

جامعة آل البيت
كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية
قسم التمويل والمصارف

أثر خصائص الرئيس التنفيذي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الكويتية

The Effect of CEO Characteristics on the Financial Performance of Kuwaiti Public Companies

إعداد الطالب
غازي ثامر العتيبي

إشراف
الدكتور غيث العيطان

قُدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في تخصص تمويل ومصارف

عمادة الدراسات العليا
جامعة آل البيت
الفصل الثاني
٢٠١٨/٢٠١٧

التفويض

أنا الطالب: غازي ثامر العتيبي؛ أفوض جامعة آل البيت بتزويد نسخ من رسالتي للمكتبات أو المؤسسات أو الهيئات أو الأشخاص عند طلبها.

.....: التوقيع

.....: التاريخ

إقرار والتزام بأنظمة وتعليمات جامعة آل البيت

أنا الطالب: غازي ثامر العتيبي

الكلية: كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية

التخصص: تمويل ومصارف

أقرُّ بأنني قد التزمتُ بقوانين جامعة آل البيت وأنظمتها وتعليماتها وقراراتها السارية المفعول، والمتعلقة بإعداد رسائل الماجستير والدكتوراه، إذ قمت شخصياً بإعداد رسالتي الموسومة بـ:

"أثر خصائص الرئيس التنفيذي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الكويتية"

وذلك بما ينسجم مع الأمانة العلمية المتعارف عليها في كتابة الرسائل والأطاريح العلمية، كما أنني أعلم بأن رسالتي هذه غير منقولة أو مستله من رسائل أو كتب أو أبحاث أو أية منشورات علمية تم نشرها أو تخزينها في أي وسيلة إعلامية، وتأسيساً على ما تقدم، فإنني أتحمل المسؤولية بأنواعها كافة فيما لو تبين غير ذلك، بما فيه حق مجلس العمداء في جامعة آل البيت بإلغاء قرار منحي الدرجة العلمية التي حصلت عليها، وسحب شهادة التخرج مني بعد صدورها، دون أن يكون لي أي حق في التظلم أو الاعتراض أو الطعن بأي صورة كانت في القرار الصادر عن مجلس العمداء بهذا الصدد.

توقيع الطالب:

التاريخ:

عمادة الدراسات العليا
جامعة آل البيت

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة:

أثر خصائص الرئيس التنفيذي على الاداء المالي في
الشركات المساهمة العامة الكويتية
The Effect of CEO Characteristics on the Financial
Performance of Kuwaiti public companies

وأجيزت بتاريخ: ٢٠١٨/٥/٧

إعداد
غازي ثامر العتيبي

إشراف
الدكتور غيث ناصر العيطان

التوقيع

أعضاء لجنة المناقشة

.....	مشرفاً ورئيساً عضواً عضواً عضواً خارجياً	الدكتور غيث ناصر العيطان الأستاذ الدكتور حسين علي الزيود الأستاذ الدكتور جمعة محمود عباد الدكتور شقيري نوري موسى
---	---	--

الإهداء

إلى روح والدي ووالدتي رحمهما الله وأدخلهما فسيح جنانه بغير حساب ولا سابق عذاب

إلى إخواني وأخواتي... عزوتي في هذه الدنيا

إلى أصدقائي الأعزاء جميعاً

إلى كل الأحبة في حياتي

الشكر والتقدير

الحمد لله والشكر لله دائماً وأبداً...

يشرفني أن أتقدم بخالص شكري وتقديري لكل من أعانني لإتمام هذه الدراسة، وأخص بالشكر مشرفي الفاضل الدكتور غيث العيطان الذي لم يبخل عليّ جهداً في إرشادي وتقديم المشورة العلمية والتنقيح والتصحيح لتحقيق الأفضل.

كما وأقدم خالص شكري وتقديري لأعضاء لجنة المناقشة الأكارم لتشيريفهم لي بمناقشة هذه الرسالة، وإلى أساتذة القسم كافة لما بذلوه من جهد ورعاية.
كما وأقدم شكري لكل من تعاون معي لإتمام هذا العمل.

قائمة المحتويات

ب	التفويض
هـ	الإهداء
و	الشكر والتقدير
ز	قائمة المحتويات
ط	قائمة الجداول
ي	الملخص باللغة العربية
ل	Abstract
١	الفصل الأول : الإطار العام للدراسة
١	مقدمة :
٣	أهمية الدراسة :
٤	مشكلة الدراسة وعناصرها :
٥	أهداف الدراسة :
٥	فرضيات الدراسة :
٦	منهجية الدراسة :
١١	الفصل الثاني : الإطار النظري والدراسات السابقة
١١	المبحث الأول: الشركات المساهمة العامة وخصائص ومقومات الرئيس التنفيذي
١١	مدخل إلى مفهوم وخصائص الشركات المساهمة العامة :-
١٢	الشركات المساهمة العامة ونظرية الوكالة:
١٨	مدخل إلى دور وأهمية الرئيس التنفيذي:
٢٠	خصائص الرئيس التنفيذي:
٢٧	المبحث الثاني: السياسة المالية للشركات
٢٨	نظريات هيكل رأس المال:
٣١	سياسة توزيع الأرباح:
٣٣	المبحث الثالث: الدراسات السابقة
٤١	الفصل الثالث : الطريقة والاجراءات
٤١	منهجية الدراسة:

٤١.....	مصادر جمع المعلومات:
٤١.....	الاختبارات المستخدمة:
٤٤.....	نماذج الدراسة :
٤٥.....	الفصل الرابع : نتائج التحليل الإحصائي.....
٤٥.....	اختبارات استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة:
٤٦.....	نتائج اختبار الانحدار الخطي المتعدد:
٤٩.....	فرضيات الدراسة :
٥٠.....	نتائج الانحدار المتعدد النموذج الأول :
٥٢.....	نتائج الانحدار المتعدد النموذج الثاني:
٥٤.....	الفصل الخامس : النتائج والتوصيات
٥٤.....	النتائج :
٥٨.....	التوصيات:
٥٩.....	قائمة المراجع
٥٩.....	المراجع العربية :
٦٠.....	المراجع الاجنبية:

قائمة الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
١.	عدد الشركات المدرجة في بورصة الكويت	23
٢.	اختبار فيليبس بيرون (PP) واختبار ديكي فولر المطور (ADF)	64
٣.	نتائج اختبار سكون البواقي	64
٤.	نتيجة اختبار (Jarque-Bera) حول أتباع بيانات الدراسة للتوزيع الطبيعي	65
٥.	نتائج اختبار الارتباط الذاتي	66
٦.	نتائج اختبار تجانس التباين	66
٧.	نتائج اختبار الارتباط بين المتغيرات المستقلة	67
٨.	نتائج تحليل الانحدار المتعدد	71
٩.	نتائج تحليل الانحدار المتعدد	74

أثر خصائص الرئيس التنفيذي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الكويتية

إعداد الطالب:
غازي ثامر العتيبي

إشراف:
الدكتور غيث ناصر العيطان

الملخص باللغة العربية

هدفت هذه الدراسة لاختبار أثر خصائص الرئيس التنفيذي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الكويتية وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٣٥ شركة مساهمة عامة خلال الفترة ٢٠١٢-٢٠١٦. استخدمت الدراسة مقياسين للأداء المالي هما نسبة توزيع الأرباح، نسبة المديونية فيما تضمنت المتغيرات المستقلة على أربع خصائص هي: العمر، والجنس، عدد سنوات تعيين الرئيس التنفيذي، والمستوى التعليمي فيما تضمنت 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 الأداء المالي في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة توزيعات الأرباح بينما يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لمدة تعيين الرئيس التنفيذي، نسبة الأصول الثابتة، وحجم أصول الشركة على الأداء المالي في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة توزيعات الأرباح، كما وتوصلت نتائج الدراسة إلى أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لمدة تعيين الرئيس التنفيذي والمستوى التعليمي ونسبة الأصول الثابتة على الأداء المالي في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية بينما يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لعمر الرئيس التنفيذي، و جنس الرئيس التنفيذي، وحجم أصول الشركة على الأداء المالي في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية.

وأوصت الدراسة بدعوة الشركات الكويتية 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 المدير التنفيذي على الأداء المالي بين الشركات المساهمة الكويتية وشركات مساهمة من دولة أو دول أخرى، والاهتمام بالدراسات التطبيقية لقياس خصائص المدير التنفيذي على السياسة المالية خلال فترات متعددة عبر سلسلة زمنية، للتعرف على مدى تطور خصائص المدير التنفيذي بالشركات المساهمة العامة الكويتية.

الكلمات المفتاحية: نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية، نسبة الأصول الثابتة

The Effect of CEO Characteristics on the Financial Performance of Kuwaiti Public Companies

Prepared by:

Ghazi Thamer Al-Outaybi

Supervised by:

Dr. Ghaith Al-Etan

Abstract

The aim of this study was to test The Effect of CEO Characteristics on the Financial performance of Kuwaiti companies, using a sample of 35 Companies during the period (2012 – 2016). The study used two measures of financial performance: the ratio of Dividend, the ratio of Debt. 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 a significant level ($\alpha \leq 0.05$) on the sex of the CEO, the age of the CEO and the educational level on the financial performance of Kuwait Public Companies While there is a significant statistical effect a significant level ($\alpha \leq 0.05$) on the number of years of appointment of the executive Chairman and the fixed assets ratio and the size of the company's assets on the financial performance of the Kuwaiti public companies as measured by the ratio of dividends. The results of the study showed that there was no statistically significant effect a significant level ($\alpha \leq 0.05$) for the number of years of appointment of the Executive Chairman, the educational level and the fixed asset ratio on the financial performance of the Kuwaiti public shareholding companies as measured by the indebtedness, while there is a significant statistical effect at a significant level \leq ($\alpha 0.05$) For the age of the CEO and the sex of the CEO and the size of the Company's assets on the financial performacne of Kuwaiti Public Companies as measured by ratio debt.

The study recommended inviting Kuwait 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 of the characteristics of the executive Chairman on the financial performance between Kuwaiti companies and Public companies from one country or another, And interest in applied studies to measure the characteristics of the Executive Chairman on the financial policy over multiple periods over a series of time, to identify the evolution of the characteristics of the Executive Chairman of Kuwait Public companies.

Keywords: Dividend Ratio, Debt Ratio, Ratio of Fixed Assets.

الفصل الأول : الإطار العام للدراسة

مقدمة :

لقد جاءت الحاكمية المؤسسية بمفهومها الواسع كوسيلة لتفعيل الإطار الرقابي في الشركة، من خلال إيجاد اطار رقابي فعال يقوم على الشفافية والمساءلة، وتحديد المسؤوليات والصلاحيات، ويشمل ذلك مجلس الإدارة بالدرجة الأولى، وإدارة الشركة، والمدقق الخارجي، إضافة للجان المنبثقة عن المجلس. والهدف الرئيسي لهذا الإطار الرقابي هو ضمان النزاهة، وتقليص مشكلة الوكالة والتعارض بين مصالح الإدارة ومصالح المساهمين، وضمان أن الإدارة تعمل لتحقيق مصالح المساهمين، وهو ما يصب في نهاية المطاف في تحسين أداء الشركات بشكل عام.

لقد استحوذ موضوع الحاكمية المؤسسية على اهتمام عالمي كبير وخاصة بعد مجموعة من الفضائح والأزمات المالية التي عصفت بكبرى الشركات في العالم مثل شركة انرون وورلد كوم وآرثر اندرسون وغيرها من الشركات (Duke & Kankpang, 2011).

وتعرف الحاكمية المؤسسية بأنه مجموعة الأنظمة والهياكل والعمليات التي يتم من خلالها توجيه الشركة والرقابة عليها (Lee, 2008). وتتضمن الحاكمية على العديد من النواحي أبرزها الشفافية، والمساءلة، والعلاقات بين أصحاب المصالح في الشركة بما في ذلك مجلس الإدارة، والإدارة التنفيذية، والمستثمرين الحاليين والمتوقعين.

وتعتبر 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.

ومن المعروف أن خصائص الإدارة العليا تؤثر على أداء الشركات إلى حد ما، حيث أن هناك العديد من النظريات التي حاولت تفسير تلك العلاقة وأهمها نظرية الوكالة، ونظرية الإشراف (Singla, 2016). ونظرية الوكالة تستند إلى الفصل بين الملكية والسيطرة (أنظر مثلاً دراسة Jensen and Meckling, 1976 ودراسة Fama, 1980). ووفقاً لنظرية الوكالة فإن المدراء التنفيذيين يمتلكون معلومات أكبر عن الشركات بسبب وجود سيطرة تشغيلية لهم عليها بالمقارنة مع المالكين. وبالتالي، فإن هؤلاء المدراء قد يتصرفون بشكل انتهازى ويسعون للحصول على مكاسب خاصة على حساب المالكين (المساهمين) وهو ما يسمى بتكلفة الوكالة.

وتفترض هذه النظرية أن المدراء يتصفون بالأنانية والانتهازية والسعي لتحقيق مصالحهم الخاصة (Davis et al., 1997). وعلى العكس من نظرية الوكالة، فإن نظرية الإشراف تبين بأن مدراء الشركات هم مؤيدين للمنظمات، وجديرين بالثقة، ولا يضررون بثروات المساهمين من خلال إساءة استخدام موارد الشركات (Donaldson and Davis, 1991, 1994). لذلك، فإن المديرين التنفيذيين يستخدمون الرقابة التشغيلية للسعي نحو تحقيق الربحية للشركة على المدى الطويل.

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 (أنظر Toor et al., 2016 و Peni, 2014 و Görtsm, 2016 و Diks, 2016). كما أن هناك عدد متزايد من الدراسات التي ركزت على سمات محددة للرئيس التنفيذي وكيف تلعب دوراً في أسلوب الإدارة (أنظر Malmendier and Tate, 2005 و Graham et al., 2010).

على صعيد آخر، قامت العديد من الدراسات بمناقشة أهمية الرئيس التنفيذي في الشركات (Kaplan et al., 2012). حيث أشار Papadakis and Barwise (2002) إلى أن الرئيس التنفيذي له تأثير كبير على عملية صنع القرار الاستراتيجي فيما يتعلق بالبيئة الخارجية، وحجم الشركة، وخصائص القرار وغيرها. وبين Kesner and Sebor (1994) أن اختيار الرئيس التنفيذي هو قرار تنظيمي رئيسي، له آثار هامة على فعالية الشركة. بينما أشار Bandiera et al. (2017) 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, 2016).

وفي ضوء ما سبق، تأتي هذه الدراسة لاختبار أثر خصائص المدير التنفيذي على الأداء المالي في الشركات المساهمة العامة الكويتية خلال الفترة (٢٠١٢ - ٢٠١٦).

أهمية الدراسة :

لقد جاءت الحاكمية المؤسسية بمفهومها الواسع كوسيلة لتفعيل الإطار الرقابي في الشركة، من خلال إيجاد إطار رقابي فعال يقوم على الشفافية والمساءلة، وتحديد المسؤوليات والصلاحيات، ويشمل ذلك مجلس الإدارة بالدرجة الأولى، وإدارة الشركة، والمدقق الخارجي، إضافة للجان المنبثقة عن المجلس. والهدف الرئيسي لهذا الإطار الرقابي هو ضمان النزاهة، وتقليص مشكلة الوكالة والتعارض بين مصالح الإدارة ومصالح المساهمين، وضمان أن الإدارة تعمل لتحقيق مصالح المساهمين، وهو ما يصب في نهاية المطاف في تحسين أداء الشركات بشكل عام.

وفي هذا الصدد، فإن الإطار العام للحاكمية المؤسسية يتضمن على العديد من الخصائص والصفات الأساسية التي ينبغي أن تتوفر في أعضاء الإدارة التنفيذية العليا بما في ذلك الرئيس التنفيذي. إلا أن تلك الخصائص لا تزال قيد الجدل، حيث لم تتمكن الدراسات السابقة من الاتفاق على خصائص محددة للرئيس التنفيذي والتي يتم من خلالها اختيار الرئيس التنفيذي الأفضل من بين باقي المرشحين، وبما يساهم في ترشيد القرارات المالية والاستثمارية التي تتخذها الشركات، ويصب في نهاية المطاف في تحسين أداء الشركة ككل.

على صعيد آخر، على الرغم من وجود 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: أن الدراسة الحالية تعتبر من الدراسات القليلة - على حد علم الباحث - التي تتناول هذا الموضوع في البيئة العربية بشكل عام وفي البيئة الكويتية على وجه التخصيص. إضافة بأنها تتميز بالحدثة النسبية وتأتي بعد استقرار التشريعات الناظمة لعمل الشركات الكويتية وخاصة بعد صدور اللائحة التنفيذية لحوكمة الشركات في الكويت عام ٢٠١٥. كما تتميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات بأنها تختبر مجموعة واسعة من خصائص الرئيس التنفيذي 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.

مشكلة الدراسة وعناصرها :

تنبع مشكلة الدراسة من عدم وجود أدلة عملية كافية في البيئة العربية عموماً والخليجية على وجه التحديد، تبين الخصائص الرئيسية التي ينبغي أن تتوفر في الرئيس التنفيذي للشركات، والتي يمكن أن تساهم في ترشيد القرارات المتعلقة بالسياسات المالية والاستثمارية، وفي تحسين أداء الشركة ككل. حيث أن 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.* (2016) عدم وجود أثر للمستوى التعليمي وجنس الرئيس التنفيذي على الأداء. بينما وجدت دراسة *Peni* (2014) 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* (2016) 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* (2016) 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: ما هو تأثير خصائص الرئيس التنفيذي على الأداء المالي في الشركات الكويتية المساهمة العامة؟ وينبثق عن هذا السؤال الأسئلة الفرعية التالية:

١. ما هو أثر جنس الرئيس التنفيذي على مؤشرات السياسة المالية مقاساً (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة؟
٢. ما هو أثر عمر الرئيس التنفيذي على مؤشرات السياسة المالية مقاساً (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة؟
٣. ما هو أثر مدة تعيين الرئيس التنفيذي على مؤشرات السياسة المالية مقاساً (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة؟

٤. ما هو أثر المستوى التعليمي للرئيس التنفيذي على مؤشرات السياسة المالية مقاسا (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة؟
٥. هو أثر نسبة الأصول الثابتة على مؤشرات السياسة المالية مقاسا (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة؟
٦. ما هو أثر حجم أصول الشركة على مؤشرات السياسة المالية مقاسا (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة؟
- أهداف الدراسة :

يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في اختبار أثر خصائص الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة. وينبثق عن هذا الهدف سبعة أهداف فرعية هي:

١. معرفة أثر جنس الرئيس التنفيذي على السياسة المالية مقاسا (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة.
٢. معرفة أثر عمر الرئيس التنفيذي على السياسة المالية مقاسا (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة.
٣. معرفة أثر مدة تعيين الرئيس التنفيذي على السياسة المالية مقاسا (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة.
٤. معرفة أثر المستوى التعليمي للرئيس التنفيذي على السياسة المالية مقاسا (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة.
٥. معرفة أثر نسبة الأصول الثابتة على السياسة المالية مقاسا (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة.
٦. معرفة أثر حجم أصول الشركة على السياسة المالية مقاسا (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة.

فرضيات الدراسة :

بالاعتماد على تساؤلات الدراسة وأهدافها، يمكن تطوير فرضيات الدراسة كما يلي:

1. لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha = 0$) لجنس الرئيس التنفيذي على H01 : السياسة المالية مقاسا (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة.

٢. H02: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha = 0$) لعمر الرئيس التنفيذي على السياسة المالية مقاسا (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة.

٣. H03: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha = 0$) لمدة تعيين الرئيس التنفيذي على السياسة المالية مقاسا (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة.

٤. H04: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha = 0$) للمستوى التعليمي للرئيس التنفيذي على السياسة المالية في مقاسا (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة.

٥. H05: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha = 0$) لنسبة الأصول الثابتة على السياسة المالية مقاسا (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة.

منهجية الدراسة :

أ) مجتمع وعينة الدراسة :

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الكويتية المساهمة العامة المدرجة في بورصة الكويت والتي بلغ عددها ١٦٧ شركة موزعة على ٩ قطاعات فرعية كما في نهاية عام ٢٠١٧. أما عينة الدراسة فتضمنت على عينة قطاعية عشوائية مكونة من ٣٥ شركة من مختلف القطاعات مرفقا أدناه جدول رقم (١) بأسماء شركات عينة الدراسة.

جدول رقم (١) شركات عينة الدراسة

رقم	اسم الشركة	رقم	اسم الشركة
١	بنك الكويت الوطني	٢	بنك الخليج
٣	البنك التجاري الكويتي	٤	البنك الاهلي الكويتي
٥	البنك الاهلي المتحد	٦	الشركة الكويتية للاستثمار
٧	المركز المالي الكويتي	٨	شركة اسمنت الكويت

شركة الصناعات الوطنية	٩	شركة الوطنية للتنظيف	١٠
شركة الاتصالات المتنقلة	١١	شركة آن ديجيتال سيرفيس القابضة	١٢
شركة مجموعة اسس القابضة	١٣	شركة عقارات الكويت	١٤
الشركة العربية العقارية	١٥	شركة المزايا العقارية	١٦
شركة التمدين العقارية	١٧	شركة جيا القابضة	١٨
شركة طيران الجزيرة	١٩	شركة مجموعة الرأي الإعلامية	٢٠
شركة السينما الكويتية الوطنية	٢١	الشركة الخليجية للاستثمار البترولي	٢٢
شركة برقان لحفر الأبار و التجارة و الصيانة	٢٣	المجموعة البترولية المستقلة	٢٤
شركة التقدم التكنولوجي	٢٥	الشركة الأهلية للتأمين	٢٦
شركة الكويت للتأمين	٢٧	شركة السكب الكويتية	٢٨
شركة القرين لصناعة الكيماويات البترولية	٢٩	شركة نقل و تجارة المواشي	٣٠
شركة دانة الصفاة الغذائية	٣١	شركة ميزان القابضة	٣٢
شركة حيات للاتصالات	٣٣	لشركة الكويتية البحرينية للصيرفة الدولية	٣٤
شركة المعادن والصناعات التحويلية	٣٥	-	-

وتم جمع البيانات الخاصة بالدراسة من خلال التقارير المالية السنوية الصادرة عن شركات العينة خلال الفترة ٢٠١٢ - ٢٠١٦، إضافة للاعتماد على البيانات الصادرة عن بورصة الكويت.

(ب) نموذج الدراسة:

تبحث هذه الدراسة أساساً في اختبار أثر خصائص الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة خلال الفترة ٢٠١٢-٢٠١٦. حيث ترتبط السياسة المالية بالقرارات المتعلقة بمصادر تمويل الشركة، والمتأتية من الدين أو من الملكية، وبالتالي فإنها تتضمن على نسبة الأرباح الموزعة على المساهمين ونسبة المديونية.

وبالاعتماد على المنهجية المستخدمة في العديد من الدراسات السابقة التي اختبرت أثر خصائص

الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات مثل دراسة (Görtsm 2016)

واستناداً إلى الدراسات التي بحثت في أثر خصائص الرئيس التنفيذي على أداء أو قيمة الشركات مثل دراسة (2016) Toor *et al.* و (2016) Diks و (2012) Bhatt، يمكن صياغة نموذج للدراسة الحالية بحيث يستهدف قياس أثر المتغيرات الممثلة لخصائص الرئيس التنفيذي والمتغيرات الضابطة على السياسة المالية في الشركات المساهمة العامة الكويتية، وذلك كما يلي:

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

حيث أن:

$FP_{i,t}$: تمثل مؤشرات السياسة المالية للشركة i في الفترة t ، والتي سيتم قياسها من خلال مؤشرين رئيسيين هما نسبة توزيع الأرباح، ونسبة المديونية. ونسبة توزيع الأرباح هي عبارة عن الأرباح الموزعة مقسومة على صافي الربح، حيث أنها تعكس سياسة الشركة تجاه المساهمين. أما نسبة المديونية فهي عبارة عن إجمالي الديون مقسوماً على إجمالي الأصول، وهي بذلك تعكس سياسة الشركة ومدى اعتمادها على الدين للحصول على التمويل.

الرئيس التنفيذي هو راس الهرم وهو المشرف والمسؤول عن الشركة وفروعها وهو يقوم برسم الخطط والاهداف، بينما المدير التنفيذي هو من يقوم بتنفيذ الخطط للوصول الى الأهداف.

$GND_{i,t}$: 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 .

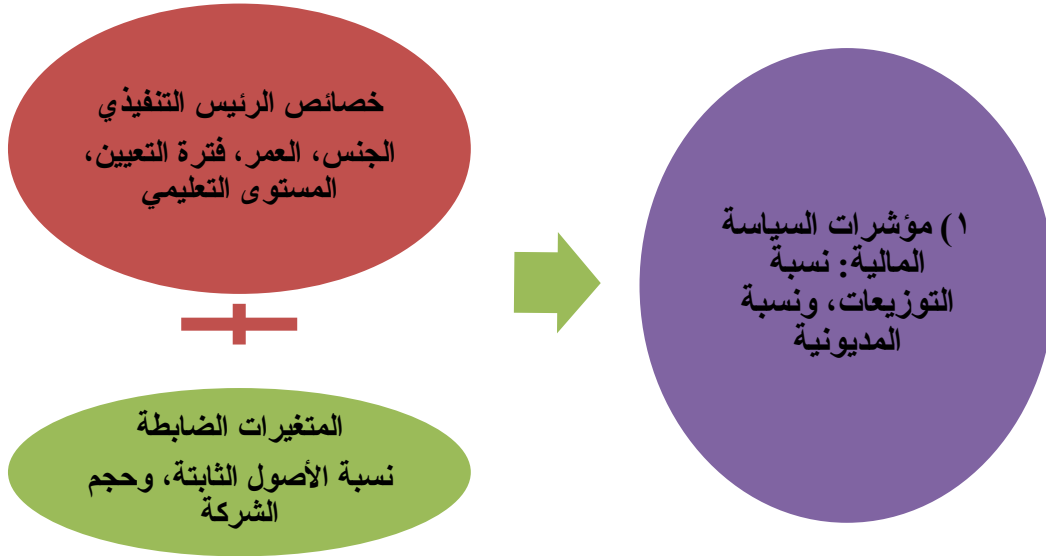
$TNR_{i,t}$: هو عدد سنوات تعيين الرئيس التنفيذي في الشركة i في الفترة t .

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

$TANG_{i,t}$: 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 الاحتساب.



شكل (1) رسم توضيحي لنموذج الدراسة

ج) متغيرات الدراسة:

تستخدم الدراسة متغيرين تابعين يمثلان مؤشرات السياسة المالية في الشركات، بينما تستخدم اربعة 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.

اسم المتغير	الاختصار	طريقة القياس
أولاً: المتغيرات التابعة: مؤشرات السياسة المالية		
١. نسبة توزيع الأرباح	DPO	إجمالي الأرباح الموزعة صافي الربح
٢. نسبة المديونية	LEV	إجمالي المطلوبات إجمالي الأصول

ثانياً: المتغيرات المستقلة		
متغير وهمي يأخذ القيمة ١ إذا كان الرئيس التنفيذي ذكراً، والقيمة ٢ إذا كان أنثى.	GND	١. الجنس
عمر الرئيس التنفيذي بالسنوات.	AGE	٢. العمر
عدد سنوات تعيين الرئيس التنفيذي في الشركة.	TNR	٣. فترة التعيين
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
ثالثاً: المتغيرات الضابطة		
إجمالي الأصول الثابتة إجمالي الأصول	TANG	نسبة الأصول الثابتة
اللوغاريتم الطبيعي لحجم الأصول	SIZE	حجم الشركة

الفصل الثاني : الإطار النظري والدراسات السابقة

المبحث الأول: الشركات المساهمة العامة وخصائص ومقومات الرئيس التنفيذي

مدخل إلى مفهوم وخصائص الشركات المساهمة العامة :-

تعتبر الشركات المساهمة العامة من أهم وأكبر أنواع الشركات وذلك من حيث حجم الأصول ورأس المال. وتعرف الشركات المساهمة على أنها شركات تتمتع بالشخصية الاعتبارية التي تعتبر منفصلة عن الشخصية الطبيعية للملاك (المساهمين). وتقوم هذه الشركات على أساس المساهمة بالأموال بغض النظر عن الأشخاص المساهمين، ويتكون رأس مال تلك الشركات من أسهم متساوية يمكن بيعها وشراؤها من خلال السوق المالي.

إن فكرة الشركات المساهمة تقوم على مبدأ الفصل بين الشركة كشخصية اعتبارية لها وجود قانوني مستقل وبين شخصية الملاك وذمتهم المالية الخاصة. وهذا الفصل يعني بأن الملاك (يطلق عليهم المساهمين) يتميزون بالمسؤولية المحدودة، بمعنى أنهم مسؤولين عن ديون الشركة في حدود مساهمتهم في الشركة، ولا يمكن للدائنين الرجوع على أموال المساهمين الخاصة في حال عجز الشركة عن تسديد ديونها (حسام خداش واخرون، ٢٣٦).

ويعتبر تأسيس الشركة المساهمة أصعب من تأسيس الشركات الفردية أو شركات الأشخاص، وذلك لوجود العديد من الشروط والمتطلبات القانونية التي على الشركة الإيفاء بها، حيث أن تأسيس الشركة المساهمة يقتضي حداً أدنى من رأس المال وفقاً لقانون الشركات المعمول به في الدولة. كما أن إدراجها في السوق المالي يتطلب العديد من الشروط والإجراءات والتي تعتبر معقدة بعض الشيء.

كما يستلزم تأسيس هذه الشركات وجود عقد تأسيس للشركة ونظام داخلي لها. حيث أن عقد التأسيس (Articles of Incorporation) يتضمن العديد من الأمور من بينها اسم الشركة وعمرها الافتراضي (غالباً يكون للأبد)، وعدد الأسهم التي يمكن للشركة إصدارها. أما النظام الداخلي للشركة (Set of Bylaws) فيبين كيف ستقوم الشركة بتنظيم وجودها مثل كيفية انتخاب مجلس الإدارة (حسام خداش واخرون، ٢٣٧).

ونظراً لأن عدد المساهمين في الشركة يكون كبيراً جداً قد يتجاوز ١٠٠ ألف مساهم، فإن الشركات المساهمة تقوم على مبدأ الفصل بين المساهمين وبين إدارة الشركة، حيث أن المساهمين لا يديرون أعمال الشركة وإنما يتم تعيين إدارة متخصصة لتقوم بإدارة الشركة والإشراف عليها. ويتم تعيين الإدارة من قبل مجلس الإدارة والذي ينتخبه المساهمون.

وقد أشار (Ross et al. (2013 إلى أن الشركات المساهمة تتصف بمجموعة كبيرة من المزايا من أهمها المسؤولية المحدودة للمساهمين، سهولة نقل ملكية السهم من خلال بيعه في السوق المالي، بالإضافة إلى طول فترة حياة مثل هذا النوع من الشركات لعدم ارتباطها بحياة الملاك. كذلك تتميز هذه الشركات بسهولة الحصول على الأموال من خلال بيع أسهم جديدة في السوق المالي عند اللزوم.

وبالرغم من المزايا السابقة، فإن الشركات المساهمة تمتاز بعيب أساسي هو الازدواج الضريبي، لأن الشركة تدفع ضريبة على أرباحها باعتبارها شخصية مستقلة، كما أن الأرباح التي يتم توزيعها على المساهمين تخضع لضريبة الدخل الفردي في بعض الدول، وبالتالي فإن أرباح الشركة تتعرض للضريبة مرتين، علماً بأن أرباح الشركات المساهمة العامة الكويتية لم تتعرض للضريبة مرتين.

الشركات المساهمة العامة ونظرية الوكالة:

تقوم فكرة الشركات المساهمة العامة على الفصل بين الملكية والإدارة، بمعنى أن حملة الأسهم ليسوا أنفسهم المدراء بل أن هناك إدارة متخصصة يتم تعيينها لتولي أمور الشركة. فحملة الأسهم في الشركات المساهمة العامة والذين يكون عددهم كبير نسبياً يقوموا خلال الجمعية العمومية للمساهمين بالتصويت لانتخاب ممثلين عنهم والذي يطلق عليهم مجلس إدارة الشركة (Board of Directors). ويعتبر مجلس الإدارة مجلساً ممثلاً للمساهمين وبالتالي فهو يسعى لتحقيق مصالح حملة الأسهم، أما إدارة الشركة فهي التي تقوم بإدارة شؤون الشركة والإشراف عليها (Steyn and Stainbankm, 2013).

ومن هنا جاءت نظرية الوكالة (Agency Theory) كمحاولة لتحديد إطار مشكلة تعارض المصالح بين المساهمين والإدارة، وذلك من خلال نظرتها إلى الشركة على أنها سلسلة من التعاقدات الاختيارية بين الأطراف المختلفة. فنظرية الوكالة تعتمد على العلاقات التعاقدية التي تحكم أطراف عقد الوكالة (علاقة الموكل بالوكيل)، حيث يلتزم الوكيل بتمثيل ورعاية مصالح الموكل. وعلى ذلك فإنه يمكن النظر إلى الشركة على إنها ائتلاف لعدد من علاقات الوكالة، وبالتالي فإن علاقة الوكالة تمثل عقد يشغل بموجبه شخص أو أكثر (الأصيل) شخص آخر أو أكثر (الوكيل) لإنجاز أعمال معينة لصالحه يتضمن ذلك تخويله صلاحية اتخاذ بعض القرارات.

وبما أن العلاقة بين المساهمين وبين إدارة الشركة تعتبر علاقة وكالة، فقد أصبح هناك مجالاً للتعارض في المصالح بين المساهمين وبين الإدارة، أو ما يسمى بتعارض الوكالة (Agency Conflicts) أو تضارب المصالح بين الأصيل والوكيل (Jensen and Meckling, 1976)، حيث أن مصالح المساهمين تقتضي تعظيم ثروتهم من خلال تعظيم قيمة السهم في السوق، بينما قد تكون مصالح الإدارة بالحصول على منافع خاصة من خلال الدخول في استثمارات منخفضة المخاطر لضمان بقائها في منصبها، أو الاهتمام بالاستثمارات التي تكون مربحة في المدى القصير ولكنها تحقق خسائر على المدى الطويل.

وقد أظهرت دراسة (McColgan 2001) أن هناك خمسة نواحي أساسية يظهر فيها تعارض المصالح وذلك كما يلي:

١. النواحي المعنوية (Moral Hazard): حيث أن اختلاف أهداف وأولويات المساهمين والإدارة هو أهم مسبب لظهور مشكلة الوكالة، ويتضمن ذلك على وجود دوافع معنوية لدى الإدارة لتقوم بتغليب مصالحها الخاصة على مصلحة الشركة. وقد أكدت بعض الدراسات بأن بعض الإدارات قد تلجأ أحياناً لاختيار الاستثمارات التي تتناسب مع قدراتهم ومهاراتهم الشخصية، وهذا يزيد من قيمة هذه الإدارة للشركة وبالتالي يزيد من تكاليف استبدالها، ويمكنهم من استغلال الشركة والحصول على مكافآت كبيرة.
٢. احتجاز الأرباح (Earnings Retention): وجدت دراسة (Canyon and Murphy 2000) بأن مكافآت الإدارة تتزايد مع ازدياد حجم الشركة وموهرها، وهذا يعطي للإدارة حافز كبير للتركيز على تنمية حجم الشركة بدلاً من التركيز على تعظيم عوائد المساهمين، وهذا يتم من خلال اللجوء لاحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها لزيادة حجم الشركة. وهنا يظهر التعارض في أن الإدارة تسعى لاحتجاز الأرباح بينما يسعى المساهمون للحصول على أكبر قدر ممكن من التوزيعات، وخاصة عندما لا تكون الاستثمارات ذات جدوى كبيرة. فالإدارة تستفيد من الأرباح المحتجزة في توسيع استثمارات الشركة وزيادة حجمها، مما يعطيها هيبة وسلطة وسيطرة أكبر على مجلس الإدارة، بالإضافة إلى قدرتهم على منح أنفسهم مكافآت.
٣. تجنب المخاطرة (Risk Aversion): إن تجنب المخاطرة يعتبر أحد الأسباب التي تؤدي للتعارض بين الإدارة والمساهمين لأن الإدارة تفضل الاستثمارات المضمونة منخفضة المخاطرة خوفاً من الفشل وبالتالي إنهاء عقدها أو استبدالها. كما أن فشل الاستثمارات التي تقوم بها الإدارة سيلحق الأذى بسمعتها في السوق وبالتالي سيضر بفرصها الوظيفية مستقبلاً. ومن هنا فإن الإدارة تسعى لتقليل المخاطر إلى أدنى حد ممكن حفاظاً على مصالحها، بينما قد يكون في مصلحة المساهمين الدخول أحياناً في استثمارات ذات مخاطر أعلى لتحقيق عوائد أكبر (Denis, 2001).

٤. الأفق الزمني (Time-Horizon): يظهر التعارض بين المساهمين وبين الإدارة على موضوع توقيت التدفقات النقدية. فالمساهم يهتم بجميع التدفقات النقدية المستقبلية للشركة لأنها تدخل في معادلة تقييم السهم، بينما تهتم الإدارة بالتدفقات النقدية للشركة خلال فترة إدارتها. وهذا يدفع الإدارة للاهتمام بالعوائد قصيرة الأجل على حساب الاهتمام بالاستثمارات المجدية طويلة الأجل (McColgan, 2001).

٥. عدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry): نظراً لأن المساهمين لا يملكون جميع المعلومات المتوفرة لدى الإدارة، فإن هذا سيسبب عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين، وقد يمنح الإدارة مجالاً واسعاً للتحرك بدون علم المساهمين بحيث تستعمل معلومات لتحقيق مصلحتها الشخصية حتى لو تعارضت مع مصلحة المساهمين.

وتتضمن مشكلة الوكالة على تكاليف تسمى بتكلفة الوكالة (Agency Cost)، وهي عبارة عن التكاليف الناتجة عن التعارض بين مصالح المساهمين ومصالح الإدارة. وهذه التكاليف قد تكون تكاليف مباشرة أو تكاليف غير مباشرة وذلك كما يلي (Ross et al., 2013):

١. التكاليف المباشرة: وتتضمن هذه التكاليف على التكاليف التي تدفعها الشركة وتكون لمصلحة الإدارة وعلى حساب مصلحة المساهمين، ومن هذه التكاليف قيام إدارة الشركة الجديدة بتغيير مكاتبها وتجديد أثاثها والذي يعتبر نفقات تتكبدها الشركة دون مقابل. إضافة للنفقات الناتجة عن الحاجة لمراقبة الإدارة والإشراف عليها، ومن هذه النفقات أتعاب مدققي الحسابات وتكاليف الرقابة المالية في الشركة وغيرها.

٢. التكاليف غير المباشرة: وهي عبارة عن الفرص المربحة التي فقدتها الشركة نتيجة إجهاد الإدارة عن الاستثمار في مشاريع مربحة. فمثلاً قد ترفض الإدارة الدخول في استثمار يحقق عوائد مرتفعة بسبب خوفها من تحمل المخاطر الناجمة عنه، وهذا يضيع على المساهمين فرصة تحقيق هذه العوائد. ومن خلال المناقشة السابقة لمشكلة الوكالة والتكاليف التي تترتب عليها، ونظراً لأبعاد هذه المشكلة وانعكاساتها الكبيرة على الشركات، فقد تم صياغة مجموعة من الآليات التي يمكن من خلالها إجبار الإدارة على تحقيق أهداف المساهمين.

تتضمن هذه الآليات على ما يلي (Lippert, 1996):

١. مكافآت الإدارة (Managerial Compensation): يمكن جعل الإدارة تسعى لتحقيق أهداف المساهمين والمتمثلة بزيادة القيمة السوقية للأسهم من خلال ربط مكافآت الإدارة بالأداء المالي للشركة بشكل عام، وسعر السهم على وجه الخصوص. حيث أن ذلك من شأنه أن يدفع الإدارة لتحسين مؤشرات الأداء والسعي لتعظيم قيمة السهم لأنه سيصب في النهاية في مصالحهم الخاصة ويحقق لهم مكافآت أكبر. ومن الممكن أن يتم جعل المكافأة السنوية للإدارة على شكل أسهم بدلاً من المكافآت النقدية مما يقرب بين مصالح الإدارة والمساهمين.

٢. رقابة الإدارة (Management Control): يمتلك المساهمين قدرة كبيرة للرقابة على الإدارة ومن عدة نواحي. فالمساهمين هم الذين ينتخبون مجلس الإدارة والذي يقوم بدوره بتعيين الإدارة والرقابة عليها. كذلك يمكن لصغار المساهمين تجميع أصواتهم مع بعضهم البعض من خلال توكيلهم لوكيل يقوم بالتصويت نيابة عنهم، وهو ما يسمى بصراع الوكيل (Proxy Fight)، حيث ان الوكيل يصوت بالنيابة عن عدد كبير من المساهمين وبالتالي فإن له تأثير كبير على الإدارة وهو ما قد يدفعها لتحسين أدائها. وهناك أيضاً خشية الإدارة من مخاطر الاجتياح والتي تتم في حال كان أداء الشركة ضعيفاً وأسعار أسهمها منخفضة، حينها قد تقوم شركة أخرى بشراء عدد كبير من أسهم الشركة بسعر زهيد، وهذا قد يمنح تلك الشركة قوة تصويتية كبيرة قد توصلها لمنصب رئاسة مجلس الإدارة، وحينها من الممكن أن يتم الاستغناء عن خدمات إدارة الشركة الحالية وإحلالها بإدارة جديدة كفؤة (Ross et al., 2013).

٣-١-٢ الشركات المساهمة العامة في دولة الكويت

عرف قانون الشركات الكويتي رقم (٢٥) لسنة ٢٠١٢ في الباب التاسع: الشركة المساهمة العامة، في المادة رقم (١١٩) الشركة المساهمة العامة بأنها الشركة التي ينقسم رأس مالها إلى أسهم متساوية القيمة تقبل التداول على الوجه المبين في القانون، وتقتصر مسؤولية المساهم على أداء قيمة الأسهم التي اكتتب فيها، ولا يسأل عن التزامات الشركة إلا في حدود القيمة الاسمية لما اكتتب فيه من أسهم. وقد نصت المادة (١٢٠) من قانون الشركات إلى وجوب أن يكون للشركة المساهمة العامة اسم يشير إلى غرضها، وعدم جواز أن يكون هذا الاسم مستمداً من اسم شخص طبيعي إلا في حالات معينة حددها القانون.

أما فيما يتعلق بشروط تأسيس الشركة المساهمة العامة في الكويت، فقد تطرقت المادة (١٢١) من قانون الشركات الكويتي لهذه الشروط، بما في ذلك أن يشمل عقد الشركة المساهمة العامة على البيانات التالية:

١. اسم الشركة.
 ٢. مركزها الرئيسي.
 ٣. مدة الشركة إن وجدت.
 ٤. الأغراض التي أسست الشركة من أجلها.
 ٥. أسماء الشركاء المؤسسين، بحيث لا يقل هؤلاء عن خمسة أشخاص، ويستثنى من ذلك الشركات التي تقوم الدولة أو الهيئات والمؤسسات العامة بتأسيسها فيجوز لها إن تنفرد بالتأسيس أو أن تشرك فيها عدداً أقل.
 ٦. مقدار رأس مال الشركة وعدد الأسهم التي ينقسم إليها رأس المال.
 ٧. بيان عن كل حصة غير نقدية، وجميع الشروط الخاصة بتقديمها واسم مقدمها، وحقوق الرهن والامتياز المترتبة على هذه الحصة.
 ٨. المزايا التي تقرر للمؤسسين وأسباب هذه المزايا.
- وبالنسبة للشخصية الاعتبارية للشركة، فقد أشارت المادة (١٢٦) من القانون إلى أن الشركة تكتسب الشخصية الاعتبارية من تاريخ صدور قرار بتأسيسها. ويجب اتخاذ إجراءات نشر وإعلان قرار التأسيس وعقد الشركة، ويتعين تقديم نشرة الاكتتاب خلال ثلاثين يوماً من تاريخ نشر القرار الصادر بتأسيس الشركة، كما يتعين البدء في إجراءات الاكتتاب خلال ثلاثين يوماً من تاريخ موافقة الهيئة على نشرة الاكتتاب، أو من تاريخ اعتبار النشرة نافذة أيهما أقرب.
- وفيما يتعلق باكتتاب المؤسسين، نصت المادة (١٢٧) بأن على المؤسسين أن يكتتبوا بأسهم لا تقل عن عشرة بالمائة من رأس مال الشركة المصدر، وعليهم قبل دعوة الجمهور للاكتتاب إيداع النسبة المطلوب دفعها من قيمة هذه الأسهم لدى أحد البنوك المحلية، وذلك لحساب الشركة تحت التأسيس. ونصت المادة (١٧١) بأنه لا يجوز للمؤسسين أن يتصرفوا في أسهمهم إلا بعد مضي سنتين مالم يتبين على الأقل من تاريخ قيد الشركة في السجل التجاري، ويستثنى من ذلك التصرف الذي يتم من أحد المؤسسين أو ورثته إلى أحد أقاربه حتى الدرجة الثانية أو إلى مؤسس آخر، أو من مدير التفليسة أو الدولة أو أحد المؤسسات أو الهيئات العامة إلى الغير.

أما بخصوص الاكتتاب العام لأسهم الشركة، فنصت المادة رقم (١٢٨) بأن دعوة الجمهور للاكتتاب العام في أسهم الشركة تكون بناءً على نشرة اكتتاب مستوفاة البيانات والإجراءات المنصوص عليها في القانون، ويكون المؤسسون مسئولين بالتضامن عن صحة البيانات الواردة بنشرة الاكتتاب. أما المادة (١٢٩) فأشارت بأن الاكتتاب يجري في بنك أو أكثر من البنوك المحلية في دولة الكويت أو أحد فروع البنوك الكويتية في الخارج. وتدفع في البنك الأقساط الواجب دفعها عند الاكتتاب، ويقيد ما دفع في حساب يفتح باسم الشركة. ويجب أن يظل باب الاكتتاب مفتوحاً لمدة لا تقل عن واحد وعشرين يوماً ولا تزيد على ثلاثة أشهر. ونصت المادة (١٣٠) بأنه لا يجوز لأي شخص أن يكتتب أكثر من مره واحدة، ويجب أن يكون الاكتتاب منجزاً غير معلق على شرط وجدياً، ويحظر الاكتتاب الصوري أو الاكتتاب بأسماء وهمية أو تغيير الحقيقة في الاكتتاب بأي طريقة من الطرق، ولا يجوز للمؤسسين أن يكتتبوا في أي عدد من الأسهم زيادة على ما ورد في عقد الشركة سواء بطريق مباشر أو غير مباشر.

وقد بلغ عدد الشركات الكويتية المساهمة العامة المدرجة في بورصة الكويت ١٦٧ شركة في نهاية عام ٢٠١٧، والتي تتوزع على تسعة قطاعات أساسية كما هي مبينة في الجدول رقم (١).

جدول رقم (٢)
عدد الشركات المدرجة في بورصة الكويت

القطاع	عدد الشركات
١ الاتصالات	5
٢ النفط والغاز	6
٣ البنوك	12
٤ التأمين	8
٥ الخدمات الاستهلاكية	14
٦ الخدمات المالية	49
٧ الصناعي	30
٨ العقاري	39
٩ المواد الأساسية	4
المجموع	١٦٧

المصدر: بورصة الكويت www.boursakuwait.com.kw

مدخل إلى دور وأهمية الرئيس التنفيذي:

من المعروف بأن إدارة الشركة تتمتع بسلطة تفوق تلك التي يمتلكها مجلس الإدارة، وذلك على الرغم من أن مجلس الإدارة يقوم بتعيين الإدارة أو عزلها (Allen, 1974). وقد أشارت دراسة Leonard (1969) بأن فريق الإدارة هو المسؤول الفعلي في الشركة وبأن لديه القدرة على تعيين نفسه بشكل غير مباشر. فعلى سبيل المثال، قد يكون الرئيس التنفيذي عضواً في مجلس إدارة الشركة وفي إدارة الشركة بنفس الوقت، لذلك فإنه يمتلك إمكانية لترشيح وانتخاب نفسه. وعلى الرغم من أن هذه النظرة للإدارة قد تكون صحيحة وتنطبق حتى نهاية تسعينيات القرن الماضي، إلا أن الباحث يرى بأن ظهور قواعد ومبادئ الحاكمية المؤسسية في العالم، وما تطلبته من ضرورة الفصل بين منصب رئيس المجلس والمدير العام إضافة لاشتراط أن استقلالية أعضاء المجلس وأن يكونوا غير تنفيذيين، ساهمت في انحسار مهمة الإدارة في إدارة الشركة فقط وأخرجتها من التمثيل في مجلس الإدارة.

وقد شككت دراسة Vancil (1987) في قدرة أعضاء مجلس الإدارة الخارجيين على إصدار حكم مستقل أو تقييم موضوعي لأداء الشركة أو للرئيس التنفيذي نظراً لافتقارهم للمعرفة التفصيلية التي يتمتع بها الأعضاء الداخليين.

كما أشار Mace (1971) بخصوص أهمية الرئيس التنفيذي إلى أن سلطات الرقابة عادةً ما ترتبط بالرئيس التنفيذي وليس بمجلس الإدارة، حيث أن الرئيس التنفيذي مثله مثل العائلات التي تمتلك وتدير الشركات الصغيرة والتي تقرر لمجلس الإدارة ما يفعل وما لا يفعل. كما ادعت الدراسة أن مجلس الإدارة هو مصنوع من قبل الرئيس التنفيذي، ويجب على مجلس الإدارة الموافقة فقط على قرارات الرئيس التنفيذي. وقد أيدت دراسة Zahra and Pearce (1989) هذا الرأي كما زعمت بأن الرئيس التنفيذي لديه أكبر سلطة تنظيمية للتأثير على اتخاذ القرارات المالية، كما أنه يستطيع أيضاً التحكم في مجموعة صنع الاستراتيجية في الشركة.

وبحثت دراسة Bertrand and Schoar (2003) في تأثير المديرين الأفراد على سياسة الشركة، وأظهرت وجود أساليب مختلفة في عملية صنع القرار لدى المديرين، والتي تعكس أن المديرين يمكن أن يؤثروا على اتخاذ قرارات الشركة وفقاً لتفضيلاتهم الخاصة.

هذا وتشير العديد من الدراسات إلى أن الرؤساء التنفيذيين يعملون عادةً وفقاً لمصالحهم الخاصة، وبأنهم يتجنبون المخاطر، وأنهم يمتلكون أهدافاً خاصة بهم لا تتماشى مع أهداف المساهمين

وذلك كما أشارت نظرية الوكالة التي اقترحها (Jensen and Meckling 1976). ولذلك فإن الرئيس التنفيذي سوف يشارك في المشاريع والأنشطة التي تعود بالنفع عليه دون أن يأخذ بعين الاعتبار آثارها وانعكاساتها على المساهمين. ومن هنا جاءت أهمية وجود مجلس إدارة لمنع هذه الظاهرة، حيث أن واجبات مجلس الإدارة هو مراقبة الرئيس التنفيذي بطريقة تدفعه لأن يتصرف لمصلحة الشركة وليس لمصلحته الشخصية، وهذا قد يعني ضمناً أنه كلما زادت نسبة أعضاء مجلس الإدارة المستقلين، كلما زادت رقابة المجلس على الإدارة، وهو ما يدفع لتحسين أداء الشركة. إلا أنه وعلى الرغم من هذا الاستنتاج، فلم تستطيع العديد من الدراسات مثل دراسة (Combs et al. 2007) من استكشاف وجود علاقة مهمة بين استقلالية المجلس وبين أداء الشركة، مما قد يشير لحقيقة أن الرئيس التنفيذي لديه بالفعل قوة عالية داخل الشركة.

وفي ذات السياق، فقد اختبرت دراسة (Adams et al. 2005) تأثير سلطة الرئيس التنفيذي على تباين أداء الشركة، وقد أظهرت النتائج أن تباين أداء الشركة يكون أعلى عندما يكون الرئيس التنفيذي لديه سلطة أكبر، وبالتالي فإن الرئيس التنفيذي الذي يتمتع بقوة أعلى يؤثر على عملية صنع القرار وعلى القرارات الاستراتيجية بشكل أكبر. لكن ومع ذلك، فإنه يتعين على الرؤساء التنفيذيين التعامل مع اللوائح التي تضعها الحكومات في الوقت الحاضر، والتي قد تقلل من نطاق سلطاتهم وقوتهم بشكل طفيف (Finkelstein & Boyd, 1998).

أما دراسة (Papadakis and Barwise 2002) فوجدت بأن بعض خصائص الرئيس التنفيذي لها تأثير في عملية صنع القرار الاستراتيجي، وبأن بعض الخصائص الفردية لها ارتباط كبير بعملية اتخاذ القرارات الاستراتيجية.

كذلك تم إجراء العديد من الدراسات لمعرفة ما هي الاختلافات ذات الأهمية بين الرؤساء التنفيذيين، فمثلاً وجدت دراسة (Norbum 1989) أن هناك العديد من الاختلافات بين الرؤساء التنفيذيين والتي يمكن تقسيمها إلى ثلاثة مجالات:

1. التأثيرات المؤسسية مثل فترة تعيين الرئيس التنفيذي، والخلفية الوظيفية، والتي تجعل هناك فرقاً بين الرؤساء التنفيذيين.
2. التأثيرات المحلية لخصائص الرئيس التنفيذي مثل التعليم والحالة الاجتماعية.
3. تأثيرات أسلوب الإدارة.

وقد أشارت نظرية المناصب العليا في الإدارة الاستراتيجية إلى أن الرؤساء التنفيذيين هم الأقوى والأكثر أهمية في صناع القرار، ومن ثم فإن شخصيتهم وتفضيلاتهم وأسلوبهم القيادي سيكون له تأثير عميق على المنظمة التي يقودونها (Hambrick, 2007).

بناءً على ما سبق، يمكن استخلاص وجود تأثير كبير للرئيس التنفيذي على عملية اتخاذ القرار في الشركة، كما يمكن ملاحظة أن الرئيس التنفيذي يؤثر على السياسة المالية للشركة إما بشكل مباشر لأنه يملك السلطة التي تساعد في ذلك (Adams et al. 2005)، أو بشكل غير مباشر لأن الرئيس التنفيذي يمكن أن يتحكم في تشكيلة مجلس الإدارة (Hwang and Kim, 2009).

خصائص الرئيس التنفيذي:

قدمت دراسة Norbum (1989) 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, 1994). فمن الأهمية بمكان وجود ملائمة جيدة بين خصائص الشركة وخصائص الفرد الذي سيشغل منصب الرئيس التنفيذي.

وقد خلصت دراسة Pfeffer and Salancik (1978) إلى أن معظم الشركات وفي مختلف القطاعات تستقطب وتعين رؤساء تنفيذيين من ذوي الخلفيات والمهارات التي تتناسب مع طبيعة الشركة، وهو ما يؤكد على أهمية خصائص الرئيس التنفيذي.

فمثلاً، فيما يتعلق بالإنفاق على البحث والتطوير وتبني تكنولوجيا المعلومات، وجدت الدراسات بأن الرؤساء التنفيذيين ذوي التعليم العالي والخلفيات الوظيفية الفنية يكون لديهم برنامج بحث وتطوير مكثف، وبالتالي فإن الشركات التي لديها نفقات بحث وتطوير عالية عادةً ما تختار رؤساء تنفيذيين جدد لديهم خبرة فنية وتقنية عالية، وذوي تعليم وتدريب جيد، لأنهم سيكونون أكثر معرفةً وفهمًا لخلفية الشركة (Datta and Guthrie, 1994). وتتفق دراسة Thong and Yap (1995) مع وجهة النظر هذه حيث أنها وجدت أن الشركات الصغيرة تكون أكثر احتمالاً لتبني تكنولوجيا المعلومات الجديدة عندما يتمتع الرئيس التنفيذي بشخصية إبداعية، وله توجه إيجابي نحو اعتماد تكنولوجيا المعلومات، ويمتلك معرفة أكبر في مجال تكنولوجيا المعلومات. بينما يميل الرؤساء التنفيذيين الأصغر سناً إلى إنفاق المزيد على البحث والتطوير عندما يكون لديهم ثروة أكبر مستثمرة في أسهم الشركة ولديهم خبرة مهنية كبيرة في مجال التسويق والهندسة.

وإلى جانب اعتماد تكنولوجيا المعلومات، تؤثر خصائص الرئيس التنفيذي بشكل أكبر على أسلوب دخول الشركات للأسواق. فمثلاً وجدت دراسة (Herrmann and Datta (2002 أن الخصائص التي تؤثر على أسلوب دخول الأسواق يمكن أن تقسم إلى أربع فئات هي: التصدير، والاتفاقات التعاقدية، والمشاريع المشتركة، والشركات التابعة المملوكة بالكامل. فبالنسبة للتصدير والاتفاقات التعاقدية، فإنها أساليب دخول لا تعتمد على الملكية، وبالتالي هي أقل مخاطرة. أما أسلوبي المشاريع المشتركة والشركات التابعة المملوكة، فإنها تعتمد على الملكية، وتتميز بارتفاع مخاطرتها. وكلما كانت فترة تعيين الرئيس التنفيذي أطول، وكانت خبرته أكبر، كلما زادت احتمالية دخول السوق من خلال أساليب الملكية الكاملة، وذلك لأن الرئيس التنفيذي يكون لديه معرفة كبيرة بأعمال الشركة ولا يمانع باتخاذ مخاطر أكبر من أجل تحقيق عوائد أعلى. كما قد يكون للرؤساء التنفيذيين الذين لديهم خلفيات إنتاجية أو خبرات دولية رغبة في تحقيق قدر أكبر من التحكم والكفاءة، وبالتالي فإنهم يفضلون أيضاً أسلوب الملكية.

وتعتبر الثقة من خصائص الرئيس التنفيذي غير الملموسة التي لها أهمية أيضاً، لأن الإفراط في الثقة تأثير سلبي على أداء الشركة. حيث وجدت دراسة (Heaton (2002 أن الرؤساء التنفيذيين المتفائلين يغالون في تقييم مشاريعهم الخاصة وبالتالي قد يستثمرون في مشاريع لها قيمة حالية سلبية. وتتفق دراسة (Malmendier and Tate (2008 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 (2002 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.

ووجدت دراسة (Xuan (2009 أن هناك أثر للتاريخ الوظيفي للرئيس التنفيذي على قرارات تخصيص رأس المال، وعلى مستوى النفقات الرأسمالية للأقسام الموجودة في الشركة. وبحثت دراسة (Fahlenbrach (2009 في تأثير الرئيس التنفيذي المؤسس للشركة على قرار الاستثمار وأداء الأسهم في السوق. ووجد أن مجالس الإدارة التي تضم رئيس تنفيذي مؤسس تستثمر أكثر في البحث والتطوير ولديها نفقات رأسمالية أعلى.

وقد أشارت الدراسات السابقة إلى العديد من الخصائص الأخرى للرؤساء التنفيذيين والتي

نستعرضها في السياق التالي:

(١) مكافآت وتعويضات الرئيس التنفيذي:

سبق وأن تم الإشارة إلى أن دوافع وأهداف الرؤساء التنفيذيين في الشركات لا تتماشى دائماً مع دوافع وأهداف المساهمين نظراً لوجود تعارض بين أهداف كل منهم. ولحل هذه المشكلة، فقد اقترح العديد من الباحثين أساليب محددة ترتبط بمكافآت وتعويضات الرئيس التنفيذي. الأسلوب الأول هو أن تستند مكافآت وتعويضات الرئيس التنفيذي على أداء الشركة، بحيث كلما زادت قيمة الشركة يتم زيادة مكافآت وتعويضات الرئيس التنفيذي، وبالتالي سيكون دائماً لدى الرؤساء التنفيذيين حافزاً لتحسين أداء الشركة والسعي لزيادة قيمتها.

أما الأسلوب الثاني فيقوم على مكافأة الرؤساء التنفيذيين من خلال منحهم أسهم في الشركة، بدلاً من أن يتم منحهم رواتبهم بالكامل نقداً بغض النظر عن أداء الشركة. فمثلاً يمكن تحديد مكافأة الرئيس التنفيذي بعدد من الأسهم أو خيارات شراء وبيع لأسهم الشركة، وهو ما يزيد الحافز لدى الرؤساء التنفيذيين للسعي لزيادة سعر السهم (Canyon et. al., 2011). وقد وجدت دراسة (Mehran 1995) أن هناك علاقة إيجابية بين مكافأة الرئيس التنفيذي بمنحه أسهم في الشركة وبين أداء تلك الشركة.

ويرى الباحث بأن هناك علاقة إيجابية بين مكافآت وتعويضات الرئيس التنفيذي وبين أداء الشركة، لأن الرؤساء الأكثر تحفيزاً يميلون لتحسين أداء الشركة وإتمام الأعمال الموكلة إليهم بالشكل الأمثل سعياً للحفاظ على مناصبهم وامتيازاتهم في الشركة.

(٢) عمر الرئيس التنفيذي:

يعتبر عمر الرئيس التنفيذي من الخصائص الهامة التي تناولتها الدراسات السابقة وبحثت أثره على النواحي المالية للشركة. حيث ناقشت دراسة (Hambrick and Mason 1984) 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 1960) إلى أن فكرة عدم التغيير ترجع إلى حقيقة أنهم أقل قدرة على الخروج بأفكار جديدة. وأشارت دراسة (Child 1974) 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 (1986) MacCrimmon and Wehrung إلى أن كره المخاطرة يزداد مع زيادة سن الرئيس التنفيذي، وذلك لأن تفاؤل 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 (2008) Matta and Beamish والتي بينت أن كره المخاطرة يتزايد كلما اقترب الرئيس التنفيذي من سن التقاعد.

كما أشار (2002) Barker and Mueller إلى أن الرؤساء التنفيذيين الكبار في السن يستثمرون أقل في البحث والتطوير لأن هذه المشاريع تنطوي على مخاطرة كبيرة وتتطلب مدى طويل، وبالتالي فإنهم قد لا يستفيدون من هذا الاستثمار شخصياً.

وفي هذا الصدد يرى الباحث أن العلاقة بين عمر الرئيس التنفيذي وبين أداء الشركة هي أقرب لأن تكون سلبية لأن التقدم في العمر، حتى وإن رافقه زيادة الخبرة، يجعل الرئيس التنفيذي أكثر تحفظاً، وأقل قبولاً للتغيير أو لتطبيق التكنولوجيا الحديثة والمتطورة، وهذا قد ينعكس في اتباع سياسات مالية أكثر تحفظاً بما في ذلك تخفيض مستويات المديونية وزيادة توزيعات الأرباح على المساهمين، إضافة لأنه قد يفوت على الشركة الدخول في استثمارات ذات ربحية عالية ويضعف من أداء الشركة بشكل عام.

٣) 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 (2005) Adams *et al.* 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 (1975) Alutto and Hrebiniak 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 1991) 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 لانتفاء 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 فترى 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, 2016).

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.

٤) 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. 2010) 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. 2006) ودراسة (Carter et al. 2003) 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 2001) 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 كرهًا للمخاطرة من الرجال (Weber et al., 2002).

كما أظهرت دراسة (Kulich et al. 2011) 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.

وقد بينت نتائج دراسة (Faccio et al. 2016) أن الشركات التي تدار من قبل رئيس تنفيذي أنثى لديها نسبة مديونية أقل.

(5) مؤهلات الرئيس التنفيذي:

أشارت الدراسات السابقة مثل دراسة (Hartog and Oosterbeek 2007) ودراسة (Van der Sluis et al. 2008) إلى وجود توافق كبير حول وجود علاقة إيجابية بين المستوى التعليمي للرئيس التنفيذي وبين أداء الشركات.

ووجدت دراسة (King, Srivastav, and Williams 2016) 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.

(6) نسبة ملكية الرئيس التنفيذي:

إن ملكية الإدارة التنفيذية في الشركة قد تشكل أسلوباً لربط حوافز الإدارة بأداء الشركة، حيث تعد ملكية الأسهم من أهم الطرق للربط بين ثروة المدراء وبين أداء الشركة. وقد تأسست هذه النظرية من قبل (Jensen and Meckling 1976)، حيث أنها تركز على الجمع بين مصلحة الإدارة وبين مصلحة المساهمين. وقد أظهرت دراسة (Adams et al. 2005) حول تأثير ملكية الرئيس التنفيذي بأن هناك علاقة إيجابية بين ملكية الرئيس التنفيذي وبين عوائد الأسهم. كما وجدوا بأن ملكية الرئيس التنفيذي تقلل من الانحراف المعياري لعوائد الأسهم.

ووجدت دراسة (Barker and Mueller 2002) ودراسة (Nam et al. 2003) بأن زيادة نسبة ملكية الرئيس التنفيذي تؤدي إلى ارتفاع الإنفاق على البحث والتطوير. إلا أن بعض الباحثين الآخرين مثل (Ghosh et al. 2007) أشاروا إلى أن العلاقة غير خطية بين ملكية الرئيس التنفيذي وبين نفقات البحث والتطوير، وهو ما يعني أن ملكية الرئيس التنفيذي لها تأثير واضح على السياسة المالية للشركة، ولكن طبيعة التأثير لا تزال غير واضحة.

ويرى الباحث أن ارتفاع نسبة ملكة الرئيس التنفيذي تزيد من المواثمة بين مصالحه الخاصة وبين مصالح المساهمين، وهو ما يدفعه للسعي نحو اتباع السياسات المالية التي من شأنها تحسين أداء الشركة بشكل عام.

(٧) الرئيس التنفيذي المؤسس:

أظهرت العديد من الدراسات مثل دراسة (2009) *Anderson and Reeb و Adams et al.* (2003) و (2006) *Villalonga and Amit* أنه إذا كان مؤسس الشركة هو الرئيس التنفيذي لها، فإن قيمة الشركة تصبح أكبر. كما أظهرت دراسة (2009) *Fahlenbach* أن الشركات التي لديها رئيس تنفيذي مؤسس يكون أداء أسهمها أفضل، حيث أن الرؤساء التنفيذيون المؤسسين يتميزون بالعديد من الجوانب، منها استقرارية بقائهم في الشركة، وأنهم يتمتعون بحافز أكبر وبالتالي يعظمون قيمة الأسهم، إضافة لدورهم في تقليل مشكلة الوكالة، وإنفاقهم الأكبر على البحث والتطوير والنفقات الرأسمالية، كما بين (2016) *Lee et al.* أن وجود رئيس تنفيذي مؤسس يرتبط بزيادة عدد براءات الاختراع، مما يشير إلى أن الرؤساء التنفيذيين المؤسسين أكثر فعالية وكفاءة في الابتكار، وأنهم أكثر قدرة لأخذ الشركة في اتجاه تكنولوجي جديد.

المبحث الثاني: السياسة المالية للشركات

شهد مفهوم الإدارة المالية تطوراً كبيراً من مفهومها الضيق الذي ينحصر بأنها وظيفة تختص بإجراءات تدبير الموارد المالية ، إلى مفهوم أوسع باعتبارها الإدارة التي تختص باتخاذ القرارات المالية في مجال الاستثمار وفي مجال التمويل، كما أنها تختص بالتخطيط المالي كالرقابة المالية، واتخاذ القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح. وحتى تؤدي الإدارة المالية عملها على أكمل وجه فلا بد من تشرشد بالهدف الذي تسعى إليه والذي يتضمن على تعظيم القيمة السوقية للأسهم، لأن أي قرار لا يساهم في تحقيق الهدف لا بد أن يحكم عليه بالفشل يعرف الهيكل المالي على أنه "تشكيلة المصادر التي تحصلت المؤسسة منها على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها او هو يتضمن جميع الفقرات المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية"، وحسب هذا التعريف، الهيكل المالي هو مجموع قرارات التمويل التي تنعكس في الجانب الأيسر في الميزانية.

يعرف هيكل راس المال بأنه الجانب الايسر من المركز المالي، ويعبر عن مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول المتمثلة في الجانب الأيمن، إذ يمكن تمويل هذه الأصول من مصادر متعددة، مثل رأس المال، والأرباح المحتجزة، وقروض قصيرة الأجل أو طويلة الاجل (السامرائي، ٢٠٠١).

فإن هيكل رأس المال هو مجموع مصادر رأس المال على المدى الطويل، وبالتالي فهو جزء من الهيكل المالي. وهي تشمل سندات الدين والديون طويلة الأجل ورأس المال التفضيلي ورأس المال الأسهم والأرباح المحتجزة. في أبسط المصطلحات، هيكل رأس المال للشركة هو ذلك الجزء من الهيكل المالي الذي يعكس مصادر طويلة الأجل لرأس المال.

وفي هذا الصدد، تشير الأدبيات المالية إلى أن وظيفة الإدارة المالية في الشركات ترتبط أساساً بثلاثة أنواع رئيسية من القرارات وهي (Ross et al., 2013):

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. وبالاعتماد على أن وظيفة الإدارة المالية في الشركات ترتبط بالأنواع الثلاثة سالفة الذكر، فيمكن القول إن السياسة المالية للشركة تتعلق أساساً بهيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح. ويشار في هذا الصدد أن أهمية السياسة المالية للشركة تنبع من أنها تحدد نهجها الشامل في عملية إدارة قراراتها المالية، بما في ذلك هيكل تمويل الشركة، وسياسة توزيع الأرباح، وهو ما سيتم إلقاء المزيد من الضوء عليه في السياق التالي.

نظريات هيكل رأس المال:

بعد نظرية موديجلياني وميلر في عام ١٩٥٨ والمتعلقة بعدم تأثير هيكل رأس المال على قيمة الشركة، ظهر هناك ثلاث نظريات رئيسية لهيكل رأس المال والتي تختلف من حيث افتراض اكتمال أسواق رأس المال، وهذه النظريات هي نظرية المبادلة (Trade-off theory)، ونظرية الترتيب (Pecking order theory)، ونظرية توقيت السوق (Market timing theory of capital structure). وتعتبر نظرية المبادلة ونظرية الترتيب من النظريات الرئيسية التي تحكم هيكل رأس المال، والتي تستخدم عادةً لتفسير قرارات التمويل الخاصة بالشركات (Chung et al., 2013).

١. نظرية موديجلياني وميلر (The Modigliani-Miller Theorem): منذ أن تم نشر نظرية موديجلياني وميلر في عام ١٩٥٨ (Modigliani and Miller, 1958) بعنوان نظرية عدم علاقة هيكل رأس المال، أصبحت نظريات هيكل رأس المال للشركات محط أنظار الباحثين في الاقتصاد المالي.

حيث يفترض مقترح (Modigliani and Miller (1958) أن لدى الشركة مجموعة معينة من التدفقات النقدية المتوقعة، وعندما تختار الشركة تركيبة معينة من الدين والملكية لتمويل أصولها، فإن كل ما تفعله هو تقسيم التدفقات النقدية بين المستثمرين، وبالتالي فإن هيكل رأس المال للشركة ليس له أي تأثير على القيمة السوقية للشركة.

٢. نظرية المبادلة (Trade-off theory): نشأت النسخة الأصلية لنظرية المبادلة في خضم الجدل القائم حول نظرية موديجلياني وميلر، حيث أن إضافة ضريبة الدخل على الشركات إلى مقترح موديجلياني وميلر يفضي إلى الاستنتاج بأن الدين يحقق وفورات ضريبية ويقلل من الضرائب المدفوعة. وتفترض نظرية المبادلة أن الشركات تقوم بالمبادلة (أو المفاضلة) بين مزايا وتكاليف التمويل بالدين والتمويل بالملكية، وأنها تقوم بإيجاد هيكل رأس مال الأمثل بعد الأخذ بعين الاعتبار لعيوب السوق مثل الضرائب وتكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة (Luigi and Sorin, 2009).

وتتضمن نظرية المبادلة على نسختين، الأولى هي نظرية المبادلة الساكنة، والثانية هي نظرية المبادلة الديناميكية.

أ) نظرية المبادلة الساكنة (Static trade-off theory): تؤكد نظرية المبادلة الساكنة على أن الشركات لديها هياكل رأسمال مثالية، والتي تحددها من خلال المبادلة بين التكاليف والمزايا لاستخدام الدين وحقوق الملكية. فمن مزايا الدين هو الدرع الضريبي الذي يوفره للشركة، أما عيوبه فتتمثل في التكلفة المحتملة للإفلاس، خاصة عندما تعتمد الشركة على نسبة مرتفعة من الدين، وهذا يؤدي لوجود مبادلة بين الوفورات الضريبية وبين المخاطر الأعلى للإفلاس المالي (Luigi and Sorin, 2009).

ب) نظرية المبادلة الديناميكية (The Dynamic Trade-off Theory): يعتمد قرار التمويل الصحيح في النموذج الديناميكي على هامش التمويل الذي تتوقعه الشركة في الفترة القادمة. وقد قامت دراسة Kane et al. (1984) ودراسة Brennan and Schwartz (1984) بتقديم أول نماذج ديناميكية من خلال النظر في الوفورات الضريبية ومقارنتها بتكلفة الإفلاس، حيث حلت هذه الدراسات نماذج زمنية مستمرة تتضمن عدم اليقين، والضرائب، وتكاليف الإفلاس، ووجدت أن الشركات تتفاعل مع الصدمات السلبية على الفور من خلال إعادة التوازن، وبالتالي فإن الشركات تحافظ على مستويات عالية من الديون للاستفادة من الوفورات الضريبية.

وقد أشارت دراسة Goldstein et al. (2001) إلى أن الشركة ذات المديونية المنخفضة لديها خيار لزيادة نسبة الدين في المستقبل، وهو كان يعمل على تقليل المستوى الأمثل للدين الآن. كما بحث (Strebulaev, 2007) في نموذج مشابه لنموذج (Fischer et al. 1989) و (Goldstein et al., 2001)، وأشار أنه إذا كانت الشركات تمول على النحو الأمثل بشكل دوري فقط بسبب تكاليف المعاملات، فإن نسبة الدين في معظم الشركات ستتحرف عن المستوى الأمثل معظم الوقت.

٣. نظرية الترتيب (Pecking order theory): تعود بداية نظرية الترتيب إلى دراسة Donaldson (1961)، ثم إلى دراسات Myers (1984) و Myers and Majluf (1984)، حيث تناقش هذه النظرية بأن الشركات تتبع الترتيب أو التسلسل الهرمي للتمويل لتقليل مشكلة عدم التماثل في المعلومات بين مديري الشركة من الداخل وبين المساهمين الخارجيين. ولا تأخذ نظرية الترتيب هيكل رأس المال الأمثل كنقطة بداية، ولكنها تؤكد بدلاً من ذلك حقيقة أن الشركات تظهر تفضيلاً واضحاً لاستخدام التمويل الداخلي (مثل الأرباح المحتجزة أو الأصول السائلة الزائدة) على التمويل الخارجي. وإذا لم تكن الأموال الداخلية كافية لتمويل فرص الاستثمار، فقد تقوم الشركات بالحصول على تمويل خارجي من خلال الاختيار بين مصادر التمويل الخارجي المختلفة بطريقة تقلل من التكاليف الإضافية لعدم تماثل المعلومات. أي أن ترتيب مصادر التمويل للشركات هو المصادر الداخلية، يليها التمويل من خلال الديون منخفضة المخاطر، ثم التمويل بالأسهم. وتشير النظرية إلى أن مديري الشركات لديهم معلومات حول عمليات الشركة والآفاق المستقبلية لها والتي لا يعرفها المستثمرون أو الأطراف الأخرى، وهو ما يصعب على هذه الفئات تقدير الأصول المتداولة والأوراق المالية الصادرة عن الشركة بشكل صحيح (Brealey et al., 2011).

٤. نظرية توقيت السوق (Market timing theory of capital structure): النظرية الأخيرة لهيكل رأس المال فقد اقترحها Baker and Wurgler (2002) والتي تنص على أن هيكل رأس المال الحالي للشركة هو النتيجة التراكمية للمحاولات الماضية لتوقيت سوق الأسهم. ويقصد بتوقيت السوق قيام الشركات بإصدار أسهم جديدة عندما تكون الأسهم مسعرة بأعلى من قيمتها، وأن تقوم بإعادة الشراء عندما تكون الأسهم مسعرة بأقل من قيمتها. وبالتالي تؤثر التقلبات في أسعار الأسهم على هيكل رأس مال الشركات.

وقد أشارت دراسة (Graham and Harvey 2001) إلى أن المديرين يحاولون توقيت سوق الأسهم، وأن معظم الشركات التي تقوم بإصدار أسهم تعتبر بأن المبلغ الذي يتم تقييم الأسهم به بأقل من قيمتها أو أعلى من قيمتها من الاعتبارات الهامة.

وقد قدمت (Baker and Wurgler 2002) دليلاً على أن توقيت سوق الأسهم له تأثير مستمر على هيكل رأس مال الشركة، وحددت مقياس توقيت السوق بأنه المتوسط الموزون لاحتياجات التمويل الخارجي خلال السنوات القليلة الماضية، وبحيث يتم وزنها من خلال القيمة السوقية للدفترية للشركة. كما وجدت الدراسة أن التغييرات في نسبة المديونية ترتبط ارتباطاً وثيقاً بإجراءات توقيت السوق، لذا استنتجت بأن هيكل رأس مال الشركة هو النتيجة التراكمية للمحاولات الماضية لتوقيت سوق الأسهم.

وتؤكد النتائج التي توصلت إليها العديد من الدراسات السابقة بأنه لا يوجد هناك نظرية عامة لهيكل رأس المال تنطبق على نسب الدين في جميع الشركات (Graham and Leary, 2011). ومع ذلك، فإن العديد من الدراسات تكشف عن بعض المحددات التي يمكن أن تساعد في تفسير التغير في نسبة المديونية مثل دراسة (Frank and Goyal 2009) و (Drobtz et al. 2013). فبعد دراسة (Jensen and Meckling 1976) التي ناقشت نظرية أن الشركات قائمة على تضارب المصالح بين الأطراف ذات العلاقة وهم المساهمين والمديرين وأصحاب الديون، قام العديد من الباحثين بإجراء دراسات لتحليل تأثيرات ممارسات الحاكمية المؤسسية على قرارات هيكل رأس المال مثل دراسة (Jiraporn and Gleason 2007) و (Sheikh and Wang 2012)، وهو ما يؤكد بأن ممارسات الحاكمية المؤسسية في الشركات تعتبر أيضاً من العوامل المحددة لقرارات هيكل رأس المال. وهذا الأمر ينسحب بالتأكيد على وجود تأثير لإدارة الشركة على هيكل رأس المال، وبالتالي وجود أثر لخصائص الرئيس التنفيذي.

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 (Görts 2016) 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 ملاءمة 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, 1961)، 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, 1963).

وبينت نظرية الإشارة أن المستثمرين ينظرون لأي تغييرات في سياسة توزيع الأرباح على أنها إشارة من الشركة لهم تخبرهم 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, 1999).

وقد أظهرت دراسة (Görts, 2016) 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 المخصصة لحساب قيمة الشركة، يؤدي للاستنتاج بوجود علاقة موجبة بين التوزيعات وبين قيمة الشركة.

المبحث الثالث: الدراسات السابقة

قامت العديد من الدراسات السابقة ببحث أثر خصائص الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات. وفيما يلي نستعرض أهم تلك الدراسات:

أولاً: الدراسات العربية :

دراسة (ريم عودة، ٢٠١٧) بعنوان أثر الحوكمة وخصائص الشركات على الإفصاح، دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

هدفت هذه الدراسة إلى فحص تأثير كل من حوكمة وخصائص الشركات على الإفصاح الاختياري في التقارير السنوية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين، كما تهدف إلى معرفة مستوى الإفصاح الاختياري لشركات المساهمة المدرجة في بورصة فلسطين. ولتحقيق ذلك فقد تم اختيار متغيرات الدراسة من مجموعة من المتغيرات المتعلقة بحوكمة الشركات وهي (نسبة عدد المدراء غير التنفيذيين، حجم مجلس الإدارة، ازدواجية دور المدير التنفيذي، ووجود لجنة المراجعة)، ومجموعة أخرى من المتغيرات المتعلقة بخصائص الشركات وهي (حجم الشركة، درجة الرفع المالي، الربحية، وحجم مكتب التدقيق). وتم استخدام أسلوب بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Data Panel) حيث اشتمل مجتمع الدراسة على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين والبالغ عددها (٤٨) شركة، والموزعة على خمسة قطاعات مختلفة، وهي (البنوك، التأمين، الاستثمار، الخدمات، و الصناعة) ، والتي تم تداول أسهمها خلال الفترة الواقعة بين ٢٠١٣/١٢/٣١ حتى ٢٠١٦ / ١٢ / ٣١ هذا، وقد اشتملت عينة الدراسة على (٢٨) شركة، وهي جميع الشركات غير المالية المساهمة المسجلة ببورصة فلسطين والتي تتوافر عنها بيانات كمية كاملة عن فترة الدراسة، وهي فترة أربع سنوات. وقد أظهرت نتائج الدراسة بأن مستوى الإفصاح الاختياري في فلسطين تحت المتوسط، كما أظهرت النتائج وجود تأثير سلبي لمتغير الربحية فقط على مستوى الإفصاح الاختياري. وقد أوصت الدراسة ضرورة الوقوف على العوامل التي أدت إلى خسائر الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين خلال الفترة ٢٠١٣ حتى ٢٠١٦. كما أوصت الدراسة على إجراء مزيد من البحوث المحاسبية للتعرف على المتغيرات الأخرى التي قد يكون لها تأثير على مستوى الإفصاح الاختياري، حيث أنه من القضايا المهمة التي تحتاج إلى بحث أثر كل من (تركز الملكية، نوع الصناعة، وخصائص لجنة المراجعة) على مستوى الإفصاح الاختياري .

دراسة (علام حمدان، ٢٠١٤) بعنوان العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي.

هدفت هذه الدراسة الى اختبار العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي في عينة مكونة من (١٧٥ شركة مساهمة عامة كويتية)، وهي تمثل ٨٦% من الشركات المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية، خلال الفترة (٢٠٠٨ - ٢٠١١) وباستخدام مجموعة من الاختبارات المعلمية وغير المعلمية؛ حصلت الدراسة على أدلة تجريبية تدعم وجود علاقة ايجابية بين الحاكمية المؤسسية وسياسة توزيع الأرباح، وتدعم فرضية أن زيادة التوزيعات تأتي نتيجة لجودة الحاكمية المؤسسية، ولم تؤثر في هذه العلاقة صعوبات التمويل الخارجي

توصي الدراسة بالإسراع في تجهيز معايير الحاكمية المؤسسية واصدارها في الكويت، مع الاسترشاد بأفضل الممارسات في هذا المجال من الدول المتقدمة والبيئات المشابهة للبيئة الكويتية، ودعوة الشركات الكويتية الى مزيد من الالتزام بأفضل ممارسات الحاكمية المؤسسية.

دراسة (علام حمدان، ٢٠١٦) بعنوان العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركة: دليل من البحرين تستند هذه الدراسة لنظرية "الإشراف" في تفسيرها للعلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركات البحرينية، فقد استعانت الدراسة بالبيانات الطولية من (٤٢) شركة مدرجة في بورصة البحرين للفترة (٢٠٠٩-٢٠١٣)، وباستخدام مجموعة من أساليب الاقتصاد القياسي: أسلوب التأثيرات الثابتة، وطريقة المربعات الصغرى على مرحلتين، وطريقة العزوم العامة. وذلك؛ بهدف التغلب على مشكلات القياس المختلفة في هذه العلاقة. توصلت الدراسة الى وجود تأثير عكسي لاستقلالية مجلس الإدارة في أداء الشركات؛ الذي تم قياسه بثلاثة نماذج مختلفة هي: مؤشر "توبن"، ومعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على الملكية. وعليه؛ فإن المدراء الداخليين هم الأجدر بإدارة الشركة للوصول بها لأفضل مستويات الأداء، وقد بينت النتائج كذلك أن وجود الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة يزيد من عدم تماثل المعلومات وارتفاع تكاليف المراقبة في الشركات البحرينية مما يعمل على تخفيض المنافع المتوقعة من استقلال اعضاء مجلس الإدارة. فالأثر العكسي للمدراء المستقلين على الأداء في الشركات البحرينية مرده افتقارهم للمعلومات والخبرة الكافية في تفاصيل العمل التشغيلي كما أوضحت دراستنا، أو إلى كونه استقلالاً فقط، كما بينت ذلك دراسة، Mallin and Hussain (2003)؛ التي وجدت أن غالبية الشركات البحرينية لا يوجد فيها لجنة ترشيحات (committee nominations)، وبالتالي فإن الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة يتم اختيارهم عن طريق المعرفة الشخصية للمدراء، او عند طريق رئيس مجلس الإدارة، او الأغلبية المالكة في الشركة.

ثانيا: الدراسات الأجنبية:

دراسة (2012) Bhatt بعنوان "خصائص الرئيس التنفيذي على قيمة الشركة: منهجية كمية وتطبيقية تغطي فترات الركود والاستقرار"

The Impact of CEO Characteristics on the Value of the Firm: A quantitative and empirical approach covering recession and stable periods

هدفت هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين خصائص المدير التنفيذي وبين أداء كبرى الشركات البريطانية وذلك بالاعتماد على عينة مكونة من ١٩٥ شركة بريطانية خلال الفترة ٢٠٠٤-٢٠١١. حيث استخدمت الدراسة متغيرين لقياس الأداء هما نسبة القيمة السوقية للدفترية، ومعدل العائد على الأصول. أما المتغيرات التي تمثل خصائص الرئيس التنفيذي فتضمنت على فترة عمله في الشركة، ومدى تغيير المدير التنفيذي، ومشاركته في اللجان الحالية والسابقة، وإذا كان من مؤسسي الشركة أو شركة غيرها، وعمر الرئيس التنفيذي، وجنسه، وجنسيته، ومؤهلاته، وانجازاته، وخبراته.

وقد وجدت الدراسة أن مؤهلات الرئيس التنفيذي لها أثر سلبي على قيمة الشركة، بينما وجدت أن جنس الرئيس التنفيذي من الإناث له أثر إيجابي على قيمة الشركة أكثر من الذكور. كذلك وجدت الدراسة أن جنسية الرئيس التنفيذي لها أثر مهم على معدل العائد على الأصول، وأن زيادة عمر الرئيس التنفيذي له أثر سلبي على قيمة الشركة، أما إنجازات الرئيس التنفيذي فقد كان لها أثر إيجابي على نسبة القيمة السوقية للدفترية.

دراسة (2014) Hambrick and Quigley بعنوان "نحو وضع سياق أكثر دقة لتأثير الرئيس التنفيذي على الشركات".

Toward more accurate contextualization of the CEO effect on firm performance

هدفت هذه الدراسة 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 كبيرة 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.

دراسة (Peni (2014) بعنوان "خصائص الرئيس التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة على أداء الشركات " CEO and Chairperson Characteristics and Firm Performance

هدفت هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين خصائص المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة وبين أداء الشركات. واعتمدت الدراسة على عينة من الشركات الداخلة في مؤشر (S&P 500) الأمريكي. واستندت الدراسة في قياس الأداء المالي على مقياسين هما معدل العائد على الأصول ومقياس توبين كيو (Tobin's Q). أما خصائص المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة فتم قياسها من خلال الجنس والخبرة والمؤهلات والعمر وتعدد مناصب المدير التنفيذي أو رئيس مجلس الإدارة في مجالس الإدارات وازدواجية منصب المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة.

وقد أشارت نتائج الدراسة بأن الخصائص الديموغرافية والخصائص المتعلقة بالخبرة للمدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة عادةً ما تترافق مع التقييم السوقي للشركات ومع مؤشرات أدائها المالي. وعلى وجه التحديد فقد وجدت الدراسة بأن هناك علاقة إيجابية بين جنس المدير التنفيذي أو رئيس مجلس الإدارة وبين الأداء، حيث يكون أداء الشركات في حال الإناث أفضل منه في حالة الذكور. وكان أثر خبرة ومؤهلات المدير التنفيذي أو رئيس مجلس الإدارة إيجابياً على أداء الشركات. بينما كانت النتائج المتعلقة بعمر المدير التنفيذي أو رئيس مجلس الإدارة مختلطة ومتفاوتة. كما أشارت النتائج إلى أن تعدد مناصب المدير التنفيذي أو رئيس مجلس الإدارة في مجالس الإدارات لعدة له تأثير سلبي على أداء الشركات. وأخيراً بينت النتائج بأن ازدواجية منصب المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة لها أثر سلبي على مقياس أداء الشركات.

دراسة (Huysentruyt et al. 2015) بعنوان "قيم المدير التنفيذي، ونمط الإدارة، وأداء الشركات: دليل من الشركات الاجتماعية في أوروبا "

CEO's Values, Management Style and Firm Performance: Evidence from Social Enterprise in Europe

هدفت هذه الدراسة لإجراء اختبار تجريبي للدور الذي تلعبه قيم الرئيس التنفيذي في تفسير الاختلافات في أسلوب الإدارة وأداء الشركة، وذلك بالتطبيق على مجموعة من المؤسسات الاجتماعية في أوروبا. وقد تضمنت بيانات الدراسة على معلومات عن خصائص المديرين التنفيذيين بما في ذلك قيمهم وممارسات الإدارة وخصائص الشركات وأداء الشركات.

وأشارت الدراسة إلى أن هناك مجموعة كبيرة من البحوث التي تؤكد على أهمية الشخص المسؤول عن المنظمة عن قرارات الشركة وأدائها، إلا أن هناك دراسات قليلة بحثت في أثر الصفات والخبرات الفردية على أنماط الإدارة وعلى أداء الشركة.

وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن المديرين التنفيذيين الذين لديهم قيم اجتماعية مسبقة ولديهم دوافع للتفوق الذاتي ولكن لديهم ضعف في قيم تعزيز الذات من المرجح أن يستخدموا ممارسات الإدارة التشاركية، في حين أن الرؤساء التنفيذيين الذين هم أكثر انفتاحاً على التغيير يتبنون مواقف مبادرة تعكس قدراً أكبر من الفاعلية والرغبة في تحمل المخاطر والابتكار. وباستخدام قيم المديرين التنفيذيين كأداة صالحة للأساليب الإدارية، أكدت الدراسة أن ممارسات الإدارة التشاركية والمواقف المبادرة تؤثر بشكل إيجابي على الأداء المالي، وكذلك على نجاح المشاريع الاجتماعية في خلق الأثر المجتمعي.

دراسة (Diks 2016) بعنوان "أثر خصائص الرئيس التنفيذي على قيمة الشركة".

The Impact of CEO Characteristics on Firm Value

هدفت هذه 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 500) خلال الفترة ٢٠١٥-٢٠٠٠.

واستخدمت الدراسة أربعة خصائص للرئيس التنفيذي هي عمر الرئيس التنفيذي، ومكافآت الرئيس التنفيذي، وفترة بقائه في الشركة، والجنس. أما قيمة الشركة فتم قياسها 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.

دراسة (2016) Görtsm بعنوان "أثر خصائص الرئيس التنفيذي على السياسة المالية للشركات"

The Effect of CEO Characteristics on Corporate Financial Policy

هدفت هذه الدراسة لاختبار تأثير خصائص الرئيس التنفيذي على السياسة المالية للشركات وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من 500 شركة في مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010 - 2014. وتضمنت المتغيرات التابعة على بعض مؤشرات السياسة المالية للشركات وهي الديون، وتوزيعات الأسهم، ومصروفات البحث والتطوير، والنفقات الرأسمالية. بينما استخدمت خصائص الرئيس التنفيذي كمتغيرات مستقلة والتي تضمنت على الجنس والعمر وفترة التعيين ونسبة ملكية المدير في 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. وأظهرت نتائج الدراسة أن الشركات التي فيها مديرين 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. وتختلف هذه الدراسة عن دراسة Görtsm بما يلي:

- 1- تم تطبيق هذه الدراسة على بلد عربية بينما دراسة Görtsm تم تطبيقها على بلاد اجنبية
- 2- تم تطبيق هذه الدراسة على البورصة الكويتية خلال الفترة 2012 - 2016 بينما دراسة Görtsm تم تطبيقها على مؤشر S&P500 خلال الفترة 2010 - 2014.
- 3- هذه الدراسة تستخدم متغيرين تابعين هما توزيعات الأرباح، المديونية بينما دراسة Görtsm استخدمت أربع متغيرات تابعة هما الديون، وتوزيعات الأسهم، ومصروفات البحث والتطوير، والنفقات الرأسمالية.

٤- هذه الدراسة استخدمت متغيرين ضابطين هما نسبة الأصول الثابتة والحجم بينما دراسة Görtsm استخدمت متغير وهمي يأخذ القيمة واحد في حال كان المدير من مؤسسي الشركة. هناك توافق بين الدراستين بالمتغيرات المستقلة إلا أن هناك اختلاف بمتغير واحد حيث أن هذه الدراسة استخدمت المؤهلات العلمية كمتغير مستقل بينما دراسة Görtsm استخدمت ملكية الرئيس التنفيذي.

دراسة Singla (2016) بعنوان "أثر خصائص الرئيس التنفيذي ومجلس الإدارة على أداء الشركات"

Impact of Board and CEO characteristics on Firms' Performance

هدفت هذه الدراسة لاختبار تأثير خصائص كلٍ من الرئيس التنفيذي ومجلس الإدارة على أداء الشركات الهندية. حيث بينت الدراسة بأن خصائص الحاكمية 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.

دراسة Toor et al. (2016) بعنوان "أثر خصائص الرئيس التنفيذي على أداء البنوك"

Impact of CEO Characteristics on Bank Performance, The Case of a Cooperative Bank

هدفت هذه الدراسة لاختبار أثر خصائص الرئيس التنفيذي على أداء البنوك وذلك بالاعتماد على عينة مكونة من ١٠٦ بنكاً مستقلاً ضمن مجموعة البنك الأوروبي التعاوني خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٥. واستخدمت الدراسة مجموعة من خصائص الرئيس التنفيذي والتي تتضمن معدل دوران الرئيس التنفيذي، ومستوى التعليم، والجنس. أما أداء البنوك فتم قياسه من خلال معدل العائد على الأصول ونسبة المصاريف التشغيلية.

وبالاعتماد على تحليل الانحدار المشترك، وجدت الدراسة بأن العائد على الأصول ينخفض بعد تغيير الرئيس التنفيذي، وهو ما يعكس وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمعدل دوران الرئيس التنفيذي على أداء البنك. أما المستوى التعليمي وجنس الرئيس التنفيذي فلم يكن لهما أي أثر على أداء البنوك. دراسة (Bandiera et al. (2017 بعنوان "سلوك الرئيس التنفيذي وأداء الشركات "

CEO Behavior and Firm Performance

هدفت هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين سلوك الرئيس التنفيذي وبين أداء الشركات وذلك بالاعتماد على عينة مكونة من ١١١٤ مدير تنفيذي في البرازيل وفرنسا وألمانيا والهند والمملكة المتحدة والولايات المتحدة.

وقامت الدراسة بتطوير استبيان لقياس خصائص الرئيس التنفيذي وذلك باعتماد منهجية جديدة تتضمن جمع بيانات عن كل نشاط يقوم به المديرين التنفيذيون خلال أسبوع عمل واحد، وعمل خوارزمية تعلم آلي تعرض هذه البيانات على مقياس لمؤشرات سلوك الرئيس التنفيذي. حيث ترتبط القيم المنخفضة للمؤشر بزيارات المصنع، والاجتماعات الفردية مع دوائر الإنتاج أو الموردين، في حين ترتبط القيم العالية والاجتماعات مع المديرين التنفيذيين رفيعي المستوى، والجمع بين عدة وظائف داخل وخارج الشركة. وتم استخدام هذه البيانات لدراسة العلاقة بين سلوك الرئيس التنفيذي وبين أداء الشركة من خلال إطار نموذج تعيين الرئيس التنفيذي.

وقد توصلت نتائج الدراسة إلى أن سلوك الرئيس التنفيذي له انعكاسات مهمة على أداء الشركة، وبأن خسارة الإنتاجية الناتجة عن التعيين غير الملائم للرئيس التنفيذي تشكل ما نسبته ١٣% من الفجوة الإنتاجية بين البلدان مرتفعة الدخل والبلدان منخفضة الدخل في العينة.

وعلى صعيد آخر، على الرغم من ندرة وجود 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: أن الدراسة الحالية تعتبر من الدراسات القليلة - على حد علم الباحث - التي تناول هذا الموضوع في البيئة العربية بشكل عام وفي البيئة الكويتية على وجه التخصيص. إضافة بأنها تتميز بالحدثة النسبية وتأتي بعد استقرار التشريعات الناظمة لعمل الشركات الكويتية وخاصة بعد صدور اللائحة التنفيذية لحوكمة الشركات في الكويت عام ٢٠١٥. كما تتميز هذه الدراسة عن غيرها من الدراسات بأنها تختبر مجموعة واسعة من خصائص الرئيس التنفيذي دون أن تركز على خاصية أو اثنتين كما في العديد من الدراسات السابقة.

الفصل الثالث : الطريقة والاجراءات

منهجية الدراسة:

قام الباحث من خلال هذا الفصل التطرق إلى التعريف بالمنهج الأمثل الذي سيخدم الدراسة، بالإضافة إلى التعريف بالمتغيرات التي يتم اختيارها، وتوضيح الاختبارات الإحصائية التي تخدم متطلبات الدراسة والتي تم إدراجها، وأخيراً بيان النتائج المتحصل عليها والاستنتاجات لتستخلص في الأخير مجموعة من التوصيات.

مصادر جمع المعلومات:

وتم الرجوع في جمع البيانات إلى المصادر التالي:

- المصادر الثانوية: التي تتعلق بتغطية الإطار النظري للدراسة، والتي تم جمعها إلى الكتب والدوريات والمجلات العلمية المحكمة والرسائل الجامعية الدراسات السابقة بموضوع الدراسة.
- المصادر الأولية: والمتعلقة بالبيانات والتي تم الحصول عليها من بورصة الكويت والتقارير السنوية لعينة الدراسة.

الاختبارات المستخدمة:

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 (1982) 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 اختبارات جذر الوحدة مثل اختبار ديكي فولر (Dickey- Fuller) وفليبس بيرون (Phillips Peron)، للتأكد فيما إذا كانت هذه البيانات للمتغيرات المدروسة مستقرة أم غير مستقرة.

وعند التثبت من وجود جذر الوحدة (Unit Root) في السلاسل الزمنية فيمكن الكشف عن ما إذا كان لديها اتجاه (Trend) أم لا، والمتوفرة ضمن أشكال اختبار ديكي فولر المطور (Augmented Dickey-Fuller)، مع تحديد عدد سنوات الإبطاء لمعرفة هل يحتوي اتجاه أم لا، بحيث يتم إدخاله في حالات إجراء عمليات الانحدار المختلفة، لأن وجود اتجاه في البيانات للمتغيرات الداخلة في نموذج اقتصادي سيؤدي إلى ظهور أثر ذلك الاتجاه في معاملات المتغيرات الأخرى، وإذا كانت السلاسل الزمنية غير مستقرة عند المستوى نأخذ الفرق الأول ويعاد اختبار الاستقرار مرة أخرى، فإذا لم تكن مستقرة نأخذ الفرق الثاني وهكذا، إلى أن تصبح السلسلة الزمنية الواحدة تتصف بالاستقرار، وعادة لا يتحقق استقرار السلاسل الزمنية إلا بفترات إبطاء أعلى من الدرجة الأولى، لذلك فإن اختبار ديكي فولر لفترة الإبطاء الأولى قد لا تكون مناسباً لإظهار استقرار السلاسل الزمنية، لذلك ستستخدم هذه الدراسة أحد أشكال الاختبار الذي يوفر فترة إبطاء أعلى مثل (Augmented Dickey-Fuller) و (Phillips & Perron).

اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test):

غالباً ما تتسم البيانات الاقتصادية بوجود تغيرات هيكلية تؤثر على درجة استقرار السلاسل الزمنية، لذا يعد تحديد درجة الاستقرار مهماً قبل اختبار العلاقات بين المتغيرات، حيث يتطلب ذلك عدم استقرار البيانات وتكاملها من نفس الدرجة (السحبياني، ٢٠٠٧)، فإذا كانت سلسلة الفروق الأولى من سلسلة المتغير العشوائي مستقرة، فإن السلسلة الأصلية تكون متكاملة من المرتبة الأولى أي $I(1)$.

أما إذا كانت السلسلة مستقرة بعد الحصول على الفروق الثانية (الفروق الأولى للفروق الأولى) فإن السلسلة الأولى تكون متكاملة من الرتبة الثانية أي $I(2)$ وهكذا، إذا كانت السلسلة الأصلية مستقرة يقال إنها متكاملة من الرتبة صفر، وهو بذلك لا يحمل جذر الوحدة، أي $I(0)$ ، بشكل عام فإن السلسلة (X_t) تكون متكاملة من الدرجة (d) إذا كانت ساكنة عند مستوى الفروق (d) ، لذا فإنها تحتوي على عدد (d) جذر وحدة (Seddighi et al., 2000).

وقد وضحت عدد من الدراسات منها دراسة (Nelson and Polsser 1982) أن أغلب السلاسل الزمنية تحتوي جذر الوحدة، وكذلك بينت الدراسات التي قامت بها (Stock and Watson 1989) أن مستويات تلك السلاسل الزمنية غير مستقرة. وهذا معناه أن متوسط وتباين المتغير غير مستقرين عن الزمن بوجود جذور الوحدة في أي سلسلة زمنية، والتي من شأنه أن يؤدي إلى وجود ارتباط زائف ومشاكل في التحليل والاستدلال القياسي (العبدلي، ٢٠٠٥).

ويوجد هناك عدد من الاختبارات التي يمكن استخدامها للتأكد من وجود أو عدم وجود جذر الوحدة، أي لتحديد مدى استقرار السلسلة الزمنية منها طريقة (PP) (Phillips and Perron (1988). واختبار ديكي فولر المطور (ADF) (Augmented Dickey-Fuller) وقد يختلف (PP) عن (ADF) بكونه لا يحتوي على قيم متباطئة للفروق والذي يأخذ في الاعتبار الارتباط في الفروق الأولى في سلسلة الزمنية باستخدام التصحيح غير العلمي (Nonparametric Correction) ويسمح بوجود متوسط لا يساوي صفر واتجاه خطي للزمن ويستخدم لاختبار استقرار المتغيرات المستعملة عبر الزمن (Gujarati & Porter, 2009)، والاختبارات التقليدية، لاستقرار السلاسل الزمنية على غرار اختبار ديكي فولر وفيليبس بيرون تختبر فرضية وجود جذر الوحدة (وبالتالي عدم استقرار السلسلة الزمنية) كفرضية عدمية.

طرق علاج عدم الاستقرار في بيانات السلسلة الزمنية :

ولتجنب الآثار التي تنعكس على عدم استقرار وسكون السلسلة الزمنية يجب معالجة استقرارها عن طريق إحدى المعالجات المعروفة مثل طريقة الفروق وطريقة التحويل اللوغريتمي وغيرها. ومن أهم طرق تحقيق استقرار السلسلة الزمنية هي طريقة الفروق وتقوم هذه الطريقة على مبدأ طرح القيم بعضها من البعض الآخر وغالبا نتيجة هذه العملية الحصول على بيانات قيمتها اصغر من البيانات الأصلية وهذا يعنى تقليل التبادل، وهذه الطريقة تكون صالحة لمجموعة من البيانات على خلاف الطرق الأخرى التي تضع قيوداً على البيانات فمثل التحويل اللوغريتمي استخدامه يشترط عدم وجود قيم سالبة في البيانات، عموما طريقة الفروق من أكثر الطرق استخداماً في البيانات بشكل عام وفي بيانات السلاسل الزمنية بشكل خاص (فندل، ٢٠٠٥).

تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression):

يعتبر نموذج تحليل الانحدار المتعدد من أكثر أدوات التحليل الإحصائي استخداماً، ويهتم نموذج الانحدار المتعدد بتقدير الأثر بين متغير كمي، وهو المتغير التابع، وعدة متغيرات كمية أخرى، وهي المتغيرات المستقلة. وينتج عن هذا النموذج معادلة إحصائية خطية يمكن استخدامها لتفسير العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة أو تقدير قيمة المتغير التابع عند معرفة قيمة المتغيرات المستقلة.

ويهتم تحليل الانحدار الخطي المتعدد بدراسة وتحليل أثر عدة متغيرات مستقلة على متغير تابع. وعند استخدام أكثر من متغير مستقل لتفسير التباين في المتغير التابع فنحن نحاول زيادة درجة التفسير، ولذلك كلما كانت المتغيرات المستقلة المستخدمة في قياس الانحدار المتعدد ذات ارتباط قوي مع المتغير التابع، كلما زادت درجة التفسير، والعكس صحيح. لذا عند اختيار المتغيرات المستقلة يجب أن تتوفر لدينا درجة كافية من المعرفة مما يوحي بوجود ذلك الارتباط، كما يجب ملاحظة أن كل متغير مستقل وإن كان ضمن مجموعة المتغيرات إلا أنه يعمل بصورة غير تامة، بمعنى أن لا يقدم التفسير بشكل دقيق لوجود عوامل كثيرة يمكن أن تلعب دور في ذلك منها علاقة متغير مستقل بآخر، وارتباط ذلك بدرجة التفسير، لذا في حالة وجود تلك العلاقة فإن ما يفسره ذلك المتغير يحدث نتيجة لكونه متغير مستخدم في المعادلة بالإضافة لوجود عامل آخر ساهم في ذلك التفسير، ويتمثل في علاقة ذلك المتغير مع متغير مستقل أو أكثر من متغير.

نماذج الدراسة :

$$Dpo_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 GND_{i,t} + \beta_3 AGE_{i,t} + \beta_4 TNR_{i,t} + \beta_5 QLF_{i,t} \\ + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \varepsilon_t$$

$$Lev_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 GND_{i,t} + \beta_3 AGE_{i,t} + \beta_4 TNR_{i,t} + \beta_5 QLF_{i,t} \\ + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \varepsilon_t$$

حيث أن:

$FP_{i,t}$: تمثل مؤشرات السياسة المالية للشركة i في الفترة t ، والتي سيتم قياسها من خلال مؤشرين رئيسيين هما نسبة توزيع الأرباح، ونسبة المديونية.

$GND_{i,t}$: 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 .

$TANG_{i,t}$: نسبة الموجودات الثابتة في الشركة i في الفترة t .

$SIZE_{i,t}$: حجم أصول الشركة i في الفترة t .

$\varepsilon_{i,t}$ الخطأ العشوائي.

الفصل الرابع : نتائج التحليل الإحصائي

اختبارات استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة:

ومن أجل اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة تم استخدام كل من اختبار ديكي فولر وفيلبس بيرون وذلك للتأكد من استقراريه السلاسل الزمنية حيث أن عدم استقراريه السلاسل الزمنية يؤدي إلى نتائج انحدار مزيفة غير حقيقية، وبالتالي تم إجراء الاختبارين لمتغيرات الدراسة عند المستوى وتبين من خلال النتائج في الجدول (٢) 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 لابد من اخذ الفرق الأول لكافة المتغيرات ومن ثم إعادة الاختبار، وبعد اخذ الفرق الأول تبين من خلال الاختبارين (ديكي فولر وفيلبس بيرون) 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 فيلبس بيرون يأخذ بعين الاعتبار الأخطاء العشوائية واشمل من اختبار (ديكي فولر) وبالتالي البيانات أصبحت جاهزة للتحليل.

جدول (٢) اختبار فيلبس بيرون (PP) واختبار ديكي فولر المطور (ADF)

المتغير	ADF	PP	النتيجة
GND	المستوى	0.7955	غير مستقرة
	الفرق الأول	0.0297	مستقرة
AGE	المستوى	0.5210	غير مستقرة
	الفرق الأول	0.03677	مستقرة
TNR	المستوى	0.8540	غير مستقرة
	الفرق الأول	0.0421	مستقرة

المستوى	0.7570	0.6540	غير مستقرة	GLF
الفرق الأول	0.0498	0.0342	مستقرة	
المستوى	0.0466	0.0351	غير مستقرة	TAN
الفرق الأول	0.0000	0.0000	مستقرة	
المستوى	0.0257	0.0125	غير مستقرة	SIZE
الفرق الأول	0.0274	0.0136	مستقرة	

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 (٣) نتائج اختبار سكون البواقي

المستوى			المتغيرات
PP	ADF	التباطؤ	
***.0.0000	***.0.0000	3	Z=resid

***، **، * تشير إلى سكون المتغيرات عند مستوى معنوية ١%، ٥% و ١٠% على التوالي.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات E.VIEWS.

من خلال النتائج المنتحص عليها والموضحة في الجدول (٣) تبين أن البواقي تتسم بالسكون.

نتائج اختبار الانحدار الخطي المتعدد:

قبل إجراء الانحدار لا بد من إجراء الاختبارات القبلية من أجل الحصول على نتائج حقيقة 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.

- 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 (٤) نتائج الاختبار.

جدول رقم (٤) نتيجة اختبار (Jarque-Bera) حول أتباع بيانات الدراسة للتوزيع الطبيعي

Variable	Jarque-Bera	Probability	النتيجة
DPO	2.313115	0.414567	طبيعي
LEV	3.045675	0.418126	طبيعي

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.

- اختبار الارتباط الذاتي :

تم استخدام اختبار Breusch-Godfrey للتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء ويتضح من النتائج في جدول (٥) 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 (٥) نتائج اختبار الارتباط الذاتي

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
0.0556	Prob. F(2,21)	3.326198	F-statistic
0.0638	Prob. Chi-Square(2)	6.254875	Obs*R-squared
Test Equation:			
Dependent Variable: RESID			
Method: Least Squares			
Date: 4/13/18 Time: 20:15			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews.

اختبار تجانس التباين للأخطاء :

تم استخدام اختبار Breusch-Pagan-Godfrey ، حيث يتبين من النتائج في الجدول (٦) ومن خلال قيمة المعنوية والتي كانت اكبر من ٥% إلى قبول الفرضية العدمية التي تنص على تجانس التباين للأخطاء.

جدول (٦) نتائج اختبار تجانس التباين

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey			
0.1578	Prob. F(2,23)	2.003018	F-statistic
0.1454	Prob. Chi-Square(2)	3.856802	Obs*R-squared
0.3280	Prob. Chi-Square(2)	2.229325	Scaled explained SS
Test Equation:			
Method: Least Squares			
Date: 4/13/18 Time: 20:15			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews.

- اختبار الارتباط المتعدد بين المتغيرات التابعة والمستقلة :

تم حساب معامل الارتباط بين المتغيرات التابعة والمستقلة حيث يتبين من النتائج في الجدول رقم (٧) عدم وجود ارتباط عالي بين المتغيرات التابعة والمستقلة وبالتالي أصبحت البيانات جاهزة للتحليل.

جدول (٧) نتائج اختبار الارتباط بين المتغيرات المستقلة

SIZE	TANG	QLF	TNR	AGE	GND	DPO	LEV	
0.14	-0.08	-0.07	-0.03	0.08	0.04	0.08	1	GND
0.11	-0.04	0.18	-0.08	0.08	0.04	1		AGE
-0.19	-0.04	-0.08	1					TANG
0.10	-0.06	1						SIZE
0.12	1							DPO
1								LEV

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات EViews.

فرضيات الدراسة :

الفرضية الرئيسية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لخصائص الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات المساهمة العامة الكويتية مقاسا بتوزيع الأرباح.

الفرضية الرئيسية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لخصائص الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات المساهمة العامة الكويتية مقاسا بنسبة المديونية. ويتفرع عنهما الفرضيات الفرعية التالية:

١. H_{01} : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لجنس الرئيس التنفيذي على السياسة المالية مقاسا (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة.

٢. H_{02} : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لعمر الرئيس التنفيذي على السياسة المالية مقاسا (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة.

٣. H_{03} : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لمدة تعيين الرئيس التنفيذي على السياسة المالية مقاسا (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة.

٤. H_{04} : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للمستوى التعليمي للرئيس التنفيذي على السياسة المالية مقاسا (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة.

٥. H_{05} : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لنسبة الأصول الثابتة على السياسة المالية مقاسا (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة.

٦. H_{06} : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لحجم أصول الشركة على السياسة المالية مقاساً (نسبة توزيعات الأرباح، نسبة المديونية) في الشركات الكويتية المساهمة العامة.

نتائج الانحدار المتعدد النموذج الأول :

بين الجدول رقم (٨) نتائج الانحدار المتعدد المتغير التابع (توزيع الأرباح).

- ومن خلال قيمة $R^2=0.30$ يتبين إن 0.30 من التغيرات في السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بتوزيع الأرباح تعود لخصائص الرئيس التنفيذي وبالتالي يتم رفض الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لخصائص الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات المساهمة العامة الكويتية وقبول الفرضية البديلة بوجود اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لخصائص الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات المساهمة العامة الكويتية.

- عدم وجود أثر لجنس الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لجنس الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بتوزيع الأرباح، ورفض الفرضية الفرعية البديلة الأولى بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لجنس الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بتوزيع الأرباح.

- عدم وجود أثر لعمر الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لعمر الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بتوزيع الأرباح، ورفض الفرضية الفرعية البديلة الثانية بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لعمر الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة.

- وجود أثر لمدة تعيين الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لمدة تعيين الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بتوزيع الأرباح، وقبول الفرضية الفرعية البديلة الثالثة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لمدة تعيين الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بتوزيع الأرباح.

- عدم وجود أثر للمستوى التعليمي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الرابعة التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للمستوى التعليمي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاساً بتوزيع الأرباح، ورفض الفرضية الفرعية البديلة الرابعة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للمستوى التعليمي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاساً بتوزيع الأرباح.

- وجود أثر لنسبة الأصول الثابتة على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الخامسة التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لنسبة الأصول الثابتة على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاساً بتوزيع الأرباح، وقبول الفرضية الفرعية البديلة الخامسة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لنسبة الأصول الثابتة على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاساً بتوزيع الأرباح.

- وجود أثر لحجم أصول الشركة على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية السادسة التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لحجم أصول الشركة على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاساً بتوزيع الأرباح، وقبول الفرضية الفرعية البديلة السادسة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لحجم أصول الشركة على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاساً بتوزيع الأرباح.

جدول رقم (٨) نتائج تحليل الانحدار المتعدد

Model		Unstandardized Coefficients		T	Sig.
		B	Std. Error		
1	(Constant)	.023	.012	1.850	.066
	gnd	.002	.006	.342	.733
	age	.000	.000	-.968	.334
	tnr	.002	.001	2.112	.036
	qlf	-.005	.003	-1.627	.106
	tang	-.008	.005	-1.60	.046
	size	7.202E-007	.000	2.132	.034

المصدر: من إعداد الباحث - مخرجات برمجية E-Views

نتائج الانحدار المتعدد النموذج الثاني:

يبين الجدول رقم (٩) نتائج الانحدار المتعدد المتغير التابع (نسبة المديونية)

- ومن خلال قيمة $R^2=0.35$ يتبين إن 0.35 من التغيرات في السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية تعود إلى لخصائص الرئيس التنفيذي وبالتالي يتم رفض الفرضية الرئيسية الثانية التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لخصائص الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات المساهمة العامة الكويتية مقاسا بنسبة المديونية وقبول الفرضية البديلة بوجود اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$)
- وجود أثر لجنس الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لجنس الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية، وقبول الفرضية الفرعية البديلة الأولى بوجود اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لجنس الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية.
- وجود أثر لعمر الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لعمر الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية، وقبول الفرضية الفرعية البديلة الثانية بوجود اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لعمر الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية.
- عدم وجود أثر لمدة تعيين الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لمدة تعيين الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية، ورفض الفرضية الفرعية البديلة الثالثة بوجود اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لمدة تعيين الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية.

- عدم وجود أثر للمستوى التعليمي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الرابعة التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للمستوى التعليمي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية ، ورفض الفرضية الفرعية البديلة الرابعة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للمستوى التعليمي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية.

- عدم وجود أثر لنسبة الأصول الثابتة على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الخامسة التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لنسبة الأصول الثابتة على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية، ورفض الفرضية الفرعية البديلة الخامسة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لنسبة الأصول الثابتة على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية.

جدول رقم (٩) نتائج تحليل الانحدار المتعدد

Model		Unstandardized Coefficients		T	Sig.
		B	Std. Error		
1	(Constant)	-.071-	.160	-.442-	.659
	Gnd	.199	.080	2.487	.014
	Age	.007	.002	2.747	.007
	Tnr	-.013-	.011	-1.154-	.250
	Qlf	.011	.036	.297	.766
	Tang	-.054-	.059	-.918-	.360
	Size	2.976E-005	.000	6.867	.000

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

الفصل الخامس : النتائج والتوصيات

النتائج :

وتبين من خلال النتائج ما يلي:

- إن معظم المتغيرات غير مستقرة عند المستوى، حيث إن قيمة المعنوية لكلا الاختبارين أكبر 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 (ديكي فولر وفيليبس بيرون)
- ومن خلال قيمة $R^2=0.30$ يتبين إن 0.30 من التغيرات في السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بتوزيع الأرباح تعود إلى خصائص الرئيس التنفيذي وبالتالي يتم رفض الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لخصائص الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات المساهمة العامة الكويتية مقاسا بتوزيع الأرباح وقبول الفرضية البديلة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لخصائص الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات المساهمة العامة الكويتية.
- عدم وجود أثر لجنس الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لجنس الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بتوزيع الأرباح، ورفض الفرضية الفرعية البديلة الأولى بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لجنس الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة
- عدم وجود أثر لعمر الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لعمر الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بتوزيع الأرباح، ورفض الفرضية الفرعية البديلة الثانية بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لعمر الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بتوزيع الأرباح.

- وجود أثر لمدة تعيين الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لمدة تعيين الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بتوزيع الأرباح ، وقبول الفرضية الفرعية البديلة الثالثة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لمدة تعيين الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بتوزيع الأرباح.
- عدم وجود أثر للمستوى التعليمي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الرابعة التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للمستوى التعليمي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بتوزيع الأرباح، ورفض الفرضية الفرعية البديلة الرابعة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للمستوى التعليمي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بتوزيع الأرباح.
- وجود أثر لنسبة الأصول الثابتة على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الخامسة التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لنسبة الأصول الثابتة على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بتوزيع الأرباح، وقبول الفرضية الفرعية البديلة الخامسة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لنسبة الأصول الثابتة على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بتوزيع الأرباح.
- وجود أثر لحجم أصول الشركة على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية السادسة التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لحجم أصول الشركة على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بتوزيع الأرباح ، وقبول الفرضية الفرعية البديلة السادسة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لحجم أصول الشركة على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بتوزيع الأرباح.

النموذج الثاني:

- ومن خلال قيمة $R^2=0.35$ يتبين إن 0.35 من التغيرات في السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية تعود إلى لخصائص الرئيس التنفيذي وبالتالي يتم رفض الفرضية الرئيسية الثانية التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لخصائص الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات المساهمة العامة الكويتية مقاسا بنسبة المديونية وقبول الفرضية البديلة بوجود اثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لخصائص الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات المساهمة العامة الكويتية مقاسا بنسبة المديونية.
- وجود أثر لجنس الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الأولى التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لجنس الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية، وقبول الفرضية الفرعية البديلة الأولى بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لجنس الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية.
- وجود أثر لعمر الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية الثانية التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لعمر الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية، وقبول الفرضية الفرعية البديلة الثانية بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لعمر الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية.
- عدم وجود أثر لمدة تعيين الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الثالثة التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لمدة تعيين الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية، ورفض الفرضية الفرعية الثالثة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لمدة تعيين الرئيس التنفيذي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية.

- عدم وجود أثر للمستوى التعليمي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الرابعة التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للمستوى التعليمي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية، ورفض الفرضية الفرعية البديلة الرابعة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) للمستوى التعليمي على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاساً بنسبة المديونية.

- عدم وجود أثر لنسبة الأصول الثابتة على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الخامسة التي تنص على انه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لنسبة الأصول الثابتة على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية، ورفض الفرضية الفرعية البديلة الخامسة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لنسبة الأصول الثابتة على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية.

- وجود أثر لحجم أصول الشركة على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة وبالتالي يتم رفض الفرضية الفرعية السادسة التي تنص على أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لحجم أصول الشركة على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية، وقبول الفرضية الفرعية البديلة السادسة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($\alpha \leq 0.05$) لحجم أصول الشركة على السياسة المالية في الشركات الكويتية المساهمة العامة مقاسا بنسبة المديونية.

التوصيات:

- ١- توصي الدراسة بالإسراع في تجهيز معايير لخصائص المدير التنفيذي واصدارها في الكويت، مع الاسترشاد بأفضل الممارسات في هذا المجال من الدول المتقدمة والبيئات المشابهة للبيئة الكويتية
- ٢- ازيادة الاهتمام بخصائص الرئيس التنفيذي لما له 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.
- ٣- التطبيقات العملية لنتائج الدراسة تتأق من رصد التأثير الإيجابي لكل من خصائص المدير التنفيذي على 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 وهي قرارات مهمة للمستثمرين.
- ٤- دعوة الشركات الكويتية 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 الكويتية 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 الكويتية.
- ٧- تحفيز الشركات الكويتية على الإفصاح عن خصائص المدير التنفيذي في تقاريرها السنوية كالنسب والمؤشرات المالية الخاصة بها.
- ٨- إجراء مزيد من البحوث المالية للتعرف على المتغيرات الأخرى التي قد يكون لها تأثير على خصائص المدير التنفيذي على السياسة المالية.
- ٩- ضرورة الوقوف على متغيرات خصائص المدير التنفيذي التي أدت إلى تأثير سلبي على السياسة المالية في الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة الكويتية خلال فترة الدراسة لتجنب هذه المشكلة في المستقبل.

قائمة المراجع

المراجع العربية :

- حسام خدّاش وآخرون، ٢٠١٣، محاسب عربي قانوني معتمد، المجمع العربي للمحاسبين القانونيين، المملكة الأردنية الهاشمية، عمان
- حمدان علام، ٢٠١٤، العلاقة بين الحاكمية المؤسسة وتوزيعات الأرباح وتأثيرها بصعوبات التمويل الخارجي، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد ١٠، العدد ١، الأردن
- حمدان علام، ٢٠١٤، العلاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركات في البحرين، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد ١٠، العدد ١، الأردن
- ريم عودة، ٢٠١٧، رسالة ماجستير بعنوان أثر الحوكمة وخصائص الشركات على الإفصاح دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، جامعة غزة الإسلامية
- السامرائي، عدنان هاشم ٢٠٠١. " (الإدارة المالية: منهج تحليلي شامل "، الطبعة الثالثة، الجامعة المفتوحة، ليبيا.
- السحبياني، صالح إبراهيم (٢٠٠٧)، سوق الأسهم والنمو الاقتصادي علاقات الارتباط والسببية اللقاء السنوي السادس عشر لجمعية الاقتصاد السعودي (الخدمات المالية في المملكة العربية السعودية)، جامعة الملك سعود، الرياض.
- العبدلي، عايد (٢٠٠٥)، تقدير أثر الصادرات على النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية: دراسة تحليلية قياسية، مجلة مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامي، جامعة الأزهر، ٩، (٢٧).
- النعمي عدنان تايه، ارشيد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري، الأردن: ٢٠٠٩.
- هندي، منير إبراهيم، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ط٦، ٢٠٠٨.

- Adams, R., Almeida, H., and Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. **Review of financial studies**, 18(4), 1403-1432.
- Allen, M. P. (1974). The structure of interorganizational elite cooptation: Interlocking corporate directorates. **American Sociological Review**, 393-406.
- Alutto, J. and Hrebiniak, L. (1975). 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.
- Baker, M. and Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. **Journal of Finance**, 57.
- Bandiera, O., Prat, A., Hansen, S. and Sadun, R. (2017). CEO Behavior and Firm Performance. National Bureau of Economic Research. **NBER Working Paper Series**, Working Paper No. 23248.
- Barber, B. M. & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. **Quarterly Journal of Economics**, 261-292.
- Barker III, V. L. & Mueller, G. C. (2002). CEO characteristics and firm R&D spending. **Management Science**, 48(6), 782-801.
- Bhatt, V. (2012). **The Impact of CEO Characteristics on the Value of the Firm: A quantitative and empirical approach covering recession and stable periods**. Dissertation toward the degree of Master of Science (MSc) in Accounting and Finance, University of Exeter, UK.
- Brealey, R., Myers, S. and Allen, F. (2011). **Principles of Corporate Finance**, New York: McGraw-Hill.
- Brennan, M. and Schwartz, E. (1984). Optimal financial policy and firm valuation. **Journal of Finance**, 39.
- Carter, D. A., Simkins, B. J. & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. **Financial Review**, 38(1), 33-53.
- Carter, D., D'Souza, F., Simkins, B. and Simpson, W. (2010). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. **Corporate Governance: An International Review**, 18(5), 396-414.
- Child, J. (1974). Managerial and organizational factors associated with company performance part I. **Journal of Management studies**, 11(3), 175-189.
- Chown, S. (1960). A factor analysis of the Wesley Ridity Inventory: its relationship to age and nonverbal intelligence. **The Journal of Abnormal and Social Psychology**, 61(3).

- Chung, P., Na, H.S. and Smith R. (2013), How Important is Capital Structure Policy to Firm Survival? **Journal of Corporate Finance**, 22, 83-103.
- Combs, J., Ketchen, D., Perryman, A. and Donahue, M. (2007). The moderating effect of CEO power on the board composition–firm performance relationship. **Journal of Management Studies**, 44(8), 1299-1323.
- Canyon, M. and Murphy, K., (2000). The Prince and the Pauper? CEO Pay in the US and UK. **Economic Journal**, 110, 640-671.
- Canyon, M., Fernandes, M., Ferreira, P., Matos, and Murphy, K. (2011). The Executive Compensation Controversy: A Transatlantic Analysis, University of Southern California, **Working Paper**.
- Datta, D. and Guthrie, J. (1994). Executive succession: Organizational antecedents of CEO characteristics. **Strategic Management Journal**, 15(7), 569-577.
- Davis, J., Schoorman, R. and Donaldson, L. (1997). Towards a stewardship theory of management. **Academy of Management Review**, 22, 20–47.
- Dezso, C. & Ross, D. (2008). Girl power: Female participation in top management and firm performance, Robert H. **Smith School Research paper** No. RHS 06-104.
- Diks, J. (2016). **The impact of CEO characteristics on firm value**. Unpublished MBA thesis, Tilburg University, Netherland.
- Donaldson, L. and Davis, J. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. **Australian Journal of Management**, 16(1), 49-64.
- Drobetz, W., Gounopoulos, D., Merikas, A. and Schröder, H. (2013). Capital Structure Decisions of Globally-Listed Shipping Companies. **Transportation Research Part E**, 52, 49-76.
- Duke, J. and Kankpang, K. A. (2011). Linking corporate governance with organizational performance: New insights and evidence from Nigeria. **Global Journal of Management and Business Research**, 11(12), 47-57.
- Faccio, M., Marchica, M. T. & Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. **Journal of Corporate Finance**.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, 88, 289-307.
- Finkelstein, S. and Boyd, B. (1998). How much does the CEO matter? The role of managerial discretion in the setting of CEO compensation. **Academy of Management Journal**, 41(2), 179-199.
- Frank, M. and Goyal, V. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? **Financial Management**, 38(1), 1-37.

- Goldstein, R., Ju, N. and Leland, H., (2001). An ebit-based model of dynamic capital structure. **Journal of Business**, 74, 483-512.
- Görts, B. (2016). **The effect of CEO characteristics on corporate financial policy. Unpublished MSC thesis in finance**, Tilburg School of Economics and Management, Tilburg University, Netherlands.
- Graham, J. & Leary, M. (2011), A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future. **Annual Review of Financial Economics**, 3, 309–345.
- Graham, J. and Harvey, C. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. **Journal of Financial Economics**, 60, 187-243.
- Graham, J., Harvey, C. and Puri, M. (2010). Managerial Attitudes and Corporate Action. **Working Paper**, Duke University, Durham and Cambridge, USA.
- Gujarati, D. and Porter, D. (2009). **Basic Econometrics**, (5th ed.). International Edition, McGraw Hill.
- Hambrick, D C. (2007). Upper echelons theory: An update. **Academy of Management Review**, 32(2), 334-343. doi: 10.2307/20159303.
- Hambrick, D. & Quigley, T. (2014). Toward more accurate contextualization of the CEO effect on firm performance. **Strategic Management Journal**, 35(4), 473–491.
- Hambrick, D. and Mason, P. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. **Academy of management review**, 9(2), 193-206.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial optimism and corporate finance. **Financial Management**, 33-45.
- Herrmann, P. and Datta, D. (2002). CEO successor characteristics and the choice of foreign market entry mode: An empirical study. **Journal of International Business Studies**, 551-569.
- Huysentruyt, M., Stephan, U. and Vujčić, S. (2015). **CEO's Values, Management Style and Firm Performance: Evidence from Social Enterprise in Europe**. Available at: http://chaire-eppp.org/files_chaire/huysentruyt_stephan_and_vujic_march_2015.pdf
- Jensen, M. & Meckling, H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, 3(4), 305-360.
- Jiraporn, P. and Gleason, K. (2007). Capital Structure, Shareholder Rights and Corporate Governance. **The Journal of Financial Research**, 30(1), 21-33.
- Kaplan, S., Klebanov, M. and Sorensen, M. (2012). Which CEO Characteristics and Abilities Matter? **The Journal of Finance**, 67(3), 973–1007.

- Kesner, I. F. & Sebor, T. C. (1994). Executive succession: Past, present & future. **Journal of Management**, 20(2), 327-372.
- Koch, P. and Shenoy, C. (1999). The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies. **Financial Management**, 28, 16-35.
- Kraus, A. and Litzenberger, R. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. **The Journal of Finance**, 28(4), 911-922.
- Kulich, C., Trojanowski, G., Ryan, M., Haslam, S. and Renneboog, L. (2011). Who gets the carrot and who gets the stick? Evidence of gender disparities in executive remuneration. **Strategic Management Journal**, 32(3), 301-321.
- Lee, T. A. (2008). **Financial Reporting & Corporate Governance**, West Sussex: John Wiley & Sons.
- Leonard, W. N. (1969). **Business size, market power, and public policy**, New York: Crowell.
- Lippert, R. (1996). Agency Conflicts, Managerial Compensation, and Firm Variance. **Journal of Financial and Strategic Decisions**, 9(3), 39-47.
- Luigi, P. and Sorin, V. (2009). A Review of the Capital Structure Theories. **Annals of Faculty of Economics**, 3(1), 315–320.
- Maccrimmon, K. and Wehrung, D. (1986). **Taking Risks: The Management of Uncertainty**, New York: Free Press.
- Mace, M. L. (1971). **Directors: Myth and reality**, Cambridge, Mass.: Harvard University Graduate School of Business Administration.
- Mackey, A. (2008). The effect of CEOs on firm performance. **Strategic Management Journal**, 29(12), 1357-1367.
- Malmendier, U. and Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. **Journal of financial Economics**, 89(1), 20-43.
- Malmendier, U. and Tate, G. (2005). CEO Overconfidence and Corporate Investment. **Journal of Finance**, 60, 2660 – 2700.
- Matta, E. & Beamish, P. W. (2008). The accentuated CEO career horizon problem: Evidence from international acquisitions. **Strategic Management Journal**, 29(7), 683-700.
- McColgan P. (2001). **Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective**, Department of Accounting & Finance, University of Strathclyde, Glasgow.
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. **Journal of financial economics**, 38(2), 163-184.

- Miller, M. (1991). **Financial innovations and market volatility**, Blackwell, Cambridge, MA, and Oxford, UK.
- Miller, M. and Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. **Journal of Business**, 34, 411-433.
- Modigliani, F. and Miller, M. (1958). The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. **American Economic Review**, 48, 261-297.
- Myers, S. and Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, 13, 187-221.
- Nelson and Plosser (1982). Trend and random walks in macroeconomic time series. **Journal of Monetary Economics**, 10, 139-162.
- Norburn, D. (1989). The chief executive: A breed apart. **Strategic Management Journal**, 10(1), 1-15.
- Padilla, A. (2006). **Agency Theory, Evolution and Austrian Economics**. Available at: www.Mises.org/journals/Scholar/Padilla6.pdf
- Papadakis, V. M. & Barwise, P. (2002), How Much do CEOs and Top Managers Matter in Strategic Decision-Making? **British Journal of Management**, 13, 83–95.
- Peni, E. (2014). CEO and Chairperson Characteristics and Firm Performance. **Journal of Management & Governance**, 18(1), 185–205.
- Pfeffer, J. and Salancik, G. (1978). Who gets power—and how they hold on to it: A strategic-contingency model of power. **Organizational Dynamics**, 5(3), 3-21.
- Phillips and Peron (1988). Testing for unit root in time series regression. **Biometrika**, 75, 335-346
- Ross, S., Westerfield, R. and Jaffe, J. (2013). **Corporate Finance**, (10th edition). New York: McGraw-Hill Companies, Inc.
- Seddighi and Lawler (2000). **Econometrics: Practical Approach**, London: Routledge.
- Sheikh, N. and Wang, Z. (2012). Effects of Corporate Governance on Structure: Empirical Evidence from Pakistan. **Corporate Governance: An International Review**, 12(5), 629-641.
- Shleifer, A. and Vishny, R. (1989). Management Entrenchment: The Case of Manager Specific Investments. **Journal of Financial Economics**, 25 (1), 123-139.
- Singla, C. (2016). Impact of Board and CEO characteristics on Firms' Performance. Indian Institute of Management. **Working Paper Series**, Working Paper No. 2016-03-35.

- Smith, N., Smith, V. and Verner, M. (2006). Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 Danish firms. **International Journal of Productivity and Performance Management**, 55(7), 569-593.
- Steyn, B. and Stainbank L. (2013). Separation of Ownership and Control in South African-Listed Companies. **SAJEMS NS**, 16 (3), 316-328.
- Thong, J. and Yap, C. (1995). CEO characteristics, organizational characteristics and information technology adoption in small businesses. **Omega**, 23(4), 429-442.
- Toor, J., Cools, K., Dornigg, J. and Groeneveld, H. (2016). Impact of CEO characteristics on bank performance, the case of a cooperative bank. **International Workshop on Financial System Architecture and Stability (IWFSAS)**, 26-27 August, 2016, University of Victoria, Quebec, Canada.
- Vancil, R. (1987). **Passing the baton: Managing the process of CEO succession**, Harvard Business School Pr.
- Walter, J. (1963). Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise. **Journal of Finance**, 18, 280-291.
- Weber, E., Blais, A. and Betz, N. (2002). A domain-specific risk-attitude scale: Measuring risk perceptions and risk behaviors. **Journal of behavioral decision making**, 15(4), 263-290.