



قياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية  
وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

إعداد

د. سامح محمد أمين النجار

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة- جامعة بنها

sameh4040@hotmail.com

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد الثاني - العدد الأول – الجزء الثاني - يناير ٢٠٢١

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

النجار، سامح محمد أمين (٢٠٢١). قياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٢(١)ج٢، ٧٤٥-٨٣٠.

رابط المجلة: <https://cfdj.journals.ekb.eg/>

## ملخص البحث

يمثل الهدف الرئيسى فى قياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وقد اعتمدت الدراسة على مدخل تحليل المحتوى (Content Analysis) لفحص محتوى التقارير المالية وإيضاحاتها المتممة لعينة مكونة من (١١٩) شركات مساهمة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام (٢٠١٦) وحتى عام (٢٠١٨)، بإجمالى مشاهدات (٣٥٧) مشاهدة، لاختبار أربع فروض بحثية تعكس الأثر التفاعلى للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم، وفى سبيل ذلك فقد تم صياغة أربع نماذج، الأول لقياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية، الثانى لقياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سيولة الأسهم، الثالث لقياس أثر سياسة التوزيعات النقدية على سيولة الأسهم، والرابع لقياس الأثر التفاعلى للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على نموذج العلاقة بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم.

وتشير نتائج الدراسة التطبيقية إلى وجود تأثير إيجابى معنوى للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على كل من معدل التوزيعات النقدية على المساهمين إلى الأصول ومعدل التوزيعات النقدية على المساهمين إلى صافي المبيعات، كما توصلت الدراسة إلى تأثير إيجابى معنوى للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على كل من معدل دوران الأسهم ونسبة السيولة، وأخيراً فقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابى معنوى للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على نموذج العلاقة بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم المتداولة بسوق الأوراق المالية.

## الكلمات المفتاحية:

القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، سياسة التوزيعات النقدية، معدل التوزيعات النقدية على المساهمين إلى الأصول، معدل التوزيعات النقدية على المساهمين إلى صافي المبيعات، سيولة الأسهم، معدل دوران الأسهم، ونسبة السيولة

## ١ - ١ - الإطار العام للبحث

### ١/١ المقدمة

تعتبر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين CEO's Managerial Ability من السمات والخصائص الإدارية Managerial Characteristics التي حظيت باهتماماً بالغاً في الآونة الأخيرة نظراً لتأثيرها على القرارات الاستراتيجية بالشركة ونتائجها الاقتصادية، وبالتالي أصبحت محدداً رئيسياً لنجاح الشركات واستدامة أدائها في بيئة الأعمال المعاصرة (Salehi et al., 2018)، ولذلك فإن الشركات التي يتوافر لديها مديرين ذوي قدرات إدارية عالية تستطيع جذب الاستثمارات وتدبير الاحتياجات التمويلية والدخول إلى أسواق المال بشكل أكثر سهولة مما يؤثر بدوره على السياسات المالية للشركة ومن بينها سياسة التوزيعات النقدية، وتتضمن القدرة الإدارية المهارات والأسلوب الإداري والمعرفة والموهبة والسمعة والخبرات الشخصية التي تمكن المديرين من استغلال وتخصيص الموارد المتاحة وتحويلها إلى إيرادات، مما يخفف من الهدر ويساهم في خلق قيمة اقتصادية للشركة في الأجل الطويل (Ma et al., 2019)، كما تمكنهم من اتخاذ قرارات رشيدة بناءً على فهم البيئة التشغيلية والمحاسبية والقانونية للشركة وتحديد التغيرات التي تطرأ على أحوال السوق، يضاف إلى ذلك أن المديرين التنفيذيين الأكثر قدرة إدارية يمكنهم فهم وتطبيق المعايير المحاسبية بمزيد من المرونة، وبالتالي التأثير على نوعية وجودة المعلومات المحاسبية، وبناء التقديرات المستقبلية بشكل أكثر مصداقية مما يعكس على تحسين جودة المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية (Hessian, 2018) ولذلك فإن توافر مديرين تنفيذيين ذوي قدرات إدارية عالية يعتبر أحد أهم الأصول الغير ملموسة التي تمتلكها الشركة والتي تساهم بشكل كبير في تحسين أدائها المالي وتعظيم قيمتها وخلق ميزة تنافسية لها في السوق (Kazemi K. & Ghaemi F., 2016).

ووفقاً لنظرية الصفوف العليا Upper Echelons Theory فقد أكدت دراسة (Wang, et al., 2018) على أن الخبرات الشخصية والمعرفة التي يمتلكها المديرون التنفيذيون تمنحهم القدرة على اتخاذ قرارات استثمارية استراتيجية قادرة على إحداث تغييراً جوهرياً في قيمة الشركات التي يكون هؤلاء المديرون على رأس إدارتها، فضلاً عن ذلك إحداث طفرة في ثروات ومصالح المساهمين، ولا يتوقف الأمر عند هذا الحد بل قد يمتد إلى تأثير المشاركين في السوق بوجود مديرين تنفيذيين بالشركات ذوي خصائص إدارية عالية، ويرجع السبب في ذلك إلى ثقافتهم في قدرة هؤلاء المديرين على إحداث جودة حقيقية في الشركة نتيجة لخبراتهم في بيئة الأعمال، وبالتالي فإن ذلك سوف يكون له بالغ الأثر على عملية التداول وسهولة الأسهم في سوق الأوراق المالية.

## ٢/١ مشكلة البحث

تلعب القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين دوراً جوهرياً ومؤثراً في جودة التقارير المالية للشركات، من خلال التأثير الإيجابي على جودة الأرباح المحاسبية والحد من ممارسات إدارة الأرباح، ويرجع السبب في ذلك إلى رغبة هؤلاء المديرين في الحفاظ على سمعتهم ومراكزهم الوظيفية (Bonsall et al., 2017)، كما أن امتلاك المديرين التنفيذيين لقدرات إدارية عالية يمكنهم من الاستخدام الكفء لموارد الشركة المتاحة وتحقيق مستويات مرتفعة من الإيرادات وتوليد أرباح، وبالتالي فلا توجد هناك حاجة لديهم للقيام بأية ممارسات لإدارة الأرباح والتي تؤثر سلباً على الأداء المالي المستقبلي للشركة وعلى سمعتهم الوظيفية في بيئة الأعمال (Huang & Sun, 2017).

وتساعد القدرة الإدارية العالية للمديرين التنفيذيين في تحسين كفاءة الاستثمار على مستوى الشركة، ويرجع السبب في ذلك إلى قدرتهم على اقتناص الفرص الاستثمارية المواتية واختيار أفضل المشروعات التي تحقق أعلى صافي قيمة حالية، لدعم النمو الداخلي والخارجي للشركة والتي من شأنها تعظيم قيمة الشركة وبالتالي زيادة ثروات المساهمين (Gan, 2019; Lee et al., 2018)، كما أشارت دراسة (ابراهيم، ٢٠١٧) إلى أن القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين تساهم في تخفيض الضغوط المالية على الشركات وتحديد التغيرات الاقتصادية التي تواجهها فضلاً عن دورها الهام في تفسير التباين في الأداء المالي للشركات والتأثير على السياسات المالية والتمويلية، حيث تمكن هؤلاء المديرين من الدخول إلى أسواق المال بشكل أكثر سهولة، يضاف إلى ذلك أن الشركات التي لديها مديرين تنفيذيين ذوي قدرات إدارية عالية يكون تصنيفها الائتماني عالي مقارنة بالشركات التي لديها مديرين تنفيذيين ذوي قدرة إدارية أقل (Bonsall et al., 2017).

كما تبرز أهمية القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين في تخفيض تكاليف الوكالة من خلال تحسين مستوى الإفصاح وتعزيز الشفافية بالتقارير المالية وتوفير المعلومات الملائمة وفي التوقيت المناسب لكافة الأطراف من أصحاب المصالح المرتبطة بالشركة (Abernathy et al., 2018)، حيث يقوم المديرون الأكثر قدرة إدارية بإطلاع المستثمرين على الفرص الاستثمارية المتاحة، مما يخفض من مستوى عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين، مما ينعكس على مستوى جودة التقرير المالي وتعظيم قيمة الشركة (Meca & Sanchez 2018).

وعلى الجانب الآخر، فإن قرار توزيع الأرباح يعد من القرارات المالية الهامة التي تؤثر على الخطط الاستثمارية والتمويلية للشركة مما ينعكس على قيمتها السوقية، كما أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر مؤشراً هاماً لجمهور المستثمرين الحاليين والمترقبين يستدل به للتعرف على مدى كفاءة الأداء المالي بالشركة، فضلاً على أنها تساعد في رسم صورة ذهنية جيدة لدى المستثمرين عند تقييمهم لأداء الشركة ومستقبلها، وتشجيعهم على ضخ المزيد من الاستثمارات فيها، مما ينعكس على عملية تداول أسهم الشركة بسوق الأوراق المالية (Park & Song, 2019)، يضاف إلى ما سبق فإن التوزيعات النقدية تحمل في مضمونها محتوى معلوماتي يعطى دلالات عن توقعات الإدارة عن الأرباح المستقبلية للشركة، مما يؤثر على قيمتها السوقية، فضلاً عن مساهمتها في التخفيف من حدة التعارضات بين إدارة الشركة وحملة الأسهم المسيطرين من ناحية وبين حملة الأسهم من باقى المستثمرين من ناحية أخرى (حسين، ٢٠٢٠).

وعلى الرغم من أهمية القدرة الإدارية في تفسير وفهم المساهمات الإدارية على أداء الشركة ونتائجها الاقتصادية، إلا أن تأثير الخصائص الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم لم يلقِ الاهتمام الكافي وما زال محل جدل في الأدب المحاسبي، حيث توصلت دراسة (Muhammad N., & Shahzad K., 2020، حسين، ٢٠٢٠، Park & Song, 2019، Ming, 2019، Heijazi, 2017) إلى أن القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين تعتبر أحد محددات سياسة التوزيعات النقدية بالشركة، ولذلك فإنه ينبغي على الشركات اختيار مديرين تنفيذيين يتمتعون بقدرات إدارية عالية، بغرض تخفيض مشاكل الوكالة بين المساهمين وإدارة الشركة، من خلال اتباع سياسة توزيعات نقدية محددة وواضحة بالشكل الذي يخفض من مشكلة عدم تماثل المعلومات ويعزز من قيمة الشركة في السوق، في حين توصلت دراسة (عبدالرحيم، ٢٠٢٠) إلى أن القدرة الإدارية والثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين قد تضعف من جودة المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية من خلال الإفصاحات المالية الغامضة، فضلاً عن احتمالية استغلال المديرين لقدراتهم الإدارية العالية في القيام بأنشطة إدارة الأرباح لتحقيق مصالح شخصية على حساب باقى المستثمرين والحفاظ على سمعتهم في السوق، مما قد يعرض الشركة في حالة اكتشاف مثل تلك المخالفات لمخاطر انهيار أسهمها في سوق المال.

وفيما يتعلق بأثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سيولة الأسهم فقد جاءت نتائج الدراسات السابقة متباينة، حيث توصلت دراسة (Meifen et al., 2018، حمودة، ٢٠١٨، Karmani et al., 2012 Kaur, 2016) إلى أن آليات حوكمة الشركات وخصائص المديرين التنفيذيين تؤثر بشكل إيجابي على تخفيض مشاكل تعارض المصالح (الوكالة) بين إدارة الشركة والمساهمين، كما أنها تساهم في تفعيل أساليب الرقابة والإشراف والمتابعة على أعمال الإدارة

التنفيذية، وبالتالي التأثير الإيجابي على الاداء المالي وقيمة الشركة، مما ينعكس على سيولة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية، في حين توصلت دراسة (Habib & Hasan, 2017)، (Andreou et al., 2017) إلى أن الثقة الإدارية المفرطة للمديرين التنفيذيين تجعلهم يميلون إلى الإفراط في الاستثمار وتخفيض قيمة التوزيعات النقدية والمبالغة في تعزيز سمعتهم المهنية مما قد يضطرهم أحياناً لتخزين أخباراً سيئة مما يؤدي إلى زيادة تكاليف الوكالة والتأثير السلبي على قيمة الشركة وسيولة أسهمها في السوق.

يتضح مما سبق، وجود عدة دوافع للدراسة الحالية تبرز قيمتها المضافة من أهمها أن الدراسات المحاسبية السابقة لم تقدم أدلة قاطعة بشأن العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وكل من سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم، لذلك فإن تحليل هذه العلاقة ببيئة الأعمال المصرية كأحد أكبر الاقتصاديات نمواً بالأسواق الناشئة سوف يساعد في تفسير التباين بشأن سياسة التوزيعات النقدية المتبعة بالشركات، فضلاً عن تحديد تأثير الخصائص الفردية للمديرين على قرار توزيع الأرباح ودورها في تنشيط عملية التداول وسيولة الأسهم في البورصة، كما أن غالبية الدراسات السابقة أجريت في بيئات متقدمة تختلف في خصائصها عن بيئات الدول النامية مما قد يؤدي إلى صعوبة تعميم نتائجها، وبالتالي فإن الفجوة المحاسبية تتمثل في ندرة الدراسات المحاسبية في مجال العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وكل من سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم، و محاولة الوصول إلى دليل تطبيقي من الشركات المساهمة غير المالية والمقيدة في البورصة المصرية حول حقيقة وجود الأثر وقوة واتجاه هذه العلاقة.

وبناءً عليه، فإن الدراسة الحالية تحاول الإجابة على التساؤل الرئيسي التالي:

هل تؤثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم؟

وفي إطار هذا التساؤل العام يمكن للباحث صياغة مجموعة من التساؤلات الفرعية التي تحاول الدراسة الحالية الإجابة عنها وذلك على النحو التالي:

- ١- هل تؤثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية؟
- ٢- هل تؤثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سيولة الأسهم؟
- ٣- ما هي طبيعة العلاقة بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم؟
- ٤- ما هو أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم للشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية؟

### ٣/١ أهداف البحث

فى ضوء مشكلة وتساؤلات الدراسة واشتقاق الفجوة البحثية، فإن الهدف الرئيسى الذى تسعى لتحقيقه الدراسة الحالية هو وضع إطار نظرى مدعوماً بدليل تطبيقى لقياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على كل من سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم. وينبثق من الهدف الرئيسى مجموعة من الأهداف الفرعية التالية:

- ١- دراسة وتحليل الإطار العلمى للقدرة الإدارية وأهميتها وتحرى واختبار اتجاه وقوة ودلالة تأثيرها على سياسة التوزيعات النقدية فى ضوء مجموعة من المتغيرات الحاكمة الأخرى.
- ٢- تحرى واختبار اتجاه وقوة ودلالة تأثير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سيولة الأسهم فى ضوء مجموعة من المتغيرات الحاكمة الأخرى.
- ٣- تحرى واختبار اتجاه وقوة ودلالة العلاقة بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم فى ضوء مجموعة من المتغيرات الحاكمة الأخرى.
- ٤- تقديم دليل تطبيقى حول أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على كل من سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
- ٥- بيان مدى التوافق أو الاختلاف بين نتائج الدراسة التطبيقية مع الإطار النظرى بالأدبيات المحاسبية السابقة ذات العلاقة بمجال الدراسة.

### ٤/١ أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها من أهمية المشكلة التى تتناولها والتى تتبلور من خلال بعدين وهما:

#### البعد الأول: الأهمية العلمية

بالرغم من تزايد الاهتمام على المستوى الدولى بالقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين إلا أن تحليل علاقتها بكل من سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم ما زال يتسم بالندرة فى الأدب المحاسبى، ولذلك فإن الأهمية العلمية للدراسة الحالية تتمثل فى كونها امتداداً للأدبيات المحاسبية والتمويلية التى تناولت دور الخصائص الفردية للمديرين التنفيذيين كمحدد أو عامل مؤثر على قرارات الشركة ونتائجها الاقتصادية مثل جودة التقرير المالى وخطر انهيار أسعار الأسهم (مليجى، ٢٠١٩) (Hessin, 2018)، التجنب الضريبي وكفاءة الاستثمار (Khurana et al., 2018)، وإدارة الأرباح (Hessin, 2018)، حيث حاول الباحث تقديم تحليلاً نظرياً لأثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على كل من سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم فى ضوء مجموعة من المتغيرات الحاكمة الأخرى، وهو ما يساهم فى تفسير التباين بين الشركات فى سياسة التوزيعات النقدية المتبعة وما يستتبعه من تأثير على عملية تداول الأسهم وسيولتها فى السوق.

### البعد الثاني: الأهمية العملية

تتبع الأهمية العملية للدراسة الحالية من محاولتها تقديم دليلاً عملياً من بيئة الأعمال المصرية كأحد الاقتصاديات الناشئة عن أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم، وبالتالي فإنها تعتبر امتداداً للبحوث التطبيقية المرتبطة بأسواق المال، مما يمكن الأطراف ذوي العلاقة المرتبطة بالشركة من المستثمرين والمحللين الماليين ومراقبي الحسابات الاستفادة من نتائجه في ترشيدهم لقراراتهم الاقتصادية، كما أنها تساهم في زيادة فهم وإدراك الشركات المصرية وأصحاب المصالح للعوامل المؤثرة في سيولة الأسهم من خلال إضافة محدد جديد وهو القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، والتي تعمل على تخفيض مشاكل الوكالة وتعارض المصالح بين الإدارة والمساهمين وتحسين مستوى الشفافية وتخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات بينهم، مما ينعكس على عملية تداول الأسهم وسيولتها في سوق الأوراق المالية.

#### ٥/١ منهج البحث

يعتمد الباحث على كل من المنهج الاستقرائي والاستنباطي بهدف التحقق من مدى التوافق فيما بين الإطار النظري والتطبيقي للدراسة، حيث يتم استخدام المنهج الاستقرائي في مراجعة وتحليل وتقييم الأدبيات المحاسبية المتعلقة بمجال الدراسة بهدف التعرف على ما توصلت إليه من نتائج والاستفادة منها في صياغة الإطار النظري، والمنهج الاستنباطي لاختبار وتفسير طبيعة العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وكل من سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم، كما قام الباحث بدراسة تطبيقية مستخدماً أسلوب تحليل المحتوى Content Analysis في فحص التقارير المالية لعينة من الشركات المساهمة غير المالية والمقيدة بالبورصة المصرية، وذلك بغرض تطوير نماذج لقياس هذه العلاقات واختبار فروض الدراسة، ثم تفسير النتائج وتوضيح إمكانية تعميمها بالواقع العملي.

#### ٦/١ تنظيم البحث

يمكن تحقيق هدف البحث بشقيه النظري والتطبيقي ومعالجة مشكلته بصورة علمية ومنطقية وذلك على النحو التالي:

- ١- الإطار العام للبحث.
- ٢- مراجعة الأدبيات المحاسبية ذات العلاقة واشتقاق الفروض البحثية.
- ٣- عرض وتحليل وتقييم أهمية القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين في الفكر المحاسبي.



- ٤- عرض وتقييم أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية.
- ٥- عرض وتقييم أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على العلاقة بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم.
- ٦- منهجية البحث وبناء النماذج التطبيقية.
- ٧- تحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفروض البحثية.
- ٨- النتائج والتوصيات ومجالات البحث المستقبلية.

## ٢- مراجعة الأدبيات المحاسبية ذات العلاقة واشتقاق الفروض البحثية

تعد توزيعات الأرباح أحد العناصر الهامة في صنع القرار الاستثماري والمالي للشركة وبالتالي التأثير على قيمتها في سوق الأوراق المالية، وتساهم توزيعات الأرباح في تعظيم ثروة المساهمين، ونظراً لعدم وجود سياسة محددة وواضحة يمكن ان تتبعها الشركات فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح، واختلاف القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، فإن إدارات الشركات سوف تتخذ قرارات مختلفة بشأن نشاطها الاستثماري أو سياسة توزيعات الأرباح، حيث يتعين على هؤلاء المديرين استغلال الفرص الاستثمارية الجيدة مع الأخذ في الاعتبار ضرورة توافر مستوى دخل يمنح الشركة القدرة على القيام بتوزيعات أرباح على المساهمين.

وبناءً على ماسبق، فإن الباحث سوف يتناول في الجزء التالي الأدبيات المحاسبية التي قامت باختبار العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وسياسة توزيع الأرباح بغرض التوصل إلى مدى توفر أية أدلة علمية على العلاقة فيما بينهما، وكذلك اختبار أثر هذه العلاقة على سيولة الأسهم المتداولة بسوق الأوراق المالية، بما يمكن الباحث من صياغة النماذج البحثية، واشتقاق فروض الدراسة العملية، وذلك كما يلي:

### ١/٢ الأدبيات المحاسبية التي تناولت العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وسياسة التوزيعات النقدية.

- استهدفت دراسة (Muhammad & Shahzad , 2020) قياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية التي تنتهجها الشركة، وقد أجريت الدراسة على عينة من الشركات الأمريكية غير المالية والمقيدة في بورصة نيويورك للأوراق المالية، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي إيجابي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين بالشركات الأمريكية على سياسة التوزيعات النقدية، كما توصلت الدراسة إلى أن المديرين التنفيذيين الذين يتمتعون بقدرة إدارية عالية يؤثرون بشكل إيجابي على مشاكل الوكالة الناتجة عن عدم تماثل المعلومات بين المساهمين والإدارة بما يعكس على تعزيز المركز التنافسي وتعظيم قيمة أسهم الشركة في سوق الأوراق المالية.

- بينما استهدفت دراسة (حسين، ٢٠٢٠) قياس تأثير درجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين للشركات على كل من مستوى نغمة الإفصاح المحاسبي بالتقارير المالية وسياسة التوزيعات النقدية، **وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي إيجابي لدرجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين للشركات على مستوى نغمة الإفصاح المحاسبي بالتقارير المالية، كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي إيجابي لدرجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين للشركات على كل من عوائد التوزيعات النقدية على المساهمين، ومعدل التوزيعات النقدية على المساهمين إلى الأصول، وقد أوصت الدراسة بضرورة توجيه اهتمام إدارات الشركات المصرية بتدعيم تطبيق آليات قوية لحوكمة الشركات، مما ينعكس على سياسة التوزيعات النقدية ويساهم في الحد من السلوك الانتهازي للمديرين التنفيذيين.**
- كما استهدفت دراسة (Park & Song, 2019) توضيح أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة توزيعات الأرباح بالشركة، وقد أجريت الدراسة على عينة من الشركات الكورية الجنوبية غير المالية والمقيدة في بورصة بوسان، **وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي إيجابي لدرجة القدرة الإدارية على سياسة التوزيعات خاصة بالشركات التي لديها مديرين تنفيذيين يتمتعون بقدرات إدارية عالية، وقد أكدت الدراسة على أن الخصائص الإدارية للمديرين التنفيذيين بالشركات تؤثر على العلاقة بين القدرة الإدارية وسياسة توزيعات الأرباح التي تتبعها الشركة، وهو ما يعنى أن المديرين التنفيذيين المحترفين يعززون الأثر الإيجابي للقدرة الإدارية على عوائد التوزيعات على مساهمي الشركة.**
- بينما استهدفت دراسة (Ming , 2019) اختبار تأثير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين للشركات على سياسة توزيعات الأرباح خلال الأزمة المالية العالمية، وقد أجريت الدراسة على عينة مكونة من ١٦٤٠ شركة صينية غير مالية مقيدة في بورصة بكين للأوراق المالية، **وقد توصلت الدراسة إلى أنه وفي ظل وجود آليات قوية لحوكمة الشركات وقبل الأزمة المالية العالمية فقد ارتبطت القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين للشركات بعلاقة موجبة قوية مع قرار بدء التوزيعات النقدية على المساهمين، وبالعلاقة سالبة مع قرار توقف تلك التوزيعات، مما كان له بالغ الأثر على تعظيم القيمة السوقية لأسهم الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية الصينية، ومن ثم فقد ساهم ذلك نسبياً في تخطي تلك الشركات للتداعيات الاقتصادية السلبية للأزمة المالية العالمية.**

كما استهدفت دراسة (Heijazi, 2017) قياس تأثير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية التي تنتهجها الشركات، وقد أجريت الدراسة على عينة من الشركات الإيرانية غير المالية المقيدة في بورصة طهران، وقد توصلت الدراسة إلى أن القدرات الإدارية التي يمتلكها المديرون التنفيذيون ترتبط بعلاقة موجبة وذات تأثير معنوي مع سياسة التوزيعات النقدية بالشركة، كما أوضحت الدراسة أن التوزيعات النقدية تؤثر على قدرة الشركة على احتجاز الأرباح بغرض إعادة استثمارها واستخدامها في فرص النمو، وقد أوصت الدراسة بأنه ينبغي على المديرين التنفيذيين عند تحديدهم لمقدار الأرباح الموزعة والمحتجزة لإعادة استثمارها، الأخذ في الاعتبار الآثار المحتملة لقراراتهم الاستثمارية على أسعار أسهم الشركة المتداولة في سوق الأوراق المالية.

**يتضح للباحث مما سبق، أن القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين تمثل أحد محددات سياسة التوزيعات النقدية بالشركة، ولذلك فإنه ينبغي على الشركات اختيار مديرين تنفيذيين يتمتعون بقدرات إدارية عالية، بغرض تخفيض مشاكل الوكالة بين المساهمين وإدارة الشركة، من خلال اتباع سياسة توزيعات نقدية محددة وواضحة بالشكل الذي يخفض من مشكلة عدم تماثل المعلومات ويعزز من قيمة الشركة في السوق.**

**في ضوء ما تقدم، فإنه يمكن للباحث صياغة الفرض الأول للدراسة الحالية على النحو التالي:**

**توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وسياسة التوزيعات النقدية.**

**٢/٢ الأدبيات المحاسبية التي تناولت أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سيولة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية.**

استهدفت دراسة (Ebrahim et al., 2020) اختبار أثر استقلالية مجلس الإدارة على سيولة الأسهم، وقد أجريت الدراسة على عينة من الشركات المقيدة في ثمانى بورصات بدول جنوب شرق آسيا (الصين، هونج كونج، اندونيسيا، اليابان، ماليزيا، سنغافورة، كوريا الجنوبية، تايلاند)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط موجبة بين استقلالية مجلس الإدارة وسيولة الأسهم، حيث ان وجود مديرين تنفيذيين فى مجلس الإدارة يحسن من فعالية المجلس، كما ان عضو مجلس الإدارة الخارجى (غير التنفيذى) يعد أكثر استقلالية، ولذلك فإن الأعضاء غير التنفيذيين (الخارجيين) يعملون بشكل أفضل على وظيفة الرقابة والإشراف ومتابعة أعمال الإدارة التنفيذية، مما ينعكس بالإيجاب على الأداء المالى والاقتصادى للشركة، ويؤثر على تداول الأسهم وسيولتها فى سوق الأوراق المالية.

- استهدفت دراسة (على، ٢٠١٩) قياس أثر حوكمة الشركات على العلاقة بين جودة الأرباح وسيولة الأسهم، وقد أجريت الدراسة على عينة من الشركات غير المالية والمقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية في الفترة من عام ٢٠٠٩ وحتى عام ٢٠١٦، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي إيجابي لحوكمة الشركات كمتغير منظم على العلاقة بين بعض خصائص جودة الأرباح وسيولة الأسهم، مما يعني أن تأثير هذه الخصائص على سيولة الأسهم المتداولة بسوق الأوراق المالية يتوقف إلى حد كبير على مستوى تطبيق حوكمة الشركات.
- استهدفت دراسة (Meifen et al., 2018) قياس أثر قوة المدير التنفيذي الأول على كفاءة أسعار الأسهم المتداولة بسوق الأوراق المالية، وقد أجريت الدراسة على عدد من الشركات الصينية غير المالية والمقيدة في بورصة بكين، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط سلبية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي وكفاءة أسعار الأسهم المتداولة بالبورصة، حيث أوضحت الدراسة أن عدم ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول يساعد على تفعيل الدور الرقابي والإشرافي لمجلس إدارة الشركة في متابعة أعمال الإدارة التنفيذية، وخاصة المؤثرة على الأداء المالي والاقتصادي للشركة، كما توصلت الدراسة إلى أن ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول يزيد من مشاكل الوكالة بين الإدارة والمساهمين، مما يؤثر سلباً على تداول الأسهم وسولتها في سوق الأوراق المالية.
- استهدفت دراسة (حمودة، ٢٠١٨) دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات وسيولة الأسهم، وقد اختبرت الدراسة علاقة حوكمة الشركات (من خلال استخدام ست آليات وهي: استقلالية مجلس الإدارة، حجم مجلس الإدارة، حجم مكتب المراجعة، ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، الملكية الإدارية، والملكية المؤسسية) بسيولة الأسهم معبراً عنها ب (نسبة السيولة، ومعدل دوران الأسهم)، وكذلك اختبار أثر كل آلية على حدة على سيولة الأسهم، وقد توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج من أهمها وجود علاقة موجبة بين استقلالية مجلس الإدارة ونسبة السيولة، ويرجع السبب في ذلك إلى أن تزايد عدد الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة يساعد في تحسين جودة التقرير المالي ويحد من الانتهازية الإدارية وبالتالي تخفيض عدم تماثل المعلومات مما ينعكس على زيادة نسبة سيولة الأسهم.
- استهدفت دراسة (Karmani et al., 2012) اختبار العلاقة بين آليات حوكمة الشركات وسيولة الأسهم، وقد اختبرت الدراسة علاقة حوكمة الشركات (من خلال استخدام سبع آليات وهي: استقلالية مجلس الإدارة، حجم مجلس الإدارة، الخبرة المالية للمديرين، عدد اجتماعات المجلس، ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، لجنة المراجعة، حجم مكتب المراجعة) بسيولة

الأسهم معياراً عنها ب (حجم التداول، نسبة السيولة، ومدى السعر)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لآليات حوكمة الشركات على سيولة الأسهم، حيث أن تلك الآليات من شأنها المساهمة في تخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات بين المساهمين، كما توصلت الدراسة إلى أن سيولة الأسهم ترتبط بعلاقة موجبة مع استقلالية مجلس إدارة الشركة والخبرة المالية للمديرين، وترتبط بعلاقة سالبة مع ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول.

**يخلص الباحث مما سبق،** أنه وعلى الرغم من ندرة الأدبيات المحاسبية التي تناولت أثر القدرة الإدارية للمدير التنفيذي على سيولة الأسهم، إلا أنه وبصفة عامة يمكن القول بأن آليات حوكمة الشركات وخصائص المديرين التنفيذيين تؤثر بشكل إيجابي على تخفيض مشاكل تعارض المصالح (الوكالة) بين إدارة الشركة والمساهمين، كما أنها تساهم في تفعيل أساليب الرقابة والإشراف والمتابعة على أعمال الإدارة التنفيذية، وبالتالي التأثير الإيجابي على الاداء المالى وقيمة الشركة، مما ينعكس على سيولة الأسهم المتداولة فى سوق الأوراق المالية.

**فى ضوء ما تقدم، فإنه يمكن للباحث صياغة الفرض الثانى للدراسة الحالية على النحو التالى:**

**توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وسيولة الأسهم.**

**٣/٢ الأدبيات المحاسبية التى تناولت قوة واتجاه العلاقة بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم**

■ استهدفت دراسة (Truong , 2020) توضيح طبيعة العلاقة بين سيولة الأسهم وسياسة التوزيعات النقدية، وقد أجريت الدراسة على عدد من الشركات الأسترالية، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط موجبة بين سيولة الأسهم وسياسة التوزيعات النقدية، وقد أوضحت الدراسة أن الشركات التى تقوم بإجراء توزيعات نقدية هى الشركات التى تتمتع بسيولة مرتفعة لأسهمها، كما أن الحوكمة الجيدة تعتبر شرط أساسى لحدوث هذا التأثير، كما أشارت نتائج الدراسة إلى أنه فى حالة وجود ضرائب على الأرباح الموزعة بنسبة أعلى من الضرائب على الأرباح الرأسمالية فإن المساهمين يفضلون إعادة استثمار نصيبهم فى الأرباح بدلاً من حصولهم على توزيعات نقدية.

■ استهدفت دراسة (زغيبى وآخرون، ٢٠١٨) دراسة طبيعة العلاقة بين سياسة توزيعات الأرباح وسيولة الأسهم، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية متبادلة بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم، حيث أوضحت الدراسة أن السيولة تؤثر على قرار الإدارة بشأن التوزيعات النقدية على المساهمين، كما أن توزيعات الأرباح تساهم فى رفع

درجة سيولة الأسهم وذلك لما يتضمنه من معلومات إيجابية حول الشركة، كما توصلت الدراسة إلى ان الإدارة تميل إلى دفع توزيعات نقدية عندما ترتفع سيولة الأسهم، وقد أوصت الدراسة باستخدام سياسة التوزيعات النقدية كأداة لرفع درجة سيولة الأسهم مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة تداولها في سوق الأوراق المالية.

- كما استهدفت دراسة (Jiang et al., 2017) توضيح أثر المحتوى المعلوماتي لسياسة التوزيعات النقدية على سيولة الأسهم، وقد أجريت الدراسة على عينة من الشركات الصينية غير المالية والمقيدة في بورصة بكين، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم، خاصة في حالة وجود تعارض بالمصالح وعدم تماثل للمعلومات بين حملة الأسهم والمستثمرين المسيطرين، وقد أوضحت الدراسة أن الأرباح المحتجزة قد يستخدمها المديرين في تحقيق مصالح شخصية أو استثمارها في مشاريع غير مربحة، ولذلك فإن المزيد من الشفافية والإفصاح الناتجة عن تداول الأسهم تزيد من تكلفة الأرباح المحتجزة بالنسبة لمديري الشركات ويزيد من فوائد دفع التوزيعات النقدية.
  - استهدفت دراسة (Jeong & Bohyun, 2017) توضيح طبيعة العلاقة بين سيولة الأسهم وسياسة التوزيعات النقدية، وقد أجريت الدراسة على عينة من الشركات الكورية الجنوبية والمقيدة في بورصة بوسان، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط سلبية بين سيولة الأسهم وسياسة التوزيعات النقدية، حيث أوضحت الدراسة أن المستثمرين يفضلون الاستثمار في الشركات التي تقوم بدفع أكبر قدر من التوزيعات النقدية عندما تكون سيولة السوق منخفضة، وبذلك فإن الشركات سوف تقوم بتخفيض مقدار التوزيعات النقدية وزيادة الأرباح المحتجزة لإعادة استثمارها واستغلال الفرص الاستثمارية المربحة المتاحة، خاصة في ظل السيولة المرتفعة لأسهم الشركة في السوق.
  - بينما استهدفت دراسة (Pan et al., 2015) قياس تأثير حوكمة الشركات وسيولة الأسهم على سياسة التوزيعات النقدية في ضوء قانون تجزئة الأسهم، وقد أجريت الدراسة على عينة من الشركات الصينية غير المالية والمقيدة في بورصة بكين، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي لسيولة الأسهم على سياسة التوزيعات النقدية المطبقة، وقد أوضحت الدراسة حدوث انخفاض في مقدار التوزيعات النقدية خاصة في الشركات ذات معدل النمو المرتفع والسيولة المرتفعة، ويرجع ذلك إلى انخفاض رغبة الإدارة بدفع توزيعات نقدية نظراً لارتفاع الملحوظ في سيولة الأسهم، حيث أن التوزيعات النقدية من وجهة نظر الإدارة هي مجرد تعويض للمساهمين في حالة انخفاض سيولة الأسهم وعدم القدرة على تداولها.
- يخلص الباحث مما سبق، أنه وعلى الرغم من أن الأدبيات المحاسبية في مجال الدراسة لم تستقر على طبيعة العلاقة فيما بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم، إلا أنه وبصفة عامة

يمكن القول بأن سياسة التوزيعات النقدية التي تتبعها الشركة تؤثر على تفضيلات المستثمرين للاستثمار في أسهم الشركة أو الاحتفاظ بها وعدم القيام بتداولها، ولذلك فإنه ينبغي على إدارات الشركات الإفصاح عن سياسة التوزيعات النقدية بشكل واضح لتخفيف عدم تماثل المعلومات بين المساهمين والإدارة، الأمر الذي يؤثر بدوره على سيولة أسهم الشركة المتداولة في سوق الأوراق المالية.

مما سبق، فإنه يمكن للباحث صياغة الفرض الثالث للدراسة الحالية على النحو التالي:

توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم.

في ضوء ما تقدم وما تم استعراضه بالأدبيات المحاسبية السابقة ذات العلاقة، ولأغراض تحقيق هدف البحث الرئيسي يمكن للباحث صياغة الفرض الرابع الذي يعكس الأثر التفاعلي بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وسياسة التوزيعات النقدية على سيولة الأسهم، على النحو التالي:

تؤثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على العلاقة بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم.

٤/٢ الفجوة البحثية للدراسة في مجال العلاقة بين المتغيرات البحثية والتي تتمثل في القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وسياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم

طبقاً لما انتهت إليه الدراسات السابقة ذات العلاقة، يمكن للباحث الإشارة إلى أهم ما يميز الدراسة الحالية ومدى مساهمتها في الأدب المحاسبي لتقليل الفجوة البحثية كما يلي:

- على الرغم من وجود العديد من الأدبيات المحاسبية التي تناولت سياسة التوزيعات النقدية من زاوية علاقتها بسيولة الأسهم، إلا أن النتائج التي تم التوصل إليها كانت متباينة فيما بينها بشأن تفسير طبيعة هذه العلاقة، حيث توصلت دراسة كل من (Truong, 2020, Jiang, et al., 2017, Jeong & Bohyun, 2017) إلى وجود علاقة تأثير موجبة لسياسة توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم، بينما توصلت دراسة (Pan, et al., 2015) إلى وجود علاقة تأثير سالبة لسياسة توزيعات الأرباح على سيولة الأسهم.
- أجريت غالبية الدراسات التي تناولت تأثير القدرة الإدارية على سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم في بيئات أجنبية وعلى أسواق مالية لدول متقدمة مثل أمريكا (Muhammad, 2020, Shahzad, et al., 2017, Jeong & Bohyun, 2017, Ming, 2019; Meifen et al., 2018; Jiang, et al., 2017, Jeong & Bohyun, 2017, Park & Song, 2019) كوربا الجنوبية (Jeong & Bohyun, 2017, Kaur, 2016)، مما يتطلب معه أهمية اختبار هذه

العلاقات التأثيرية في بيئة الأعمال المصرية والتي تختلف في سماتها وخصائصها عن البيئات المتقدمة.

■ تميزت الدراسة الحالية في حدود علم الباحث واطلاعه على أدبيات الفكر المحاسبي، أن معظم الدراسات الأجنبية قد ركزت على اختبار العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وسياسة التوزيعات النقدية، وكذلك اختبار العلاقة بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم، حيث لاحظ الباحث عدم وجود دراسات سواء أجنبية أو عربية تربط بصورة مباشرة تأثير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين بسيولة الأسهم، ولذلك فإن قياس تأثير القدرة الإدارية على سياسة التوزيعات النقدية سوف يساعد في تحديد الأثر على سيولة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية.

■ لاحظ الباحث ندرة الدراسات المحاسبية التي اهتمت بدراسة اتجاه وقوة ودلالة العلاقات التأثيرية بين كل من القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وسياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم المتداولة بالبورصة، على المستويين المحلي والدولي، بالإضافة إلى ذلك فقد لاحظ الباحث وجود ندرة في البحوث التطبيقية ذات الأدلة العملية المتعلقة بطبيعة هذه العلاقة، ولذلك فإن الباحث سوف يقوم بتقديم دليلاً عملياً من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية عن تأثير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم المتداولة بسوق الأوراق المالية، وهذا ما يميزها عن الدراسات السابقة ذات العلاقة بمجال البحث.

#### ٥/٢ تطوير الفروض البحثية

في ضوء الدراسات السابقة والأدبيات المحاسبية ذات العلاقة بمجال البحث، ولأغراض تحقيق هدف الدراسة وقياس تأثير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية، فإنه يمكن للباحث صياغة الفروض التالية:

- **الفرض الأول:** توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وسياسة التوزيعات النقدية.
- **الفرض الثاني:** توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وسيولة الأسهم.
- **الفرض الثالث:** توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم.



■ **الفرض الرابع:** تؤثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على العلاقة بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم.

### ٣- عرض وتحليل ماهية القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وأهميتها في الفكر المحاسبي

تعد القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين أحد محددات نجاح واستمرار الشركة في ممارسة نشاطها في الأجل الطويل، حيث تساهم في تحسين المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية، وزيادة مستوى الشفافية وتخفيض عدم تماثل المعلومات بين كافة الأطراف من أصحاب المصالح المرتبطة بالشركة (Baik, 2017)، فضلاً عن ذلك فإن المديرين التنفيذيين ذوي القدرات الإدارية العالية يكون لديهم معرفة أفضل بشركاتهم وبالمساهمين الذين يتعاملون معهم، إلى جانب قدرتهم على الدخول إلى أسواق المال بشكل أكثر سهولة، والذي يؤثر بدوره على سياسات الشركة وخاصة فيما يتعلق باتباع سياسات واضحة للتوزيعات النقدية (حسين، ٢٠٢٠).

ويحاول الباحث في النقاط التالية عرض وتحليل ماهية القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وأهميتها في الفكر المحاسبي، تمهيداً لاختبار اتجاه وقوة ودلالة تأثيرها على سياسة التوزيعات النقدية التي تتبعها الشركة، وأثر هذه العلاقة على سيولة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية.

### ١/٣ مفهوم القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين

تشير نظرية الصفوف العليا Upper Echelons Theory إلى أن القدرة الإدارية تتمثل في بعض الخصائص الإدارية Managerial Characteristics الهامة لنجاح وبقاء الشركة مثل المعرفة والخبرة والمهارات الإدارية ونمط الإدارة، وتؤثر هذه الخصائص على قرارات الشركة ونتائجها الاقتصادية (Gan, 2019; Yung & Chen, 2018; Huang & Sun, 2017; Francis et al., 2015; Andreou et al., 2017).

وفي ذات السياق، فإن تبنى المديرين التنفيذيين لأساليب مختلفة في إدارة شركاتهم باختلاف خصائصهم الفردية قد تؤثر في كيفية قياس وتفسير مواقف الشركة المختلفة، مما ينعكس على قرارات الشركة وأدائها (Hessian, 2018)، كما توصلت دراسة (Park & Song, 2019) إلى أن القدرة الإدارية تتمثل في الخبرات الشخصية والمعرفة التي تتجسد في المديرين التنفيذيين

والتي تستمد بشكل أساسي من خبرات المجال Domain Experience ، بما في ذلك فهم هؤلاء المديرين للأسواق واستراتيجيات الشركات والتكنولوجيا.

وقد أكدت دراسة (Hessian, 2018) على أن الخبرات الشخصية والمعرفة التي يمتلكها المديرين التنفيذيون تمنحهم القدرة على اتخاذ قرارات استثمارية استراتيجية قادرة على إحداث تغييراً جوهرياً في قيمة الشركات التي يكون هؤلاء المديرين على رأس إدارتها، فضلاً عن ذلك إحداث طفرة في ثروات ومصالح المساهمين، ولا يتوقف الأمر عند هذا الحد بل قد يمتد إلى تأثر المشاركين في السوق بوجود مديرين تنفيذيين بالشركات ذوي خصائص إدارية عالية، ويرجع السبب في ذلك إلى ثقتهم في قدرة هؤلاء المديرين على إحداث جودة حقيقية في الشركة نتيجة لخبراتهم في بيئة الأعمال.

كما أن فقدان الشركات لمديرين تنفيذيين معروفين في القطاع الذي تنتمي إليه الشركة بخبراتهم واحترافيتهم الإدارية قد يؤثر سلباً على أسهم الشركة المتداولة في سوق الأوراق المالية (حسين، ٢٠٢٠)، وتعتبر القدرة الإدارية عن مدى كفاءة المديرين التنفيذيين في توليد إيرادات من الموارد الاقتصادية المتاحة للشركة، ونظراً لصعوبة الملاحظة المباشرة للقدرة الإدارية فإنه يمكن التعرف عليها من خلال بعض المخرجات مثل قرارات المديرين المتعلقة بتخصيص الموارد (Demerjian et al., 2012)، وقد تناولت دراسة (Choi et al., 2015) مفهوم القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على أنها عبارة عن قدرة هؤلاء المديرين على توليد الأرباح من خلال الاستخدام الفعال لموارد الشركة والتأثير الإيجابي على قرارات الاستثمار والأنشطة المولدة للدخل وجهود خفض التكاليف، كما أشارت دراسة (ابراهيم، ٢٠١٧) إلى أن القدرة الإدارية تتمثل في المعرفة والخبرات اللازمة التي تمكن المديرين من إدارة موارد الشركات بكفاءة وخلق قيمة لها، كما تمنحهم القدرة على تحديد أية تغييرات قد تطرأ على البيئة التشغيلية والمحاسبية والقانونية وتغييرات أحوال السوق، مما ينعكس على زيادة قدراتهم على قيادة شركاتهم وخاصة التي تعمل في ظل أكثر البيئات التشغيلية تعقيداً.

وفي ذات السياق، فقد أشارت دراسة (مليجي، ٢٠١٩) إلى أن القدرة الإدارية تتمثل في بعض الخصائص التي يتصف بها المديرين التنفيذيون (مثل الخبرة المهنية، المعرفة، السمعة، المهارات الشخصية، الموهبة، الأسلوب الإداري، التعليم، العمر، المعتقدات الفردية، والميل إلى المخاطرة) التي تمكنهم من فهم البيئة الاقتصادية للشركة والاستخدام الفعال لمواردها المحدودة في سبيل اتخاذ أفضل القرارات، مما ينعكس على تحسين جودة التقرير المالي وتحقيق مزايا تنافسية مستمرة

للشركة، كما أشارت دراسة (Rahman et al., 2020) إلى أن مفهوم القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين بأنها عبارة عن كافة التصرفات التي يقوم بها المديرون التنفيذيون في سبيل تحقيق الأهداف الاقتصادية للشركة من خلال الاستخدام الكفء لمواردها المتاحة.

في ضوء ما سبق، يتضح للباحث أن القدرة الإدارية تستند على مجموعة من السمات التي يتمتع بها المديرون التنفيذيون مثل (المعرفة، الخبرات الشخصية، المهارات الإدارية، الميل إلى المخاطرة، وأسلوب الإدارة) والتي تمكنهم من فهم طبيعة بيئة الأعمال وتساعدتهم على الاستخدام الكفء للموارد المتاحة، وبالتالي التأثير الإيجابي على عملية اتخاذ القرارات وتحديد السياسات المتبعة بالشركة ومنها سياسة توزيعات الأرباح، مما ينعكس على عملية التداول وسيولة الأسهم في سوق الأوراق المالية.

### ٢/٣ أهمية القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين

أولت الأدبيات المحاسبية اهتماماً متزايداً بأهمية القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين للشركات في تحقيق العديد من الإسهامات، سواء من ناحية التأثير على القرارات والنتائج الاقتصادية للشركات بشكل عام، أو على بعض الجوانب والأبعاد المحاسبية بوجه خاص (حسين، ٢٠٢٠)، فالمديرون التنفيذيون الأكثر قدرة إدارية يمكنهم فهم وتطبيق المعايير المحاسبية بمزيد من المرونة، وبالتالي التأثير على نوعية وجودة المعلومات المحاسبية، وبناء التقديرات المستقبلية بشكل أكثر مصداقية مما ينعكس على تحسين جودة المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية (Hessian, 2018). وفي ذات السياق، فإن القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين تلعب دوراً جوهرياً ومؤثراً في جودة التقارير المالية للشركات، من خلال التأثير الإيجابي على جودة الأرباح المحاسبية والحد من ممارسات إدارة الأرباح، ويرجع السبب في ذلك إلى رغبة هؤلاء المديرون في الحفاظ على سمعتهم ومراكزهم الوظيفية (Bonsall et al., 2017)، يضاف إلى ما سبق فإن المديرين التنفيذيين ذوي القدرة الإدارية العالية يلعبون دوراً هاماً في الاستخدام الكفء لموارد الشركة المتاحة وتحقيق مستويات مرتفعة من الإيرادات وتوليد أرباح، وبالتالي فلا توجد هناك حاجة لديهم للقيام بأية ممارسات إدارة الأرباح والتي تؤثر سلباً على الأداء المالي المستقبلي للشركة وعلى سمعتهم الوظيفية في بيئة الأعمال (Huang & Sun, 2017)، وفي هذا الصدد فقد توصلت دراسة (Demerjian et al., 2013) إلى أن وجود مديرين تنفيذيين بالشركات ذوي قدرات إدارية عالية يؤثر على جودة الأرباح المحاسبية بالتقارير المالية واستمراريتها وكذلك جودة المستحقات وانخفاض أخطاء تقدير مخصص الديون المشكوك فيها، وتأكيداً على ذلك فقد أشارت دراسة (Adut, 2019) إلى الدور الفعال للمديرين التنفيذيين بالشركات في التأثير على الأرباح

من خلال قراراتهم التشغيلية مقارنة بالمديرين التنفيذيين ذوي القدرة الإدارية الأقل، مما يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للشركة.

وتساعد القدرة الإدارية العالية للمديرين التنفيذيين في تحسين كفاءة الاستثمار على مستوى الشركة، ويرجع السبب في ذلك إلى قدرتهم على اقتناص الفرص الاستثمارية المواتية واختيار أفضل المشروعات التي تحقق أعلى صافي قيمة حالية، لدعم النمو الداخلي والخارجي للشركة والتي من شأنها تعظيم قيمة الشركة وبالتالي زيادة ثروات المساهمين ( Gan, 2019; Lee et al., 2018 ) ، كما أشارت دراسة (ابراهيم، ٢٠١٧) إلى أن القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين تساهم في تخفيض الضغوط المالية على الشركات وتحديد التغيرات الاقتصادية التي تواجهها فضلاً عن دورها الهام في تفسير التباين في الأداء المالي للشركات والتأثير على السياسات المالية والتمويلية، حيث تمكن هؤلاء المديرين من الدخول إلى أسواق المال بشكل أكثر سهولة، يضاف إلى ذلك فإن الشركات التي لديها مديرين تنفيذيين ذوي قدرات إدارية عالية يكون تصنيفها الإئتماني عالي مقارنة بالشركات التي لديها مديرين تنفيذيين ذوي قدرة إدارية أقل ( Bonsall et al., 2017).

كما تبرز أهمية القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين في تخفيض تكاليف الوكالة من خلال تحسين مستوى الإفصاح وتعزيز الشفافية بالتقارير المالية وتوفير المعلومات الملائمة وفي التوقيت المناسب لكافة الأطراف من أصحاب المصالح المرتبطة بالشركة ( Abernathy et al., 2018 ) ، حيث يقوم المديرون الأكثر قدرة إدارية بإطلاع المستثمرين على الفرص الاستثمارية المتاحة، مما يخفف من مستوى عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين، مما ينعكس على مستوى جودة التقرير المالي وتعظيم قيمة الشركة ( Meca & Sanchez, 2018).

ويسعى المديرون التنفيذيون ذوي القدرات الإدارية العالية إلى زيادة مستويات الاحتفاظ بالنقدية لمواجهة مخاطر السيولة المستقبلية غير المتوقعة، واقتناص الفرص الاستثمارية المستقبلية المرهبة المتاحة أمام الشركة، وتمويل الصفقات الاستثمارية المتوقعة دون اللجوء إلى مصادر تمويل خارجي مرتفعة التكلفة، مما ينعكس بالإيجاب على القيمة السوقية للشركة، خاصة في ظل التحديات والضغوط التنافسية التي تتعرض لها في بيئة الأعمال المعاصرة ( Ali, 2016).

#### ٤- عرض وتقييم أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية

تعتبر التوزيعات النقدية مؤشراً هاماً يستدل به للتعرف على مدى كفاءة الشركة في إدارة نشاطها، كما تساعد في رسم صورة ذهنية جيدة لدى المستثمرين عند تقييمهم لأداء الشركة ومستقبلها، وتشجيعهم على ضخ المزيد من الاستثمارات فيها، مما ينعكس على عملية تداول أسهم الشركة بسوق الأوراق المالية (Park & Song, 2019)، يضاف إلى ما سبق فإن التوزيعات النقدية

تحمل فى مضمونها محتوى معلوماتى يعطى دلالات عن توقعات الإدارة عن الأرباح المستقبلية للشركة، مما يؤثر على قيمتها السوقية، فضلاً عن مساهمتها فى التخفيف من حدة التعارضات بين إدارة الشركة وحملة الأسهم المسيطرين من ناحية وبين حملة الأسهم من باقى المستثمرين من ناحية أخرى (حسين، ٢٠٢٠).

#### ١/٤ مفهوم سياسة التوزيعات النقدية

يعد قرار توزيع الأرباح من القرارات المالية الهامة التى تؤثر على الخطط الاستثمارية والتمويلية للشركة مما يعكس على قيمتها السوقية، كما أن سياسة توزيع الأرباح تعتبر مؤشراً لجمهور المستثمرين الحاليين والمرقبين حول كفاءة الأداء المالى بالشركة (الحمادى وحمدون، ٢٠١٩)، وقد تناولت الأدبيات المحاسبية مفاهيم متعددة لسياسة التوزيعات النقدية قد تتفق فى مضمونها، ويمكن للباحث تناول أهم هذه المفاهيم وذلك على النحو التالى:

تمثل سياسة التوزيعات النقدية فى استراتيجية الشركة وذلك فيما يتعلق بدفع جزء من أرباحها للمساهمين والاحتفاظ بالجزء المتبقى لإعادة استثمارها فى الشركة، بمعنى تقسيم الأرباح إلى أرباح موزعة وأرباح محتجزة (Victor et al., 2020)، كما تعرف سياسة التوزيعات النقدية بأنها النهج الذى تتبعه الشركة من حيث توزيعها للأرباح أو احتجازها بغرض إعادة استثمارها داخل الشركة (المديولى، ٢٠١٦)، وقد أوضحت الدراسة أن سياسة التوزيع المثلى للأرباح تساهم فى تعظيم القيمة السوقية لثروة المساهمين من خلال تحقيق التوازن بين التوزيعات الحالية على المساهمين والنمو المستهدف للشركة فى المستقبل.

من ناحية أخرى، فإن سياسة التوزيعات النقدية تتمثل فى قرار المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجازها وعدم توزيعها بغرض إعادة استثمارها فى الشركة، وتتمثل السياسة المثلى لتوزيعات الأرباح فى تلك التى تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية على المساهمين والأرباح المستقبلية المستهدفة بما يعظم من قيمة الشركة وبالتالي تعظيم ثروة هؤلاء المساهمين، مع الأخذ فى الحسبان مجموعة من الاعتبارات من أهمها سلامة المركز المالى للشركة بعد عملية التوزيع، واختيار الطريقة المثلى لتوزيع الأرباح وعدم الإضرار بمصالح المساهمين والأطراف الأخرى ذات العلاقة من أصحاب المصالح المرتبطة بالشركة (الصاوى، ٢٠١٦).

وفى ذات السياق، فقد أوضحت دراسة (قراييل، ٢٠١٨) إلى وجود اختلاف بين مفهوم توزيعات الأرباح وسياسة توزيعات الأرباح، حيث أن سياسة التوزيعات النقدية تعبر عن قرار الإدارة بشأن دفع الأرباح للمساهمين أو الاحتفاظ بها لإعادة استثمارها بما يعظم من قيمة الشركة فى شكل توزيعات نقدية أو أسهم مجانية، بينما تمثل توزيعات الأرباح تلك المدفوعات التى تقوم بها الشركة لمساهميها من أرباحها، وتعتبر بمثابة مكافئة للمساهمين نظير استثماراتهم بالشركة.

وقد أشارت دراسة (Victor et al., 2020) إلى أن مفهوم سياسة التوزيعات النقدية تعنى المنهج المتبع بالشركة لكيفية توزيع الأرباح على المساهمين أو احتجازها وعدم توزيعها، ويستخدم الجزء المحتجز كمصدر تمويل داخلي لإعادة استثمارها مرة أخرى وتمويل عمليات التوسع والنمو بالشركة، وبالتالي فإن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على مقدار ونمط التوزيعات على المساهمين، مما ينعكس على القيمة السوقية للشركة.

**في ضوء ما تقدم،** يخلص الباحث إلى أن مفهوم توزيع الأرباح يختلف عن سياسة التوزيعات النقدية، فإذا كانت توزيعات الأرباح عبارة عن الأرباح أو العوائد التي حققتها الشركة والتي يستحقها المساهمون نظير استثماراتهم، فإن سياسة التوزيعات عبارة عن النهج الذي تتبعه الشركة لكيفية توزيع تلك الأرباح أو احتجازها لإعادة استثمارها أو استخدامها كمصدر تمويل داخلي بالشركة.

#### ٢/٤ دوافع التوزيعات النقدية

تناولت الأدبيات المحاسبية والتمويلية العديد من الدوافع التي تحفز الشركات للقيام بتوزيعات لجزء من أرباحها المتحققة في مقابل احتجازها للجزء المتبقى بعد التوزيع كمصدر للتمويل الداخلي أو الذاتي للشركة، وتتمثل هذه الدوافع في الآتي (حسين، ٢٠٢٠، قرابيل، ٢٠١٨، الصاوي، ٢٠١٦، Setiawan et al., 2016، Thanatawee, 2013):

- أ- تستخدم توزيعات الأرباح كإشارة لإرسال معلومات للمستثمرين الحاليين والمرقبين عن الأداء المالي وتنبؤات الأرباح المستقبلية للشركة، مما ينعكس على قيمة الشركة.
- ب- تساهم توزيعات الأرباح في تحفيز المساهمين للإحتفاظ بأسهم الشركة وعدم التصرف فيها، وكذلك الإكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة عندما تقرر زيادة رأسمالها، مما يؤثر على سيولة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية.
- ج- تساهم توزيعات الأرباح في تعزيز ثقة المستثمرين والمتعاملين في سوق المال.
- د- تسهل توزيعات الأرباح من رقابة سوق المال لأنشطة وأداء الشركة، كما تساهم في تخفيض مشاكل الوكالة الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة.
- هـ- تساهم التوزيعات في تقليص فجوة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين، وذلك من خلال توفير المعلومات الملائمة عن فرص النمو المستقبلي للشركة.

### ٣/٤ النظريات المفسرة لسياسة التوزيعات النقدية

تنافست أدبيات التمويل على تفسير سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها الشركة، واقترحت تلك الأدبيات مجموعة من النظريات التي تقدم تفسيراً لكيفية قيام الشركة بإجراء توزيعات الأرباح، ويمكن للباحث تناول أهم تلك النظريات وذلك على النحو التالي:

أ- **نظرية الإشارة (Signaling Theory):** وتتطوى هذه النظرية على أن هناك محتوى معلوماتي لتوزيعات الأرباح التي تقوم بها الشركة، خاصة في ظل عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، وتمثل توزيعات الأرباح إشارة Signal لتوصيل معلومات عن الربحية المستقبلية للشركة، أي إشارة لتوقعات مستقبلية جيدة للمنشأة، حيث أن الشركات ذات المعلومات الجيدة يمكنها استخدام مثل هذه الآلية (توزيعات الأرباح) باعتبارها إشارة لتلك التوقعات الجيدة (Park & Song, 2019).

ب- **نظرية الوكالة:** وتفترض هذه النظرية أن توزيعات الأرباح تساهم في تخفيض مشاكل الوكالة حيث تقوم بتخفيض مقدار التدفقات النقدية الحرة المتاحة لإدارة الشركة والتي يمكن استغلالها لتحقيق مصالح شخصية على حساب المساهمين، كما أنها تعتبر مؤشراً على كفاءة الأداء المالي للشركة مما يفرض عليها مزيداً من الرقابة والتقييم من المستثمرين الحاليين والمرتقبين، حيث أن هذه التوزيعات تقلص من حجم الأموال المتاحة لدى الشركة مما يدفعها للحصول على مصادر تمويل خارجية في حالة ما إذا كانت هناك رغبة في زيادة الاستثمارات المخططة، مما يضع الشركة تحت رقابة وتقييم المستثمرين الحاليين والمرتقبين، وبالتالي تخفيض مشاكل الوكالة (Guan et al., 2018).

ج- **نظرية عصفور في اليد:** وتفترض هذه النظرية أن توزيعات الأرباح توفر سيولة لمساهمي الشركة، مما يسمح لهم بتخفيض حالة عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، وذلك بالمقارنة بحالة عدم التأكد المصاحبة للزيادة في القيمة السوقية لأسهم الشركة الناتجة عن احتجاز الأرباح وعدم توزيعها، ويعنى ذلك أن عائد التوزيعات يكون أكثر تأكيداً من العوائد الرأسمالية، مما يترتب عليه تفضيل المستثمرين لتوزيع الأرباح على تحقيق مكاسب رأسمالية في المستقبل، نتيجة استثمار الأرباح غير الموزعة (Labhane & Mahakud, 2016).

د- **نظرية التفضيل الضريبي:** وبموجب هذه النظرية فإن المستثمرين يفضلون الاستثمار في المنشآت التي تقوم بتوزيع نسبة أقل من الأرباح، ويرجع السبب في ذلك إلى وجود ضرائب على الأرباح الموزعة بنسبة أعلى مقارنة بالأرباح الرأسمالية، ولذلك فإنه في حالة وجود ضرائب فإن المستثمرين يفضلون إعادة استثمار الأرباح بدلاً من الحصول على توزيعات نقدية (Baker & Jabbouri, 2017).

٥- **نظرية التضخم وتوزيعات الأرباح:** وتؤكد هذه النظرية على ان المديرين ينتهجون سياسة مثلى لتوزيعات الأرباح عندما يقومون بدفع توزيعات نقدية فى ضوء المستوى الحقيقى لدخل المستثمرين، مع الأخذ فى الاعتبار معدل التضخم السائد فى السوق عند اتخاذهم لقرار دفع تلك التوزيعات (حسين، ٢٠٢٠).

و- **نظرية فائض النقدية:** وتعتمد هذه النظرية على ان توزيعات الأرباح التى تقوم بها الشركة يمكن أن تخفض من مستوى التدفقات النقدية الحرة والتى يمكن أن تستخدمها الإدارة لتحقيق مصالحهم الشخصية مثل المكافآت أو الاستثمار فى مشاريع غير مربحة، وبالتالي فإنه يجب على إدارات الشركات أن تقوم بتوزيع التدفقات النقدية الحرة على مساهميها بدلاً من إهدارها وسوء استغلالها (Victor et al., 2020).

وفى ذات السياق، فقد أوضحت دراسة (Baker & jabbouri, 2017) أن السبب فى تعدد النظريات المفسرة لسياسة توزيعات الأرباح يرجع إلى قلق المستثمرين وحملة الأسهم من عدم وجود سياسة ومنهج محدد وواضح للشركات عند القيام بإجراء توزيعات للأرباح، يضاف إلى ما سبق، فإنه وعلى الرغم من أن جميع النظريات السابقة قدمت تفسيرات بشأن سياسة توزيعات الأرباح لتخفيض حدة تعارض المصالح بين الإدارة والمساهمين، إلا أن الجدل بشأن تلك التفسيرات ما زال قائماً، كما أنه لا توجد نظرية من بين تلك النظريات يمكن اعتبارها الأكثر قبولاً فى إطار تفسيرها لسياسة التوزيعات (حسين، ٢٠٢٠).

#### ٤/٤ الأنماط المختلفة لسياسة التوزيعات النقدية

وفى هذا المجال، فإن هناك عدة أنماط أو أشكال لسياسة توزيعات الأرباح والتى يمكن أن تتبعها الشركة خلال دورة حياتها، ويمكن للباحث تناول أهم تلك الأنماط وذلك على النحو التالى:

- أ- **سياسة استقرار مقدار التوزيعات:** وتنطوى هذه السياسة على قيام الشركة بدفع توزيعات أرباح ذات قيمة مستقرة أو ثابتة، حيث أن عدم استقرار هذه التوزيعات يعد مؤشراً غير جيداً عن الأداء المالى للمنشأة، وبموجب هذه السياسة فإن إدارة الشركة لا تقوم بزيادة قيمة الأرباح الموزعة على المساهمين حتى مع ارتفاع مستوى الأرباح، ويعنى ذلك وجود التزام ضمنى من إدارة الشركة بالمحافظة على هذا المستوى من الأرباح الموزعة، خوفاً من احتمالات انخفاض الأرباح المستقبلية فيؤثر ذلك سلباً على قيمة الشركة فى السوق (الصاوى، ٢٠١٦).
- ب- **سياسة استقرار معدل نمو التوزيعات:** يفضل المساهمون النمو المنتظم فى توزيعات الأرباح، خاصة فى ظل ارتفاع الأسعار وظاهرة التضخم والتى يترتب عليها انخفاض القوة الشرائية لمقدار التوزيعات المدفوعة لحملة الأسهم، وبموجب هذه السياسة فإن إدارة الشركة تقوم بتحديد معدل نمو مستهدف للتوزيعات ويتم زيادة مقدار التوزيعات المدفوعة بتلك النسبة سنوياً، وبالتالي يتم زيادة مقدار التوزيعات المدفوعة بمعدل ثابت مما يضمن عائداً مستقراً للمساهمين (Muhammad & Shahzad, 2020).



ج- سياسة احتجاز الأرباح وتوزيع الفائض: وتتطوى هذه السياسة على أن تقوم الإدارة باحتجاز الأرباح وإعادة استثمارها مرة أخرى في مشروعات استثمارية ذات معدل ربحية أعلى من الذي كان سوف يحققه مساهمي الشركة عند قيامهم باستثمار أموالهم بأنفسهم، وطبقاً لهذه السياسة فإن مقدار عوائد التوزيعات المدفوعة لحملة الأسهم يكون متغير من عام لآخر تبعاً لمدى توفر فرص استثمارية مربحة ويمكن تمويلها من خلال الأرباح المحتجزة، والذي يعد أحد مصادر التمويل بالملكية وأقلها تكلفة (عمار، ٢٠١٧).

د- سياسة استقرار نسبة الأرباح الموزعة: وتتطوى هذه السياسة على توزيع نسبة مئوية ثابتة من أرباح الشركة كعائد نقدي على المساهمين، وتختلف سياسة توزيعات الأرباح عبر دورة حياة الشركة نظراً للتغيرات في معدلات نموها والتدفقات النقدية المتاحة وكذلك الفرص الاستثمارية المربحة، وبالتالي فإن سياسة التوزيعات تختلف من فترة إلى أخرى، بمعنى أنه مع ارتفاع الأرباح المحققة تزيد قيمة التوزيعات المدفوعة (الصاوي، ٢٠١٦).

في ضوء ما سبق، يتضح للباحث وجود عدة أنماط أو أشكال لسياسة توزيع الأرباح، كما أن الأدبيات المحاسبية لم تستقر على طريقة مثلى لتوزيع الأرباح، وبالتالي فإن السياسة التي تتبعها الشركة في توزيعها للأرباح تتوقف إلى حد كبير على توجهات إدارة الشركة، ولذلك فإنه يمكن القول بأن مديري الشركات ذات القدرات الإدارية العالية يختارون السياسة المناسبة لتوزيع الأرباح على حملة الأسهم بالشكل على يعظم القيمة السوقية للشركة مما يؤثر على عملية تداول أسهم الشركة وسيولتها في سوق الأوراق المالية.

#### ٥/٤ محددات سياسة التوزيعات النقدية

تناولت الأدبيات المحاسبية والتمويلية مجموعة من المحددات والتي تؤثر على سياسة التوزيعات النقدية، والتي ينبغي على إدارة الشركة أخذها بعين الاعتبار عند وضع سياسة التوزيع المثلى والملائمة للظروف الاقتصادية للشركة وبما يتفق مع استراتيجيتها وأهدافها، ومن أمثلة تلك المحددات ما يلي (Park & Song, 2019; Ming, 2019; Esqueda, 2016):

- 
- 
- معدل الرافعة المالية.
  - التشريعات القانونية.
  - حجم الإنفاق الاستثماري.
  - معدل كفاءة الاستثمار.
  - استقرار الأرباح ومدى استمراريتها.
  - مستوى الاحتفاظ بالنقدية.
  - التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية.
  - معدل العائد على الأصول.
  - التدفقات النقدية الحرة.
  - السيولة النقدية بالشركة.
  - معدل الأرباح المحتجزة.
  - القدرة الإدارية للمديرين.
  - الاعتبارات الضريبية وتفضيلات المستثمرين الحاليين والمرتبين.
  - نوع القطاع الاقتصادي للشركة.
  - التنفيذيين.

وبناءً على ما تقدم، يخلص الباحث إلى أن القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين تعتبر من المحددات الأساسية لسياسة توزيع الأرباح، ويكمن السبب في ذلك إلى العلاقة فيما بينهما، وهو ما أكدت عليه العديد من الأدبيات المحاسبية العربية والأجنبية في مجال الدراسة.

#### ٦/٤ دور القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين في التأثير على سياسة التوزيعات النقدية

تساهم القدرات الإدارية العالية للمديرين التنفيذيين في تخفيض مشكلة عدم تماثل المعلومات التي تواجه أسواق المال، حيث تمكن هؤلاء المديرين من خلال فهمهم لطبيعة أعمال الشركات وما يرتبط بها من تغيرات اقتصادية واطلاعهم المستمر على فرص التحسين والتطوير ونقل القيمة الاقتصادية الحقيقية للشركات بشكل أكثر مصداقية إلى كافة الأطراف الأخرى ذوي العلاقة المرتبطة بتلك الشركات مما ينعكس بشكل إيجابي على القيمة الاقتصادية الحقيقية للشركة (حسين، ٢٠٢٠)، وتعتبر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين محدداً رئيسياً لنجاح أعمال الشركات في بيئة الأعمال، حيث يمكن للمديرين التنفيذيين الذين يمتلكون قدرات إدارية عالية من تحسين البيئة المعلوماتية الوصفية للشركة بشكل أكثر شفافية، من خلال تحسين مستوى جودة التقرير المالي وتدقيق المعلومات الملائمة إلى أسواق المال وتوفيرها بشكل أكثر شفافية لكافة المستثمرين الحاليين والمرتبين بغرض التأثير على تلك الأسواق (مليجي، ٢٠١٩).

**في ضوء ما تقدم، يخلص الباحث إلى أن المديرين ذوي القدرات الإدارية العالية تكون لديهم معرفة أفضل بشركاتهم مقارنة بنظرائهم من المديرين الأقل قدرة، كما أنهم يساهمون في تخفيض فجوة التوقعات وعدم تماثل المعلومات بين المستثمرين وإدارة الشركة من خلال تحسين المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية وتوفير المعلومات الملائمة لكافة مستخدمي هذه التقارير لترشيد قراراتهم الاقتصادية، ويستتبع ذلك التأثير على سياسات الشركة ومن بينها سياسة التوزيعات النقدية، حيث أن وجود سياسة محددة وواضحة لتوزيعات الأرباح يعتبر بمثابة عنصراً رئيسياً في**

التخطيط الاستراتيجي لمستقبل الشركة، مما ينعكس على الأداء المالي وتعظيم قيمة الشركة وتنشيط أسهمها في سوق الأوراق المالية.

#### ٥ - عرض وتقييم أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على العلاقة بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم

تعتبر السيولة أحد الخصائص الهامة التي حظيت باهتمام العديد من الباحثين، من حيث تحديد العوامل المؤثرة عليها، والمقاييس المختلفة التي يمكن من خلالها تحديد مدى سيولة أسواق الأوراق المالية، وقد أشارت العديد من الدراسات السابقة لوجود علاقة بين جودة الربح المحاسبي بالقوائم المالية وسيولة الأسهم بسوق الأوراق المالية، وعلى النقيض من ذلك فقد توصلت بعض الدراسات إلى عدم وجود علاقة بينهما، مما دفع الباحث باقتراح متغير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين كأحد العوامل المنظمة والتي بوجودها قد تتغير هذه العلاقة، وهو ما سيتضح من خلال تناول الباحث للنقاط التالية:

#### ١/٥ ما هي سيولة الأسهم

باستقراء الأدبيات المحاسبية التي تناولت مفهوم سيولة الأسهم في سوق الأوراق المالية، فإنه يلاحظ عدم وجود اتفاق فيما بينها حول مفهوم محدد لسيولة الأسهم، ويمكن للباحث عرض أهم هذه المفاهيم وذلك على النحو التالي:

يقصد بسيولة الأسهم هو قابليتها للتحويل إلى نقدية بأقل تكلفة ممكنة، بمعنى أنه عندما تكون تكلفة التعامل واللازمة لتحويل السهم إلى نقدية أقل ما يمكن فإن السهم في هذه الحالة يصبح مرتفع السيولة، وتشمل تكلفة التعامل عمولة السمسرة، الضريبة، والهامش بين سعر الشراء وسعر البيع (Chen et al., 2020).

كما أشارت إحدى الأدبيات المحاسبية إلى ان سيولة الأسهم يقصد بها القدرة على تداول الأوراق المالية بتكلفة منخفضة، ومع وجود تأثير ضئيل على السعر، يضاف إلى ذلك أن السيولة تعطى المستثمرين المرونة لبيع ممتلكاتهم عند الحاجة، كما تحقق السيولة قيمة أكبر لأنشطة التداول في الأجل القصير مقارنة بالأجل الطويل (Andong et al., 2020).

وفي ذات السياق، فقد أشارت إحدى الدراسات إلى أن سيولة السوق تعبر عن إمكانية بيع وشراء الورقة المالية بسرعة، وبسعر قريب من سعر آخر صفقة أبرمت على نفس الورقة المالية، وذلك بافتراض عدم ورود معلومات جديدة إلى السوق (حمودة، ٢٠١٨).

فى سياق المفاهيم السابقة، فإن الباحث يخلص إلى أن مفهوم سيولة الأسهم يشير إلى سرعة بيع وشراء الأوراق المالية بسعر معلوم لا يختلف كثيراً عن السعر لآخر عملية تمت على ذات الورقة المالية، وذلك بافتراض عدم ورود أية معلومات جديدة إلى السوق، وفى حالة وجود أى خلل محتمل فى العرض والطلب فإنه يمكن معالجته من خلال تغيير طفيف فى الأسعار مما يخفض من فرصة حامل الورقة المالية فى بيعها بسعر مرتفع فيما بعد، وكذلك تخفيض فرصة المشتري لشراء نفس الورقة المالية بسعر منخفض فى وقت لاحق.

وفى هذا الصدد فقد أشارت دراسة (Karen et al., 2020; Mohamed et al., 2020) إلى أن مفهوم سيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية يرتكز على عدة أبعاد، وهم على النحو التالى:

- **عمق السوق:** ويشير إلى استمرارية وجود أوامر بيع وشراء على الورقة المالية، مما يؤدي إلى حدوث استقرار فى الأسعار بدرجة كبيرة من عملية لأخرى نتيجة للتوازن بين الكميات المطلوبة والكميات المعروضة من الأوراق المالية.
- **اتساع السوق:** ويشير إلى وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية، مما يحقق استقراراً نسبياً فى سعرها، ويعنى ذلك القدرة على شراء الأسهم بأحجام كبيرة وبيعها بأقل تأثير ممكن على السعر.
- **سرعة الاستجابة:** ويشير إلى أن حدوث أى خلل محتمل فى العرض والطلب على الأوراق المالية يمكن معالجته من خلال إحداث تغيير طفيف فى الأسعار، مما يؤدي إلى تخفيض فرصة تردد حامل الورقة فى بيعها فى تاريخ لاحق بسعر أعلى، وكذلك الحال بالنسبة للمشتري فى إمكانية شراء نفس الورقة فيما بعد بسعر أقل.
- **توقيت المعاملات:** ويشير إلى القدرة على تنفيذ عمليات البيع والشراء للأوراق المالية فى أقل مدة زمنية ممكنة.
- **هامش السعر:** ويشير إلى القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية دون وجود فرق كبير بين السعرين، حتى لا تحدث أية مضاربات بالسوق.

## ٢/٥ قياس سيولة الأسهم

أشارت دراسة (عيد المنعم، ٢٠١٨) إلى أنه من الصعب قياس أو ملاحظة السيولة، وبالتالي فمن الضروري استخدام عدة مقاييس في سبيل قياسها، وقد اقترحت الدراسة عدة مقاييس للسيولة، ويمكن للباحث تناولها بشئ من التوضيح وذلك على النحو التالي:

### ١/٢/٥ مدى السعر (Bid – Ask Spread)

يعتبر مدى السعر من أكثر المقاييس التي تستخدم في قياس عدم تماثل المعلومات وسيولة الأسهم بسوق الأوراق المالية (Mohamed et al., 2020; علي، ٢٠١٩; حمودة ٢٠١٨; Andong et al., 2020; Ajay et al., 2020). وقد أوضحت الدراسات السابقة أن ارتفاع مدى السعر يدل على ضعف سيولة السهم في سوق الأوراق المالية، ويعبر مدى السعر عن الفرق بين سعر الطلب (السعر الذي يمكن للمتعاملين في السوق الشراء به من الطرف الآخر) وسعر العرض (السعر الذي يمكن للمتعاملين في السوق البيع به إلى الطرف الآخر)، كما أن السبب في ارتفاع مدى السعر يرجع إلى مشكلة الاختيار العكسي نتيجة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين، مما يؤدي إلى انخفاض سيولة السهم في سوق الأوراق المالية.

وقد أوضحت دراسة (علي، ٢٠١٩) أن ارتفاع مدى السعر يكون نتيجة توفر معلومات خاصة بالشركة لدى مجموعة من المستثمرين دون غيرهم من باقي المستثمرين بالشركة (مشكلة عدم تماثل معلومات)، مما يمكنهم من التنبؤ بمستقبل الشركة واتخاذ قرارات رشيدة ومبنية على أسس سليمة بعكس الفئة الأخرى من المستثمرين الذين يعتمدون في قراراتهم الاستثمارية على الاحتمالات نتيجة لنقص المعلومات المتاحة لديهم مما يعرضهم للخطر، ويمكن القول بأن مدى السعر يرتبط بثلاثة أنواع من التكاليف وهي على النحو التالي (حمودة، ٢٠١٨):

- **تكلفة تشغيل الأمر:** وتمثل في التكاليف التي يتحملها صناع السوق نتيجة تسجيل وترتيب وتنظيم التعاملات التي تتم بينهم وبين كل المتعاملين في السوق.
- **تكلفة الاحتفاظ بالمخزون من الأوراق المالية:** حيث يحتفظ صناع السوق بمخزون من الأوراق المالية بهدف سد احتياجات الطلب عليها، وبدون تحقيق خسائر مالية في ظل عدم اتخاذ الراغبين في الشراء والبيع لقراراتهم في نفس الوقت، وبالتالي فإن تكلفة الاحتفاظ بمخزون الأوراق المالية يتحملها صناع السوق، كما أن العائد المطلوب للتعويض عن مخاطر صعوبة تسويق الورقة المالية قد يختلف من مستثمر لآخر طبقاً للفترة التي يتم فيها الاحتفاظ بالورقة المالية.

■ **تكلفة الاختيار العكسي:** وتتمثل في التكاليف التي يتحملها صناع السوق أو المتعاملين الآخرين نتيجة تعاملهم مع مستثمرين ذوي معلومات خاصة، ويقوم صناع السوق بزيادة مدى السعر لتجنب الخسائر الناتجة من تحقيق هؤلاء المستثمرين أرباحاً غير عادية.

#### ٢/٢/٥ حجم التداول (Trading Volume)

يعنى حجم التداول رغبة بعض المستثمرين فى بيع الأوراق المالية وكذلك رغبة المستثمرين الآخرين فى شراء الأوراق المالية، وتتوقف درجة التداول على مدى توفر المعلومات الملائمة لكل المتعاملين فى السوق، ولذلك فإن حجم التداول يعد أحد المؤشرات التى تستخدم للتعرف على مستوى عدم تماثل المعلومات وسيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية (عيفى، ٢٠١٤).

وفى ذات السياق، فقد توصلت دراسة (Karmani et al., 2012) إلى أن حجم التداول يرتبط بعلاقة سالبة مع عدم تماثل المعلومات داخل السوق، بينما يرتبط بعلاقة موجبة مع سيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية، حيث أنه كلما ارتفع مستوى عدم تماثل المعلومات داخل سوق الأوراق المالية وعدم وصول المعلومات الملائمة لكافة المتعاملين فيها، وهذا يعنى توفر معلومات خاصة بالشركة لدى مجموعة من المستثمرين مما يجعل باقى المستثمرين الآخرين يتوقفون عن التعامل على هذه الأسهم مما يؤثر سلباً على سيولتها فى السوق، ولذلك فإن مؤشر حجم التداول يعد من أهم مقاييس سيولة الأسهم.

#### ٣/٢/٥ معدل دوران السهم (Stock Turnover Rate)

يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول السهم لشركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد بهدف التعرف على نشاط هذه السهم فى سوق التداول خلال فترة زمنية معينة، ويمكن حساب هذا المؤشر من خلال قسمة عدد الأسهم المتداولة للشركة (حجم التداول) خلال فترة زمنية معينة على إجمالى عدد أسهم الشركة (Adong et al., 2020).

وينصح دائماً بشراء الأوراق المالية ذات معدلات الدوران المرتفعة مقارنة بمعدلات دوران الأوراق المالية للشركات المنافسة والتي تعمل فى نفس القطاع (عبدالمنعم، ٢٠١٨). وقد أشارت دراسة (Prommin et al., 2014) إلى وجود علاقة ارتباط موجبة بين معدل دوران السهم وسيولته فى سوق الأوراق المالية، بينما توجد علاقة ارتباط سالبة بين معدل دوران السهم وعدم تماثل المعلومات فى السوق. وقد أوضحت الدراسة أن الإفصاح عن المعلومات الملائمة له أهمية كبيرة فى جذب المستثمرين والتأثير على قراراتهم الاستثمارية فى الأوراق المالية للشركات، مما يؤدي إلى ارتفاع حجم التداول والذي بدوره يحقق سيولة لأسهم هذه الشركات فى سوق الأوراق المالية.

### ٤/٢/٥ نسبة السيولة (Liquidity Ratio)

يعتبر مقياس نسبة السيولة بمثابة مقياس عكسي لمقياس عدم السيولة، وقد تم بناء هذا المقياس على افتراض أن الأسواق المالية تتسم بالعمق والانتساع والمرونة، مما يعنى قدرة السوق على استيعاب كميات كبيرة من التعاملات دون حدوث تغير كبير فى الأسعار، ويتم حساب نسبة التداول من خلال قسمة عدد الأسهم المتداولة (حجم التداول) على التغير المطلق فى سعرها اليومى خلال نفس الفترة الزمنية، وقد اعتمدت دراسة (Prommin et al., 2014) على استخدام هذا المؤشر لقياس تأثير التباين فى المعلومات المتاحة للمستثمرين على سيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية.

### ٥/٢/٥ حجم الشركة (Firm Size)

يعتبر حجم الشركة أحد المقاييس المستخدمة لقياس سيولة الأسهم، وقد توصلت دراسة (Chen et al., 2020) إلى وجود علاقة موجبة بين حجم الشركة وسيولة الأسهم، حيث أنه كلما زاد حجم الشركة فإن المعلومات المتاحة لدى المستثمرين تكون بصورة أكبر وذلك مقارنة بالشركات الأصغر حجماً، ويرجع السبب فى ذلك إلى أن الشركات الكبرى تحظى باهتمام بالغ من جانب المستثمرين داخل السوق، وينعكس ذلك على عمليات التداول وبالتالي سيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية.

### ٣/٥ أسباب انخفاض سيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية

باستقراء الأدبيات المحاسبية التى تناولت سيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية، يمكن للباحث تحديد أهم أسباب انخفاض سيولة الأسهم فى النقاط التالية:

### ١/٣/٥ ارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين فى السوق

توصلت دراسة (حمودة، ٢٠١٨) إلى وجود علاقة سالبة بين عدم تماثل المعلومات وسيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية، ويرجع السبب فى ذلك إلى أن وجود حالة من عدم تماثل المعلومات فى سوق الأوراق المالية قد يؤدى إلى إجهام المستثمرين ذوي المعلومات الأقل عن التعامل داخل السوق خوفاً من تعرضهم لأية خسائر عند قيامهم بعمليات تداول مع المستثمرين الذين لديهم دراية كاملة بالمعلومات عن الشركات التى يتم التداول عليها، ونتيجة لانخفاض حجم الصفقات والتعاملات مما يؤثر سلباً على سيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية.

### ٢/٣/٥ ارتفاع تكلفة رأس المال

أوضحت دراسة (Mohamed et al., 2020) أن عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية تساهم في ارتفاع تكلفة التمويل التي تتحملها الشركة، ويرجع السبب في ذلك هو أن عدم تماثل المعلومات يساهم في زيادة مخاطر المعلومات التي يتحملها المستثمرون نتيجة لعدم قدرتهم على التقدير الدقيق للعوائد المستقبلية المتوقعة من استثماراتهم في الشركة لعدم وجود معلومات بالقدر الكافي عن تلك الشركة، وبالتالي فإن المستثمرين سوف يطالبون بعائد إضافي عوضاً عن تلك المخاطر نتيجة لعدم تماثل المعلومات بينهم وبين باقى الأطراف المرتبطة بالشركة، مما يؤدي إلى انخفاض سيولة الأسهم في السوق (Mohamed et al., 2020).

### ٣/٣/٥ ارتفاع تكاليف تنفيذ المعاملات في سوق الأوراق المالية

تلعب تكاليف تنفيذ التعاملات (التداول) دوراً هاماً في تحديد أسعار العروض والطلبات والهامش بينهما داخل سوق الأوراق المالية، وتنقسم تكاليف تنفيذ التعاملات إلى نوعين من التكاليف، أولهما يتمثل في التكاليف الصريحة أو المباشرة مثل عمولات السماسرة والرسوم المدفوعة للبورصة والضرائب المدفوعة للحكومة، وثانيهما يتمثل في التكاليف الضمنية أو غير المباشرة مثل تكلفة الهامش بين أسعار العروض والطلبات والتأثير على الأسعار نتيجة عمليات التداول (عبد المنعم، ٢٠١٨)، وقد توصلت إحدى الدراسات إلى أن انخفاض السيولة ووجود حالة من عدم تماثل المعلومات يدفع المستثمرين إلى الحصول على المعلومات من خلال المحللين الماليين وصناع السوق، مما ينتج عنه ارتفاع في تكلفة الصفقات وعمليات التداول داخل السوق (Chen et al., 2020).

### ٤/٣/٥ انخفاض حجم التداول

أشارت دراسة (Mohamed et al., 2020) إلى أن عدم تماثل المعلومات لدى المستثمرين يؤدي إلى تخفيض حجم التعاملات وعمليات التداول، حيث ينخفض لديهم الدافع نحو تنفيذ أوامر بيع أو شراء بكميات كبيرة لتجنب التعرض لأية خسائر، خاصة عند عمليات التبادل مع المستثمرين ذوي المعلومات الأكثر، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض عدد الأسهم التي يرغب المستثمرون في بيعها أو شرائها، مما يعنى انخفاض حجم تداول الأسهم ونقص سيولتها في السوق.

### ٤/٥ محددات سيولة الأسهم في سوق الأوراق المالية

باستقراء الأدبيات المحاسبية فإنه يمكن للباحث توضيح أهم العوامل المؤثرة في سيولة الأسهم في النقاط التالية:



#### ١/٤/٥ حوكمة الشركات

توصلت دراسة (Karmani and Ajina, 2012) إلى أن حوكمة الشركات تعمل على تخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين مما يؤثر على سيولة الأسهم داخل السوق، ويرجع السبب في ذلك إلى النقاط التالية:

- أ- تساهم حوكمة الشركات في تحسين جودة الإفصاح بالتقارير المالية وبالتالي إتاحة معلومات ملائمة لكافة المستثمرين.
- ب- تساهم حوكمة الشركات في تخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات وتمكين المستثمرين من الحصول على المعلومات الملائمة، وذلك بما لديها من قدرة على تخفيض تكاليف الوكالة وتعارض المصالح بين الملاك وإدارة الشركة، مما يؤثر على سيولة الأسهم في السوق.
- ج- تساهم حوكمة الشركات في تحسين أداء السهم مما يولد الثقة لدى المستثمرين الحاليين والمرقبين تجاه أسهم الشركة.

#### ٢/٤/٥ الإفصاح المحاسبي بالتقارير المالية

أشارت دراسة (Alves et al., 2015) إلى أن المعلومات تلعب دوراً هاماً في التأثير على قرارات المستثمرين، وبالتالي فإن زيادة درجة الإفصاح المحاسبي بالتقارير المالية للشركة وإتاحة المعلومات الملائمة لكافة المستثمرين يؤدي إلى تخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات بينهم، وبالتالي انخفاض مدى السعر وزيادة عدد الصفقات وعمليات التبادل، مما ينعكس بالإيجاب على سيولة أسهم الشركة في سوق الأوراق المالية.

#### ٣/٤/٥ جودة الأرباح المحاسبية

أوضحت دراسة (Sayari and Omri, 2017) أن جودة الأرباح المحاسبية بالتقارير المالية تؤثر على سيولة الأسهم في سوق الأوراق المالية، حيث أن انخفاض جودة الربح المحاسبي يؤدي إلى اختلاف الأرباح المعلنة عن الأرباح الاقتصادية للشركة، ومن ثم فإن الإدارة يصبح لديها معلومات عن الوضع الإقتصادي الحقيقي للشركة، في حين لا تتاح تلك المعلومات للمستثمرين مما يعني زيادة درجة عدم التماثل المعلوماتي وانخفاض سيولة أسهم الشركة في السوق.

#### ٤/٤/٥ أداء الشركة

يؤثر الأداء الخاص بالشركة على قرارات المستثمرين عند اتخاذ قرار الاستثمار في أسهمها المتداولة في سوق الأوراق المالية، ولذلك فإنه يعتبر أحد المحددات الهامة لسيولة الأسهم داخل السوق (Singh, 2017)، ويمكن للباحث توضيح علاقة بعض مؤشرات الأداء بسيولة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية وذلك على النحو التالي:

#### أ- معدل العائد على الأصول

يعتبر من أهم مؤشرات تقييم الأداء وذلك لأنه محصله جميع بنود قائمة المركز المالي وقائمة الدخل، كما أنه يساهم في التعرف على الأداء الكلى للشركة، حيث يعبر عن مدى فاعلية وكفاءة إدارة الشركة في استخدام الأصول المستثمرة، ومن ثم توليد الأرباح للمساهمين الذين يهتمون بصفة أساسية بالعائد على المال المستثمر والمخاطر الناجمة عن تلك الاستثمارات، كما يفيد المستثمرين المرتقبين في ترشيد قراراتهم الاستثمارية الخاصة بشراء أسهم الشركة، وبالتالي فإنه توجد علاقة موجبة بين معدل العائد على الأصول وسيولة الأسهم في سوق الأوراق المالية (Victor et al., 2020).

#### ب- معدل العائد على حقوق الملكية

يعبر معدل العائد على حقوق الملكية عن كفاءة الإدارة في توجيه استثمارات الشركة بهدف تحقيق أكبر قدر ممكن من العوائد والأرباح، وقد توصلت دراسة (Mohamed et al., 2020) إلى وجود علاقة موجبة بين معدل العائد على حقوق الملكية وسيولة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية، حيث أن المستثمرين الحاليين والمرتقبين يبحثون عن فرص استثمارية بالشركات التي يرتفع فيها معدل العائد على حقوق الملكية، وبالتالي زيادة حجم الصفقات وعمليات التداول على أسهم الشركة، مما ينعكس على سيولة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية.

#### ج- ربحية السهم

يعتبر مؤشر ربحية السهم من أكثر المقاييس انتشاراً لتقييم أداء الشركات من قبل المستثمرين الحاليين والمرتقبين، وقد أشارت دراسة (Andong et al., 2020) إلى أن المستثمرين يفضلون الأسهم ذات معدلات الربحية المرتفعة تجنباً للمخاطر الناجمة عن نقص المعلومات وعدم إتاحتها بشكل ملائم فضلاً على أن هذا المؤشر يعد دليلاً على كفاءة الإدارة وقوة المركز المالي للشركة المصدر للورقة المالية، وينعكس ذلك على ارتفاع معدل دوران أسهم الشركات ذات معدلات الربحية المرتفعة، مما يساهم في تدنية التقلبات السعرية للعمليات المبرمة على أسهم تلك الشركات، وبالتالي فإن هناك علاقة موجبة بين ربحية السهم والسيولة في سوق الأوراق المالية.

## ٥/٤/٥ درجة الرافعة المالية

تعتبر درجة الرافعة المالية أحد المتغيرات الهامة التي يمكن أن تؤثر على الوضع المالي للشركة، حيث أنه كلما ارتفعت درجة الرفع المالي فإن هذا يشير إلى أن الأصول غير قادرة على تحقيق عائد يغطي تكلفة فوائد القروض أو التوزيعات المستحقة لحاملي الأسهم الممتازة، وقد أشارت دراسة (Chen et al., 2020) إلى أن المستثمرين يفضلون أسهم الشركات التي تتسم هيكلها التمويلية بارتفاع نسبة القروض إلى حقوق الملكية نتيجة لزيادة صافي الدخل المتاح لحاملي الأسهم العادية، وينعكس ذلك على ارتفاع معدل دوران أسهم تلك الشركات، مما يساهم في تدنية التقلبات السعرية للصفقات المبرمة عليها، وبالتالي فإن هناك علاقة موجبة بين درجة الرافعة المالية وسيولة الأسهم في سوق الأوراق المالية.

وبناءً على ما تقدم، فإن الباحث يخلص إلى وجود تأثير إيجابي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على كل من سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم، حيث أن المديرين ذوي القدرات الإدارية العالية تكون لديهم معرفة أفضل بشركاتهم مقارنةً بنظرانهم من المديرين الأقل قدرة، كما أنهم يساهمون في تخفيض تكاليف الوكالة الناتجة عن عدم تماثل المعلومات بين المساهمين وإدارة الشركة، من خلال تحسين المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية وتحديد السياسات المالية المتبعة بالشركة ومن بينها سياسة التوزيعات النقدية، حيث أن وجود سياسة محددة وواضحة لتوزيعات الأرباح يعتبر عنصراً رئيسياً في التخطيط الاستراتيجي لمستقبل لشركة، مما ينعكس بالإيجاب على عملية تداول الأسهم وسيولتها في سوق الأوراق المالية.

## ٦- منهجية البحث وبناء النماذج التطبيقية

تستهدف الدراسة التطبيقية تدعيم الجانب النظري من خلال اختبار الفروض البحثية عملياً على عينة من الشركات المصرية غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وفي سبيل تحقيق هذا الهدف ينبغي توافر مجموعة من العناصر والمحددات تمثل في مجملها مقومات الدراسة التطبيقية وهي على النحو التالي:

## ١/٦ هدف الدراسة التطبيقية

يتمثل الهدف العام للدراسة التطبيقية هو قياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم ويتم ذلك من خلال التطبيق على عينة من الشركات المصرية غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام (٢٠١٦) وحتى عام (٢٠١٨)، وقد اعتمد الباحث على أسلوب تحليل المحتوى content analysis الذي يعتمد على فحص وتحليل محتوى التقارير المالية والإيضاحات المتممة لها خلال الفترة الزمنية والتي تمثل نطاق الدراسة، سواء كان ذلك من خلال التقارير المالية السنوية المنشورة، أو من خلال المعلومات المتوفرة بموقع البورصة المصرية عن الشركات المقيدة بها، أو المعلومات المتوفرة على الموقع الإلكتروني للشركة.

وجدير بالذكر أنه تم الاعتماد على هذه المنهجية وذلك قياساً على منهجية بعض الدراسات السابقة ذات الصلة (Muhammad N. & Shahzad K., 2020، حسين، ٢٠٢٠، على، ٢٠١٩، مليجي، ٢٠١٩)

## ٢/٦ مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المساهمة غير المالية المقيدة والمتداول أسهمها في البورصة المصرية خلال نطاق فترة الدراسة والتي تمتد لخمس سنوات متتالية تبدأ من عام (٢٠١٦) وحتى عام (٢٠١٨)، وقد بلغ عدد هذه الشركات (١٤٢) شركة حتى نهاية عام (٢٠١٨) وموزعة على خمسة عشر قطاعاً، ولقد قام الباحث بانتقاء مفردات عينة الدراسة من خلال الاعتماد على أسلوب العينة الحكمية، على أن تتوافر للشركة التي يتم اختيارها وبصفة منتظمة خلال نطاق الفترة الزمنية للدراسة كافة البيانات الفعلية اللازمة لقياس متغيرات النماذج الكمية للدراسة، وقد حدد الباحث عدداً من الشروط التي ينبغي توافرها في الشركات التي تدخل ضمن عينة الدراسة وهي:

- أن تكون التقارير المالية لشركات العينة متوفرة ومنتظمة خلال الفترة الزمنية للدراسة.
- أن تكون شركات العينة من الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من عام (٢٠١٦) وحتى عام (٢٠١٨)، ويجري عليها تعامل نشط بما يخدم أهداف الدراسة.
- ألا تكون شركات العينة قد تعرضت للشطب أو الاندماج أو التوقف خلال فترة الدراسة.
- أن يكون قد مضى على قيد الشركة بالبورصة أكثر من خمس سنوات.
- أن تقوم الشركة بنشر تقاريرها المالية بالجنيه المصري.

في ضوء المعايير السابقة، فقد تم اختيار عينة البحث من عدة قطاعات اقتصادية مختلفة تتكون من (119) شركة بما يعادل ما نسبته (83.80%) من إجمالي عدد الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية (142) وذلك خلال الفترة المالية من عام (2016) وحتى عام (2018)، ويوضح الجدول التالي مجتمع الدراسة وإجراءات اختيار عينة الدراسة:

جدول رقم (1)

الشركات التي تمثل عينة الدراسة والقطاعات التي تنتمي إليها

م	القطاع	مجتمع الدراسة	الشركات المستثناة	عينة الدراسة	النسبة المئوية
1	العقارات	27	2	25	21.01%
2	الأغذية والمشروبات	24	5	19	15.97%
3	المنتجات المنزلية	9	1	8	6.72%
4	الكيمويات	8	2	6	5.04%
5	التشييد ومواد البناء	18	3	15	12.61%
6	السياحة والترفيه	12	3	9	7.56%
7	الرعاية الصحية	9	1	8	6.72%
8	الاتصالات	3	0	3	2.52%
9	الموارد الأساسية	9	2	7	5.88%
10	الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات	12	3	9	7.56%
11	الموزعون وتجارة التجزئة	5	1	4	3.37%
12	الغاز والبتروك	2	0	2	1.68%
13	تكنولوجيا المعلومات	2	0	2	1.68%
14	المرافق	1	0	1	0.84%
15	الإعلام	1	0	1	0.84%
	إجمالي عدد الشركات	142	23	119	100%
	إجمالي عدد المشاهدات	426	69	357	100%

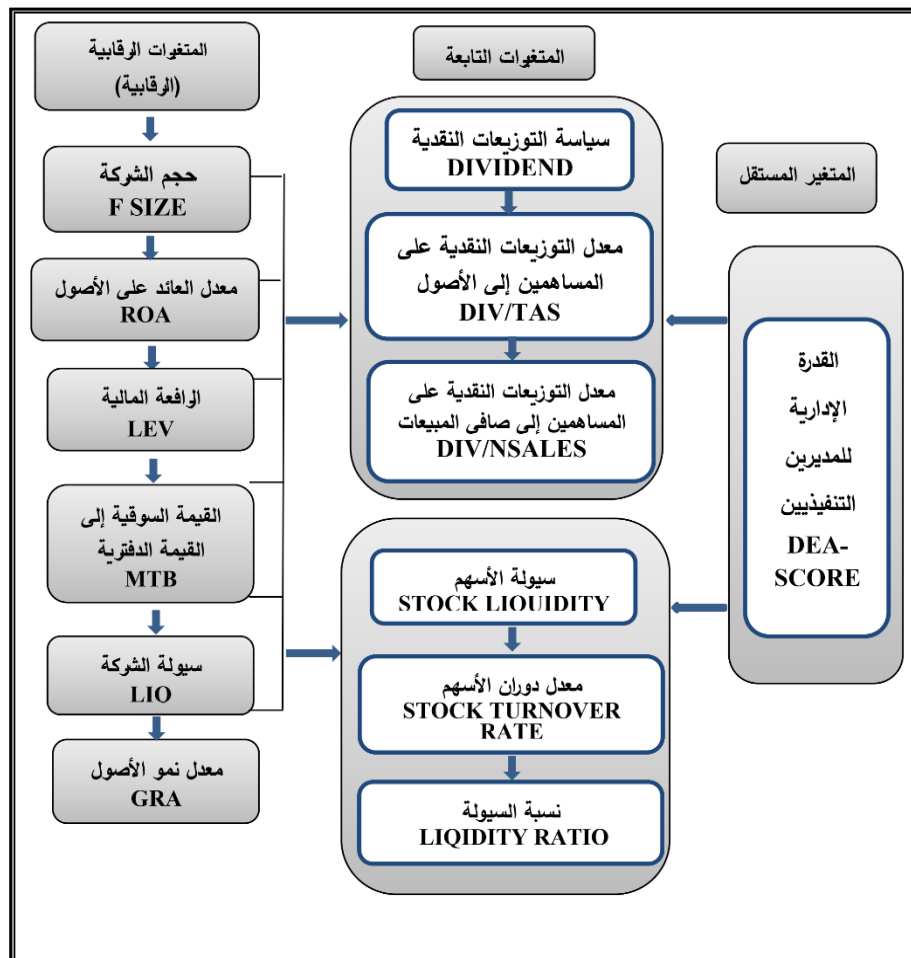
### ٣/٦ أسلوب ومصادر الحصول على البيانات

اعتمد الباحث في جمع البيانات الخاصة بالدراسة التطبيقية على استخدام أسلوب تحليل المحتوى (Content Analysis) للتقارير المالية المنشورة لشركات العينة محل التطبيق خلال الفترة الزمنية بداية من عام (2016) وحتى عام (2018)، وقد تمكن الباحث من الحصول على البيانات والتقارير المالية من خلال المصادر التالية:

- موقع البورصة المصرية [www.egx.com.eg](http://www.egx.com.eg)
- موقع شركة مصر لنشر المعلومات [www.egidegypt.com](http://www.egidegypt.com)
- موقع معلومات مباشر مصر [www.mubasher.info/countries/eg](http://www.mubasher.info/countries/eg)
- موقع أرقام [www.Argamm.com](http://www.Argamm.com)
- المواقع الإلكترونية لشركات العينة على شبكة الانترنت.

### ٤/٦ توصيف وقياس متغيرات الدراسة

في ضوء ما تم استعراضه بمشكلة الدراسة وأهدافها وفروضها، قام الباحث بتطوير وصياغة أربع نماذج كمية لقياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين (كمتغير مستقل) على كل من سياسة التوزيعات النقدية (المتغير التابع الأول) وسيولة الأسهم (المتغير التابع الثاني)، بالإضافة إلى وجود بعض المتغيرات الرقابية (الحاكمة) والتي من شأنها ضبط العلاقة فيما بين المتغير المستقل والمتغيرين التابعين، كما يظهر بالشكل التالي:



شكل رقم (١)

المصدر: من إعداد الباحث

ويمكن للباحث تناول مكونات الشكل السابق بشئ من التوضيح كما يلي:

أولاً: المتغير المستقل

وفقاً لفروض الدراسة وأهدافها، فإن المتغير المستقل يتمثل في درجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، وقد اعتمدت الأدبيات المحاسبية والتمويلية السابقة (حسين، ٢٠٢٠، Park & Song, 2019, Adut, 2019، مليجي، ٢٠١٩، Hessian, 2018، Akbari et al., 2018، ابراهيم

(٢٠١٧) على ثلاث طرق يمكن من خلالها قياس القدرة الإدارية، ويمكن للباحث تناولها بشئ من التوضيح كما يلي:

**الطريقة الأولى:** وتعتمد هذه الطريقة على قياس القدرة الإدارية من خلال معدل العائد على الأصول المعدل بالصناعة لمدة ثلاث سنوات لمدير معين لكل شركة ولكل سنة (Rajgopal et al., 2016)، وقد أوضحت دراسة (ابراهيم، ٢٠١٧) أن تلك الطريقة غالباً ما تعطي نتائج غير دقيقة، ويرجع السبب في ذلك إلى أنها تعكس بعض العوامل التي تخرج عن نطاق سيطرة وتحكم الإدارة مثل حجم الشركة.

**الطريقة الثانية:** قامت دراسة (Millbourn, 2003) بقياس القدرة الإدارية من خلال الاستشهاد بوسائل الإعلام على أداء المديرين التنفيذيين والمهوبين إدارياً في إدارة شركاتهم، حيث يعتمد على عدد المقالات (مثل جريدة Business Week، والجراند الأسبوعية التي تصدرها بورصة Wall- Street) التي تشيد بأداء المدير التنفيذي في إدارته للشركة في وسائل الإعلام وذلك خلال فترة الخمس سنوات السابقة (مليجي، ٢٠١٩).

**الطريقة الثالثة:** وتعتمد هذه الطريقة على قياس القدرة الإدارية من خلال مؤشر (MA- Score) Managerial Ability Score الذي قدمته دراسة (Demerjian et al., 2012)، ومن أبرز ما يميز هذا المقياس هو إمكانية قياسه لكل مدير شركة على حده، وقياسه مباشرة من الأداء الفعلي للشركة، يضاف إلى ذلك قدرة هذا المقياس على عزل تأثير العنصر الإداري عن أداء الشركة، مع مراعاة التوافق مع هدف الشركة من حيث ربط قدرة المديرين التنفيذيين بتعظيم أرباح الشركة، ويستند هذا المقياس في قياس كفاءة المديرين التنفيذيين على تحويل موارد الشركة المتاحة إلى إيرادات (كفاءة استخدام الموارد).

وتتأسس منهجية مؤشر القدرة الإدارية (MA- Score) في قياسها لدرجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين من خلال مرحلتين هما (Akbari et al., 2018، ابراهيم، ٢٠١٧):

**المرحلة الأولى: تقدير الكفاءة الكلية للشركة من خلال استخدام نموذج تحليل مغلف البيانات (DNAM)**

تقدر الكفاءة الكلية للشركة على مستوى كل صناعة من خلال استخدام أسلوب تحليل مغلف البيانات (DEA- Score) Data Envelopment Analysis وفقاً للصيغة التالية (Demerjian et al., 2012):

$$\text{Max}_v \theta = \text{SALES} / (v_1 \text{COGS} + v_2 \text{SGA} + v_3 \text{PPE} + v_4 \text{INTAN})$$

**حيث أن:**

- SALES: تمثل المخرجات وهي عبارة عن مبيعات السنة t.
- COGS: تمثل أحد المدخلات وهي عبارة عن تكلفة المبيعات للسنة t.



- SGA: تمثل أحد المدخلات وهي عبارة عن المصروفات البيعية والإدارية للسنة t.
- PPE: تمثل أحد المدخلات وهي عبارة عن صافي الأصول والممتلكات والمعدات للسنة t.
- INTAN: تمثل أحد المدخلات وهي عبارة عن الأصول غير الملوثة للسنة t.

وتتراوح درجة الكفاءة الكلية وفقاً لأسلوب تحليل مغلف البيانات Data Envelopment Analysis (DEA- Score) ما بين الصفر والواحد الصحيح، بحيث يشير حصول الشركة على القيمة (1) إلى وجود كفاءة كلية مرتفعة للشركة، وهو كما يعنى قدرة الشركة على تحقيق أقصى استفادة ممكنة من مواردها المتاحة مقارنة بنظيراتها من الشركات في نفس قطاع الصناعة، وعلى الجانب الآخر فإن حصول الشركة على قيمة أقل من (1) يشير إلى وجود كفاءة كلية منخفضة للشركة، مما يعنى عدم قدرة الشركة على تحقيق الاستخدام الأمثل لمواردها المتاحة، الأمر الذي يستدعى ضرورة اتخاذ الشركة لمجموعة من الإجراءات التصحيحية، إما من خلال العمل على زيادة مخرجاتها أو تخفيض مدخلاتها.

#### المرحلة الثانية: تعديل درجة الكفاءة الكلية للشركة

تعتبر درجة الكفاءة الكلية للشركة المقاسة في المرحلة الأولى عن كفاءة الإدارة والشركة معاً، لذلك يجب تعديلها من خلال استبعاد تأثير بعض خصائص الشركة المؤثرة على درجة الكفاءة الكلية للشركة مثل: التدفقات النقدية الحرة الموجبة، وحجم الشركة، والنصيب السوقى لها، كما يجب استبعاد العوامل التى تعوق المجهودات الإدارية مثل: تعدد العمليات التجارية الدولية، وتعدد قطاعات الشركة.

فى ضوء ما تقدم، فإنه يتم قياس درجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين عن طريق استخدام نموذج انحدار Tobit Regression، وفقاً لمعادلة الانحدار التالية (Demerjian et al., 2012):

$$\text{Firm Efficiency}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \log(\text{Total Assets})_{i,t} + \beta_2 (\text{Market Share})_{i,t} + \beta_3 (\text{Positive Free Cash Flow Dummy})_{i,t} + \beta_4 \log(\text{Age})_{i,t} + \beta_5 (\text{Foreign Currency Dummy})_{i,t} + \text{Industry Dummy} + \text{Year Dummy} + \epsilon_{i,t}$$

حيث أن:

- Firm Efficiency: تعبر عن الكفاءة الكلية المقدره من المعادلة الأولى من المعادلة الأولى باستخدام أسلوب Data Envelopment Analysis (DEA- Score).

- $\log (Total Assets)$ : اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية السنة  $t$ .
- $Market Share$ : النصيب السوقى للشركة، وهو عبارة عن نسبة مبيعات الشركة إلى إجمالي مبيعات الصناعة في السنة  $t$ .
- $Positive Free Cash Flow$ : التدفقات النقدية الحرة الموجبة، وهو متغير وهمى ( $Dummy$ ) يأخذ القيمة (1) في حالة ما إذا كانت الشركة قد حققت أرباحاً من عملاتها الأجنبية ويأخذ القيمة (0) بخلاف ذلك.
- $Log (Age)$ : اللوغاريتم الطبيعي لعمر الشركة، وهو عبارة عن عدد سنوات قيد الشركة في البورصة حتى السنة  $t$ .
- $Foreign Currency Dummy$ : مؤشر للعملة الأجنبية، وهو متغير وهمى ( $Dummy$ ) يأخذ القيمة (1) في حالة ما إذا كانت الشركة قد حققت أرباحاً موجبة عند تسوية أو ترجمة العملات الأجنبية في السنة  $t$ .
- $Industry Dummy$ : متغير وهمى ويعبر عن نوع الصناعة التي تنتمي إليها الشركة.
- $Year Dummy$ : متغير وهمى للسنة  $t$ .
- $\beta_0$ : الحد الثابت في معادلة الانحدار.
- $\beta_1: \beta_5$ : معالم الانحار المقدرة في معادلة الانحدار.
- $\epsilon_{i,t}$ : خطأ التقدير العشوائى (البواقي) الناتج من معادلة الانحدار.

وفى ذات السياق، فإن البواقي Residual (عبارة عن النسبة غير المفسرة من النموذج) من معادلة الانحدار تنسب إلى الإدارة، وبالتالي فإن البواقي من معادلة Tobit تمثل درجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، يضاف إلى ما سبق أن الإعتماد على استخدام نموذج انحدار Tobit يرجع إلى ما يتميز به من إيجابية عند تقدير المعادلات التي يكون فيها المتغير التابع محدوداً بمدى معين، حيث أن كفاءة الشركة Firm Efficiency (المتغير التابع) تقع بين (1:0) وبالتالي فهي تعتبر متغير محدود.

#### ثانياً: المتغيرين التابعين

##### ١- سياسة التوزيعات النقدية

وفقاً لفروض وأهداف الدراسة الحالية فإن سياسة التوزيعات النقدية تعتبر متغيراً تابعاً، وتماشياً مع الأدبيات المحاسبية التي تناولت كيفية قياس سياسة التوزيعات النقدية التي تتبعها الشركة فإنه يمكن الاعتماد على ثلاث مقاييس (Truong- Muhammad N. & Shahzadk K., 2020)

Ni & Zhang, 2019, Choi et al., ٢٠٢٠، حسين، ٢٠٢٠، مليجي، Giang, 2020  
2019، قرابيل، ٢٠١٨، الصاوي، ٢٠١٦، Jiraporn, 2015، عفيفي، ٢٠١٤) وهم كما يلي:

أ- **المقياس الأول:** يتم تحليل قرار دفع أو عدم دفع توزيعات نقدية خلال العام، حيث يتم تحليل أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على قرار الشركة بدفع توزيعات نقدية على حملة السهم من عدمه، وذلك من خلال استخدام تحليل الانحدار الثنائي ( Binary Logit Regression Model)، بحيث يتكون المتغير التابع من متغير وهمي (Dummy Variable) يأخذ القيمة (1) وذلك بالنسبة للشركات التي تقوم بدفع توزيعات نقدية خلال السنة، ويأخذ القيمة (0) بخلاف ذلك وهنا يرمز له (PAY).

ب- **المقياس الثاني:** ويوضح هذا المقياس المبلغ الذي تنفقه الشركة سنوياً في التوزيعات النقدية على حملة الأسهم وذلك نسبة إلى القيمة الدفترية لإجمالي أصولها، وفقاً للمعادلة التالية (Choi et al., 2019، محمد، ٢٠١٧):

$$DIV/TAS_{i,t} = \text{Cash Dividends}_{i,t} / \text{Total Assets}_{i,t}$$

حيث أن:

- $DIV/TAS_{i,t}$  : نسبة التوزيعات النقدية على المساهمين إلى إجمالي أصول الشركة.
  - $\text{Cash Dividends}_{i,t}$  : التوزيعات النقدية على المساهمين للشركة  $i$  في نهاية الفترة  $t$ .
  - $\text{Total Assets}_{i,t}$  : القيمة الدفترية لإجمالي أصول الشركة  $i$  في نهاية الفترة  $t$ .
- ج- **المقياس الثالث:** ويوضح هذا المقياس المبلغ الذي تنفقه الشركة سنوياً في التوزيعات النقدية على حملة الأسهم وذلك نسبة إلى صافي مبيعات الشركة، وفقاً للمعادلة التالية ( مليجي، ٢٠٢٠، Choi et al., 2019، Ni & Zhang, 2019):

$$DIV/NSALES_{i,t} = \text{Cash Dividends}_{i,t} / \text{Net Sales}_{i,t}$$

حيث أن:

- $DIV/NSALES_{i,t}$  : نسبة التوزيعات النقدية على المساهمين إلى صافي مبيعات الشركة.
- $\text{Cash Dividends}_{i,t}$  : التوزيعات النقدية على المساهمين للشركة  $i$  في نهاية الفترة  $t$ .
- $\text{Total Assets}_{i,t}$  : صافي مبيعات الشركة  $i$  في نهاية الفترة  $t$ .

وقد أكدت الدراسات السابقة التي اعتمدت على المقاييس السابقة، على أنه لا ينبغي الاعتماد على نسب التوزيعات النقدية إلى مقاييس الربح أو التدفقات النقدية، حيث أن هذه النسب قد تكون متقلبة من عام لآخر بسبب عدم استقرار مدفوعات التوزيعات النقدية، وبالتالي فإن النتائج قد تكون متحيزة Bias The Results، كما أنها تكون عرضة للتلاعب بسهولة من خلال استخدام الحيل المحاسبية المختلفة Accounting Tricks، يضاف إلى ذلك فإنه وعلى الرغم من أن استخدام نسبة التوزيعات النقدية إلى سعر السهم السوقي في البورصة تتضمن إدراكات السوق إلا أنها قد ترتبط بمشكلات في التسعير عند انخفاض أسعار الأسهم المتداولة بسوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى المشكلات المتعلقة برسملة السوق Market Capitalization.

## ٢- سيولة الأسهم:

تناولت الأدبيات المحاسبية طريقتين يمكن من خلالها قياس سيولة الأسهم للشركة المقيدة بسوق الأوراق المالية (Ebrahim et al., 2020)، على، ٢٠١٩، فتحى، ٢٠١٩، حمودة، ٢٠١٨، Karmani et al., 2012, Prommin et al., 2014, Alsharif, Ajina & Habib, 2017، Chen et al., 2020، et al., 2015, Kaur, 2016)، ويمكن للباحث تناولها بشئ من التوضيح كما يلي:

### الطريقة الأولى: معدل دوران السهم (Stock Turnover Rate)

وتعتمد هذه الطريقة على قياس سيولة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية من خلال استخدام معدل دوران السهم، ويعبر عنه بنسبة حجم تداول الأسهم إلى إجمالي عدد الأسهم لكل شركة على حدة، ويتضح ذلك بالمعادلة التالية:

$$TURN_{i,t} = TVOL_{i,t} / Ni,t$$

حيث أن:

- $TURN_{i,t}$  : معدل دوران الأسهم للشركة  $i$  في الفترة  $t$ .
- $TVOL_{i,t}$  : عدد الأسهم المتداولة للشركة  $i$  في الفترة  $t$ .
- $Ni,t$  : إجمالي عدد الأسهم القائمة للشركة  $i$  في الفترة  $t$ .

وقد تم الاعتماد على معدل دوران الأسهم (Stock Turnover Rate) كمقياس لسيولة أسهم الشركة المتداولة بالسوق، حيث أنه يرتبط طردياً مع حجم تداول الأسهم، مما يعنى أن ارتفاع معدل دوران الأسهم المتداولة بالسوق يشير إلى ارتفاع مستوى سيولة السوق، مع امراعاة أنه من المحتمل تأثر حجم تداول الأسهم ببيئة معلومات الشركة، وكذلك سيولة الأسهم المتداولة فى سوق الأوراق المالية (Prommin et al., 2014).

#### الطريقة الثانية: نسبة السيولة (Liquidity Ratio)

وتعتمد هذه الطريقة على قياس سيولة الأسهم من خلال استخدام نسبة السيولة، وقد أطلقت عليه بعض الأدبيات المحاسبية التى اهتمت بقياس سيولة الأسهم مقياس أميفيست لقياس السيولة (Amivest Measure of Liquidity)، ويعبر عنها بنسبة متوسط إجمالي حجم تداول الأسهم اليومي إلى إجمالي القيمة المطلقة لمجموع عوائد الأسهم اليومية خلال نفس الفترة الزمنية لكل شركة على حدة، ويتضح ذلك بالمعادلة التالية:

$$LIQRATIO_{i,t} = \frac{1}{Di,t} + \frac{\Sigma VOL_{i,t}}{\Sigma |Ri,t|}$$

حيث أن:

- $LIQRATIO_{i,t}$  : عبارة عن نسبة السيولة للشركة  $i$  فى الفترة  $t$ .
- $Di,t$  : عدد أيام التداول للشركة  $i$  فى الفترة  $t$ .
- $\Sigma VOL_{i,t}$  : إجمالي عدد الأسهم المتداولة للشركة  $i$  فى الفترة  $t$ .
- $\Sigma |Ri,t|$  : القيمة المطلقة لإجمالي عوائد الأسهم للشركة  $i$  فى الفترة  $t$ .

وقد تم الاعتماد على مقياس أميفيست (Amivest Measure of Liquidity) لقياس تأثير التباين فى المعلومات على السيولة فى السوق، حيث أن نسبة السيولة (Liquidity Ratio) ترتبط طردياً مع حجم تداول الأسهم، مما يعنى أن ارتفاع حجم التداول بالسوق يشير إلى ارتفاع مستوى سيولة الأسهم بسوق الأوراق المالية (حمودة، ٢٠١٨).

#### ثالثاً: المتغيرات الحاكمة المرتبطة بمتغيرات الدراسة

تهدف الدراسة الحالية إلى قياس تأثير درجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين بالشركات (كمتغير مستقل) على كل من سياسة التوزيعات النقدية، وسيولة الأسهم (كمتغيرين تابعين)،

ولأغراض التحكم وضبط تأثير بعض المتغيرات الحاكمة الأخرى على تلك العلاقات التأثيرية، فقد تم تضمين النماذج الكمية المقترحة بالدراسة الحالية ببعض من تلك المتغيرات، علماً بأنها لا تدخل ضمن مجال أو نطاق الدراسة الحالية، وهو ما اصطلح على تسميتها في الدراسات الأكاديمية بالمتغيرات الرقابية، ويمكن توضيح أهم هذه المتغيرات الرقابية وكيفية حساب قيمتها من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (2)

متغيرات الدراسة وكيفية القياس والعلاقات المتوقعة

الدراسات السابقة	العلاقات المتوقعة	طريقة القياس	الرمز	المتغيرات
حسين، ٢٠٢٠، Park & Song, 2019, Chowdhury & Rahman, 2019	موجبة	اللوغاريتم الطبيعي للقيمة الدفترية لإجمالي أصول الشركة في نهاية السنة.	F SIZE	حجم الشركة
Park & Song, 2019, Ming, 2019, على، ٢٠١٨،	موجبة	صافي الدخل قبل البنود غير العادية إلى إجمالي القيمة الدفترية لأصول الشركة في نهاية السنة.	ROA	معدل العائد على الأصول
حسين، ٢٠٢٠، Ming, 2019.	سالبة	(القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في نهاية السنة مطروحاً منها القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في بداية السنة) إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في بداية السنة.	GRA	معدل نمو الأصول
Park & Song, Guan et, 2019 al., 2018، عمار، ٢٠١٧.	سالبة	القيمة الدفترية لإجمالي الالتزامات في نهاية السنة إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في نهاية السنة.	LEV	الرافعة المالية
حسين، ٢٠٢٠، على، ٢٠١٨، Labhane &	موجبة	القيمة الدفترية لإجمالي الأصول المتداولة في نهاية السنة إلى القيمة الدفترية لإجمالي	LIQ	سيولة الشركة

Mahakud, 2016.		الالتزامات فى نهاية السنة.		
مليجي، ٢٠١٩، حمودة، ٢٠١٨، Dang et al., 2018.	موجبة	سعر الإقبال لسهم الشركة على قيمة الدفترية فى نهاية السنة المالية	MTB	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية

#### ٥/٦ صياغة النماذج الإحصائية اللازمة لاختبار فروض الدراسة

فى ضوء الشكل السابق رقم (1) الذي يوضح العلاقة بين المتغير المستقل والمتغيرين التابعين لمشكلة الدراسة فى ضوء وجود عدد من المتغيرات الرقابية (الحاكمة)، وبناءً على ما تم عرضه بمشكلة الدراسة، وأهدافها، وفروضها، والأدبيات المحاسبية السابقة، فإنه يمكن صياغة نماذج الدراسة التطبيقية فى شكل نماذج انحدار بغرض اختبار هذه الفروض، وذلك على النحو التالى:

#### النموذج الأول

أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية

$$(DIVIDEND)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (DEAScore)_{i,t} + \beta_2 (ROA)_{i,t} + \beta_3 (LEV)_{i,t} + \beta_4 (GRA)_{i,t} + \beta_5 (LIQ)_{i,t} + \beta_6 (MTB)_{i,t} + \beta_7 (F SIZE)_{i,t} + \epsilon_{it}$$

#### النموذج الثانى

أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سيولة الأسهم

$$(SL)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (DEAScore)_{i,t} + \beta_2 (ROA)_{i,t} + \beta_3 (LEV)_{i,t} + \beta_4 (GRA)_{i,t} + \beta_5 (LIQ)_{i,t} + \beta_6 (MTB)_{i,t} + \beta_7 (F SIZE)_{i,t} + \epsilon_{it}$$

#### النموذج الثالث

أثر سياسة التوزيعات النقدية على سيولة الأسهم

$$(SL)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (DIV/TAS)_{i,t} + \beta_2 (DIV/NSALES)_{i,t} + \beta_3 (ROA)_{i,t} + \beta_4 (LEV)_{i,t} + \beta_5 (GRA)_{i,t} + \beta_6 (LIQ)_{i,t} + \beta_7 (MTB)_{i,t} + \beta_8 (F SIZE)_{i,t} + \epsilon_{it}$$

#### النموذج الرابع

العلاقة التفاعلية بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وسياسة التوزيعات النقدية وأثرها على سيولة الأسهم

$$(SL)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(DIV/TAS)_{i,t} + \beta_2(DIV/NSALES)_{i,t} + \beta_3(DEA-SCORE * DIV/TAS)_{i,t} + \beta_4(DEA-SCORE * DIV/NSALES)_{i,t} + \beta_5(ROA)_{i,t} + \beta_6(LEV)_{i,t} + \beta_7(GRA)_{i,t} + \beta_8(LIQ)_{i,t} + \beta_9(MTB)_{i,t} + \beta_{10}(F SIZE)_{i,t} + \epsilon_{it}$$

ويمكن توضيح مدلول الرموز السابقة التي وردت بال نماذج من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (3)

سيولة الأسهم	<i>STOCK LIQUIDITY (SL)</i>	القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين	<i>DEA SCORE</i>
سياسة التوزيعات النقدية	<i>DIVIDEND</i>	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية	<i>MTB</i>
معدل نمو الأصول	<i>GRA</i>	حجم الشركة	<i>F SIZE</i>
معدل العائد على الأصول	<i>ROA</i>	السيولة	<i>LIQ</i>
نسبة التوزيعات النقدية على المساهمين إلى صافي المبيعات	<i>DIV/NSALES</i>	نسبة التوزيعات النقدية على المساهمين إلى إجمالي الأصول	<i>DIV/TAS</i>
معدل الرافعة المالية	<i>LEV</i>	قيمة الثابت في معادلة الانحدار	$\beta_0$
بند الخطأ العشوائي	<i>ε<sub>it</sub></i>	معاملات الانحدار لمتغيرات الرقابة	$\beta_1: \beta_8$
متغير تفاعلي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وسياسة التوزيعات النقدية		<i>DEAScore * DEA-SCORE * DIV/TAS</i>	
		<i>DEAScore * DEA-SCORE * DIV/NSALES</i>	



٧- تحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفروض البحثية

١/٧ اختبارات صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي

١/١/٧ اختبار التوزيع الطبيعي (Normal Distribution Test)

سيعتمد الباحث على اختبار (Kolmogorov-Smirnov) ضمن حزمة البرنامج الإحصائي (SPSS)، واختبار (Jarque-Bera) ضمن برنامج (E-Views)، بغرض التحقق من مدى اقتراب بيانات متغيرات الدراسة الكمية المتصلة المتمثلة في سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم (المتغيرين التابعين)، ومعدل العائد على الأصول، ومعدل الرافعة المالية، وحجم الشركة، ونسبة السيولة، ومعدل نمو الأصول، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، للتوزيع الطبيعي، وتكون قاعدة القرار برفض الفرض العدمي ( $H_0$ ) بأن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي Normal Distribution إذا كان مستوى المعنوية (Sig.) في كلا الاختبارين أقل من (0.05)، ويمكن توضيح ملخص نتائج اختبارات التوزيع الطبيعي من خلال الجدول التالي: (Górecki et al., 2018; Gümüştekin & Topçu, 2018)

جدول رقم (4)

نتائج اختبارات التوزيع الطبيعي (Normal Distribution)

Kolmogorov-Smirnov		Jarque-Bera Test		Variable	المتغيرات الكمية المتصلة
Sig.	Statistic	Sig.	J-B		
0.000	0.1271	0.000	1805.502	DIV/TAS	التوزيعات النقدية إلى إجمالي أصول الشركة
0.000	0.1078	0.000	2072.794	DIV/NSALES	التوزيعات النقدية إلى صافي مبيعات الشركة
0.000	0.2079	0.000	61978.09	STOCK TURNOVER	معدل دوران الأسهم
0.000	0.1342	0.000	8533.271	LIQRATIO	نسبة سيولة السوق
0.000	0.4587	0.000	45143.31	ROA	معدل العائد على الأصول
0.000	0.3872	0.000	9169.402	LEV	الرافعة المالية
0.000	0.2301	0.000	6986.042	MTB	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية
0.000	0.1188	0.000	3896.274	GRA	معدل نمو الأصول
0.000	0.0858	0.000	38565.8	LIQ	سيولة الشركة
0.060	0.1507	0.000	998.5904	F SIZE	حجم الشركة
0.000	0.4873	0.000	54833.65	DEASCORE* DIV/TAS	متغير تفاعلي للعلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وسياسة التوزيعات النقدية
0.000	0.3905	0.000	46143.31	DEASCORE* DIV/NSALES	

ينصح للباحث من الجدول رقم (3)، أن مستوى المعنوية (Sig.) لجميع المتغيرات أقل من (0.05)، مما يدل على عدم اتباع بيانات متغيرات الدراسة الكمية للتوزيع الطبيعي (فيما عدا حجم الشركة (F SIZE) وذلك وفقاً لاختبار (Kolmogorov-Smirnov)، كما يتفق اختبار (Jarque-Bera) مع هذه النتيجة، ويمكن للباحث علاج هذه المشكلة عن طريق استخدام دالة اللوغاريتم الطبيعي (Natural Log) لهذه المتغيرات بحيث تقترب من التوزيع الطبيعي، إلا أنه يمكن التغاضي عن هذه المشكلة نظراً لكبر حجم مشاهدات عينة الدراسة الحالية، ولذلك فإن مشكلة عدم توزيع البيانات توزيعاً طبيعياً لن تؤثر بشكل كبير على صحة النماذج المستخدمة في الدراسة (أمين، ٢٠١٣)، وبالنسبة لباقي متغيرات الدراسة فهي متغيرات وهمية (Dummy Variables) ذات قيم ثنائية لا تخضع لشروط التوزيع الطبيعي.

#### ٢/١/٧ اختبار التداخل الخطي (Multicollinearity Test)

استخدم الباحث مقياس (Collinearity Diagnostics) للتحقق من مدى وجود مشكلة التداخل الخطي المتعدد بين متغيرات الدراسة المفسرة (المستقلة والرقابية والتفاعلية)، والتي تؤدي إلى عجز نموذج الدراسة على تفسير الأثر على المتغير التابع، وطبقاً لهذا الاختبار فإنه يتم حساب معامل التباين المسموح به (Tolerance) لكل متغير من المتغيرات المفسرة (المستقلة أو الرقابية) في علاقة الانحدار مع المتغير التابع، ومن ثم يتم إيجاد معامل تضخم التباين (VIF) Variance Inflation Factor، ويعتبر هذا الاختبار مقياساً لتأثير علاقة الارتباط (التداخل الخطي) بين المتغيرات المستقلة والرقابية والتفاعلية، وقد أشارت دراسة (أمين، ٢٠١٣) إلى أنه كلما كانت قيمة (VIF) أقل من (10)، وقيمة معامل التباين (Tolerance) أكبر من (0.1)، فإن ذلك يشير إلى أن المتغيرات المفسرة (المستقلة والرقابية والتفاعلية) لا تعاني من وجود مشكلة التداخل الخطي المتعدد، ويمكن توضيح نتائج هذا الاختبار من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (5)

نتائج اختبار التداخل الخطي (Multicollinearity Test)

سيولة الأسهم STOCK LIQUIDITY		سياسة التوزيعات النقدية DIVIDEND		المتغيرات التابعة
VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	المتغيرات المستقلة والرقابية
2.1538	0.34476	1.16994	0.81968	DEA-SCORE
1.1869	0.94554	1.6983	0.61758	ROA
1.7930	0.62628	1.50756	0.63638	LEV
1.2144	0.92412	1.05876	0.90522	MTB
1.2287	0.9129	1.04142	0.9212	GRA
1.1385	0.90168	1.1016	0.87044	LIQ
1.3816	0.81192	1.08018	0.8533	F SIZE
1.7437	0.52610	-	-	DEAScore* DIV/TAS
1.2568	0.71349	-	-	DEAScore* DIV/NSALES

\* المتغير التفاعلي يمثل التفاعل بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وسياسة التوزيعات النقدية

يتضح للباحث من الجدول رقم (5) أن قيمة معامل تضخم التباين (VIF) لجميع متغيرات الدراسة المفسرة (المستقلة والرقابية والتفاعلية) لم تتجاوز (10) درجات، كما أن قيمة معامل التباين المسموح به (Tolerance) لجميع متغيرات الدراسة المفسرة (المستقلة والرقابية والتفاعلية) لم تتجاوز (0.1)، وبالتالي فإن نموذج الدراسة لا يعاني من مشكلة التداخل الخطي المتعدد بين متغيرات الدراسة المفسرة، مما يدل على قوة النموذج المستخدم لتفسير تأثير المتغير المستقل للدراسة على المتغير التابعين.

٣/١/٧ قياس استقرار السلاسل الزمنية (Time Series Stationarity)

تتصف معظم السلاسل الزمنية للمتغيرات بخاصية عدم الاستقرار، لذلك يجب إجراء اختبار لتحديد درجة استقرارها بغرض الحصول على نماذج انحدار حقيقية، بحيث يمكن تعميم نتائج سلوك هذه السلاسل على الفترات الزمنية المستقبلية للدراسة الحالية، وفي سبيل ذلك فقد قام الباحث باستخدام اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) لحساب الفروق اللازمة لتحويل هذه السلاسل الزمنية إلى سلاسل مستقرة، ولأغراض الثقة قام الباحث بإجراء ثلاث اختبارات لجذر الوحدة (Unit Root Test) ويمكن توضيحها نتائجها من خلال الجدول التالي:

جدول (6)

نتائج اختبار استقرار متغيرات نماذج الدراسة من خلال استخدام

الاختبارات المختلفة لجذر الوحدة (Unit Root Test)

المتغيرات	الفرق الأول		المستوى الأصلي		الاختبارات	المتغيرات
	Prob.	Statistics	Prob.	Statistics		
I(0)*	0.0000	-8.8694	0.000	-7.02625	Levin, Lin & Chu t	DIV/TAS
I(0)	0.0009	109.568	0.010	88.8965	ADF- Fisher Chi- square	
I(0)	0.0000	154.505	0.000	129.0674	PP- Fisher Chi- square	
I(0)	0.0000	-13.6230	0.000	-9.217	Levin, Lin & Chu t	DIV/NSALES
I(0)	0.0021	139.715	0.003	115.46	ADF- Fisher Chi- square	
I(0)	0.0000	189.316	0.000	167.63	PP- Fisher Chi- square	
I(0)	0.0000	-9.7503	0.000	-6.91991	Levin, Lin & Chu t	STOCKTURNOVER
I(0)	0.0010	131.046	0.005	108.0772	ADF- Fisher Chi- square	
I(0)	0.0000	198.748	0.000	171.2041	PP- Fisher Chi- square	
I(0)	0.0000	-9.65638	0.000	-7.72891	Levin, Lin & Chu t	LIQRATIO
I(0)	0.0008	119.520	0.109	97.78615	ADF- Fisher Chi- square	
I(0)	0.0000	169.011	0.000	141.9741	PP- Fisher Chi- square	
I(0)	0.0000	-31.732	0.000	-25.6904	Levin, Lin & Chu t	ROA
I(0)	0.0017	97.106	0.038	84.91175	ADF- Fisher Chi- square	
I(0)	0.0000	114.729	0.000	93.5088	PP- Fisher Chi- square	
I(0)	0.0000	-123.017	0.000	-109.81	Levin, Lin & Chu t	LIQ
I(0)	0.0045	118.169	0.098	101.0615	ADF- Fisher Chi- square	
I(0)	0.0000	178.094	0.079	148.2987	PP- Fisher Chi- square	
I(1)**	0.0000	-118.807	0.000	-99.8277	Levin, Lin & Chu t	LEV
I(1)	0.0043	106.819	0.026	91.87409	ADF- Fisher Chi- square	
I(1)	0.0000	161.935	0.000	134.817	PP- Fisher Chi- square	
I(1)	0.0000	-36.2505	0.000	-28.2594	Levin, Lin & Chu t	MTB
I(1)	0.0019	107.613	0.107	93.40296	ADF- Fisher Chi- square	
I(1)	0.0000	125.219	0.000	102.8597	PP- Fisher Chi- square	
I(1)	0.0000	-219.731	0.000	-198.867	Levin, Lin & Chu t	GRA
I(1)	0.0036	95.187	0.049	82.31223	ADF- Fisher Chi- square	
I(1)	0.0000	141.196	0.001	118.9273	PP- Fisher Chi- square	
I(1)	0.0000	-17.297	0.000	-11.81673	Levin, Lin & Chu t	F SIZE
I(1)	0.0026	124.864	0.119	102.5771	ADF- Fisher Chi- square	
I(1)	0.0001	89.262	0.501	70.72805	PP- Fisher Chi- square	

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مخرجات البرنامج الإحصائي (E-Views)

\* تشير I(0) إلى أن المتغير ساكن عند المستوى الأصلي (مستوى معنوية أقل من 0.05).

\*\* تشير I(1) إلى أن المتغير ساكن عند الفرق الأول (مستوى معنوية أقل من 0.01).

تشير نتائج اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) بالجدول رقم (6) إلى أن جميع متغيرات النموذج غير مستقرة عند المستوى الأصلي (Level) عند مستوى معنوية (0.05)، وذلك باستثناء متغير قيمة سياسة التوزيعات النقدية (DIV/TAS & DIV/NSALES)، سيولة الأسهم (STOCK TURNOVER & LIQRATIO)، معدل العائد على الأصول (ROA)، سيولة الشركة (LIQ)، أكدت نتائج اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) أن كافة متغيرات نماذج الدراسة سوف يتحقق لها الاستقرار (سكون السلسلة الزمنية) وذلك بعد إجراء الفرق الأول (First Difference) عند مستوى معنوية (0.01)، وحيث أن المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول (First Difference) فهذا يعني إنها متكاملة من الدرجة I(1)، وذلك بالنسبة للرافعة المالية (LEV)، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (MTB)، معدل نمو الأصول (GRA)، وحجم الشركة (F SIZE).

#### ٤/١/٧ اختبار تكامل السلاسل الزمنية (Co-integration Test)

في ضوء ما تقدم، يتضح للباحث من اختبار جذر الوحدة السابق (Unit Root Test) أن هناك متغيرات ساكنة عند مستوياتها الأولى I(0) بمستوى معنوية أقل من (0.05)، ومتغيرات ساكنة بعد الفرق الأول (First Difference) من الدرجة الأولى I(1) بمستوى معنوية أقل من (0.05)، أي أنها في المستوى الأصلي غير ساكنة، وبالتالي فإنه ينبغي اختبار البواقي الناتجة من تقدير العلاقة الخطية بين تلك المتغيرات من خلال اختباري (LLC Test & ADF Test) بحيث تكون متكاملة من الرتبة U= I(0) مما يساهم في تحقيق التوازن في الأجل الطويل والحصول على معلمات انحدار حقيقية، حتى يتم التأكد من سكون البواقي لانحدار التكامل المشترك والخاصة بنماذج الدراسة الحالية:

#### جدول رقم (7)

نتائج اختبار (Unit Root Test) لاختبار سكون البواقي باستخدام (LLC Test & ADF Test)

درجة التكامل	The level المستوى				نوع الاختبار	المتغيرات
	Constant & Trend		Constant			
	Prob.	Statistic	Prob.	Statistic		
I(O)	0.000**	-9.13582	0.000**	-9.68217	(LLC)	البواقي
I(O)	0.0187*	-6.89210	0.0019**	-7.31096	(ADF)	U

\* دالة عند مستوى معنوية أقل من 0.05

\*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من 0.01

يتضح للباحث من الجدول رقم (7)، ومن خلال اختباري (ADF Test & LLC Test) فإنه يتم رفض الفرض العدم (H0) بوجود جذر الوحدة (Unit Root) في البواقي المقدر (U) في حالة وجود ثابت واتجاه زمني (constant & trend) عند مستوى معنوية (5%) لاختبار (ADF Test) ومستوى معنوية (1%)، بينما في حالة وجود ثابت (Constant) عند مستوى معنوية 1%، وبالتالي فإن البواقي المقدر (U) تتميز بالسكون أي أنها متكاملة من الدرجة  $I(0)$ ، ويمكن استخدام اختبار جوهانسون (JML) لأغراض تحديد مدى التكامل المشترك بين المتغيرات البحثية لنماذج الدراسة، وكذلك تحديد مدى وجود علاقة طويلة الأجل بين هذه المتغيرات، مع الأخذ في الاعتبار أنه إذا كانت متغيرات السلسلة الزمنية غير مستقرة، فهذا يدل على أنها متكاملة ويشير إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل وتكامل مشترك بين متغيرات نماذج الدراسة، ويمكن توضيح نتائج اختبار جوهانسون للتكامل المشترك (co-integration test) من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (8)

نتائج جوهانسون للتكامل المشترك (co-integration test)

Max – Elgen value test			Trace test			عدد علاقات التكامل بين المتغيرات
Prob.	0.01 critical value	Max- Elgen Statistic	Prob.	0.01 critical value	Trace statistic	
0.0001	53.01375	275.6715	0.0001	183.781	597.2883	R = 0
0.0000	36.68387	190.7561	0.0001	127.1707	413.3047	R ≤ 1
0.0000	26.44918	132.2459	0.0001	88.16394	286.5328	R ≤ 2
0.0001	18.78559	78.89949	0.0000	52.95268	172.0962	R ≤ 3
0.0000	30.5305	128.2281	0.0001	85.48538	277.8275	R ≤ 4
0.0000	33.09186	138.9858	0.0000	97.19289	315.8769	R ≤ 5
0.0000	21.95052	95.70425	0.0000	63.80283	207.3592	R = 6
0.0000	13.18384	57.48153	0.0001	38.32102	124.5433	R ≤ 7
0.0001	5.902044	25.31977	0.0000	17.34231	56.36252	R ≤ 8
0.0000	3.297471	14.14615	0.0000	9.689142	31.48971	R ≤ 9

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مخرجات برنامج (E- views)

يتضح للباحث من الجدول رقم (8)، أن نتائج اختبار جوهانسون الواردة تشير إلى عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات البحثية للنماذج عند مستوى معنوية (0.01)، وبالتالي فإنه يتم رفض فرض العدم (H0) وقبول الفرض البديل (H1) بوجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات النماذج، ويعني ذلك وجود علاقات تحقق التوازن بين المتغيرات البحثية في الأجل الطويل، وبعد التأكد من وجود علاقات تكامل مشترك بين المتغيرات في الأجل الطويل فإنه يجب تحديد فترات التباطؤ المثلى (Optimal Lag length) لهذه المتغيرات من خلال الاعتماد على خمس معايير مختلفة لتحديد هذه الفترة ضمن نموذج (VAR) متجه الانحدار الذاتي (في ضوء افتراض حد أقصى فترة تباطؤ زمني واحدة)، كما هو مبين بالجدول التالي:

جدول رقم (9)

تحديد العدد الأمثل لفترات التباطؤ وفقاً لتحليل (VAR)

FPE	AIC	SC	HQ	LR	Lag
0.000619	8.70268	7.90628	8.69510	-	0
8.08234 e-05*	7.91375*	9.19374*	9.21054*	89.15827	1
10.3216 e-05	6.20179*	8.16720	7.23894	91.10643	2
6.45016 e-05*	8.27543	8.72451*	8.97126	84.95472	3
9.32865 e-05	8.93106	6.39410	6.89274	49.17903	4
7.34905 e-05	5.89453	6.98745	9.26481	58.69165	5
6.93468 e-05	7.38190	7.98316	8.36489	67.36591	6
5.28708 e-05	6.71486	5.87014	6.78945	43.01980	7
8.83502 e-05	7.69248	8.43269	7.01975	23.87416	8
6.30247 e-05	5.89213	9.58423	7.93201	38.09565	9

\*indicates lag order selected by the criterion.

\*each test at 5% level

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على مخرجات برنامج (Eviews).

بعد تحديد العدد الأمثل لفترات التباطؤ، والتي يمكن الاستعانة بها في نموذج تصحيح الخطأ لتجنب بناء نماذج انحدار غير حقيقية، وبالتالي إمكانية تعميم نتائج سلوك السلسلة الزمنية على الفترات المستقبلية للدراسة الحالية.

في ضوء ما تقدم، وبعد التأكد من أن كافة المتغيرات البحثية بنماذج الدراسة يتحقق لها الاستقرار (سكون السلسلة الزمنية) بعد إجراء الفرق الأول (First Difference) عند مستوى معنوية (0.01, 0.05)، فضلاً على وجود علاقات تكامل مشترك بين متغيرات النماذج، تأتي مرحلة التحليل الوصفي للمتغيرات البحثية للدراسة سواء الكمية أو الوصفية تمهيداً لإجراء اختبارات الفروض.

#### ٢/٧ التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة (الكمية المتصلة)

في ضوء ما تقدم، وبعد أن تم التحقق من صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي تأتي المرحلة التالية والتي يتم فيها القيام بإجراء وصف تحليلي للمتغيرات البحثية لنماذج الدراسة، ويبين الجدول رقم (10) وصف لمتغيرات الدراسة الكمية المتصلة (القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين (DEA-SCORE)، سياسة التوزيعات النقدية (DIV/TAS & DIV/NSALES)، سيولة الأسهم (STOCK TURNOVER & LIQRATIO)، معدل العائد على الأصول (ROA)، معدل نمو الأصول (GRA)، سيولة السوق (LIQ)، الرافعة المالية (LEV)، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (MTB)، حجم الشركة (F SIZE):



جدول رقم (10)

نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المتصلة

Range	Max.	Min.	S. deviation	Mean	YEAR	Variable
0.4885	0.60630	0.11780	0.15624	0.44352	2016	DEA-SCORE
1.27884	0.42941	- 0.84943	0.26879	1.02474	2017	
0.43072	0.07125	- 0.35947	0.47318	- 0.18930	2018	
0.95835	1.15650	0.19815	0.64579	0.35979	2016	DIV/TAS
1.27026	0.93267	-0.33759	0.58101	1.42538	2017	
0.28573	0.03286	-0.25287	0.27120	1.79013	2018	
0.75671	1.39212	0.63541	0.23829	0.16192	2016	DIV/NSALES
2.07372	2.25618	0.18246	0.21971	1.19409	2017	
0.15565	0.06312	-0.09253	0.39362	1.97102	2018	
1.55621	1.39212	-0.16409	0.23840	1.16208	2016	STOCK TURNOVER
1.17672	1.25618	0.07946	0.20153	0.89499	2017	
0.36509	0.25870	-0.10639	0.17923	2.63950	2018	
1.9314	2.33260	0.4012	0.20625	0.31068	2016	LIQRATIO
0.36293	1.20161	0.83868	0.31238	1.97577	2017	
0.8214	0.80357	-0.01783	0.19670	0.63409	2018	
2.03612	3.9785	1.94238	0.70850	3.15119	2016	F SIZE
1.08891	1.9838	0.89489	0.86112	5.94082	2017	
0.48505	2.2781	1.79305	0.75120	8.39161	2018	
2.81622	2.36555	-0.45067	0.27489	0.19627	2016	ROA
1.24916	1.54088	0.29172	0.10298	0.26502	2017	
1.08086	1.42120	0.34034	0.09726	0.48309	2018	
0.98645	2.46885	1.4824	0.84148	3.99921	2016	LEV
1.0464	3.4771	2.4307	0.82380	4.97040	2017	
1.8748	4.5344	2.6596	0.75219	5.06213	2018	
2.79803	3.2918	0.49377	0.84039	1.09872	2016	MTB
3.4662	4.3927	0.9265	0.63329	3.03028	2017	
0.75973	1.6132	0.85347	0.54282	4.69572	2018	
3.10635	3.4515	0.34515	0.73359	0.57812	2016	LIQ
2.02176	2.0826	0.06084	0.64295	0.77984	2017	
0.53586	0.45747	-0.07839	0.30741	0.98741	2018	
1.0005	0.71898	-0.28152	0.32154	0.87230	2016	GRA
0.56718	0.94116	0.37398	0.12282	0.67344	2017	
0.6279	1.01568	0.38778	0.10764	0.56092	2018	
0.94503	1.2317	0.28667	0.37605	0.14064	2016	DEAScore* DIVIDEND
2.2999	0.93849	-1.36141	0.50467	0.25288	2017	
1.84537	0.22454	-1.62083	0.70959	-0.07612	2018	

يتضح للباحث من الجدول رقم (10) ما يلي:

- التحليل الوصفي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين (DEA-SCORE): تحسن متوسط درجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين خلال فترة الدراسة حيث بلغت (-0.18930)

بانحراف معيارى (0.47318) فى عام 2018، وتمثل هذه القيمة البواقي المقدره (U) من معادلة انحدار (Tobit)، كما بلغت أقل قيمة (Min.) للمتغير (-0.35947) بينما بلغت أعلى قيمة (Max.) للمتغير (0.07125) حيث يعد اقتراب هذه القيمة من (0.00) مؤشراً جيداً على وجود قدرات إدارية عالية للمديرين التنفيذيين بالشركات التى تقع ضمن إطار عينة الدراسة الحالية، وكذلك فإن المتغير التفاعلى المعبر عن علاقة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين بسياسة التوزيعات النقدية (DEAScore\* DIVIDEND) قد اقترب من (0.00) فى عام (2018) بمتوسط مقداره (-0.07612) وقد جاء ذلك متوافقاً إلى حد كبير مع بعض الدراسات السابقة التى اهتمت بدراسة طبيعة العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وسياسة التوزيعات النقدية (Muhammad N., & Shahzad K., 2020) حسين، ٢٠٢٠، Ming, 2019، Park & Song, 2019، Heijazi, 2017)، ويرى الباحث أن الاهتمام بالقدرة الفنية للمديرين التنفيذيين (الأسلوب الإدارى، الخبرات الشخصية، المعرفة، الموهبة، والسمعة الطيبة) يرجع إلى أهميتها حيث أصبحت محدداً رئيسياً لنجاح وبقاء الشركة، كما أن لها تأثير هام على نتائجها الاقتصادية (مليجي، ٢٠١٩)، كما أن المديرين ذوي القدرات الإدارية العالية يساهمون فى تخفيض فجوة التوقعات وعدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة والمستثمرين، من خلال توفير المعلومات الملائمة لكافة الأطراف المرتبطة بالشركة، ويستتبع ذلك التأثير على سياسات الشركة ومن بينها سياسة التوزيعات النقدية باعتبارها عنصراً رئيسياً فى التخطيط الاستراتيجى للشركة، مما ينعكس على تعظيم قيمة الشركة فى سوق المال.

■ وبالنسبة للمقاييس البديلة لسياسة التوزيعات النقدية (Dividend)، فقد أوضحت نتائج التحليل الوصفى بالجدول رقم (10) تحسن متوسط معدل التوزيعات النقدية على المساهمين إلى الأصول (DIV/TAS) من (0.3597) بانحراف معيارى (0.64579) فى عام (2016) إلى (1.79013) بانحراف معيارى (0.27120) فى عام (2018)، وقد أظهرت نتائج التحليل الوصفى تحسن متوسط معدل التوزيعات النقدية على المساهمين إلى صافي المبيعات (DIV/NSALES) من (0.16192) بانحراف معيارى (0.23829) فى عام (2016) إلى (1.97102) بانحراف معيارى (0.39362) فى عام (2018)، كما بلغت أقل قيمة (Min.) للمتغير (DIV/TAS) (-0.23829) بينما بلغت أعلى قيمة (Max.) له (0.03286)، أما بالنسبة للمتغير (DIV/NSALES) فقد بلغت أقل قيمة (Min.) (0.09253) بينما بلغت أعلى قيمة (Max.) له (0.06312)، ويعد اقتراب هذه القيمة من (0.00) مؤشراً جيداً على

وجود سياسات توزيعات نقدية واضحة ومحددة للشركات التي تقع ضمن إطار عينة الدراسة، وقد جاءت تلك النتائج متوافقة إلى حد كبير مع بعض الدراسات السابقة التي اهتمت بدراسة محددات سياسة التوزيعات النقدية (Chowdhury & Rahman, 2019)، قرابيل، ٢٠١٨، محمد، ٢٠١٧، Esqueda, 2016، الصاوي، ٢٠١٦، (Urtiga & Lecave, 2015)، ويرى الباحث أن توزيعات الأرباح تستخدم كإشارة لإرسال معلومات للمستثمرين عن الأداء المالي للشركة، كما أنها تساهم في تعزيز ثقة المستثمرين والمتعاملين في سوق المال من خلال تقليص فجوة عدم تماثل المعلومات وتوفير المعلومات الملائمة عن فرص النمو المستقبلي للشركة لكافة الأطراف المرتبطة بالشركة، مما يؤثر على سيولة أسهم الشركة المتداولة في سوق الأوراق المالية.

■ وبالنسبة للمقاييس البديلة لسيولة الأسهم (STOCK LIQUIDITY)، فقد أظهرت نتائج الإحصاء الوصفي بالجدول رقم (10) تحسن متوسط معدل دوران الأسهم (STOCK TURNOVER) من (1.16208) بانحراف معياري (0.17923) في عام (2018)، وقد أوضحت نتائج التحليل الوصفي تحسن متوسط معدل السيولة (LIQRATIO) من (0.31068) بانحراف معياري (0.20625) في عام (2016) إلى (0.63409) بانحراف معياري (0.19760) في عام (2018)، كما بلغت أقل قيمة (Min.) للمتغير (STOCK TURNOVER) (-0.10639) بينما بلغت أعلى قيمة (Max.) له (0.25870)، أما بالنسبة للمتغير (LIQRATIO) فقد بلغت أقل قيمة (Min.) (-0.01783) بينما بلغت أعلى قيمة (Max.) له (0.80357)، ويعد اقتراب هذه القيمة من (0.00) مؤشراً جيداً على سيولة أسهم شركات عينة الدراسة في سوق الأوراق المالية، وقد جاءت تلك النتائج متوافقة إلى حد كبير مع بعض الأدبيات المحاسبية التي اهتمت بسيولة الأسهم المتداولة بسوق الأوراق المالية (Truon G., 2020، Ebrahim B., et al., 2020، علي، ٢٠١٩، زغيبى وآخرون، ٢٠١٨، حمودة، ٢٠١٨، Jeong H., & Bohyun Y., 2017، Jiang F., et al., 2017)، ويرى الباحث أن الأسلوب الإداري والخبرة الشخصية للمديرين التنفيذيين مع وجود سياسة توزيعات نقدية واضحة ومحددة يساهم في تخفيض مشاكل الوكالة وتخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات بين المساهمين والإدارة مما ينعكس بدوره على قيمة الشركة وسيولة أسهمها المتداولة في سوق الأوراق المالية.

■ أما بالنسبة لمتغيرات الرقابة (الضابطة) فقد بلغ متوسط اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة (F SIZE) أعلى قيمة له في عام (2018) حيث بلغ (8.39161) بانحراف معياري (0.75120)، كما بلغ متوسط العائد على الأصول (ROA) أقصى قيمة له في عام (2018) حيث بلغ (0.48309) بانحراف معياري (0.09726)، بينما انخفض متوسط درجة الرافعة المالية (LEV) حيث بلغ أقل قيمة له في عام (2018) حيث بلغ (5.06213) بانحراف معياري (0.75219)، وبالنسبة لمتوسط القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (MTB) فقد ارتفعت لأقصى قيمة لها في عام (2018) حيث بلغت (4.69572) مقارنة بعام (2016) والتي بلغت (1.09872) بانحراف معياري (0.54282)، وبالنسبة لمتوسط معدل سيولة الشركة (LIQ) فقد ارتفع لأقصى قيمة له في عام (2018) حيث بلغت (0.98741) مقارنة بعام (2016) والتي بلغت (0.57812) بانحراف معياري (0.30741)، كما أن هناك انخفاض في متوسط معدل نمو الأصول حيث بلغ أقل قيمة له في عام (2018) حيث بلغت (0.56092) مقارنة بعام (2016) والتي بلغت (0.87230) بانحراف معياري (0.10764).

### ٣/٧ تحليل ومناقشة نتائج اختبار فروض الدراسة

لاختبار صحة فروض الدراسة تم إجراء تحليل الارتباط والانحدار الخطي المتعدد للعلاقة بين المتغير المستقل (القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين) والمتغيرات التابعة (سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم) في نماذج الدراسة بطريقة البيانات الإطارية Panel Data باستخدام برنامج الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية (Spss) الإصدار (24)، وبرنامج التحليل القياسي (E- views) الإصدار (10)، وذلك على النحو التالي:

### أولاً: نتائج تحليل الارتباط Correlation Analysis

تم استخدام معامل ارتباط بيرسون (Pearson Correlation) لتحديد اتجاه وقوة العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وكل من سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم، ويوضح الجدول رقم (11) مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة.

جدول رقم (11)  
مصفوفة الارتباط (Pearson Correlation) لمتغيرات الدراسة

DEAScore* DIVIDEND	GRA	LIQ	MTB	LEV	ROA	F SIZE	LIQRATIO	STOCK TURNOVER	DIV/NSALE	DIV/TAS	DEA-SCORE	Variable	
											1.00	Corr	DEA-SCORE
												Sig	
										1.000	0.5**	Corr	DIV/TAS
											0.000	Sig	
									1.00	0.74**	0.59**	Corr	DIV/NSALES
											0.000	Sig	
								1.00	0.78**	0.71**	0.56**	Corr	STOCK TURNOVER
											0.000	Sig	
							1.00	0.80**	0.79**	0.69**	0.54**	Corr	LIQRATIO
								0.00	0.00	0.000	0.00	Sig	
						1.00	0.80**	0.79**	0.78**	0.83**	0.53**	Corr	F SIZE
							0.00	0.00	0.00	0.000	0.00	Sig	
					1.00	0.617**	0.51**	0.64**	0.69**	0.62**	0.431**	Corr	ROA
						0.00	0.00	0.00	0.00	0.000	0.00	Sig	
				1.00	-0.71**	0.88**	-0.80**	-0.77**	-0.87**	-0.86**	-0.57**	Corr	LEV
					0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.000	0.00	Sig	
			1.00	0.84**	0.70**	0.76**	0.67**	0.84**	0.85**	0.83**	0.58**	Corr	MTB
				0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.000	0.00	Sig	
		1.00	0.81**	-0.72**	-0.69**	0.74**	0.58**	0.82**	0.83**	0.81**	0.45**	Corr	LIQ
			0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.000	0.00	Sig	
	1.00	-0.74**	0.75**	-0.69**	0.71*	0.66**	0.58**	0.70**	-0.69**	-0.64**	0.57**	Corr	GRA
		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.000	0.00	Sig	
1.00	0.71**	0.84**	0.83**	0.75**	0.76**	0.81**	0.77**	0.86**	0.89**	0.752**	0.872**	Corr	DEAScore* DIVIDEND
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.000	0.00	Sig	

(\* تعني وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين عند مستوى (0.01) فأقل. (\*\* تعني وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين عند مستوى (0.05) فأقل.

يتضح للباحث من الجدول رقم (11)، وجود علاقة ارتباط موجبة بين القدرة الإدارية (DEA-SCORE) للمديرين التنفيذيين وسياسة التوزيعات النقدية (DIVIDEND) حيث بلغت قيمة معامل الارتباط لكل من معدل التوزيعات النقدية على إجمالي الأصول (DIV/TAS) ومعدل التوزيعات النقدية على المساهمين إلى صافي المبيعات (DIV/NSALES) و(0.583) و(0.596) على التوالي ومستوى دلالتها (Sig.) أقل من (0.05)، كما توجد علاقة ارتباط موجبة بين القدرة الإدارية (DEA-SCORE) للمديرين التنفيذيين وسيولة الأسهم (STOCK LIQUIDITY) حيث بلغت قيمة معامل الارتباط لكل من معدل دوران الأسهم (STOCK TURNOVER) ونسبة سيولة السوق (LIQRATIO) (0.565) و(0.540) على التوالي ومستوى دلالتها (Sig.) أقل من (0.05)، وبالنسبة لمتغيرات الرقابة فإن الجدول السابق يبين وجود علاقة ارتباط موجبة بين القدرة الإدارية (DEA-SCORE) للمديرين التنفيذيين وكل من اللوغاريتم الطبيعي لحجم الشركة (F SIZE)، معدل العائد على الأصول (ROA)، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (MTB)، سيولة الشركة (LIQ)، ومعدل نمو الأصول (GRA)، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط لكل منهم (0.535)، (0.431)، (0.585)، (453)، (0.576) على التوالي، ومستوى دلالتهم (Sig.) أقل من (0.05)، بينما ترتبط القدرة الإدارية (DEA-SCORE) للمديرين التنفيذيين بعلاقة سالبة بالرافعة المالية (LEV)، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (-0.573)، ومستوى دلالتها (Sig.) أقل من (0.05)، وفيما يتعلق بالارتباط بين سياسة التوزيعات النقدية التي تتبعها الشركة ومتغيرات الرقابة، فقد أظهرت النتائج بالجدول السابق وجود علاقة ارتباط موجبة بين مؤشرات سياسة التوزيعات النقدية والتي تتمثل في معدل التوزيعات النقدية على المساهمين إلى إجمالي الأصول (DIV/TAS) ومعدل التوزيعات النقدية على المساهمين إلى صافي المبيعات (DIV/NSALES) وكل من اللوغاريتم الطبيعي لحجم الشركة (F SIZE)، معدل العائد على الأصول (ROA)، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (MTB)، سيولة الشركة (LIQ)، حيث كانت إشارة معامل الارتباط لهذه المتغيرات موجبة، ومستوى دلالتهم (Sig.) أقل من (0.05)، بينما ترتبط مؤشرات سياسة التوزيعات النقدية والتي تتمثل في معدل التوزيعات النقدية على المساهمين إلى إجمالي الأصول (DIV/TAS) ومعدل التوزيعات النقدية على المساهمين إلى صافي المبيعات (DIV/NSALES) بعلاقة سالبة بكل من الرافعة المالية (LEV) ومعدل نمو الأصول (GRA) حيث كانت إشارة معامل الارتباط لهذين المتغيرين سالبة، ومستوى دلالتها (Sig.) أقل من (0.05)، كما يرتبط المتغير التفاعلي والذي يعبر عن علاقة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين بسياسة التوزيعات النقدية بعلاقة موجبة بسيولة الأسهم، حيث بلغت قيم معامل الارتباط لكل من معدل دوران الأسهم (STOCK TURNOVER) ونسبة سيولة السوق (LIQRATIO) (0.893) و(0.869) على التوالي ومستوى دلالتها (Sig.) أقل من (0.05).

ثانياً: نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Regression)

استخدم الباحث طريقة المربعات الصغرى (Least Squares Method) في صياغة نموذج الانحدار بغرض قياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين (المتغير المستقل) على كل من سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم (المتغيرين التابعين)، ويمكن توضيح نتائج الانحدار لفروض الدراسة وذلك على النحو التالي:

١/٣/٧ اختبار الفرض الأول

ينص الفرض الأول على أنه: توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وسياسة التوزيعات النقدية.

يوضح الجدول رقم (12) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Regression) للعلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وسياسة التوزيعات النقدية

جدول رقم (12)

نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للنموذج الأول

$(DIVIDEND)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(DEAScore)_{i,t} + \beta_2(ROA)_{i,t} + \beta_3(LEV)_{i,t} + \beta_4(GRA)_{i,t} + \beta_5(LIQ)_{i,t} + \beta_6(MTB)_{i,t} + \beta_7(F\ SIZE)_{i,t} + \epsilon_{it}$				
DIVIDEND				المتغير التابع
مستوى الدلالة (Sig.)	إحصائية (T)	Beta	الخطأ المعياري (Std. Error)	معامل الانحدار ( $\beta$ )
0.000	16.3751		0.0209	4.0348
0.0149	5.7316	0.0052	0.0635	0.3508
0.0021	3.6843	0.1154	0.0486	0.1329
0.000	-4.3298	-0.2431	0.0197	-0.0508
0.0043	-3.8329	-0.0597	0.0114	-0.1694
0.000	3.0958	0.0855	0.0342	0.0812
0.0011	3.8905	0.1763	0.0281	0.1328
0.000	7.9104	0.4120	0.0183	0.0971
14.5710	F- statistic			0.6219
0.000	Prob (F – statistic)			0.5407
2.1357	Durbin – Watson stat			0.5361

من الجدول رقم (12) يتضح الآتي:

١- قيمة مستوى الدلالة الخاص باختبار معنوية القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين (DEA- SCORE) مع سياسة التوزيعات النقدية (DIVIDEND) أقل من قيمة مستوى المعنوية (0.05)، حيث بلغت (Sig.= 0.0149)، كما أن إشارة معامل الانحدار ( $\beta$ ) موجبة، وهو ما يثبت صحة الفرض الأول، ويعني ذلك وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين (المتغير المستقل) وسياسة التوزيعات النقدية (المتغير التابع)، وهو ما يتفق مع نتائج العديد من الدراسات السابقة التي اهتمت بدراسة طبيعة وقوة واتجاه العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وسياسة التوزيعات النقدية.

٢- التحقق من الجودة الإحصائية لنموذج الانحدار المقدر من خلال:

■ معامل التحديد المعدل (Adjusted R- squared): يتضح من الجدول رقم (12) أن قيمة معامل التحديد المعدل (Adjusted R- Squared) بلغت (0.5361) وتشير هذه القيمة إلى أن المتغير المستقل في النموذج (DEA-SCORE) يفسر ما نسبته (53.61%) من التغير في المتغير التابع (DIVIDEND).

■ اختبار (F- statistic) المحسوبة: ويهدف إلى اختبار الجودة المعنوية الكلية للنموذج، حيث بلغت بالجدول رقم (12) بلغت (14.5710) بقيمة احتمالية (Sig. = 0.000)، وقد بلغت القدرة التفسيرية للنموذج وفقاً لقيمة معامل التحديد (R- Squared) (0.5407) ويدل هذا على سلامة النموذج المقدر، حيث يفسر المتغير المستقل (DEA-SCORE) حوالي (54.07%) من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (DIVIDEND).

٣- بلغت قيمة معامل الانحدار ( $\beta$ ) (DEA-SCORE) (0.3508)، ويدل ذلك على أن القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين يؤثر على سياسة التوزيعات النقدية المتبعة بالشركة بنسبة (35.08%).

٤- اختبار (Durbin Watson test): ويهدف إلى التأكد من خلو النموذج المقدر من مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation)، حيث بلغت القيمة الإحصائية لاختبار (D-W) (2.1357)، وبذلك فهي تقع ضمن المدى الملائم (1.5-2.5)، ويؤكد هذا على عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي بالشكل الذي يؤثر على صحة النتائج (العباسي، ٢٠١٢).



مما تقدم، وبناءً على نتائج التحليل السابق بالجدول رقم (12) فإنه يتم قبول الفرض  
العدم ورفض الفرض البديل الذي ينص على أنه: توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية  
بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وسياسة التوزيعات النقدية.

وفي ذات السياق، فإنه يمكن للباحث صياغة نموذج الانحدار لأثر القدرة الإدارية للمديرين  
التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية كما يلي:

$$(DIVIDEND)_{i,t} = 4.0348 + 0.3508(DEAScore)_{i,t} + 0.1329(ROA)_{i,t} - 0.0508(LEV)_{i,t} - 0.1694(GRA)_{i,t} + 0.0812(LIQ)_{i,t} + 0.1328(MTB)_{i,t} + 0.0971(F\ SIZE)_{i,t} + \epsilon_{it}$$

٢/٣/٧ اختبار الفرض الثاني

ينص الفرض الثاني على أنه: توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين القدرة  
الإدارية للمديرين التنفيذيين وسيولة الأسهم.

يوضح الجدول رقم (13) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Regression)  
للعلاقة بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم

جدول رقم (13)

نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للنموذج الثاني

$(SL)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(DEAScore)_{i,t} + \beta_2(ROA)_{i,t} + \beta_3(LEV)_{i,t} + \beta_4(GRA)_{i,t} + \beta_5(LIQ)_{i,t} + \beta_6(MTB)_{i,t} + \beta_7(F\ SIZE)_{i,t} + \epsilon_{it}$					المتغير التابع
STOCK LIQUIDITY (SL)					
مستوى الدلالة (Sig.)	إحصائية (T)	Beta	الخطأ المعياري (Std. Error)	معامل الانحدار ( $\beta$ )	المتغيرات المستقلة
0.0018	13.3679		0.1168	1.6348	(Costant)
0.0032	3.2351	0.0037	0.0135	0.2754	DEA-SCORE
0.0025	2.0623	0.0039	0.0260	0.2938	ROA
0.000	-3.4937	-0.0045	0.0166	-0.1403	LEV
0.0031	-5.1810	-0.0169	0.0337	-0.0393	GRA
0.000	4.0794	0.0213	0.0284	0.0791	LIQ
0.0029	2.0745	0.0148	0.0173	0.2590	MTB
0.000	3.2108	0.0331	0.0419	0.1740	F SIZE
10.6371	F- statistic			0.6925	R
0.000	Prob (F - statistic)			0.5873	R- Squared
1.9513	Durbin - Watson stat			0.5796	Adjusted R-squared

من الجدول رقم (13) يتضح الآتى:

١- قيمة مستوى الدلالة الخاص باختبار معنوية القدرة الإدارية (DEA-SCORE) مع سيولة الأسهم (SL) أقل من قيمة مستوى المعنوية (0.05)، حيث بلغت (Sig.= 0.0032)، كما أن إشارة معامل الانحدار ( $\beta$ ) موجبة، وهو ما يثبت صحة الفرض الثانى بوجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين القدرة الإدارية (DEA-SCORE) (المتغير المستقل) وسيولة الأسهم (SL) (المتغير التابع)، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج العديد من الدراسات التى اهتمت بدراسة أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سيولة الأسهم المتداولة بسوق الأوراق المالية.

٢- التحقق من الجودة الإحصائية لنموذج الانحدار المقدر من خلال:

■ معامل التحديد المعدل (Adjusted R- squared): يتضح من الجدول رقم (13) أن قيمة معامل التحديد المعدل (Adjusted R- Squared) بلغت (0.5796) وتشير هذه القيمة إلى أن المتغير المستقل فى النموذج القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين (DEA-SCORE) يفسر ما نسبته (57.96%) من التغير فى المتغير التابع سيولة الأسهم (SL).

■ اختبار (F- statistic) المحسوبة: بلغت قيمة (F- statistic) بالجدول رقم (13) بلغت (10.6371) بقيمة احتمالية (Sig. = 0.000)، ووفقاً لقيمة معامل التحديد (R- Squared) فقد بلغت القدرة التفسيرية للنموذج (0.6925) ويدل ذلك على سلامة النموذج المقدر، حيث يفسر المتغير المستقل القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين (DEA-SCORE) ما نسبته (69.25%) من التغيرات التى تحدث فى المتغير التابع سيولة الأسهم (SL).

٣- بلغت قيمة معامل الانحدار ( $\beta$ ) (DEA-SCORE) (0.2754) ويؤكد ذلك على أن القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين تؤثر على سيولة الأسهم بنسبة (27.54%).

٤- اختبار (Durbin Watson test): بلغت القيمة الإحصائية لاختبار (D-W) (1.9513)، وبذلك فهى تقع ضمن المدى الملائم (1.5-2.5)، مما يؤكد للباحث على عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي يؤثر على صحة النتائج (العباسي، ٢٠١٢).

مما تقدم، وبناءً على نتائج التحليل السابق بالجدول رقم (13) يتم قبول الفرض العدم

ورفض الفرض البديل بحيث أنه: توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وسيولة الأسهم.

وفى ذات السياق، فإنه يمكن صياغة نموذج الانحدار لأثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سيولة الأسهم كما يلي:

$$(SL)_{i,t} = 1.6348 + 0.2754(DEAScore)_{i,t} + 0.2938(ROA)_{i,t} - 1403(LEV)_{i,t} - 0.0393(GRA)_{i,t} + 0.0791(LIQ)_{i,t} + 0.0826(MTB)_{i,t} + 0.2590(F\ SIZE)_{i,t} + \epsilon_{it}$$

٣/٣/٧ اختبار الفرض الثالث

ينص الفرض الثالث على أنه: توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم.

يوضح الجدول رقم (14) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Regression) للعلاقة بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم

جدول رقم (14)

نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للنموذج الثالث

STOCK LIQUIDITY (SL)					المتغير التابع
مستوى الدلالة (Sig.)	إحصائية (T)	Beta	الخطأ المعياري (Std. Error)	معامل الانحدار ( $\beta$ )	المتغيرات المستقلة
0.0028	9.7582		0.4590	1.7391	(Costant)
0.0016	2.3283	0.0390	0.0146	0.2930	DIV/TAS
0.0031	1.1065	0.0412	0.0179	0.3126	DIV/NSALES
0.0053	3.3692	0.1217	0.0538	0.1274	ROA
0.000	-2.5972	-0.0458	0.0394	-0.1493	LEV
0.0027	-4.3560	-0.2104	0.0471	-0.0418	GRA
0.000	3.2073	0.2198	0.0327	0.0879	LIQ
0.0049	5.2860	0.1546	0.0294	0.2761	MTB
0.000	2.3045	0.3519	0.0552	0.1853	F SIZE
12.3849	F- statistic			0.7218	R
0.000	Prob (F – statistic)			0.6247	R- Squared
1.8921	Durbin – Watson stat			0.6192	Adjusted R- squared

من الجدول رقم (14) يتضح الآتى:

١- قيمة مستوى الدلالة الخاص باختبار معنوية سياسة التوزيعات النقدية (DIVIDEND) معبراً عنها بالمقياسين (DIV/TAS & DIV/NSALES) وسيولة الأسهم (SL) أقل من قيمة مستوى المعنوية (0.05)، حيث بلغت (0.0031, 0.0019) (Sig.=) على التوالي، كما أن إشارة معامل الانحدار لهما ( $\beta$ ) موجبة، وهو ما يثبت صحة الفرض الثانى، ويعني ذلك وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين سياسة التوزيعات النقدية (DIVIDEND) معبراً عنها بالمقياسين (DIV/TAS & DIV/NSALES) وسيولة الأسهم (SL)، وهو ما يتفق مع نتائج العديد من الأدبيات المحاسبية التى اهتمت بتحليل طبيعة العلاقة بين سياسة التوزيعات النقدية التى تتبعها الشركة (Dividend Payout) وسيولة الأسهم (Stock Liquidity).

٢- التحقق من الجودة الإحصائية لنموذج الانحدار المقدر من خلال:

■ معامل التحديد المعدل (Adjusted R- squared): يتضح من الجدول رقم (14) أن قيمة معامل التحديد المعدل (Adjusted R- Squared) بلغت (0.6192) وتشير هذه القيمة إلى أن المتغير المستقل فى النموذج سياسة التوزيعات النقدية (DIVIDEND) معبراً عنها بالمقياسين (DIV/TAS & DIV/NSALES) يفسر ما نسبته (61.92%) من التغير فى المتغير التابع سيولة الأسهم (SL).

■ اختبار (F- statistic) المحسوبة: ويهدف إلى اختبار الجودة المعنوية الكلية للنموذج، حيث بلغت بالجدول رقم (14) بلغت (12.3849) بقيمة احتمالية (Sig. = 0.000)، وقد بلغت القدرة التفسيرية للنموذج وفقاً لقيمة معامل التحديد (R- Squared) (0.6247) ويدل هذا على سلامة النموذج المقدر، حيث يفسر المتغير المستقل (DIVIDEND) معبراً عنها بالمقياسين (DIV/TAS & DIV/NSALES) حوالي (62.74%) من التغيرات التى تحدث فى المتغير التابع سيولة الأسهم (SL).

٣- بلغت قيمة معامل الانحدار ( $\beta$ ) (DIV/TAS) (0.2930) ويدل ذلك على أن معدل التوزيعات النقدية إلى إجمالى أصول الشركة يؤثر على سيولة الأسهم بنسبة (29.30%)، كما بلغت قيمة معامل (DIV/NSALES) (0.3126) ويدل ذلك على أن معدل التوزيعات النقدية إلى صافي مبيعات الشركة يؤثر على سيولة الأسهم بنسبة (31.26%).

٤ - اختبار (Durbin Watson test): بلغت القيمة الإحصائية لاختبار (D-W) (1.8921)، وبذلك فهي تقع ضمن المدى الملائم (1.5-2.5)، مما يؤكد على عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي يؤثر على صحة النتائج (العباسي، ٢٠١٢).

مما تقدم، وبناءً على نتائج التحليل السابق بالجدول رقم (14) فإنه يتم قبول الفرض العدم ورفض الفرض البديل الذي ينص على أنه: توجد علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم.

وفى ذات السياق، فإنه يمكن صياغة نموذج الانحدار لأثر سياسة التوزيعات النقدية على سيولة الأسهم كما يلي:

$$(SL)_{i,t} = 1.7391 + 0.2930(DIV/TAS)_{i,t} + 0.3126(DIV/NSALES)_{i,t} + 0.1274(ROA)_{i,t} - 0.1493(LEV)_{i,t} - 0.0418(GRA)_{i,t} + 0.0879(LIQ)_{i,t} + 0.2761(MTB)_{i,t} + 0.1853(F\ SIZE)_{i,t} + \epsilon_{it}$$

٤/٣/٧ نتائج اختبار الفرض الرابع:

ينص الفرض الرابع على أنه: تؤثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على العلاقة بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم.

يوضح الجدول رقم (15) نتائج تحليل الانحدار الخطى المتعدد (Multiple Regression) لأثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على العلاقة بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم، من خلال المقارنة بين نتائج النموذج البحثي الرابع والنتائج التي تم التوصل إليها بالنموذج البحثي الثالث، كما يلي:

جدول رقم (15)

نماذج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار الفرض الرابع

$(SL)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(DIV/TAS)_{i,t} + \beta_2(DIV/NSALES)_{i,t} + \beta_3(DEA-SCORE * DIV/TAS)_{i,t} + \beta_4(DEA-SCORE * DIV/NSALES)_{i,t} + \beta_5(ROA)_{i,t} + \beta_6(LEV)_{i,t} + \beta_7(GRA)_{i,t} + \beta_8(LIQ)_{i,t} + \beta_9(MTB)_{i,t} + \beta_{10}(F SIZE)_{i,t} + \epsilon_{it}$				
STOCK LIQUIDITY (SL)				المتغير التابع
العلاقة بين سياسة التوزيعات النقدية				
متغيرات النموذج الرابع (قبل إدخال متغير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين)		متغيرات النموذج الثالث (قبل إدخال متغير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين)		المتغيرات المستقلة
Prob.	Coefficient	مستوى الدلالة (Sig.)	معامل الانحدار ( $\beta$ )	
				(Costant)
0.0012	1.4571	0.0028	1.7391	DIV/TAS
0.0008	0.3058	0.0016	0.2930	DIV/NSALES
0.0036	0.3179	0.0031	0.3126	DEA-SCORE*DIV/TAS
0.0018	0.2947	-	-	DEA-SCORE*DIV/NSALES
0.0013	0.3159	-	-	ROA
0.0028	0.1073	0.0053	0.1274	LEV
0.000	-0.1351	0.000	-0.1493	GRA
0.0035	-0.0492	0.0027	-0.0418	LIQ
0.000	0.0793	0.000	0.0879	MTB
0.0047	0.2840	0.0049	0.2761	F SIZE
0.000	0.2018	0.000	0.1853	
0.7391	R	0.7218	R	
0.6903	R- Squared	0.6247	R- Squared	
0.6892	Adjusted R-squared	0.6192	Adjusted R-squared	
11.0829	F- statistic	12.3849	F- statistic	
0.000	Prob (F – statistic)	0.000	Prob (F – statistic)	
1.9076	Durbin – Watson stat	1.8921	Durbin – Watson stat	

من الجدول رقم (15) يتضح ما يلي:

- ١- أوضحت نتائج الانحدار الخطى المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (Least Squares Method) أن إضافة متغير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين (DEA-SCORE) إلى نموذج قياس العلاقة بين سياسة التوزيعات النقدية (DIVIDEND) معبراً عنها بالمقياسين (DIV/TAS & DIV/NSALES) وسيولة الأسهم (SL), قد أدى إلى تحسن القدرة التفسيرية للنموذج من (0.6247) إلى (0.6903)، كما ارتفعت قيمة معامل مقاييس سياسة التوزيعات النقدية (DIV/TAS & DIV/NSALES) من (0.2930 & 0.3126) إلى (0.3058 & 0.3179)، ويؤكد ذلك على الأثر الإيجابي لإدخال متغير القدرة الإدارية (DEA-SCORE) في نموذج العلاقة.
  - ٢- بالنسبة للمتغير الذي يعكس التفاعل بين القدرة الإدارية وسياسة التوزيعات النقدية (DEA-SCORE \* DIV/TAS & DEA-SCORE \* DIV/NSALES)، فقد بلغت قيمة مستوى الدلالة الخاص باختبار المعنوية (0.0018 & 0.0013) على التوالي وهو أقل من قيمة مستوى المعنوية (0.05)، مما يؤكد على وجود تأثير معنوي لإدخال متغير القدرة الإدارية على العلاقة بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم.
  - ٣- التحقق من الجودة الإحصائية لنموذج الانحدار المقدر من خلال:
    - معامل التحديد المعدل (Adjusted R- squared): يتضح من الجدول رقم (15) أن قيمة معامل التحديد المعدل بلغت (0.6892) وتشير هذه القيمة إلى أن المتغير المستقل في النموذج يفسر ما نسبته (68.92%) من التغير في سيولة الأسهم (SL) (المتغير التابع).
    - وفقاً للقيمة اختبار (F- statistic) المحسوبة: فقد بلغت (11.0829) بقيمة احتمالية (Sig. = 0.00)، كما بلغت القدرة التفسيرية للنموذج وفقاً لقيمة معامل التحديد (R- Square) (0.6903)، ويشير هذا على سلامة النموذج المقدر، حيث يفسر المتغير المستقل حوالي (69.03%) من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع.
  - ٤- بلغت القيمة الإحصائية لاختبار (Durbin Watson test) (1.9076)، وهي بذلك تقع ضمن نطاق المدى الملائم (1.5-2.5) ويشير ذلك إلى عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي بما يؤثر على صحة النتائج.
- مما تقدم، وبناءً على نتائج التحليل بالجدول رقم (15) يتم قبول الفرض العدم ورفض الفرض البديل الذي ينص على أنه: تؤثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على العلاقة بين سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم.

## ٨- النتائج والتوصيات والتوجهات البحثية المستقبلية:

### ١/٨ النتائج

تتمثل أهم نتائج الدراسة فيما يلي:

- تستند القدرة الإدارية على مجموعة من السمات التي يتمتع بها المديرون التنفيذيون مثل (المعرفة، الخبرات الشخصية، المهارات الإدارية، الميل إلى المخاطرة، وأسلوب الإدارة) والتي تمكنهم من فهم طبيعة بيئة الأعمال وتساعدهم على الاستخدام الكفء للموارد المتاحة، وبالتالي التأثير الإيجابي على عملية اتخاذ القرارات وتحديد السياسات المتبعة بالشركة ومنها سياسة توزيعات الأرباح، مما ينعكس على عملية التداول وسيولة الأسهم في سوق الأوراق المالية.
- تعتبر التوزيعات النقدية مؤشراً هاماً يستدل به للتعرف على مدى كفاءة الشركة في إدارة نشاطها، كما تساعد في رسم صورة ذهنية جيدة لدى المستثمرين عند تقييمهم لأداء الشركة ومستقبلها، وتشجيعهم على ضخ المزيد من الاستثمارات فيها، مما ينعكس على عملية تداول أسهم الشركة بالبورصة.
- تساهم التوزيعات النقدية في تخفيض مشاكل الوكالة الناتجة عن التدفقات النقدية الحرة، كما أنها تعد بمثابة أداة رقابية على أنشطة الشركة وأدائها المالي، يضاف إلى ذلك تحفيز المساهمين على الإحتفاظ بأسهم الشركة وعدم التصرف فيها، وكذلك الإكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة عندما تقرر زيادة رأسمالها، مما يؤثر على سيولة أسهمها في السوق .
- هناك تأثير إيجابي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على كل من سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم، حيث أن المديرين ذوي القدرات الإدارية العالية تكون لديهم معرفة أفضل بشركاتهم مقارنة بنظرائهم من المديرين الأقل قدرة، كما أنهم يساهمون في تخفيض تكاليف الوكالة الناتجة عن عدم تماثل المعلومات بين المساهمين وإدارة الشركة، من خلال تحسين المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية وتحديد السياسات المالية المتبعة بالشركة ومن بينها سياسة التوزيعات النقدية، حيث أن وجود سياسة محددة وواضحة لتوزيعات الأرباح يعتبر عنصراً رئيسياً في التخطيط الاستراتيجي لمستقبل لشركة، مما ينعكس بالإيجاب على عملية تداول الأسهم وسيولتها في سوق الأوراق المالية.
- ترتبط القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين بعلاقة موجبة وذات دلالة معنوية بسياسة التوزيعات النقدية، حيث كانت إشارة معامل الارتباط موجبة، كما كانت القيمة الاحتمالية بالنموذج الأول أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وهو ما يثبت صحة الفرض الأول، وهو ما يتفق مع دراسة



- Park, Ming, 2019, Muhammad N., & Shahzad K., 2020) و يرجع السبب في ذلك إلى أن الاهتمام بالقدرات الفنية للمديرين التنفيذيين أصبحت محدداً رئيسياً لنجاح وبقاء الشركة، لما لها من تأثير هام على نتائجها الاقتصادية كما أن المديرين ذوي القدرات الإدارية العالية يساهمون في التأثير على سياسات الشركة ومن بينها سياسة التوزيعات النقدية باعتبارها عنصراً رئيسياً في التخطيط الاستراتيجي للشركة، مما يؤثر على عملية التداول وسيولة الأسهم.
- ترتبط القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين بعلاقة موجبة وذات دلالة معنوية بسيولة الأسهم، حيث كانت إشارة معامل الارتباط موجبة، كما كانت القيمة الاحتمالية بالنموذج الثاني أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وهو ما يثبت صحة الفرض الثاني، وهو ما يتفق مع دراسة Karmani Kaur, 2016, Meifen Q., et al., 2018, Ebrahim B., et al., 2020) و يرجع السبب في ذلك إلى أن آليات حوكمة الشركات وخصائص المديرين التنفيذيين تؤثر بشكل إيجابي على تخفيض مشاكل تعارض المصالح (الوكالة) بين إدارة الشركة والمساهمين، كما أنها تساهم في تفعيل أساليب الرقابة والإشراف والمتابعة على أعمال الإدارة التنفيذية، وبالتالي التأثير الإيجابي على الاداء المالي وقيمة الشركة، وبالتالي التأثير الإيجابي على سيولة الأسهم.
  - ترتبط مؤشرات سياسة التوزيعات النقدية (DIV/TAS & DIV/NSALES) بعلاقة موجبة وذات دلالة معنوية بسيولة الأسهم، حيث كانت إشارة معامل الارتباط موجبة، كما كانت القيمة الاحتمالية بالنموذج الثالث أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وهو ما يثبت صحة الفرض الثالث، وهو ما يتفق مع دراسة (Chowdhury & Rahman, 2019)، قرابيل، ٢٠١٨، محمد، ٢٠١٧، Esqueda, 2016، الصاوي، ٢٠١٦، Urtiga & Lecave, 2015) و يرجع السبب في ذلك إلى أن توزيعات الأرباح تستخدم كإشارة لإرسال معلومات للمستثمرين عن الأداء المالي للشركة، كما أنها تساهم في تعزيز ثقة المستثمرين والمتعاملين في سوق المال من خلال تقليص فجوة عدم تماثل المعلومات وتوفير المعلومات الملائمة عن فرص النمو المستقبلي للشركة لكافة الأطراف المرتبطة بالشركة، مما يؤثر على سيولة الأسهم.
  - التفاعل بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وسياسة التوزيعات النقدية له تأثير جوهري على سيولة الأسهم، حيث كانت القيمة الاحتمالية للمتغير التفاعلي بالنموذج الرابع أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Muhammad N. & Shahzad K., 2020, Truong G. 2020, Ming, 2019, Park & Song, 2019, Meifen Q., Jeong H. & Bohyun Y., 2017, Jiang F., et al., 2017, et al., 2018) ، حيث أن الأسلوب الإداري والخبرة الشخصية للمديرين التنفيذيين مع وجود سياسة

توزيعات نقدية واضحة ومحددة يساهم في تخفيض مشاكل الوكالة وتخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات بين المساهمين والإدارة مما ينعكس بدوره على قيمة الشركة وسيولة أسهمها المتداولة بالبورصة.

- ترتبط كل من مؤشرات سياسة التوزيعات النقدية ومؤشرات سيولة الأسهم بعلاقة موجبة ذات دلالة معنوية بكل من اللوغاريتم الطبيعي لحجم الشركة (F SIZE)، معدل العائد على الأصول (ROA)، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (MTB)، سيولة الشركة (LIQ)، حيث كانت إشارة معامل الارتباط لهذه المتغيرات موجبة، ومستوى دلالتهم (Sig.) أقل من (0.05)، في حين ترتبط مؤشرات سياسة التوزيعات النقدية ومؤشرات سيولة الأسهم بعلاقة سالبة بكل من الرافعة المالية (LEV) ومعدل نمو الأصول (GRA) حيث كانت إشارة معامل الارتباط لهذين المتغيرين سالبة، ومستوى دلالتهم (Sig.) أقل من (0.05).

#### ٢/٨ توصيات الدراسة

في ضوء النتائج التي توصلت إليها كل من الدراسة النظرية والتطبيقية، يوصي الباحث بما يلي:

- توجيه الفكر المحاسبي لإجراء مزيد من الدراسات والبحوث حول الاستثمار بجمهورية مصر العربية باعتبارها أحد الاقتصاديات الناشئة من شأنها تقديم تفسيرات إضافية حول مدى تأثير الخصائص الإدارية للمديرين التنفيذيين على استراتيجيات الشركات وأدائها المالي، وكذلك القدرة على تدبير الاحتياجات التمويلية وجذب مستثمرين جدد في ضوء تحديد سياسات توزيعات نقدية واضحة ومعلنة، مما ينعكس على عملية التداول وسيولة الأسهم في السوق.
- توجيه اهتمام مجالس إدارات الشركات المساهمة المصرية لأهمية اختيار مديرين تنفيذيين من ذوي القدرات الإدارية العالية باعتبارهم أعلى سلطة بالإدارة العليا والمسؤولين أمام مجلس الإدارة عن كيفية إدارة الشركة، واستخدام مواردها المتاحة، حيث أن الأسلوب الإداري والخبرة الشخصية للمديرين التنفيذيين مع وجود سياسة توزيعات نقدية واضحة ومحددة يساهم في تخفيض مشاكل الوكالة وتخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات بين المساهمين والإدارة، فضلاً عن تخفيف حدة الأزمات المالية التي يمكن أن تتعرض لها الشركة خاصة في ظل حالة عدم التأكد للدعايات الاقتصادية بسبب جائحة فيروس كورونا المستجد، مما ينعكس بدوره على قيمة الشركة وسيولة أسهمها المتداولة بالبورصة.
- ضرورة توجيه اهتمام إدارات الشركات المساهمة المصرية بتطبيق الآليات القوية لحوكمة الشركات، تساعد في تحديد سياسات توزيعات نقدية محددة وواضحة لكافة الأطراف المرتبطة بالشركة، كما تساهم في الحد من حرية التصرف والسلوك الانتهازي للمديرين التنفيذيين وتقليل

تأثيرهم المتعمد لاختيار سياسات محاسبية معينة بغرض تحقيق منافع شخصية، خاصة في حالة وجود ثقة مفرطة لدى هؤلاء المديرين *Overconfidence*.  
■ ضرورة توجيه اهتمام إدرات الشركات المساهمة المصرية بضرورة وضع مجموعة من الضوابط والتشريعات خاصة في حالة عدم تطبيق آليات حوكمة الشركات وضعف نظام الرقابة الداخلية المطبق، بغرض مراقبة سلوك الإدارة ومنع أية تصرفات لتخزين الأخبار السيئة وتعزيز شفافية المعلومات وتحسين المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية بما فيها التوزيعات النقدية، وهو ما ينعكس على سيولة الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية.

### ٣/٨ التوجهات البحثية المستقبلية

بناءً على ما تقدم، يوصى الباحث بعدد من الموضوعات البحثية المستقبلية، والتي تحتاج إلى إلقاء الضوء عليها من جانب الباحثين وهي:

- ١- قياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على سياسة التوزيعات النقدية وخطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء تطبيق معايير التقرير المالي الدولية (IFRS): دراسة تطبيقية.
- ٢- قياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية وجودة التقرير المالي: دليل تطبيقي من البيئة المصرية.
- ٣- قياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وقيمة الشركة: دليل عملي من البيئة المصرية.

٩- المراجع:

١/٩ المراجع باللغة العربية

- ١- ابراهيم، إيهاب عبد الفتاح محمد، (٢٠١٧)، قياس تأثير القدرة الإدارية على جودة الأرباح المحاسبية في بيئة الأعمال المصرية: دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
- ٢- الحمداني، رافعة ابراهيم، وحمدون، رغد فائز، (٢٠١٩)، سياسات توزيع الأرباح وأثرها في العائد الرأسمالي للسهم: دراسة تحليلية لعينة من شركات الأعمال الصناعية المسجلة في بورصة عمان للأوراق المالية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كركوك، العراق، المجلد التاسع، العدد الثاني، ص ص ١٣٧-١٦٥.
- ٣- الصاوي، عفت أبوبكر محمد، (٢٠١٦)، أثر اختلاف هيكل ملكية الشركات على سياسة توزيعات الأرباح من منظور محاسبي: دراسة تطبيقية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد الثالث والخمسون، العدد الثاني، يوليو، ص ص ٤٩-١.
- ٤- العباسي، عبد الحميد محمد، (٢٠١٢)، تشخيص الانحدار (مشاكله وعلاجها): تطبيقات في العلوم الاجتماعية باستخدام Spss، معهد الدراسات والبحوث الإحصائية، جامعة القاهرة، بدون ناشر، ص ص ٢٠-٤٥.
- ٥- المدبولي، داليا محمد، (٢٠١٦)، أثر هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على توزيعات الأرباح النقدية من منظور محاسبي: دراسة تطبيقية على الشركات المسجلة المسجلة في البورصة المصرية، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، العدد الثاني، المجلد الثالث والخمسون، يوليو، ص ص ٢٠٧-٢٦٦.
- ٦- أمين، أسامة ربيع (٢٠١٣)، التحليل الإحصائي للمتغيرات المتعددة باستخدام برنامج Spss، كلية التجارة، جامعة المنوفية، بدون ناشر، ص ص ١٣٥-١٥٠.
- ٧- بخيت، محمد بهاء الدين محمد وآخرون، (٢٠١٩)، العوامل المالية وغير المالية المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح النقدية: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية في البورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٢ حتى ٢٠١٧، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، كلية التجارة بالاسماعيلية، جامعة قناة السويس، المجلد العاشر، العدد الثالث، ص ص ٨١٩-٨٥٨.

- ٨- حسين، علاء على أحمد، (٢٠٢٠) قياس تأثير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على نغمة الإفصاح المحاسبي وسياسة التوزيعات النقدية: دليل تطبيقي من البورصة المصرية، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد الرابع والعشرون، العدد الثاني، ص ص ٩٥٥ - ١٠٦٣.
- ٩- حمودة، أحمد عبد المنعم محمد، (٢٠١٨)، العلاقة بين حوكمة الشركات وسيولة الأسهم، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- ١٠- زغبى، زينة نبيل وآخرون، (٢٠١٨)، تأثير سياسة توزيع الأرباح على سيولة السهم، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثالث، أكتوبر، ص ص ٢٦١ - ٢٨٤.
- ١١- عبد الرحيم، أسماء ابراهيم، (٢٠٢٠)، أثر الملكية الإدارية والثقة المفرطة للمدير التنفيذي على مستوى الاحتفاظ بالنقدية فى الشركات المساهمة المصرية: دراسة اختبارية على الشركات المسجلة فى البورصة المصرية، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد الرابع، العدد الأول، يناير، ص ص ١-٤٤.
- ١٢- عفيفى، هلال عبد الفتاح السيد، (٢٠١٤)، التأثيرات المباشرة والوسيطية بين حوكمة الشركات، جودة الأرباح، وسياسة التوزيعات النقدية: دراسة اختبارية على الشركات المصرية، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، المجلد السادس والثلاثون، العدد الثاني، يوليو، ص ص ٢٨٩ - ٤٠٧.
- ١٣- على، السيد جمال محمد، (٢٠١٩)، أثر حوكمة الشركات على العلاقة بين جودة الأرباح وسيولة الأسهم فى سوق الأوراق المالية المصرى، رسالة دكتوراة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- ١٤- عمار، صفاء محمد أحمد، (٢٠١٧)، قياس أثر قواعد حوكمة الشركات وجودتها على توزيعات الأرباح النقدية بالشركات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية: دراسة تطبيقية، مجلة مركز صالح عبد الله كامل للاقتصاد الإسلامى، جامعة الأزهر، القاهرة، المجلد الواحد والعشرون، العدد الواحد والستون، أبريل، ص ص ٣١١ - ٣٧٥.
- ١٥- فتحى، أحمد حسام الدين، (٢٠١٩)، أثر درجة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على سيولة السهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة فى البورصة المصرية، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة المنصورة.

١٦ - قرابيل، سناء سليمان محمد، (٢٠١٨)، أثر جودة التقارير المالية على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المصرية، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، كلية التجارة بالاسماعيلية، جامعة قناة السويس، المجلد العاشر، العدد الثالث، ص ص ٨١٩ - ٨٥٨.

١٧ - مليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم، (٢٠١٩)، أثر القدرة الإدارية على جودة التقرير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد الثالث، العدد الثالث، سبتمبر، ص ص ٢٩٣ - ٣٧٩.

#### ٢/٩ المراجع باللغة الإنجليزية:

- 1- Abernathy, J., Kubick, T. and Masli, L. (2018). Evidence on the Relation between Managerial Ability and Financial Reporting Timeliness, *International Journal of Auditing*, (22):185-196.
- 2- Adut, D. (2019). The Role of Managerial Ability in Firm Valuation, *A Professional Development Journal for the Consulting Disciplines*, (8):12-20.
- 3- Ajay, K. (2020), Stock market liquidity, funding liquidity, financial crises and quantitatives easing, *International Review of Economics and Finance*, (70):456-478.
- 4- Akbari, F., Salehi, M. and Bagherpour, V. (2018). The Effect of Managerial Ability on Tax Avoidance by Classical and Bayesian Econometrics in Multilevel Models: Evidence of Iran, *International Journal of Emerging Markets*, 13(6):1656-1678.
- 5- Alghar, Masoud Hasani & Marfou, Mohammad (2017), "The Impact of Managerial Ability on Dividend Policy", *Journal of Empirical Research in Accounting*, Vol.6, No.3, Spring, pp.103-129.
- 6- Aliahmadi, S. (2016). The Managerial Ability and Value of Cash: Evidence from Iran, *Advances in Mathematical Finance and Applications*, 1(1):19-31.

- 
- 
- 7- Andong, W., Robert, H., Mark, R., Sijia, Z. and Andros, G. (2020). Stock liquidity and return distribution: Evidence from the London stock exchange, *Journal of Finance Research Letters*, 16(4): 1-5.
  - 8- Andreou, P., Louca, C. and Petrou, A. (2017). CEO age and stock price crash risk, *Review of Finance*, (21): 1287–1325.
  - 9- Baik, B. (2017). Managerial Ability and the Quality of Firms' Information Environment, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 33(4):506-527.
  - 10- Baker, H. and Jabbouri, I. (2017). How Moroccan Institutional Investors View Dividend Policy?, *Managerial Finance*, 43(12):1332-1347.
  - 11- Bonsall, E., Holzman, R. and Miller, P. (2017). Managerial ability and credit risk assessment, *Management Science*, (63): 1425–1449.
  - 12- Chen, Z., Gao, K. and Huang, W. (2020). Stock liquidity and excess leverage, *Journal of Finance Research Letters*, (32):1-7.
  - 13- Choi, W., Han, S., Hwan, J. and Kang, T.(2015). CEO's Operating Ability and the Association between Accruals and Future Cash Flows, *Journal of Business Finance & Accounting (JBFA)*, 42(5):619-634.
  - 14- Choi, Y., Park, K. and Kim, W. (2019). Corporate hedging and dividend policy: An empirical of Korean firms, *Finance Research Letters*:1-7.
  - 15- Demerjian, P., Lev, B., and McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests, *Management Science*, 58(7): 1229–1248.
  - 16- Demerjian, P., Lewis, M., Lev, B., and McVay, S. (2013), Managerial ability and earnings quality, *The Accounting Review*, 88(2): 463–498.

- 
- 
- 17- Ebrahim, B., Alan, J. and Hassan, T. (2020). CEOs Versus the Board: Implications of Strained Relations for Stock, *Global Finance Journal*:1- 28.
  - 18- Esqueda, O. (2016). Signaling, Corporate Governance, and the Equilibrium Dividend Policy, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59(3):186-199.
  - 19- Francis, B., Sun, X. & Wu, Q. (2015). Managerial ability and tax avoidance, Working paper Rensselaer Polytechnic Institute.
  - 20- Gan, H. (2019). Does CEO Managerial Ability Matter?. Evidence from Corporate Investment Efficiency, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, (52):1085-1118.
  - 21- Guan, J., Li, O. and Ma, J. (2018). Managerial Ability and the Shareholder Tax Sensitivity of Dividends, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(1):335-364.
  - 22- Habib, A. and Hasan, M. (2017). Managerial Ability, Investment Efficiency and Stock Price Crash Risk, *Research in International Business and Finance*, 42(1):262-274.
  - 23- Hejazi, R. (2017). Investigating the Effect of Management Ability on Dividend Policy Companies Listed in Tehran Stock, *Quarterly Journal of Management and Accounting School*, (14):67-87
  - 24- Hessian, M. (2018). The Effect of Managerial Ability on the Relation between Real Earnings Management and Future Firm's Performance: Applied Study, *Journal of Accounting and Applied Research*, 1(2):1-39.
  - 25- Huang, X. and Sun, L. (2017). Managerial Ability and Real Earnings Management, *Advances in Accounting*, (39):91-104.



- 
- 
- 26- Jeong, H. and Bohyun, Y. (2017). Stock Market Liquidity and Dividend Policy in Korean Corporation, *The Journal of Applied Business Research*, 33(4):731-743.
  - 27- Jiang, F., Ma, Y. and Shi, B. (2017). Stock liquidity and dividend payouts, *Journal of Corporate Finance*, (42):295-314.
  - 28- Jiraporn, P. (2015). The Effect of Managerial Ability on Dividend Policy: How Do Talented Managers View Dividend Payouts? *Applied Economics Letters*:1-7.
  - 29- Karen, M., Walid, S., Xindong, Z. and Yiye, L. (2020). Political institution, stock market liquidity and firm dividend policy: some international evidence, *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, (16): 1-20.
  - 30- Karmani, M. and Ajina, A. (2012). Market Stock Liquidity and Corporate Governance, 29th International Conference of the French Finance Association (AFFI), (<https://ssrn.com/abstract=2084707>)
  - 31- Kaur, M. (2016). Corporate Governance and Stock Market Liquidity, *Journal of Commerce and Accounting Research*, 5(3):22-31.
  - 32- Kazemi, K. and Ghaemi, F. (2016). A Study on relationship managerial and stock price of the listed firms on the Tehran Stock Exchang (using data envelopment analysis, *International Journal of Humanities and Cultural Studies*, (1):1380-1392.
  - 33- Khurana, Inder K. et al. (2018), "Tax Avoidance, Managerial Ability, and Investment Efficiency", *Journal of Accounting Finance and Business Studies (ABACUS)*, Vol.54, No.1, pp.1-29.
  - 34- Labhane, N. and Mahakud, J. (2016). Determinants of Dividend Policy of Indian Companies: A Panel Data Analysis, *Paradigm*, 20(1):1-20.

- 
- 
- 35- Lee, C., Wang, C., Chiu, W. (2018), Managerial Ability and Corporate Investment Opportunity, *International Review of Financial Analysis*, (57):65-76.
  - 36- Luo, Yan & Zhou, Linying (2017), “Managerial Ability, Tone of Earnings Announcements, and Market Reaction”, *Asian Review of Accounting*, Vol.25, No.4, pp.454-471.
  - 37- Ma, Z., Novoselov, K., Zhou, K. and Zhou, Y. (2019). Managerial academic experience, external monitoring and financial reporting quality, *Journal of Business Finance and Accounting*, 46(8): 843-875.
  - 38- Meca, E., Sanchez, I. (2018). Does managerial ability influence the quality of financial reporting? , *European Management Journal*, 36(1):544-577.
  - 39- Meifen, Q., Ping, S. and Bin, Y. (2018). Top managerial power and stock price efficiency: Evidence from China, *Pacific-Basin Financial Journal*, (47):20-38.
  - 40- Ming, X. (2019). Managerial Ability and Dividend Payout Policy during Global Financial Crisis: Evidence from Emerging Market of China, *Proceedings of the 2019 3rd International Conference on Management Engineering, Software Engineering and Service Sciences*, January: 174-178.
  - 41- Mohamed, B., Mohsen, S. and Anis, S. (2020). Stock extreme illiquidity and the cost of capital, *Journal of Banking and Finance*, 11(2): 1-21.
  - 42- Muhammad, N. and Shahzad, K. (2020). Does a CEO's culture affect dividend policy? , *Journal of Finance Research Letters*, 35(1): 1-10.
  - 43- Pan, R., Shi, J. and Zhu, Q. (2015). Dividend policy, corporate governance and Stock Liquidity, University of Queens land, working paper.

- 
- 
- 44- Park, S. and Song, Y. (2019). The Effect of Managerial Ability on a Firm's Dividend Policy: Evidence from Korea, *International Journal of Entrepreneurship*, 23 (1):1-15.
  - 45- Prommin, P., Jumr, S. and Jiraporn, P. (2014). The Effect of Corporate Governance on Stock Liquidity: The case of Thailand, *Journal Economics and Finance*, (32):132–142.
  - 46- Rahman, M., Rasmus N., Khan, M. and Isaac, A.(2020). Impact of Management Practices and Managerial Ability on the Financial Performance of Aquaculture Farms in Bangladesh, *Aquaculture Economics and Management*, 24(1):79-101.
  - 47- Salehi, M., Mahmoudabadi, M. and Abdibian, M. (2018). The relation between managerial entrenchment, earnings management and firm innovation, *International Journal of Productivity and Performance Management*, 67(9):2089-2107.
  - 48- Sayari, S. and Omri, A. (2017). Earnings Management, Accruals and Stock Liquidity, *Journal of Finance and Bank Management*, 5(1):17-28.
  - 49- Setiawan, D., Bandi, D., Kee, B. (2016). Ownership Structure and Dividend Policy in Indonesia, *Journal of Asia Business Studies*, 10(3):230-252.
  - 50- Singh, T., (2017). Stock Market Liquidity and Firm Performance, *American-Eurasian Journal of Scientific Research*, 12(1):37-46.
  - 51- Thanatawee, Y. (2012). Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand, *International Journal of Economics and Finance*, 5(1):121-132.
  - 52- Truong, G. (2020). Stock liquidity and dividend policy: Evidence from an imputation tax environment, *International Review of Financial Analysis*, (72):1-12.

- 
- 
- 53- Victor, B., Pedro, M. and Joaquim, S. (2020). What firm's characteristics drive the dividend policy? A mixed- method study on the Euronext stock exchange, *Journal of Business Research*, 11(5): 365-377.
- 54- Wang, W. , Lu, W., Kweh, Q. and Lee, J. (2018). Management characteristics and corporate performance of Chinese chemical companies: the moderating effect of managerial ability, *International Transactions in Operational Research*, 1(1):1-20.
- 55- Yung, K. and Chen, C. (2018). Managerial Ability and Firm Risk-Taking Behavior, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, (51):1005-1032.

---

---

**Measuring the impact of CEO's Managerial Ability on the Cash Dividends Policy and Stock Liquidity: An Emprical Study on Listed Firms in the Egyptian Stock Exchange**

*By*

**Dr. Sameh Mohamed Amin Elnagar**

Lecturer of Accounting

Faculty of Commerce – Benha University - Egypt

**Abstract**

The main objective is to measure the impact of the CEO's managerial ability on the cash dividends policy and Stock liquidity for companies listed on the Egyptian Stock Exchange, and the study relied on the (Content Analysis) approach to examine the content of the financial reports and their complementary explanations for a sample of (119) non-financial joint stock companies listed in the stock exchange During the period from (2016 to 2018) , with a total of (357) views in ordre to test four research hypotheses that reflect the interactive effect of CEO's managerial ability on the cash dividends policy and Stock liquidity, and for this‘ four models were formulated, the first to measure the impact of CEO's managerial ability on the cash dividends policy, the second to measure the impact of CEO's managerial ability on the stocks liquidity, the third to measure the impact of the cash dividends policy on the liquidity of shares, and the fourth to measure the interactive effect of CEO's managerial ability on the relationship model between the cash dividends policy and the stock liquidity.

---

---

The results of the applied study indicate that there is a positive significant effect of CEO's managerial ability on both the rate of cash distributions to shareholders to assets and the rate of cash dividends to shareholders to net sales, and The study also found a positive significant effect of CEO's managerial ability on both the stock turnover rate and the liquidity ratio, Finally, the study concluded that there was a positive significant effect of CEO's managerial ability on the model of the relationship between the cash dividends policy and the stocks liquidity.

**Key Words:**

CEO's managerial ability, cash dividends policy, rate of cash distributions to shareholders to assets, the rate of cash dividends to shareholders to net sales, stock liquidity, stock turnover rate, liquidity ratio