاع السلع طويلة الأجل
1.234622	1.571564	-3157.6	
1.386377	1.124524	-52746.4	شركة المتوسط والخليج للتأمين وإعادة التأمين/ قطاع التأمين
1.351137	0.895261	-42242.8	
1.109147	0.777036	50443.6	شركة ملاذ للتأمين التعاوني / قطاع التأمين
1.087954	0.854245	61399	
1.198565	1.23637	10696	شركة الجزيرة تكافل تعاوني / قطاع التأمين
1.190041	1.171064	14125.6	
1.229331	1.309258	-1186.6	شركة تامة للإعلان والعلاقات العامة/ قطاع الإعلام والترفيه

1.227011	1.368315	-316	
1.302901	1.225075	-26962.2	شركة سناد القابضة/ قطاع التمويل والاستثمار
1.384233	1.335054	-52121.6	
1.255169	1.377771	-10626.6	الشركة السعودية للصناعات المتطورة/ قطاع التمويل والاستثمار
1.273064	1.617741	-16908	
1.020495	0.869231	102617.6	شركة هيرفي للصناعات الغذائية/ قطاع الخدمات الاستهلاكية
1.050899	0.758769	82604.6	
0.944605	2.017576	173787.8	شركة عبد المحسن الحكير/ قطاع الخدمات الاستهلاكية
0.975055	1.931019	139675.4	
1.126941	0.622027	41776.4	شركة الخطوط السعودية للتموين/ قطاع الخدمات التجارية والمهنية
1.1205	0.626593	44862	
1.156651	1.487167	28218.4	الشركة السعودية للطباعة والتغليف/ قطاع الخدمات التجارية والمهنية
1.017849	1.083759	505331.8	

الجدول من إعداد الدراسة

The Impact of Capital Expenditure on Systemic Risks: A Field Study in the Saudi Stock Market

Osama Azmi Sallam ^{1*}

¹ College of Business, King Khalid University (Saudi Arabia)

osallam@kku.edu.sa 

Received : 22-08-2023

Accepted : 29-12-2023

Abstract

This study aimed to measure the level of impact of Capital Expenditure made by Saudi corporations on the level of vulnerability of the shares of those companies to systemic risks. The average cash used in the investment was used as an indicator of capital expenditure, and the beta coefficient of the company's stock was used as an indicator of systemic risk. The results of the statistical test showed that there is a significant impact of capital expenditure on the systemic risks of companies, estimated at about 24% of the value of the changes taking place therein. The study presented a number of recommendations, including making use of the study's model in estimating the impact of expected capital expenditure on the company's systemic risks.

Keywords:

Capital expenditure;
Beta coefficient;
Systemic risk.

JEL Classification Codes : G18 ; G32 ; P44

* Corresponding author