

خصائص الرئيس التنفيذي والسياسة المالية في الشركات المساهمة العامة السعودية

د. خالد صبحي راجحة

أستاذ مساعد، قسم إدارة الأعمال

كلية العلوم والدراسات الإنسانية بجزيرة

جامعة شقراء، المملكة العربية السعودية

ملخص البحث : هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى اختلاف السياسة المالية في الشركات المساهمة العامة السعودية وذلك باختلاف خصائص الرئيس التنفيذي لهذه الشركات بالتطبيق على عينة مكونة من ٣٥ شركة مساهمة عامة خلال الفترة ٢٠١٢-٢٠١٦.

وقد تم قياس السياسة المالية للشركة من خلال نسبة توزيع الأرباح، فيما تضمنت خصائص الرئيس التنفيذي على أربع خصائص هي: العمر، والجنس، عدد سنوات تعيين المدير التنفيذي، والمستوى التعليمي. وتضمنت المتغيرات الضابطة على نسبة الأصول الثابتة، وحجم الشركة وباستخدام اختبارات جذر الوحدة مثل اختبار (Dickey-Fuller) و(Phillips Peron)، وتحليل الانحدار المتعدد توصلت نتائج الدراسة إلى أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لجنس الرئيس التنفيذي، وعمر الرئيس التنفيذي والمستوى التعليمي على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة مقاسا بنسبة توزيعات الأرباح بينما يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لمدة تعيين الرئيس التنفيذي، للفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي، ونسبة الأصول الثابتة، وحجم أصول الشركة على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة مقاسا بنسبة توزيعات الأرباح.

وأوصت الدراسة بدعوة الشركات إلى مزيد من الالتزام بأفضل ممارسات لخصائص المدير التنفيذي، لما لذلك من تأثيرات على قيمة الشركة وحل للنزاعات، وتضارب المصالح فيها، والقيام بدراسة مقارنة لخصائص الرئيس التنفيذي بين الشركات المساهمة العامة السعودية وشركات مساهمة من دولة أو دول أخرى.

كلمات افتتاحية: خصائص الرئيس التنفيذي، السياسة المالية، نسبة توزيعات الأرباح، نسبة الأصول

The CEOs' Characteristics and the Financial Policy of Saudi Public Companies

Dr. Khaled Subhi Rajha

*Assistant Professor, Department of Business Administration
College of Science and Humanities, Huraymila
Shaqra University, Saudi Arabia*

Abstract: The aim of this study was to test the difference in the financial policy of Saudi public companies that attributes to the characteristics of CEOs, using a sample of ٣٥ public companies listed between (٢٠١٢ – ٢٠١٦).

The study used two measures of financial policy: the dividend ratio, and the debt ratio. The independent variables included four characteristics: age, sex, number of years of appointment of the executive director and educational level including the variables controlling the ratio of fixed assets and the size of the company.

Using the unit root tests such as Dickey-Fuller and Phillips Peron, multiple regression analysis, the results of the study showed that there was no statistically significant effect (at a significant level, $\geq \alpha$ ٠,٠٥) of the sex of the CEO, the age of the CEO and the educational level on the financial policy of Saudi Public Companies. While there is a significant statistical effect (at a significant level, $\leq \alpha$ ٠,٠٥) of the number of years of appointment of the executive Chairman and separate the posts of Chairman and Chief Executive Officer and the fixed assets ratio and the size of the company's assets on the financial policy of Saudi public companies as measured by the ratio of dividends.

The study recommended inviting Saudi companies to be more committed to the best practices of the executive Chairman because of the impact on the value of the company and the resolution of disputes and conflicts of interest. A comparative study is recommended of the characteristics of the executive Chairman on the financial policy between Saudi companies and Public companies from other countries.

Keyword: - CEO Characteristics, Financial Policy, Dividends Ratio, Fixed Assets Ratio

مقدمة الدراسة

تعد الإدارة التنفيذية من العناصر الرئيسية التي ركزت عليها الحاكمية المؤسسية، وأحد أهم الفئات التي يستهدفها النظام الرقابي في الشركات المساهمة العامة، وخاصة من حيث خضوعها لرقابة مباشرة من قبل مجلس الإدارة، ولرقابة غير مباشرة من قبل المساهمين في الشركة.

وقد بحثت الدراسات السابقة في العديد من الخصائص المتعلقة بالرئيس التنفيذي للشركات بما في ذلك الجنس، والعمر، ومستوى التعليم، والخبرة، ومعدل دوران الرئيس التنفيذي، وازدواجية منصب المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، وفترة تعيين الرئيس التنفيذي، ونسبة ملكية المدير في الشركة، ومكافآت الرئيس التنفيذي (Görtsm, ٢٠١٦ و٢٠١٦). (Diks, ٢٠١٦ و٢٠١٦).

على صعيد آخر، قامت العديد من الدراسات بمناقشة أهمية الرئيس التنفيذي في الشركات (Kaplan et al., ٢٠١٢). حيث أشار (Papadakis and Barwise, ٢٠٠٢) إلى أن الرئيس التنفيذي له تأثير كبير على عملية صنع القرار الاستراتيجي فيما يتعلق بالبيئة الخارجية، وحجم الشركة، وخصائص القرار وغيرها. بينما أشار (Bandiera et al., ٢٠١٧) إلى أن سلوك الرئيس التنفيذي له انعكاسات مهمة على أداء الشركة.

كما أن خصائص الرئيس التنفيذي لها آثار مهمة وكبيرة على السياسة المالية في الشركة، حيث أن السياسة المالية للشركات تتعلق باتخاذ القرارات التي تخص مصادر تمويل الشركة سواء عن طريق الملكية أو عن طريق الدين. وفي هذا الصدد، فإن السياسة المالية للشركة تنطوي على مجموعة كبيرة من القرارات المتعلقة بمصادر التمويل مثل قرارات توزيعات أرباح الأسهم، قرارات زيادة أو تخفيض رأس المال، قرارات تحديد

مستوى المديونية، والقرارات المرتبطة بحجم المصاريف التشغيلية ومصاريف البحث والتطوير (Görtsm, ٢٠١٦).

وفي ضوء ما سبق، تأتي هذه الدراسة لمعرفة مدى اختلاف السياسة المالية في الشركات المساهمة العامة السعودية وذلك باختلاف خصائص الرئيس التنفيذي لهذه الشركات خلال الفترة (٢٠١٢ - ٢٠١٦)، وذلك بهدف معرفة وتحديد أهم الخصائص التي ينبغي أن تتوفر في الرئيس التنفيذي والتي لها أثر مهم على السياسات المالية المتبعة من قبل الشركات.

مشكلة الدراسة وعناصرها

إن مراجعة الدراسات السابقة التي تناولت أثر خصائص الرئيس التنفيذي على السياسة المالية أو على أداء الشركات تظهر وجود العديد من النتائج المتناقضة. فمثلاً أظهرت نتائج دراسة (Toor et al., ٢٠١٦) عدم وجود أثر للمستوى التعليمي وجنس الرئيس التنفيذي على الأداء. بينما وجدت دراسة (Peni, ٢٠١٤) أن هناك أثر إيجابي لجنس المدير التنفيذي وخبرة ومؤهلات الرئيس التنفيذي على أداء الشركات، بينما كانت النتائج المتعلقة بعمر الرئيس التنفيذي مختلطة ومتفاوتة. وأظهرت نتائج دراسة (Görtsm, ٢٠١٦) أن الشركات التي يكون فيها الرئيس التنفيذي ذكر يكون لديها مستوى مديونية ونفقات بحث وتطوير أقل، لكن لم تثبت الدراسة وجود أي أثر لعمر الرئيس التنفيذي على التوزيعات أو على نفقات البحث والتطوير أو على النفقات الرأسمالية. ووجدت دراسة (Diks, ٢٠١٦) أن لعمر الرئيس التنفيذي أثر سلبي على قيمة الشركة، بينما وجدت أثر موجب لمكافأة الرئيس التنفيذي وفترة بقائه في الشركة والجنس على قيمة الشركة. وفي ضوء ما سبق، فإن هناك الحاجة للمزيد من الأبحاث التطبيقية الهادفة لتحديد الخصائص

الأكثر أهمية وتأثيراً على السياسة المالية أو على أداء الشركات بشكل عام. ومن خلال ما سبق يمكن استخلاص الأسئلة الرئيسية للدراسة على النحو التالي:

السؤال الرئيس الأول: هل تختلف السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة باختلاف خصائص الرئيس التنفيذي للشركة؟ وينبثق عن هذا السؤال الأسئلة الفرعية التالية:

١. ما أثر جنس الرئيس التنفيذي على مؤشرات السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة؟
٢. ما أثر عمر الرئيس التنفيذي على مؤشرات السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة؟
٣. ما أثر مدة تعيين الرئيس التنفيذي على مؤشرات السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة؟
٤. ما أثر المستوى التعليمي للرئيس التنفيذي على مؤشرات السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة؟
٥. ما أثر ما هو أثر الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي على مؤشرات السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة؟
٦. ما أثر حجم أصول الشركة على مؤشرات السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة؟
٧. ما أثر حجم أصول الشركة على مؤشرات السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة؟

أهمية الدراسة

هناك العديد من الدراسات التي بحثت في أثر خصائص الرئيس التنفيذي على السياسة المالية فيها، إلا أن هذه الدراسة تتميز عن غيرها من الدراسات من عدة نواحي أهمها: أنها تركز على الشركات السعودية المساهمة العامة وخاصة بعد صدور اللائحة التنفيذية لحوكمة الشركات في السعودية في عام ٢٠١٥. كما تتميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات بأنها تختبر مجموعة واسعة من خصائص الرئيس التنفيذي. وتعد الدراسة الحالية من الدراسات القليلة - على حد علم الباحث - التي تناول هذا الموضوع في البيئة العربية بشكل عام، كما أنها قد تكون الأولى من نوعها في البيئة السعودية. إضافة بأنها تتميز بالحدثة النسبية وتأتي بعد استقرار التشريعات الناظمة دون أن تركز على خاصية أو اثنتين كما في العديد من الدراسات السابقة.

وتضيف هذه الدراسة إلى الدراسات السابقة في تحديد الخصائص الأكثر أهمية والتي يجب أن تتوفر في الرئيس التنفيذي للشركات وبالشكل الذي ينعكس إيجاباً على أداء الشركة ككل، وهو ما يمكن أن يشكل قاعدة قوية للاستناد عليها عند المفاضلة بين مجموعة من المرشحين لشغل وظيفة الرئيس التنفيذي في الشركة. كما أن نتائج الدراسة الحالية تشكل مدخلاً مهماً للأدلة وتعليمات الحاكمية المؤسسية الصادرة عن هيئة السوق المالية السعودية لغايات تحديد المواصفات والخصائص التي ينبغي أن تتوفر في الرئيس التنفيذي.

تعريف مصطلحات الدراسة

١ . جنس الرئيس التنفيذي: يعبر جنس الرئيس التنفيذي عن النوع الاجتماعي له من حيث كونه ذكر أو أنثى، حيث أظهرت العديد من الدراسات مثل (Carter, et al., ٢٠١٠) و (Smith et al., ٢٠٠٦) و (Carter et al., ٢٠٠٣) أن جنس الرئيس

- التنفيذي يعتبر من العوامل المهمة والتي لها أثر على أداء الشركة وعلى السياسات المالية المتبعة فيها. وسيتم قياس متغير جنس الرئيس التنفيذي من خلال متغير وهمي يأخذ القيمة ١ إذا كان الرئيس التنفيذي ذكر، والقيمة ٢ إذا كان أنثى.
- ٢ . عمر الرئيس التنفيذي: يعد عمر الرئيس التنفيذي من المحددات الهامة لسياسة الشركة وأدائها، وهو ما تؤكدته العديد من الدراسات والتي وجدت أنه كلما ارتفع عمر الرئيس التنفيذي كلما كانت الشركة أكثر تحفظاً وتتبع سياسات استثمارية متحفظة وأقل مخاطرة (Serf ling, ٢٠١٤).
- ٣ . مدة تعيين الرئيس التنفيذي: يعبر هذا المتغير عن مدة عمل الرئيس التنفيذي في الشركة بالسنوات. حيث تشير الدراسات السابقة إلى أن مدة تعيين الرئيس التنفيذي قد تؤثر على أداء الشركة بطرق مختلفة، كما أشارت دراسات (Miller, ١٩٩١) و (McClelland et al., ٢٠١٢) إلى أن طول فترة تعيين الرئيس التنفيذي لها أثر سلبي على الشركة. وسيتم قياس هذا المتغير من خلال فترة تعيين الرئيس التنفيذي للشركة بالسنوات.
- ٤ . المستوى التعليمي للرئيس التنفيذي: يشير هذا المتغير إلى المؤهل العلمي للرئيس التنفيذي، حيث يعتبر الحصول على مستوى تعليمي جيد مهم جداً لزيادة كفاءة الرؤساء ومن ثم تمكينهم من إعطاء القرار الأمثل (Cerrito ٢٠٠٣). وأكدت العديد من الدراسات مثل (Rajagopalan and Datta, ١٩٩٦) و (Kokeno and Muturi, ٢٠١٦) أن المستوى التعليمي للرئيس التنفيذي له علاقة إيجابية مع أداء الشركة. وسيتم قياس هذا المتغير من خلال متغير وهمي يأخذ القيمة ١ إذا كان المستوى التعليمي للرئيس التنفيذي أقل من بكالوريوس، والقيمة ٢ إذا كان بكالوريوس، والقيمة ٣ إذا كان ماجستير أو دكتوراه.

- ٥ . الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي : يعبر هذا المتغير عما إذا كان الرئيس التنفيذي للشركة يشغل بالإضافة لمنصبه منصب رئيس مجلس الإدارة. حيث من المتوقع أن الفصل بين المنصبين عادةً ما يساهم في تحسين أداء الشركة وزيادة فعالية الرقابة (Boyd, ١٩٩٥).
- ٦ . حجم الشركة : هو متغير ضابط يعبر عن حجم أصول الشركة. حيث أشارت دراسة (Görtsm, ٢٠١٦) أن هناك العديد من المتغيرات الضابطة والتي من شأنها التأثير على السياسة المالية في الشركات مثل حجم الشركة. وسيتم قياس هذا المتغير من خلال اللوغاريتم الطبيعي لحجم الأصول.
- ٧ . نسبة الأصول الثابتة : تمثل الأصول الثابتة النسبة الأكبر من موجودات معظم أنواع الشركات وخصوصاً الشركات الصناعية. وعادةً ما يشار إلى هذه الأصول باعتبارها الممتلكات والآلات والمعدات التي تمتلكها الشركة وفقاً لمعيار المحاسبة الدولي رقم (١٦)، وتستخدم في إنتاج أو توريد السلع والخدمات، أو تأجيرها للآخرين، أو لأغراض الإدارة. وقد أكدت العديد من الدراسات بأن الأصول الثابتة عادةً ما تؤثر على أداء الشركة وعلى سياساتها المختلفة، كما أنها مقياس لكفاءة الإدارة في استخدام أصول الشركة لتوليد المبيعات (Chukwu and Egbuhuzor, ٢٠١٧). وسيتم في هذه الدراسة قياس هذا المتغير من خلال قسمة نسبة الأصول الثابتة على إجمالي أصول الشركة.

تطوير فرضيات الدراسة

بالاعتماد على تساؤلات الدراسة وأهدافها، يمكن تطوير فرضيات الدراسة كما

يلي :

١ . جنس الرئيس التنفيذي : أشارت دراسة (Carter, et al., ٢٠١٠) إلى أنه يجب إتاحة الفرصة للنساء ذوات الكفاءات أو اللواتي تنتميان لأقليات عرقية للمشاركة في مجلس الإدارة والإدارة العليا في الشركات ، فهن يمتلكن شبكة علاقات ومعلومات وخصائص أخرى يمكن أن تكون مفيدة للشركات. ووجدت دراسة (Smith et al., ٢٠٠٦) ودراسة (Carter et al., ٢٠٠٣) أن هناك علاقة إيجابية بين التنوع في الجنس وبين أداء الشركة ، وذلك لأن النساء تميل إلى زيادة وظائف الرقابة في المجلس ، كما أنهن يختلفن في أسلوب اتخاذ قرارات الاستثمار. كما أظهرت دراسة (Barber and Odean, ٢٠٠١) أن الرجال يميلون للمجازفة أكثر من النساء ، فهم أكثر ثقة في أن استثماراتهم سوف تؤدي إلى الربح ، بغض النظر عن مستوى معرفتهم بالفرص الاستثمارية التي تواجههم ، كما أن الرجال أكثر ميلاً لتوزيع الأرباح مقارنة بالنساء ، بينما تعتبر النساء أكثر كرهاً للمخاطرة من الرجال (Weber et al., ٢٠٠٢). وبينت دراسة (Faccio et al. ٢٠١٦) أن الشركات التي تدار من قبل رئيس تنفيذي أنثى لديها نسبة مديونية أقل. وبناءً على ما سبق فإننا نقترح الفرضية التالية لجنس الرئيس التنفيذي :

H₀₁: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha = ٠$) لجنس الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة.

٢ . عمر الرئيس التنفيذي : يعتبر عمر الرئيس التنفيذي أحد المحددات الهامة لمستوى المخاطرة الذي قد تتقبله الشركة ، وهو ما ينعكس بشكل مباشر على أدائها. وقد اقترح (Serfling, ٢٠١٤) أن الشركات التي لديها رؤساء تنفيذيين كبار في السن لديها سياسات استثمارية متحفظة وأقل مخاطرة ، مما يؤدي إلى

انخفاض التقلب في عوائد الأسهم وانخفاض استثمارات البحث والتطوير وتنوع عمليات الاستحواذ وانخفاض الرافعة التشغيلية. كلما أن قيام الشركات باستبدال رئيسها التنفيذي الشاب برئيس أكبر سنًا يترافق مع ردة فعل سلبية من السوق. لذلك نقترح الفرضية التالية لعمر الرئيس التنفيذي:

H₀ ٢: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha = ٠$) لعمر الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة.

٣ . مدة تعيين الرئيس التنفيذي: ناقشت الدراسات السابقة بأن مدة تعيين الرئيس التنفيذي قد تؤثر على أداء الشركة بطرق مختلفة، لأن أداء الرئيس التنفيذي في سن الستين إذا تم تعيينه لفترة خمس سنوات تختلف بالتأكيد عن تعيين رئيس تنفيذي بعمر الخمسين لنفس الفترة. وقد وجدت دراسة (Miller, ١٩٩١) أن زيادة مدة تعيين الرئيس التنفيذي تضعف من استراتيجية الشركة وبيئتها لأن الشركة تصبح جامدة وتؤمن بالحفاظ على الوضع الراهن. وأظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين فترة تعيين الرئيس التنفيذي وبين أداء الشركة، وهو ما يعني أن طول فترة تعيين الرئيس التنفيذي تؤدي أداء الشركة. كما أن جانب آخر من جوانب العلاقة العكسية يعود لنظرية الوكالة، حيث أظهرت دراسة (Morck, ١٩٨٨) أن الرؤساء التنفيذيون المعينون لفترة طويلة يحظون بعلاقات شخصية مع أعضاء مجلس الإدارة، وبالتالي يكونوا أقل عرضة للانضباط بسبب الأداء الضعيف. وأكدت دراسة (McClelland et al., ٢٠١٢) أن تأثير فترة تعيين الرئيس التنفيذي يكون سلبي على الأداء المستقبلي في الصناعات سريعة التغير، ولكن ليس في الصناعات الأكثر استقراراً. كما أن التأثير السلبي لفترة تعيين الرئيس التنفيذي على يكون أكثر وضوحاً في الشركات ذات النمو

المرتفع ، والتي عادة ما تواجه مستقبلاً أكثر غموضاً. وبالتالي فإننا نقترح الفرضية التالية فيما يتعلق بفترة تعيين الرئيس التنفيذي :

H٠٣: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha = ٠$) لمدة تعيين الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات السعودية مساهمة العامة.

٤ . المستوى التعليمي للرئيس التنفيذي: يعتبر الحصول على مستوى تعليمي جيد مهم جداً لزيادة كفاءة الرؤساء ومن ثم تمكينهم من إعطاء القرار الأمثل (Cerrito ٢٠٠٣). وقد أشارت دراسة (Rajagopalan and Datta, ١٩٩٦) إلى أن المستوى التعليمي للرئيس التنفيذي له علاقة إيجابية مع أداء الشركة. وبالمثل، أظهرت دراسة (Kokeno and Muturi, ٢٠١٦) أن تأثير مستوى تعليم المدير التنفيذي إيجابي وهام على أداء الشركة. في المقابل، لم تتمكن بعض الدراسات من إثبات العلاقة بين مستوى تعليم الرئيس التنفيذي وبين أداء الشركة، مثل دراسة (Gottesman and Morey, ٢٠١٠) ودراسة (Lind Orff and Jonson, ٢٠١٣). ومن خلال ما سبق يمكن تطوير الفرضية التالية للمستوى التعليمي للرئيس التنفيذي:

H٠٤: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha = ٠$) للمستوى التعليمي للرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة.

٥ . الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي: يتحمل مجلس الإدارة وفقاً لنظام الرقابة الداخلية المسؤولة النهائية عن أداء الشركة (Jensen, ١٩٩٣)، وعندما يكون رئيس مجلس الإدارة هو أيضاً الرئيس التنفيذي، يتم تقليل قوة مجلس الإدارة لمراقبة الإدارة كنتيجة لانعدام الاستقلال وتضارب

المصالح (Lurch, ١٩٨٩). وقد أشار (Solomon, ١٩٩٣) إلى أن تأثير مديري الشركة في وضع جدول أعمال مجلس الإدارة والسيطرة على تدفق المعلومات يمكن أن يعوق قدرة المجلس على أداء واجباته بفعالية. ومن المتوقع أن تكون قدرة مديري الشركة على تحديد جدول أعمال مجلس الإدارة وتدفق المعلومات أقوى بكثير عندما يكون رئيس مجلس الإدارة هو الرئيس التنفيذي أكثر من اعتماد الشركة لهيكل غير مزدوج. كما أظهرت نتائج دراسة (Boyd, ١٩٩٥) بأن تأثير ازدواجية منصب الرئيس التنفيذي على أداء الشركة قد يختلف تبعاً للهيكل الداخلي والخارجي للشركة. وبناءً على ما سبق يمكن تطوير الفرضية الخاصة بالفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي كما يلي:

H٠٥: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha = ٠$) للفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة.

٦. المتغيرات الضابطة: بالإضافة للفرضيات السابقة، يمكن تطوير فرضيتان إضافيتان تتعلقان بالمتغيرات الضابطة في الدراسة، حيث أشارت دراسة (Görtsm, ٢٠١٦) إلى أن هناك العديد من المتغيرات الضابطة والتي من شأنها التأثير على السياسة المالية في الشركات مثل حجم الشركة ونسبة الأصول الثابتة. وبالتالي فيمكن صياغة الفرضيات المتعلقة بالمتغيرات الضابطة على النحو التالي:

H٠٦: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha = ٠$) لنسبة الأصول الثابتة على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة.

٧ . H₀: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha = 0$)
لحجم أصول الشركة على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة.

حدود الدراسة

تبحث هذه الدراسة في مدى اختلاف السياسة المالية في الشركات المساهمة العامة السعودية وذلك باختلاف خصائص الرئيس التنفيذي لهذه الشركات خلال الفترة (٢٠١٢ - ٢٠١٦)، واستناداً على ذلك فيمكن القول بأن الحدود المكانية للدراسة تتضمن الشركات السعودية المساهمة العامة المدرجة في البورصة السعودية. أما الحدود الزمانية فتشمل الفترة الزمنية ٢٠١٢-٢٠١٦.

الدراسات السابقة

قام العديد من الباحثين في دراساتهم ببحث أثر خصائص الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات أو على أداء الشركات بشكل عام. حيث بحثت دراسة (Saudi, ٢٠١٩) في تأثير ملكية الرئيس التنفيذي، والمستوى التعليمي له، وعمله السابق على أداء الشركة. واستخدمت الدراسة عينة من شركات القطاع المالي المدرجة في بورصة نيجيريا خلال الفترة من ٢٠١١ إلى ٢٠١٦. وأظهرت النتائج أن تعليم الرئيس التنفيذي يحسن ربحية الشركة، كما أن أداء الأسهم يتحسن عندما يكون لدى الرئيس التنفيذي خبرة سابقة في الشركة قبل تعيينه في منصب الرئيس التنفيذي.

واختبرت دراسة (Nazr et al., ٢٠١٨) آثار ثلاثة خصائص للرئيس التنفيذي على تقييم المنظمة، وذلك باستخدام عينة من الشركات الصينية خلال الفترة ٢٠٠٧-٢٠١٦. وقد وجدت الدراسة أن لعمر الرئيس التنفيذي وفترة تعيين الرئيس التنفيذي أثر سلبي على قيمة المنظمة. كما وجدت الدراسة أن الثنائية بين منصبي الرئيس التنفيذي ورئيس المجلس تكون ذات قيمة فقط للمنظمات التي تتمتع بفرص نمو عالية. وهدفت دراسة (Diks, ٢٠١٦) لاختبار أثر خصائص الرئيس التنفيذي على قيمة الشركة وذلك بالاعتماد على عينة مكونة من ٤٨٣ من كبار المديرين التنفيذيين المسؤولين عن الشركات في مؤشر ستاندرد أند بورز ٥٠٠ (S&P ٥٠٠) خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٥. واستخدمت الدراسة أربعة خصائص للرئيس التنفيذي هي عمر الرئيس التنفيذي، ومكافآت الرئيس التنفيذي، وفترة بقائه في الشركة، والجنس، فيما تم قياس قيمة الشركة من خلال مؤشر توبين كيو (Tobin's Q). ومن خلال استخدام تحليل الانحدار الخطي، وجدت الدراسة بأن لعمر الرئيس التنفيذي أثر سلبي على قيمة الشركة، بينما كان لمكافأة الرئيس التنفيذي وفترة بقائه في الشركة وجنسه أثر موجب على قيمة الشركة. وبالتالي فقد أكدت نتائج الدراسة بأن للرئيس التنفيذي تأثير كبير على قيمة الشركة، وهو ما يستوجب من الشركات النظر في خصائص المرشحين قبل تعيين الرئيس التنفيذي الجديد.

وقامت دراسة (Görtsm, ٢٠١٦) باختبار أثر خصائص الرئيس التنفيذي على السياسة المالية للشركات وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٥٠٠ شركة في مؤشر S&P٥٠٠ خلال الفترة ٢٠١٠ - ٢٠١٤. وتضمنت المتغيرات التابعة على بعض مؤشرات السياسة المالية للشركات وهي الديون، ونسبة توزيع الأرباح، ومصروفات البحث والتطوير، والنفقات الرأسمالية. بينما استخدمت خصائص الرئيس التنفيذي كمتغيرات

مستقلة والتي تضمنت على الجنس والعمر وفترة التعيين ونسبة ملكية المدير في الشركة، إضافة لمتغير وهمي يأخذ القيمة واحد في حال كان المدير من مؤسسي الشركة. وقد أشارت الدراسة إلى أن الأزمة المالية وغيرها من فضائح الشركات أدت إلى زيادة الوعي بأهمية الحاكمة المؤسسية للشركات، كما بينت أن تنوع مجلس الإدارة يساهم في تحسين الرقابة على الشركة. كما أظهرت نتائج الدراسة أن الشركات التي فيها مديري تنفيذيين ذكور كان لديها مستوى مديونية أقل ونفقات بحث وتطوير أقل أيضاً، بينما لم يكن لجنس المدير التنفيذي أي أثر على النفقات الرأسمالية. وفيما يتعلق بعمر الرئيس التنفيذي، فلم يكن له أثر على التوزيعات أو على نفقات البحث والتطوير أو على النفقات الرأسمالية. وأظهرت النتائج بأن طول فترة تعيين الرئيس التنفيذي تؤدي لزيادة مصاريف البحث والتطوير، بينما أن ارتفاع نسبة ملكية الرئيس التنفيذي تؤدي لزيادة مصاريف البحث والتطوير.

أما دراسة (Singla, ٢٠١٦) فقد هدفت لاختبار تأثير خصائص كل من الرئيس التنفيذي ومجلس الإدارة على أداء الشركات الهندية. حيث بينت الدراسة بأن خصائص الحاكمة المؤسسية مثل هيكل مجلس الإدارة والإدارة لها تأثير على أداء الشركة، وبأن الباحثون حاولوا شرح العلاقة باستخدام الأطر النظرية المختلفة مثل نظرية الوكالة، ونظرية الاعتماد على الموارد، ونظرية الإشراف، إلا أن الدراسات التي أجريت توصلت لنتائج متعارضة حيث أكد بعضها وجود تأثير سلبي بينما أكد البعض الآخر وجود تأثير إيجابي. واستخدمت الدراسة مقياسين لخصائص مجلس الإدارة هما هيكل مجلس الإدارة، وحجم المجلس، بينما استخدمت خاصيتين للرئيس التنفيذي هما الفصل بين منصب الرئيس التنفيذي ورئيس المجلس، وفترة تعيين الرئيس التنفيذي. أما أداء الشركة فتم قياسه من خلال مقياس توبين كيو (Tobin's Q). وقد بينت نتائج الدراسة بأن كل

النظريات السابقة لا تعتبر ملائمة تماماً لتفسير العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي في الهند، مما يستوجب وجود نظرية متوسطة المدى لشرح العلاقة بين خصائص الحاكمية المؤسسية وأداء الشركات في الهند.

وهدف دراسة (Hambrick and Quigley, ٢٠١٤) لتقديم العديد من التحسينات على الطريقة القياسية لتقييم تأثير الرئيس التنفيذي على أداء الشركات باستخدام منهجية تقسيم التباين، ووضع سياق تحليلي لمدى مساهمة الرئيس التنفيذي في تحسين الأداء. واستناداً إلى عينة شملت ٨٣٠ رئيس تنفيذي في ٣١٥ شركة أمريكية خلال الفترة ١٩٩٢-٢٠١١، وجدت الدراسة تأثير كلي أكبر للرئيس التنفيذي مقارنةً مع الطرق القياسية التقليدية. حيث أشارت النتائج إلى أن تأثير الرئيس التنفيذي يساهم بما نسبته ٣٥,٥٪ من نتائج أعمال الشركات والتي تم قياسها من خلال معدل العائد على الأصول (ROA)، وهو ما يعكس وجود تأثير كبير للرئيس التنفيذي على الأداء.

أما دراسة (Sitthipong pinch and Pulsar, ٢٠١٢) فبحثت في تأثير خصائص الرئيس التنفيذي للشركة على سلوكيات تمويل الشركات بعد الأزمة المالية الآسيوية عام ١٩٩٧. وتضمنت عينة الدراسة على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة تايلند خلال الفترة ٢٠٠١ - ٢٠٠٥، واستخدمت طريقة المربعات الصغرى. وقد صنفت الدراسة خصائص الرئيس التنفيذي في ثلاث مجموعات هي السيرة الذاتية وشبكة العلاقات والحوافز. وقد وجدت الدراسة أن مستوى تعليم الرؤساء التنفيذيين له تأثير على الخيارات الاستراتيجية. كما أظهرت أن الرؤساء التنفيذيين الحاصلين ذوي الشهادات العليا يميلون لاستخدام مستويات أعلى من المديونية. وأشارت النتائج إلى أن شبكة العلاقات للرؤساء التنفيذيين تخفف من صعوبات الوصول إلى الموارد الخارجية. وبشكل عام، أكدت نتائج الدراسة أن خصائص الرئيس التنفيذي تؤثر على قرارات التمويل في الشركات.

الإطار النظري للدراسة

أولاً: خصائص الرئيس التنفيذي

قدمت دراسة (Norbum, ١٩٨٩) معلومات بشأن خصائص الرئيس التنفيذي المختلفة وأظهرت أهميتها. لذلك، فإن اختيار المدير التنفيذي يعد قراراً تنظيمياً أساسياً، وله آثار مهمة على فعالية الشركة (Kesner and Sebor, ١٩٩٤). فمن الأهمية بمكان وجود ملائمة جيدة بين خصائص الشركة وخصائص الفرد الذي سيشغل منصب الرئيس التنفيذي. وتعتبر الثقة من خصائص الرئيس التنفيذي غير الملموسة التي لها أهمية أيضاً، لأن للإفراط في الثقة تأثير سلبي على أداء الشركة. حيث وجدت دراسة (Heaton, ٢٠٠٢) أن الرؤساء التنفيذيين المتفائلين يغالون في تقييم مشاريعهم الخاصة وبالتالي قد يستثمرون في مشاريع لها قيمة حالية سلبية. وتتفق دراسة (Malmendier and Tate, ٢٠٠٨) مع هذا الرأي حيث أنها استنتجت أن الرؤساء التنفيذيين الذين لديهم ثقة مفرطة يبالغون في تقييم عمليات الدمج والاستحواذ، وذلك لأنهم يبالغون في توقع مقدرتهم على توليد العوائد أثناء عمليات الدمج والاستحواذ، وبالتالي يقومون بإجراء المزيد من عمليات الدمج والاستحواذ.

وبالإضافة لبحث الخصائص غير الملموسة للرئيس التنفيذي، قام بعض الباحثين بدراسة خصائص الرئيس التنفيذي الملموسة. حيث بحثت دراسة (Barker and Mueller, ٢٠٠٢) في بعض خصائص الرئيس التنفيذي الملموسة ووجدت أن خصائص الرئيس التنفيذي لها تأثير على الإنفاق على البحث والتطوير، حيث يكون الإنفاق على البحث والتطوير أكبر عندما يكون الرئيس التنفيذي أصغر سناً، ونسبة ملكيته في أسهم الشركة أكبر، وعندما يكون لديه خبرة مهنية أكبر.

وقد أشارت الدراسات السابقة إلى العديد من الخصائص الأخرى للرؤساء التنفيذيين والتي نستعرضها في السياق التالي:

١ . عمر الرئيس التنفيذي : يعتبر عمر الرئيس التنفيذي من الخصائص الهامة التي تناولتها الدراسات السابقة وبحث أثره على النواحي المالية للشركة. حيث ناقشت دراسة (Hambrick and Mason, ١٩٨٤) بأن الرؤساء التنفيذيين ذوي الأعمار الكبيرة أقل احتمالاً لطرح أفكار جديدة نظراً لأنهم أكثر تحفظاً ولأنهم يشعرون بالراحة في الطريقة التي يقودون بها الشركة. كما أشارت دراسة (Chown, ١٩٦٠) إلى أن فكرة عدم التغيير ترجع إلى حقيقة أنهم أقل قدرة على الخروج بأفكار جديدة. وأشارت دراسة (Child, ١٩٧٤) إلى أن وجود رؤساء تنفيذيين شباب يرتبط بالنمو الاقتصادي. هذا ويتميز الرؤساء التنفيذيين الأكبر عمراً بأن لديهم خبرة أكبر في الحصول على المعلومات وتقييمها، وبأنهم يأخذون المزيد من الوقت لاتخاذ القرارات من خلال المعرفة التي لديهم. لكن أشار (MacCrimmon and Wehrung, ١٩٨٦) إلى أن كره المخاطرة يزداد مع زيادة سن الرئيس التنفيذي، وذلك لأن تفاعل الشباب لديهم سوف يتضاءل مع تقدمهم بالعمر ويصبحوا أكثر ميلاً لتفضيل الأرباح المضمونة على المجازفة في مشاريع محفوفة بالمخاطر وأكثر ربحية. ويمكن أن يؤدي انخفاض التغييرات الإبداعية من قبل الرؤساء التنفيذيين الأكبر سناً إلى عيوب تنافسية مقارنة بالمنافسين. وهذا يتفق مع ما وجدته دراسة (Matta and Beamish, ٢٠٠٨) والتي بينت أن كره المخاطرة يتزايد كلما اقترب الرئيس التنفيذي من سن التقاعد.

٢ . فترة تعيين الرئيس التنفيذي : يعتبر تأثير فترة تعيين الرئيس التنفيذي على أداء الشركة أكثر غموضاً من الخصائص الأخرى، حيث أشارت بعض الدراسات إلى وجود علاقة إيجابية، بينما وجدت دراسات أخرى علاقة سلبية. فمثلاً أشارت دراسة (Adams et al., ٢٠٠٥) إلى أن الرؤساء التنفيذيين الذين يتمتعون بفترة تعيين

أطول يحصلون عادةً على قوة وسلطة أكبر داخل الشركة. وارتفاع قوة وسلطة الرئيس التنفيذي قد تؤدي إلى أداء أفضل للسهم، ولكنها أيضاً قد تؤدي لارتفاع التذبذب في سعر السهم، وهو ما يعبر عن المبادلة بين العوائد والمخاطر. أي أن الرؤساء التنفيذيين الذين يتمتعون بعقود أطول يفضلون العوائد الأعلى بدلاً من المشاريع الأقل مخاطرة ذات العوائد القليلة. أما دراسة (Alutto and Hrebiniak, ١٩٧٥) فقد توصلت لوجود علاقة إيجابية بين طول فترة تعيين الرؤساء التنفيذيين وبين مدى التزامهم تجاه تحقيق النتائج المتوخاة منهم، حيث أن الالتزام العالي يشكل حافزاً مهماً للأداء الجيد. وأشارت دراسة (Miller, ١٩٩١) إلى أنه من غير المحتمل أن تتغير استراتيجية الرئيس التنفيذي إذا زادت فترة تعيينه، لأنهم يفضلون الاستقرار والكفاءة على التغيير، وقد يكون هذا إما نتيجة لأن الرئيس التنفيذي مقتنع باستراتيجيته الخاصة أو نظراً لانتهاء دافع المصلحة في بيئة العمل. ووفقاً لنظرية الوكالة، فإن تعيين الرئيس التنفيذي لفترة طويلة قد يؤدي للمساس باستقلالية مجلس الإدارة، لأن وجود الرئيس التنفيذي في الشركة لسنوات عديدة قد يجعله يشعر باستقرار أكبر وسلطة أقوى، وبالتالي لا يفضل أن يتم مسألته من قبل أي شخص. كما أن طول فترة تعيين الرؤساء التنفيذيين قد تؤدي بهم لبناء علاقة مع أعضاء مجلس الإدارة، وهو ما يؤثر على موضوعية تقييم أداء الرئيس التنفيذي من قبل مجلس الإدارة. أما نظرية الإشراف فتري أن طول فترة تعيين الرئيس التنفيذي تعطي استمرارية للمنظمة، لأن الرئيس التنفيذي سيخدم الشركة لسنوات عديدة، لذلك فهو يفهم ثقافة المنظمة وعملياتها بشكل جيد، ويستطيع اتخاذ قرارات استراتيجية طويلة الأجل للشركة (Singla, ٢٠١٦). ويرى الباحث أن

النظرية الأوضح هنا هي وجود علاقة إيجابية بين طول فترة تعيين الرئيس التنفيذي وبين التزامه تجاه الشركة، والتي يمكن أن تؤدي في النهاية إلى تحسين أداء الشركة.

٣ . جنس الرئيس التنفيذي: شهد موضوع جنس الرئيس التنفيذي نقاش كبير خلال السنوات الأخيرة، حيث بدأت أوروبا في تحديد حصة معينة لنسبة النساء في مجلس الإدارة وذلك سعياً لإعطاء النساء فرصة للاضطلاع بأدوار إدارية داخل الشركة والمجلس، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فلا تزال متخلفة عن أوروبا في هذا الجانب ولديها تنوع أقل بين الجنسين في مجالس الإدارة. وقد أشارت دراسة (Carter, et al., ٢٠١٠) إلى أن يجب إتاحة الفرصة للنساء ذوات الكفاءات أو اللواتي تنتميان لأقليات عرقية للمشاركة في مجلس الإدارة والإدارة العليا في الشركات، فهن يمتلكن شبكة علاقات ومعلومات وخصائص أخرى يمكن أن تكون مفيدة للشركات. والمشكلة التي تثار هنا هو أن الشركات لا ترغب في توظيف الإناث لمجرد كونهن إناث، إنما تهتم الشركات بمدى فائدتهن للشركة وللأداء. وقد وجدت دراسة (Smith et al., ٢٠٠٦) ودراسة (Carter et al., ٢٠٠٣) أن هناك علاقة إيجابية بين التنوع في الجنس وبين أداء الشركة، وذلك لأن النساء تميل إلى زيادة وظائف الرقابة في المجلس، كما أنهن يختلفن في أسلوب اتخاذ قرارات الاستثمار. وقد أظهرت دراسة (Barber and Odean, ٢٠٠١) أن الرجال يميلون للمجازفة أكثر من النساء، فهم أكثر ثقة في أن استثماراتهم سوف تؤدي إلى الربح، بغض النظر عن مستوى معرفتهم بالفرص الاستثمارية التي تواجههم، كما أن الرجال أكثر ميلاً لتوزيع الأرباح مقارنة بالنساء، بينما تعتبر النساء أكثر كرهاً للمخاطرة من الرجال (Weber et al., ٢٠٠٢). كما أظهرت دراسة (Kulich et al., ٢٠١١) بأن هيكل تعويضات النساء يختلف عن الرجال، حيث غالباً ما يتم ربط مكافآت الرجال بأداء

الشركة لأن لدى الرجال حافز أقل للأداء الجيد مقارنةً مع النساء، وعموماً تعتبر مكافآت الرجال أعلى من مكافآت النساء. وبينت نتائج دراسة (Faccio et al. ٢٠١٦) أن الشركات التي تدار من قبل رئيس تنفيذي أنشئ لديها نسبة مديونية أقل.

٤ . مؤهلات الرئيس التنفيذي: أشارت الدراسات السابقة مثل دراسة (Hartog and Oosterbee, ٢٠٠٧) ودراسة (Van der Sluis et al., ٢٠٠٨) إلى وجود توافق كبير حول وجود علاقة إيجابية بين المستوى التعليمي للرئيس التنفيذي وبين أداء الشركات. ووجدت دراسة (King, Srivastav, and Williams, ٢٠١٦) أن هناك علاقة إيجابية بين امتلاك الرئيس التنفيذي لشهادة ماجستير في إدارة الأعمال وبين أداء البنك. وبالتالي فإن الباحث يرى أنه كلما زاد المؤهل العلمي للرئيس التنفيذي، وكلما كان هذا المؤهل في تخصص مرتبط بنشاط الشركة، كلما كان لهذا دور في تحسين أداء الشركات

ثانياً: السياسة المالية للشركات

تشير الأدبيات المالية إلى أن وظيفة الإدارة المالية في الشركات ترتبط أساساً بثلاثة أنواع رئيسية من القرارات وهي (Ross et al., ٢٠١٣):

١ . موازنة رأس المال (Capital Budgeting): وهي عملية تخطيط وإدارة استثمارات الشركة طويلة الأجل، حيث تعتبر هذه الاستثمارات هامة لعدة أسباب منها أنها قرارات طويلة الأجل، وأنها المحدد لنوع العمل الذي تقوم به الشركة، وأنها تتطلب مبالغ كبيرة نسبياً. ويقوم المدير المالي بتقييم وتحليل مختلف الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة لاختبار جدواها واختيار البديل الأفضل الذي يغطي تكاليفه ويحقق للشركة عائد مقبول يساهم في زيادة القيمة السوقية للشركة. وبغض النظر عن طبيعة الفرص الاستثمارية التي تواجهها الشركة، فلا بد أن

يستند تحليلها وتقييمها على ثلاثة مفاهيم هي التدفقات النقدية المتوقعة ، وتوقيت تلك التدفقات ، وحجم المخاطرة التي ينطوي عليها الاستثمار.

٢ . هيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح (Capital Structure and Dividend Policy): يعبر هيكل رأس المال عن مزيج التمويل الذي تعتمد عليه الشركة للحصول على التمويل طويل الأجل ، وبالتالي فإن هيكل رأس المال يعكس تركيبة الدين أو الملكية في هيكل تمويل الشركة. ومن المهم أن يقوم المدير المالي باختيار المزيج المناسب من الدين والملكية بالشكل الذي يحقق أقل تكلفة على الشركة ويحقق هيكل رأس المال الأمثل والذي من شأنه أن يعظم القيمة السوقية للشركة. كذلك على المدير المالي تحديد الوقت والآلية التي سيتم من خلالها الحصول على التمويل. أما سياسة توزيع الأرباح فتشير إلى سياسة الشركة في توزيع جزء أو كل أرباحها على حملة الأسهم.

٣ . إدارة رأس المال العامل (Working Capital Management): يشير رأس المال العامل إلى استثمارات الشركة في الأصول المتداولة (قصيرة الأجل) مثل النقد ، والأوراق المالية ، والذمم المدينة والمخزون ، أما إدارة رأس المال العامل فهو إدارة الموجودات المتداولة للشركة بشكل يوازن بين السيولة وبين الربحية. وبلا اعتماد على أن وظيفة الإدارة المالية في الشركات ترتبط بالأنواع الثلاثة سالفة الذكر ، فيمكن القول أن السياسة المالية للشركة تتعلق أساساً بهيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح. حيث ستركز الدراسة الحالية على سياسة توزيع الأرباح كمؤشر للسياسة المالية في الشركات.

ثالثاً: سياسة توزيع الأرباح

تعتبر الأرباح الموزعة أحد أهم الاعتبارات التي ينظر إليها المستثمر قبل اتخاذ قراره بالاستثمار في أسهم شركة ما. وتختلف الأرباح الموزعة من شركة لأخرى وفقاً للسياسة التي تتبعها الشركة في توزيع أرباحها على المساهمين.

وقد أشار العديد من الباحثين مثل (Görtsm, ٢٠١٦) إلى أن توزيعات أرباح الشركات شهدت انخفاضاً واضحاً خلال السنوات الأخيرة نظراً لأن الضرائب تجعل توزيع الأرباح أقل جاذبية بسبب الازدواج الضريبي الذي يتضمن فرض ضريبة على أرباح الشركات وضريبة على الأرباح الموزعة على المساهمين. ومع ذلك، فإن هناك الكثير من الشركات التي تقوم بتوزيع أرباح نقدية وذلك باعتبار أن توزيع الاعتبار يعتبر طريقة ملائمة لإخبار المساهمين عن الآفاق المستقبلية للشركة. وفي الكثير من الأحيان، يرتفع سعر السهم بعد الإعلان عن الأرباح بمقدار الأرباح التي سيتم توزيعها، لكن بعد دفع الأرباح يجب أن ينخفض سعر السهم إلى مستويات أعلى قليلاً من السعر الأصلي للسهم وذلك بفعل تأثير التأشير على سعر السهم.

ويشير الأدب المالي إلى أن تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة قد يختلف أيضاً حسب وجهة النظر، حيث أن هناك عدة نظريات حاولت تفسير العلاقة بين توزيعات الأرباح وبين قيمة الشركة، بما فيها نظرية عدم أهمية توزيعات الأرباح، ونظرية تفضيل التوزيعات، ونظرية الإشارة.

فنظرية عدم أهمية توزيعات الأرباح والتي اقترحتها دراسة (Modigliani and Miller, ١٩٦١)، تشير إلى أن القيمة السوقية الإجمالية للشركة تعتبر مستقلة عن سياسة توزيع الأرباح، وذلك بافتراض عدم وجود عيوب في السوق، ولا ضرائب ولا تكاليف معاملات. حيث أن حصول المستثمرين على الأرباح الموزعة يتساوى من حيث الأثر مع قيام الشركة باحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها.

أما نظرية تفضيل التوزيعات والتي تسمى أيضاً بنظرية عصفور في اليد، فتشير إلى وجود علاقة بين توزيعات الأرباح وبين أسعار الأسهم في السوق المالي وذلك لأن الأرباح الموزعة تشكل البسط في نموذج تقييم السهم، وبالتالي فإن زيادة الأرباح الموزعة تزيد من قيمة السهم (Walter, ١٩٦٣).

وبينت نظرية الإشارة أن المستثمرين ينظرون لأي تغيرات في سياسة توزيع الأرباح على أنها إشارة من الشركة لهم تجربهم فيها عن توقعات المستقبلية لأرباح الشركة، حيث أن ارتفاع الأرباح الموزعة سوف يعطي إشارة للمستثمرين بأن أرباح الشركة المستقبلية سوف تكون أعلى، وهو ما سيدفع سعر السهم للارتفاع (Koch and Shenoy, ١٩٩٩). وقد أظهرت دراسة (Görtsm, ٢٠١٦) أن توزيع الأرباح يؤثر على الأرباح المحتجزة للشركة لأن الأرباح المحتجزة تسجل ضمن حقوق المساهمين في الميزانية العمومية، حيث ترتفع الأرباح المحتجزة بمقدار الفرق بين صافي الربح وبين الأرباح الموزعة، وارتفاع توزيعات الأرباح يعكس انخفاض في الأرباح التي يتم احتجازها، وبالتالي فإن توزيع الأرباح يقلل من قيمة الشركة. كما بينت الدراسة أيضاً وجود أثر إيجابي لتوزيعات الأرباح على قيمة الشركة، حيث أن الاعتماد على نموذج الأرباح الموزعة المخصوصة لحساب قيمة الشركة، يؤدي للاستنتاج بوجود علاقة موجبة بين التوزيعات وبين قيمة الشركة.

رابعاً: نبذة عن السوق المالي السعودي:

تأسست السوق المالية السعودية (تداول) بتاريخ ١ مارس ٢٠٠٧ كشركة مساهمة تنفيذاً للمادة (٢٠) من نظام السوق المالية. وتعد السوق المالية السعودية (تداول) الجهة الوحيدة المصرح لها بالعمل كسوق للأوراق المالية في المملكة العربية السعودية. وتحظى

تداول عند تنفيذ عملياتها بدعم من شركتين تابعتين مملوكتين لها بالكامل، وهما: شركة إيداع الأوراق المالية (إيداع)، وشركة مركز مقاصة الأوراق المالية (المقاصة).

ويبلغ رأس مال تداول ١.٢ مليار ريال سعودي مقسم إلى ١٢٠ مليون سهم جميعها متساوية القيمة، وتبلغ القيمة الاسمية للسهم ١٠ ريالات سعودية، جميعها أسهم نقدية اكتب فيها صندوق الاستثمارات العامة.

وقد بلغ عدد الشركات المدرجة في (تداول) ١٩٠ شركة في نهاية عام ٢٠١٨. وقسمت قطاعات (تداول) سابقاً إلى ١٦ قطاع رئيسي، وتم إعادة هيكلة قطاعات السوق مؤخراً في تداول لتتكون من ٢٠ قطاع فرعي المتمثل في: قطاع الطاقة، قطاع المواد الأساسية، قطاع السلع الرأسمالية، قطاع الخدمات التجارية والمهنية، قطاع النقل، قطاع السلع طويلة الأجل، قطاع الخدمات الاستهلاكية، قطاع الإعلام والترفيه، قطاع تجزئة السلع الكمالية، قطاع تجزئة الأغذية، قطاع إنتاج الأغذية، قطاع الرعاية الصحية، قطاع الأدوية، قطاع البنوك، قطاع الاستثمار والتمويل، قطاع التأمين، قطاع الاتصالات، قطاع المرافق العامة، قطاع الصناديق العقارية المتداولة و قطاع إدارة وتطوير العقارات.

وفي نهاية عام ٢٠١٨، أغلق المؤشر العام للسوق المالية السعودية (تداول) عند مستوى ٧,٨٢٦.٧ نقطة، وهو أعلى بنسبة ٨,٣٪ عن مستواه في نهاية عام ٢٠١٧. وبلغت القيمة السوقية للأسهم المصدردة في نهاية عام ٢٠١٨ حوالي ١,٨٥٨.٩ مليار ريال سعودي، والتي تعتبر أعلى بنسبة ١٠٪ عن مستواها في نهاية عام ٢٠١٧. وبلغت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة ٨٧٠.٩ مليار ريال خلال عام ٢٠١٨ وبارتفاع نسبته ٤.١٪ عن العام السابق. أما إجمالي عدد الأسهم المتداولة في عام ٢٠١٨ فقد بلغ

٣٧,٨ مليار سهم وهي أقل بنسبة ١٢,٦٪ عن العام السابق (السوق المالية السعودية (تداول)، التقرير الإحصائي السنوي (٢٠١٨)).

منهجية الدراسة

ويمكن إيضاح ذلك من خلال النقاط التالية :

أ- مجتمع الدراسة وعينتها

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات السعودية المساهمة العامة المدرجة في البورصة السعودية. وبحسب بيانات شركة السوق المالية السعودية (تداول)، فقد بلغ عدد الشركات السعودية المساهمة العامة ١٨٨ شركة موزعة على ٢٠ قطاعاً فرعياً كما في نهاية عام ٢٠١٧. أما عينة الدراسة فتتضمن على عينة طبقية عشوائية تضم ٣٥ شركة موزعة على جميع القطاعات، والتي تشكل ما نسبته ١٩٪ تقريباً من مجتمع الدراسة. وبحيث تم اختيار عينة تتراوح ما بين شركة إلى ثلاث شركات من كل قطاع من القطاعات البالغ عددها ٢٠ قطاع.

وسيتم جمع البيانات الخاصة بالدراسة من خلال التقارير المالية السنوية الصادرة عن شركات العينة خلال الفترة ٢٠١٢ – ٢٠١٦، إضافة للاعتماد على البيانات الصادرة عن السوق المالية السعودية. ووفقاً لبيانات العينة، فإن هذا يوفر ١٧٥ مشاهدة لغايات إجراء التحليل اللازم للدراسة.

ب- نموذج الدراسة

اعتماداً على المنهج المستخدم في العديد من الدراسات السابقة التي اختبرت أثر خصائص الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات مثل دراسة (Görtsm, ٢٠١٦)، واستناداً إلى الدراسات التي بحثت في أثر خصائص الرئيس التنفيذي على أداء

أو قيمة الشركات مثل دراسة (Toor et al., ٢٠١٦) و (Diks, ٢٠١٦) و (Bhatt, ٢٠١٢)، يمكن صياغة نموذج للدراسة الحالية بحيث يستهدف قياس أثر المتغيرات الممثلة لخصائص الرئيس التنفيذي والمتغيرات الضابطة على السياسة المالية في الشركات المساهمة العامة السعودية، وذلك كما يلي:

$$FP_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 GND_{i,t} + \beta_3 AGE_{i,t} + \beta_4 TNR_{i,t} + \beta_5 QLF_{i,t} + \beta_6 DUL_{i,t} + \beta_7 TANG_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} + \varepsilon_t \quad \dots (1)$$

حيث أن:

$FP_{i,t}$: تمثل مؤشر السياسة المالية للشركة i في الفترة t ، والتي سيتم قياسها من خلال مؤشر نسبة توزيع الأرباح، ونسبة توزيع الأرباح هي عبارة عن الأرباح الموزعة مقسومة على صافي الربح، حيث أنها تعكس سياسة الشركة تجاه المساهمين.

$GND_{i,t}$: هو متغير يمثل جنس الرئيس التنفيذي في الشركة i في الفترة t ، والذي يأخذ القيمة ١ في حال كان ذكر، والقيمة ٢ في حال كان أنثى.

$AGE_{i,t}$: هو العمر بالسنوات للرئيس التنفيذي في الشركة i في الفترة t .

$TNR_{i,t}$: هو عدد سنوات تعيين الرئيس التنفيذي في الشركة i في الفترة t .

$QLF_{i,t}$: هو المستوى التعليمي للرئيس التنفيذي في الشركة i في الفترة t .

$DUL_{i,t}$: هو الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي في الشركة i في الفترة t .

$TANG_{i,t}$: هو متغير ضابط يمثل نسبة الموجودات الثابتة في الشركة i في الفترة t . ونسبة الأصول الثابتة هي عبارة عن الأصول الثابتة مقسومة على إجمالي الأصول، حيث تعكس هذه النسبة حجم الأصول الرأسمالية لدى الشركة، وبالتالي من المتوقع أن يكون لها تأثير على السياسة المالية للشركة.

$SIZE_{i,t}$: هو متغير ضابط يمثل حجم أصول الشركة i في الفترة t . وسيم قياس الحجم من خلال إجمالي أصول الشركة، وذلك نظراً لأن السياسة المالية تختلف باختلاف حجم الشركة.

$\varepsilon_{i,t}$: تمثل الخطأ العشوائي في الاحتمال.

ج- متغيرات الدراسة

تستخدم الدراسة متغير تابع يمثل مؤشرات السياسة المالية في الشركات، بينما تستخدم خمس متغيرات مستقلة تمثل خصائص الرئيس التنفيذي، إضافة لاستخدام متغيرين ضابطين هما نسبة الأصول الثابتة وحجم الشركة، وذلك بهدف استخلاص الأثر الصافي للمتغيرات المستقلة على المتغيرات التابعة. والجدول التالي يبين ملخص بمتغيرات الدراسة وطريقة قياسها.

المرجع	طريقة القياس	الاختصار	اسم المتغير
أولاً: المتغير التابع: مؤشرات السياسة المالية			
Görtsm, ٢٠١٦	إجمالي الأرباح الموزعة صافي الربح	DPO	١. نسبة توزيع الأرباح
ثانياً: المتغيرات المستقلة			
Faccio et al. ٢٠١٦	متغير وهمي يأخذ القيمة ١ إذا كان الرئيس التنفيذي ذكر، والقيمة ٢ إذا كان أنثى.	GND	١. الجنس
Serfling, ٢٠١٤	عمر الرئيس التنفيذي بالسنوات.	AGE	٢. العمر
Adams et al., ٢٠٠٥	عدد سنوات تعيين الرئيس التنفيذي في الشركة.	TNR	٣. فترة التعيين

Kokeno and Muturi, ٢٠١٦	يأخذ القيمة ١ إذا كان المستوى التعليمي للرئيس التنفيذي أقل من بكالوريوس، والقيمة ٢ إذا كان بكالوريوس، والقيمة ٣ إذا كان ماجستير أو دكتوراه.	QLF	٤. المؤهل العلمي
Boyd, ١٩٩٥	متغير وهي يأخذ القيمة ٠ إذا كان الرئيس التنفيذي هو نفس رئيس مجلس الإدارة، والقيمة ١ إذا كان هناك فصل بين المنصبين	DUL	٥. الفصل بين منصب الرئيس التنفيذي ورئيس المجلس
ثالثاً: المتغيرات الضابطة			
	إجمالي الأصول الثابتة إجمالي الأصول	TANG	نسبة الأصول الثابتة
Görtsm, ٢٠١٦	اللوغاريتم الطبيعي لحجم الأصول	SIZE	حجم الشركة

د- المعالجة الإحصائية

بسبب التطور في مجال الاقتصاد القياسي وتحليل السلاسل الزمنية، فقد اهتمت الخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية باستقرار أو عدم استقرار تلك السلاسل، وخاصة بعدما نشر (Nelson & Plosser, ١٩٨٢) دراستهما التي أكدا فيها أن معظم السلاسل الزمنية المالية للولايات المتحدة الأمريكية تحتوي على جذر الوحدة (Unit Root) أي أن معظم السلاسل الزمنية غير مستقرة (Non-Stationary)، وبالتالي فإن تطبيق الأساليب القياسية التقليدية على بيانات غير مستقرة إحصائياً سيؤدي إلى إظهار نتائج غير دقيقة أو زائفة، لذلك ستقوم الدراسة الحالية بتطبيق

١. اختبارات جذر الوحدة مثل اختبار (Dickey-Fuller) و (Phillips Peron)، للتأكد

فيما إذا كانت هذه البيانات للمتغيرات المدروسة مستقرة أم غير مستقرة

٢. تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression).

النتائج

أولاً: اختبارات استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

ومن أجل اختبار استقراره السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة تم استخدام كل من اختبار (Dickey-Fuller) و (Phillips Peron) وذلك للتأكد من استقراره السلاسل الزمنية حيث أن عدم استقراره السلاسل الزمنية يؤدي إلى نتائج انحدار مزيفة غير حقيقية، وبالتالي تم إجراء الاختبارين لمتغيرات الدراسة عند المستوى وتبين من خلال النتائج في الجدول (١) إن جميع المتغيرات غير مستقرة عند المستوى، حيث ان قيمة المعنوية لكلا الاختبارين اكبر من ٥٪، وبالتالي يتم قبول فرضية العدم التي تنص على وجود جذر الوحدة (عدم استقرار السلسلة الزمنية)، وبالتالي لا بد من اخذ الفرق الأول لكافة المتغيرات ومن ثم إعادة الاختبار، وبعد اخذ الفرق الأول تبين من خلال الاختبارين (Dickey-Fuller) و (Phillips Peron) ومن خلال قيمة المعنوية والتي كانت اقل من ٥٪ لكلا الاختبارين، وبالتالي رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة التي تنص على عدم وجود جذر الوحدة اي أن السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة أصبحت مستقرة وهذا يشير إلى أن تأثير كافة الصدمات المؤقتة سوف يتلاشى مع الزمن في المدى الطويل خاصة أن اختبار (Phillips Peron) يأخذ بعين الاعتبار الأخطاء العشوائية واشمل من اختبار (Dickey-Fuller) وبالتالي البيانات أصبحت جاهزة للتحليل.

جدول رقم (١): اختبار (Phillips Peron) و (Dickey-Fuller)

النتيجة	PP	ADF	المستوى	المتغير
غير مستقرة	٠,٨١٠٦	٠,٧٩٥٥	المستوى	GND
مستقرة	٠,٠٢٤٢	٠,٠٢٩٧	الفرق الأول	
غير مستقرة	٠,٥٧٥٦	٠,٥٢١٠	المستوى	AGE
مستقرة	٠,٠٣٣٢	٠,٠٣٦٧٧	الفرق الأول	

غير مستقرة	٠,٩٧٨٨	٠,٨٥٤٠	المستوى	TNR
مستقرة	٠,٠٣٨٥	٠,٠٤٢١	الفرق الأول	
غير مستقرة	٠,٦٥٤٠	٠,٧٥٧٠	المستوى	GLF
مستقرة	٠,٠٣٤٢	٠,٠٤٩٨	الفرق الأول	
غير مستقرة	٠,٨٨٧٥	٠,٦٧٥٠	المستوى	DUL
مستقرة	٠,٠٢٢٥	٠,٠٣٧٠	الفرق الأول	
غير مستقرة	٠,٠٣٥١	٠,٠٤٦٦	المستوى	TANG
مستقرة	٠,٠٠٠٠	٠,٠٠٠٠	الفرق الأول	
غير مستقرة	٠,٠١٢٥	٠,٠٢٥٧	المستوى	SIZE
مستقرة	٠,٠١٣٦	٠,٠٢٧٤	الفرق الأول	

المصدر: من إعداد الباحث - مخرجات برمجية E-Views

وللتأكد ما إذا كانت المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى أو لا قام الباحث باختبار

درجة تكامل البواقي ويتضح ذلك من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (٢): نتائج اختبار سكون البواقي

المستوى			المتغيرات
PP	ADF	التباطؤ	
***,٠,٠٠٠٠	***,٠,٠٠٠٠	٣	Z=resid

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews.

***، **، *، تشير إلى سكون المتغيرات عند مستوى معنوية ١٪، ٥٪ و ١٠٪ على

التوالي.

ومن خلال النتائج المتحصل عليها والموضحة في الجدول رقم (٢) تبين أن البواقي

تتسم بالسكون.

ثانياً: نتائج اختبار الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression):

قبل إجراء الانحدار لا بد من إجراء الاختبارات القبلية من أجل الحصول على نتائج حقيقية وليس نتائج مزيفة مثل اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات، بحيث إذا كانت البيانات غير موزعة طبيعياً فإن نتائج التحليل تكون غير دقيقة ولا يمكن الاعتماد عليها، إضافة إلى اختبار الارتباط الذاتي واختبار تجانس التباين.

١- اختبار التوزيع الطبيعي:

تم استخدام اختبار (Jarque-Bera test) لاختبار مدى أتباع البيانات للتوزيع الطبيعي حيث تتبع البيانات التوزيع الطبيعي عندما تكون القيمة الاحتمالية أكبر من مستوى الدلالة الإحصائية (٥٪) ويوضح الجدول (٣) نتائج الاختبار:

جدول رقم (٣): نتائج اختبار (Jarque-Bera) للتوزيع الطبيعي

النتيجة	Probability	Jarque-Bera	Variable
طبيعي	٠,٤١٤١٢٤	٢,٣٠٢١١٥	DPO

إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج EViews

نلاحظ من الجدول أعلاه أن قيمة مستوى الدلالة لكل المتغيرات المدروسة أكبر من القيمة ٠,٠٥، أي أنه عند مستوى الثقة ٩٥٪ لا توجد فروق دالة إحصائية في توزيع قيم المتغيرات التابعة عن التوزيع الطبيعي، وبالتالي تقبل فرضية العدم والتي تقول إن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي وترفض الفرضية البديلة التي تقول إن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي.

٢- اختبار الارتباط الذاتي

تم استخدام اختبار Breusch-Godfrey للتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء ويتضح من النتائج في جدول (٤) ومن خلال قيمة الاحتمالية والتي كانت أكبر من ٥٪ عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء حيث يتم قبول فرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء

جدول رقم (٤): نتائج اختبار الارتباط الذاتي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
٠,٠٥٢٦	Prob. F(٢,٢١)	٣,٣٧٦١٩٠	F-statistic
٠,٠٦٠٨	Prob. Chi-Square(٢)	٦,٢٩٤٨٧٠	Obs*R-squared
Test Equation:			
Dependent Variable: RESID			
Method: Least Squares			
Date: ٤/١٣/١٨ Time: ٢٠:١٥			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews.

٣- اختبار تجانس التباين للأخطاء

تم استخدام اختبار Breusch-Pagan-Godfrey ، حيث يتبين من النتائج في الجدول رقم (٥) ومن خلال قيمة المعنوية والتي كانت أكبر من ٥٪ إلى قبول الفرضية العدمية التي تنص على تجانس التباين للأخطاء

جدول رقم (٥): نتائج اختبار تجانس التباين

Heteroscedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
٠,١٥٨٨	Prob. F(٢,٢٣)	٢,٠٠٦٨١٨	F-statistic
٠,١٤٨٤	Prob. Chi-Square(٢)	٣,٧٥٦٨٠٢	Obs*R-squared
٠,٣٤٨٠	Prob. Chi-Square(٢)	٢,٢٦٩٣٢٥	Scaled explained SS
Test Equation:			
Dependent Variable: RESID ^٢			
Method: Least Squares			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews

٤- اختبار الارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة

تم حساب معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة حيث يتبين من النتائج في الجدول رقم (٦) عدم وجود ارتباط عالي بين المتغيرات المستقلة وبالتالي أصبحت البيانات جاهزة للتحليل.

جدول رقم (٦): نتائج اختبار الارتباط بين المتغيرات المستقلة

SIZE	TANG	DUL	QLF	TNR	AGE	GND	
٠,١٤	-٠,٠٨	-٠,٠٦	-٠,٠٧	-٠,٠٣	٠,٠٨	١	GND
٠,١١	-٠,٠٤	٠,١٦	٠,١٨	-٠,٠٨	١		AGE
-٠,٠٣	٠,٠٤	-٠,٠٤	-٠,٠٤	١			TNR
٠,٠١	-٠,٠٤	-٠,٠٤	١				QLF
٠,٠٢	-٠,٠٤	١					DUL
-٠,١٩	١						TANG
١							SIZE

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EVIEWS.

بين الجدول رقم (٧) نتائج الانحدار المتعدد للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع (توزيع الأرباح)، حيث يتضح من الجدول ما يلي:

جدول رقم (٧): نتائج تحليل الانحدار المتعدد

Model	Unstandardized Coefficients		T	Sig.	
	B	Std. Error			
١	(Constant)	.٠٢١	.٠١٢	١,٨٨٠	.٠٨٦
	Gnd	.٠٠٠	.٠٠٦	.٣٤٨	.٦٣١
	Age	.٠٠٠	.٠٠٠	-.٩٥٨	.٢٤٤
	Tnr	.٠٠٢	.٠٠١	٢,٣١٢	.٠٢١
	Qlf	-.٠٠٦	.٠٠٣	-١,٦٧٧	.١١٥
	DUL	-.٠٠٨	.٠٠١	-١,٧٧٥	.٠٢٥
	Tang	-.٠٠٧	.٠٠٥	-١,٤٠	.٠٣٦
	Size	٧,٢٠٢E-٠٠٧	.٠٠٠	٢,١٩٢	.٠٢٤

المصدر: من إعداد الباحث - مخرجات برمجية E-Views.

حيث يتضح من الجدول ما يلي:

أ- لم يكن هناك أثر لجنس الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة، حيث كانت أهمية t أكبر من ٥٪، وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لجنس الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة.

ب- لم يكن هناك أثر لعمر الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة، حيث كانت أهمية t أكبر من ٥٪، وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لعمر الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة.

ت- كان هناك أثر موجب وذو دلالة إحصائية لمدة تعيين الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة، حيث كانت أهمية t أقل من ٥٪، وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لمدة تعيين الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة، وقبول الفرضية الفرعية البديلة الثالثة بوجود أثر موجب وذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لمدة تعيين الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة.

ث- لم يكن هناك أثر للمستوى التعليمي للرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة، حيث كانت أهمية t أكبر من ٥٪، وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الرابعة التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للمستوى التعليمي للرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة.

ج- كان هناك أثر سالب وذو دلالة إحصائية للفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة، حيث كانت أهمية t أقل من ٥٪، وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الخامسة التي تنص على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة، وقبول الفرضية الفرعية البديلة الخامسة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات

السعودية المساهمة العامة. والإشارة السالبة للمعامل تعني أن الفصل بين المنصبين يؤدي لانخفاض نسبة توزيع الأرباح.

- ح- كان هناك أثر سالب وذو دلالة إحصائية لنسبة الأصول الثابتة على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة، حيث كانت أهمية t أقل من ٥٪، وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية السادسة التي تنص على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha < 0.05$) لنسبة الأصول الثابتة على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة، وقبول الفرضية الفرعية البديلة السادسة بوجود أثر سالب وذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha < 0.05$) لنسبة الأصول الثابتة على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة.
- خ- كان هناك أثر موجب وذو دلالة إحصائية لحجم أصول الشركة على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة، حيث كانت أهمية t أقل من ٥٪، وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية السابعة التي تنص على عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha < 0.05$) لحجم أصول الشركة على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة، وقبول الفرضية الفرعية البديلة السابعة بوجود أثر موجب وذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha < 0.05$) لحجم أصول الشركة على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة.

مناقشة النتائج والتوصيات

أولاً: مناقشة النتائج:

هدفت هذه الدراسة لمعرفة مدى اختلاف السياسة المالية وذلك باختلاف خصائص الرئيس التنفيذي، وذلك بالاستناد على عينة مكون من (٣٥) شركة سعودية مساهمة

عامّة خلال الفترة (٢٠١٢ - ٢٠١٦)، وذلك بهدف معرفة وتحديد أهم خصائص الرئيس التنفيذي التي لها أثر مهم على السياسات المالية المتبعة من قبل الشركات. وقد أظهرت النتائج وجود مضامين وانعكاسات مهمة لخصائص الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات السعودية، وقد تفاوت تأثير هذه الخصائص حيث كان بعضها غير مهم، وكان بعضها الآخر مهم وله أثر إيجابي، وبعضها مهم وله أثر سلبي. حيث أظهرت نتائج تحليل الانحدار عدم وجود أثر لجنس الرئيس التنفيذي، وعمره، والمستوى التعليمي له على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة. ما يعكس أن هذه المتغيرات أو الخصائص لا تلعب أي دور في التأثير على السياسات المالية المتبع من قبل الشركات. وهذه النتائج تتفق مع نتائج دراسة (Toor et al., ٢٠١٦) والتي وجدت أيضاً عدم وجود أثر للمستوى التعليمي وجنس الرئيس التنفيذي. بينما تخالف دراسة (Peni, ٢٠١٤) والتي أكدت وجود أثر إيجابي لجنس المدير التنفيذي وخبرة ومؤهلات الرئيس التنفيذي، وتخالف كذلك دراسة (Diks, ٢٠١٦) والتي وجدت أن لعمر الرئيس التنفيذي أثر سلبي.

بينما أظهرت النتائج أن مدة تعيين الرئيس التنفيذي أثر موجب ومهم على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة، بحيث أن زيادة مدة تعيين الرئيس التنفيذي تؤدي إلى زيادة نسبة الأرباح الموزعة من قبل الشركات.

أما الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي فكان له أثر سلبي ومهم على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة، مما يعني أن الفصل بين المنصبين يؤدي لانخفاض نسبة توزيع الأرباح. وتتفق هذه النتيجة مع العديد من الدراسات السابقة مثل دراسات (Miller, ١٩٩١) و (McClelland et al., ٢٠١٢) والتي أكدت أن طول فترة تعيين الرئيس التنفيذي لها أثر سلبي على الشركة.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، فقد أكدت النتائج بأن لحجم أصول الشركة أثر موجب على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة، مما يعني بأن ارتفاع حجم الشركة يؤدي لزيادة نسبة الأرباح الموزعة. بينما كان لنسبة الأصول الثابتة أثر سالب ومهم على السياسة المالية في الشركات السعودية المساهمة العامة، مما يعني بأن ارتفاع نسبة الأصول الثابتة تؤدي لانخفاض نسبة توزيع الأرباح.

ثانياً: التوصيات

توصي الدراسة:

١. تؤكد الدراسة عند المفاضلة بين الرؤساء التنفيذيين المرشحين للشركات، أن يتم التركيز على خاصية رئيسية وهي مدة تعيين الرئيس التنفيذي، وبحيث تكون فترة العقود طويلة نوعاً ما. حيث أن ذلك يتيح للرئيس التنفيذي الوقت الكافي لتطبيق رؤيته وفلسفته واستراتيجيته على الشركة والوصول إلى نتائج جيدة في صالح الشركة.
٢. من المقترح أن يتم النظر في إمكانية الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي نظراً لما أكدته النتائج بأن الفصل بين المنصبين يؤدي لانخفاض نسبة توزيع الأرباح.
٣. توصي الدراسة بالإسراع في تجهيز معايير لخصائص المدير التنفيذي واصدارها في السعودية، مع الاسترشاد بأفضل الممارسات في هذا المجال من الدول المتقدمة والبيئات المشابهة للبيئة السعودية.
٤. دعوة الشركات السعودية الى مزيد من الالتزام بأفضل ممارسات لخصائص المدير التنفيذي، لما لذلك من تأثيرات على قيمة الشركة وحل للنزاعات، وتضارب المصالح فيها.

- ٥ القيام بدراسة مقارنة لخصائص المدير التنفيذي على السياسة المالية بين الشركات المساهمة وشركات مساهمة من دولة أو دول أخرى
- ٦ الاهتمام بالدراسات التطبيقية لقياس خصائص المدير التنفيذي على السياسة المالية خلال فترات متعددة عبر سلسلة زمنية ، للتعرف على مدى تطور خصائص المدير التنفيذي بالشركات المساهمة السعودية
- ٧ إجراء مزيد من البحوث المالية للتعرف على المتغيرات الأخرى التي قد يكون لها تأثير على خصائص المدير التنفيذي على السياسة المالية وعلى أداء الشركات.
- ٨ ضرورة الوقوف على متغيرات خصائص المدير التنفيذي التي أدت إلى تأثير سلبي على السياسة المالية في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة السعودية خلال فترة الدراسة لتجنب هذه المشكلة في المستقبل.

المراجع

- Adams, R., Almeida, H., and Ferreira, D. (٢٠٠٥). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *Review of financial studies*, Vol. ١٨(٤), pp. ١٤٠٣-١٤٣٢.
- Alutto, J., and Hrebiniak, L. (١٩٧٥). Research on commitment to employing organizations: Preliminary findings on a study of managers graduating from engineering and MBA programs. In annual meeting of the Academy of Management, New Orleans.
- Bandiera, O., Prat, A., Hansen, S., and Sedum, R., (٢٠١٧). CEO Behavior and Firm Performance. National Bureau of Economic Research, NBER Working Paper Series, Working Paper No. ٢٣٢٤٨.
- Barber, B. M., & Odean, T. (٢٠٠١). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *Quarterly journal of Economics* Vol ١١٦, NO ١, pp. ٢٦١-٢٩٢.
- Barker III, V. L., & Mueller, G. C. (٢٠٠٢). CEO characteristics and firm R&D spending. *Management Science*, ٤٨(٦), ٧٨٢-٨٠١.
- Boyd. (١٩٩٥). CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, ١٦, ٣٠١-٣١٢.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (٢٠٠٣). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial review*, Vol. ٣٨(١), pp. ٢٣-٥٣.
- Carter, D., D'Souza, F., Simkins, B., and Simpson, W. (٢٠١٠). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. ١٨(٥), pp. ٣٩٦-٤١٤.
- Cerrito, S. T. (٢٠٠٣). Influencing initial public offering investors with prestige: signaling with board structures. *The Academy of Management Journal*, ٢٨(٣), ٤٣٢-٤٤٦ <https://doi.org/10.5465/amr.2003.101967054>.
- Chown, S. (١٩٦٠). A factor analysis of the Wesley Rigidity Inventory: its relationship to age and nonverbal intelligence. *The Journal of Abnormal and Social psychology*, Vol. ٦١, NO :٣, PP ١١٦٩- ١١٧٧.
- Chukwu, Gosper and Egbuhuzor, Celestine, (٢٠١٧). Tangible Assets and Corporate performance: Evidence from the manufacturing industry in Nigeria. *Journal of Financial Sustainability Reporting*, Vol.٢, No١, pp ٢٧١-٢٧٧.

- Datta, D., and Guthrie, J. (١٩٩٤). Executive succession: Organizational antecedents of CEO characteristics. *Strategic Management Journal*, Vol. ١٥(٧), pp. ٥٦٩-٥٧٧
- Diks, J., (٢٠١٦). The impact of CEO characteristics on firm value. Unpublished MBA thesis, Tilburg University, Netherland. .
- Faccio, M., Marchica, M. T., & Mura, R. (٢٠١٦). CEO gender, corporate risk-taking and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance* vol ٣٩, NO C, PP :١٩٣-٢٠٩.
- Görtsm B., (٢٠١٦). The effect of CEO characteristics on corporate financial policy. Unpublished MSC thesis in finance, Tilburg School of Economics and Management, Tilburg University, Netherlands
- Gottesman, A. A. & Morey, M. R. (٢٠١٠). CEO educational background and firm financial performance. *Journal of Applied Finance*. ٢٠(٢); ١-١٣. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=٢٦٩٣٠٧٩.
- Hambrick, D C. (٢٠٠٧). Upper echelons theory: An update. *Academy of Management Review*, ٣٢(٢), ٣٣٤-٣٤٣. Academy of Management. doi: ١٠.٢٣٠٧/٢٠١٥٩٣٠٣.
- Hambrick, D. and Quigley, T., (٢٠١٤). Toward more accurate contextualization of the CEO effect on firm performance. *Strategic Management Journal*, Vol. ٣٥(٤), pp. ٤٧٣-٤٩١
- Hambrick, D., and Mason, P. (١٩٨٤). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of management review*, Vol. ٩(٢), pp. ١٩٣-٢٠٦.
- Heaton, J. B. (٢٠٠٢). Managerial optimism and corporate finance. *Financial management*, pp. ٣٣-٤٥.
- Jensen, M. (١٩٨٣). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems *Journal of Finance*, Vol. ٤٨, pp. ٨٣١-٨٨٠.
- Kaplan, S., Klebanov, M., and Sorensen, M., (٢٠١٢). Which CEO Characteristics and Abilities Matter? *The Journal of Finance*, Vol. ٦٧(٣), pp. ٩٧٣-١٠٠٧.
- Kesner, I. and Sebor, T. (١٩٩٤). Executive succession: Past, present & future. *Journal of Management*, Vol. ٢٠(٢), pp. ٣٢٧-٣٧٢.

- Koch, P., and Shenoy, C., (١٩٩٩). The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies, *Financial Management*, Vol. ٢٨, pp. ١٦-٣٥.
- Kokeno, S. O., & Muturi, W. (٢٠١٦). Effect of chief executive officer's characteristics on the financial performance of firms listed at the Nairobi Securities Exchange. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, IV, ٧, ٣٠٧- ٣١٨.
- Lind Orff, M., & Jonson, E. P. (٢٠١٣). CEO business education and firm financial performance: a case for humility rather than hubris. *Education + Training*, ٥٥(٤/٥), ٤٦١-٤٧٧ <https://doi.org/10.1108/00400911311326072>.
- Lippert, R., (١٩٩٦). Agency Conflicts, Managerial Compensation, and Firm Variance. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol. ٩(٣), pp. ٣٩-٤٧.
- Lurch, J. (١٩٨٩). *Pawns and Portents: The reality of America's Corporate Boards*, Harvard Business School Press, Boston, MA.
- MacCrimmon, K., and Wehrung, D., (١٩٨٦). *Taking Risks: The Management of Uncertainty*, Free Press, New York. .
- Malmendier, U., and Tate, G. (٢٠٠٨). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of financial Economics*, Vol. ٨٩(١), pp. ٢٠-٤٣.
- Matta, E., & Beamish, P. W. (٢٠٠٨). The accentuated CEO career horizon problem: Evidence from international acquisitions. *Strategic Management Journal*, ٢٩(٧), ٦٨٣-٧٠٠.
- McClelland, P. (٢٠١٢). CEO career horizon and tenure: Future performance implications under different contingencies. *Journal of Business Research*, ٦٥, ١٣٨٧-١٣٩٣. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2011.09.003>
- Miller, D. (١٩٩١). Stale in the saddle: CEO tenure and the match between organization and environment. *Management Science*, Vol. ٣٧, ٣٤-٥٢
- Miller, M. (١٩٩١), *Financial innovations and market volatility*, Blackwell, Cambridge, MA, and Oxford, UK.
- Miller, M., and Modigliani, F., (١٩٦١). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *Journal of Business*, Vol. ٣٤, pp. ٤١١-٤٣٣.

- Modigliani, F., and Miller, M., (١٩٥٨). The cost of capital, corporate finance and the theory of investment, *American Economic Review*, Vol. ٤٨, pp. ٢٦١-٢٩٧.
- Morck, S. V. (١٩٨٨). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, Vol. ٢٠, ٢٩٣-٣١٥.
- Nazr, M., Nazr, M., Khan, I., and Fayal, (٢٠١٨). CEO Characteristics and Valuation of the Organization: A Quantile Regression Analysis. *International Journal of Accounting and Financial Reporting* ISSN ٢١٦٢-٣٠٨٢ ٢٠١٨, Vol. ٨, No. ١.
- Nor burn, D. (١٩٨٩). The chief executive: A breed apart. *Strategic Management Journal*, Vol. ١٠(١), pp. ١-١٥.
- Papadakis, V. M. and Barwise, P. (٢٠٠٢), How Much do CEOs and Top Managers Matter in Strategic Decision-Making? *British Journal of Management*, Vol. ١٣, pp. ٨٣-٩٥.
- Peni, E., (٢٠١٤). CEO and Chairperson Characteristics and Firm Performance. *Journal of Management & Governance*, Vol. ١٨, Issue ١, pp ١٨٥-٢٠٥
- Rajagopalan, N., & Datta, D. K. (١٩٩٦). CEO characteristics: does industry matter? *The Academy of Management Journal*, ٣٩(١), ١٩٧-٢١٥.
- Ross, S., Wester field, R., and Jaffe, J., (٢٠١٣). *Corporate Finance*, ١٠th edition. New York: McGraw-Hill Companies, Inc.
- Saudi, Sani, (٢٠١٩). CEO characteristics and firm performance: focus on origin, education and ownership. *Journal of Global Entrepreneurship Research*, (٢٠١٩) ٩:٢٩. <https://doi.org/10.1186/s40497-019-0103-7>.
- Serf ling, M. A. (٢٠١٤). CEO age and the riskiness of corporate policies ٢٥, ٢٥١-٢٧٣. *Journal of Corporate Finance*, ٢٥, ٢٥١-٢٧٣.
- Singla, C., (٢٠١٦). Impact of Board and CEO characteristics on Firms' Performance. *I Indian Institute of Management, Working Paper Series, Working Paper No. ٢٢٠١٦-٠٣-٣٥*.
- Sitthipong pinch, Teitsma and Pulsar, Purina (٢٠١٢) CEO Characteristics and Corporate Financing in Thailand. *International Research Journal of Finance and Economics*, ١٠٢. pp. ٥٦-٦٩.

- Smith, N., Smith, V., and Verner, M. (٢٠٠٦). Do women in top management affect firm performance? A panel study of ٢,٥٠٠ Danish firms. *International Journal of Productivity and Performance Management*, Vol. ٥٥(٧), pp. ٥٦٩-٥٩٣.
- Toor, J., Cools, K., Dornigg, J. and Groeneveld, H., (٢٠١٦). Impact of CEO characteristics on bank performance, the case of a cooperative bank. *International Workshop on Financial System Architecture and Stability (IWFSAS)*, ٢٦-٢٧ August, ٢٠١٦, University of Victoria, Quebec, Canada
- Vancil, R. (١٩٨٧). *Passing the baton: Managing the process of CEO succession*. Harvard Business School Pr.
- Walter, J., (١٩٦٣). Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise, *Journal of Finance*, Vol. ١٨, pp. ٢٨٠-٢٩١.
- Weber, E., Blais, A., and Betz, N. (٢٠٠٢). A domain-specific risk-attitude scale: Measuring risk perceptions and risk behaviors. *Journal of behavioral decision making*, Vol. ١٥(٤), pp. ٢٦٣-٢٩٠.