

أثر خصائص مجلس الإدارة على أداء الشركات الفرنسية المدرجة بمؤشر (CAC 40) خلال الفترة  
2017-2015

THE EFFECT OF THE BOARD OF DIRECTORS' CHARACTERISTICS ON THE  
PERFORMANCE OF FRENCH COMPANIES LISTED ON THE (CAC 40) INDEX DURING  
2015-2017

بوسنة حمزة\*

Received date: 14/ 06/2018, Accepted date: 28/11/2018, online publication date: 30/12/2018

المخلص

تهدف هذه الدراسة إلى فحص تأثير خصائص مجلس الإدارة على أداء الشركات الفرنسية غير المالية المدرجة ضمن مؤشر (CAC 40) خلال الفترة 2017-2015. تم قياس أداء الشركة باستخدام نوعين من المقاييس (مقاييس الأداء المستندة للمحاسبة والمستندة للبورصة). لقد أظهرت نتائج الدراسة أن نسبة المديرين المستقلين وازدواجية منصب المدير التنفيذي كان لهما تأثير سلبي على الأداء، وهو ما يتوافق مع نظرية الإشراف ونظرية الوكالة على التوالي، كما أظهرت النتائج وجود علاقة معنوية سالبة بين عدد اجتماعات مجلس الإدارة وأداء الشركات الفرنسية.

الكلمات الدالة: حوكمة شركات، مجلس إدارة، أداء شركة، CAC 40.

ABSTRACT

*This study aims to examine the impact of characteristics of the board of directors on the performance of non-financial French companies listed on the (CAC 40) index during the period 2015-2017. We estimated the firm performance using two types of measures (the accounting and market measures). The findings of the study show that the percentage of independent directors and CEO duality had a negative impact on the performance, which is consistent with the stewardship theory and agency theory respectively, the results also show that there is a significant negative relationship between the number of the board of directors' meetings and the firm performance.*

**Keyword:** Corporate Governance, Board of Directors, Firm Performance, CAC 40

**JEL Code:** G30, G39.

**Citation:** Bousenna, H. (2018). 'athar khasayis majlis al'iidarat ealaa 'ada' alsharikat alfaransiat almudrajat bimushir (CAC 40) khilal alftrat 2015-2017 [The effect of the board of directors' characteristics on the performance of French companies listed on the (CAC 40) Index during 2015-2017]. *Journal of Finance and Corporate Governance*, Vol., 2, No. 2: pp. 23 – 43. (Dec 2018); ISSN: 2602-5655.

## 1. مقدمة

لقد شغلت الأدبيات التي تناولت العلاقة بين آليات حوكمة الشركات وأداء الشركة قدرا كبيرا من الاهتمام، والدافع الأساسي وراء تلك الأدبيات يكمن في مشاكل الوكالة وتضارب المصالح خاصة بين المساهمين والإدارة، في هذا الصدد يشير (Hassan and Halbouni, 2013) إلى أن آليات الحوكمة لا تقلل فقط من إمكانية قيام كبار المدراء بتعزيز مصالحهم عن طريق استخدام عدم التماثل في المعلومات، بل تجبرهم على التصرف بطريقة تزيد من قيمة المساهمين. كما يؤكدان على أن آليات الحوكمة تقلل من تكاليف الوكالة، وتعزز من عائد الشركة على الاستثمار، فالآليات الجيدة لحوكمة الشركات تعمل على تحسين أداء الشركة، وافترضهم الأساسي هو أن الحوكمة الرشيدة ينتج عنها تخفيض تكلفة رأس المال، والحصول على استثمار أمثل، وتخصيص أفضل للموارد، ونمو أعلى، وعلاقات أفضل مع حملة الأسهم.

إن الشركات تقوم بعدة أنشطة خلال السنة، مجموع هاته الأنشطة والعمليات يؤثر على المركز المالي لها، ونتائج أعمالها وتدفعاتها النقدية، وهو ما ينعكس بالطبع على قيمة أسهمها بالبورصة، وحسب (Christensen et al., 2010) هناك مقاييس عديدة تستخدم لتقييم أداء الشركات، بعض هذه المقاييس يستند إلى المحاسبة كالمبيعات، الأرباح، معدل العائد على الأصول، معدل العائد على حقوق الملكية، ربحية السهم، ونمو الشركة... الخ، وتعتبر هاته المقاييس مقاييس تاريخية تركز على تسيير الإدارة للشركة. أما البعض الآخر فيستند إلى البورصة، ويعتبر مؤشر توبين (Q) من أهم المقاييس السوقية لتوافقه مع فرضية السوق الفعالة، فتقييم السوق لشركة ما يشمل استخدام الأصول الموجودة وإمكانيات النمو المستقبلية، كما يتضمن توقعات المستثمرين المتعلقة بالأحداث المستقبلية الخاصة بالشركة، بما في ذلك تقييم استراتيجيات الأعمال الحالية.

لقد أثبتت نتائج دراسات الحوكمة فعالية آلية مجلس الإدارة في تحسين أداء الشركة، وقد حصرت خصائص مجلس الإدارة التي يمكن أن تؤثر على الأداء تتمثل في عدد المديرين داخل مجلس الإدارة، ونسبة الأعضاء المستقلين، وعدد الاجتماعات السنوية (Gómez et al., 2017). ازدواجية مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، وجود العنصر النسوي داخل مجلس الإدارة، هذا بالإضافة إلى مدى ارتباط أعضاء مجلس الإدارة بعهدات في مجالس إدارة أخرى. من أجل فهم أكبر للموضوع وتوضيح العلاقة الموجودة بين خصائص مجلس الإدارة وأداء الشركة، سنقوم في القسم الموالي بمراجعة الأدبيات السابقة.

## 2. مراجعة الأدبيات النظرية

## 1.2 حجم مجلس الإدارة وأداء الشركة

العديد من الدراسات قامت بتوضيح العلاقة بين حجم مجلس الإدارة وأداء الشركات بطريقتين متعارضتين، في هذا الصدد يقول (Lipton and Lorsch, 1992): "إن معايير السلوك في معظم مجالس الإدارة غير فعالة"، لأن المديرين نادرا ما ينتقدون سياسات كبار المسيرين أو يجرون مناقشات صريحة حول أداء الشركة، ويعتقدان أن هذه المشاكل تزداد مع تزايد عدد المديرين، ويوصيان بتقييد حجم المجالس إلى عشرة أعضاء، مع حجم مفضل بين ثمانية وتسعة أعضاء.

في نفس السياق، يؤكد (Jensen, as cited in Yermack, 1996, p186) على وجود "تركيز كبير على التآدب والمجاملة على حساب الحقيقة والصراحة في مجالس الإدارة"، مشيرا إلى أنه عندما يتجاوز عدد أعضاء مجالس الإدارة سبعة أو ثمانية أشخاص فإن احتمالية عملها بشكل فعال تقل، كما يسهل على الرئيس التنفيذي السيطرة عليها، وذلك بسبب مشاكل التنسيق وحل المشكلات التي تغطي على المزايا الناتجة عن زيادة مشاركة الأعضاء داخل المجلس.

لقد تعددت الدراسات التي أكدت وجود تأثير سلبي لحجم مجلس الإدارة على أداء الشركة، ففي دراسة تمت على الشركات الأمريكية توصل (Yermack, 1996) إلى أن حجم مجلس الإدارة أثر سلبا على قيمة الشركات الأمريكية. في نفس السياق، توصلت دراسة (Mashayekhi and Bazaz, 2008) التي تمت على عينة من الشركات الإيرانية المدرجة بالبورصة إلى أن كبر حجم مجلس الإدارة خفض من أداء الشركات الإيرانية. أما دراسة (Hassan and Halbouni, 2013) التي تمت على عينة من الشركات الإماراتية المدرجة بالبورصة خلال الفترة (2008)، فقد توصلت إلى أن حجم مجلس الإدارة أثر سلبا على الأداء المالي للشركات الإماراتية. وفي دراسة تمت على الشركات الأمريكية المدرجة بمؤشر (NASDAQ-100) توصل أيضا (Rutledge et al., 2016) إلى أن حجم مجلس الإدارة أثر سلبا على أداء الشركات الأمريكية. كما توصلت دراسة (Al-Daoud et al., 2016) إلى وجود تأثير معنوي سالب لحجم مجلس الإدارة على أداء الشركات الأردنية. دليل آخر من الشركات الباكستانية، حيث توصلت دراسة (Khan et al., 2017) إلى أن الشركات الباكستانية التي تتضمن مجالس إدارة صغيرة الحجم تتميز بأداء أفضل، وهي نفس نتيجة دراسة (Rizwan et al., 2016) التي توصلت إلى وجود تأثير سالب لحجم مجلس الإدارة على الأداء المالي للشركات الباكستانية المدرجة ببورصة كراتشي. أما دراسة (Makhlouf et al., 2017) فقد توصلت إلى وجود تأثير سالب لحجم المجلس على أداء الشركات الأردنية. كما توصلت أيضا دراسة (Gómez et al., 2017) إلى أن حجم مجلس الإدارة أثر سلبا على أداء الشركات الكولومبية.

في سياق مختلف، العديد من الدراسات أثبتت وجود تأثير إيجابي لحجم مجلس الإدارة على أداء الشركة، نظرا لأن كبر حجم مجالس الإدارة يسمح لها بتجميع قدرة فكرية أكبر، وبالتالي تحسين عملية اتخاذ القرارات الاستراتيجية، والتي بدورها تؤثر على نتائج الشركة، كما أن هناك أدلة على أن مجالس الإدارة كبيرة الحجم يمكن أن تقلل من سيطرة الإدارة، وتحسن من قدرة الشركة على

إنشاء روابط خارجية وشراء الموارد، وتوفير المزيد من المستشارين المؤهلين (Gómez et al., 2017).

هناك العديد من الأدلة التجريبية التي أكدت وجود تأثير إيجابي لحجم مجلس الإدارة على الأداء، ففي دراسة تمت على الشركات النيجيرية أشارت (Sanda et al., 2010) إلى أن كبر حجم مجلس الإدارة حسن من قيمة الشركة في البورصة، كما توصلت دراسة (Andreou et al., 2014) التي تمت على الشركات البحرية خلال الفترة (1999-2010) إلى أن كبر حجم مجلس الإدارة ساهم في تحسين تقييم الشركات في البورصة. في نفس السياق، توصلت دراسة (Awan and Jamali, 2016) التي تمت على عينة من الشركات الباكستانية المدرجة إلى أن كبر حجم مجلس الإدارة حسن من الأداء المالي للشركات الباكستانية. كما توصلت دراسة (Rizwan et al., 2016) إلى أن البورصة تنظر لكبر حجم مجلس إدارة الشركات الباكستانية بشكل إيجابي وهو ما ينعكس على قيمتها السوقية. دراسة أخرى لـ (Villanueva-Villar et al., 2016) توصلت إلى قدرة حجم مجلس الإدارة على تحسين أداء الشركات الإسبانية خلال فترة الأزمة (2009-2012). دليل آخر، حيث توصلت دراسة (Ahmadi and Bouri, 2017) إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين حجم مجلس الإدارة وأداء الشركات الفرنسية.

في اتجاه آخر، هناك دراسات أخرى كدراسة (Bayrakdaroglu et al., 2012) توصلت إلى عدم وجود تأثير لحجم مجلس الإدارة على أداء الشركة.

## 2.2 استقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركة

تشير الأدلة التجريبية إلى أن أعضاء مجلس الإدارة المستقلين يساهمون بخبراتهم ونزاهة أحكامهم، وهو ما يساعد على التقليل من تجذر الإدارة، فأعضاء مجلس الإدارة المستقلين يوفرون آراء محايدة حول المشاريع التي تم تقييمها من طرف الشركة، أو في الاستحواذ على شركات أخرى، أو في تقييم العلاقات التجارية بين الشركات، كما يمكن للأعضاء المستقلين منع مساهمي الأغلبية من المصادرة المباشرة لموارد الشركة من خلال القيام بالتعويضات المفرطة، وتوزيعات الأرباح الخاصة أو الامتيازات غير المبررة (Gómez et al., 2017).

من منظور نظرية الوكالة، أنشطة مجلس الإدارة الإشرافية تتحسن عندما يسيطر أعضاء مستقلون على مجلس الإدارة، حيث يمارسون وظيفتهم الرقابية بشكل أكثر كفاءة لكونهم أقل عرضة لتضارب المصالح، وتتمثل مساهمتهم الرئيسية في الإشراف على الأنشطة التشغيلية وحماية أصول الشركة، وذلك لضمان استمرارية ونجاح الشركة، من جهة أخرى، الموضوعية ونزاهة الحكم والكفاءات المهنية تسمح لهم بالتوسط في النزاعات بين مساهمي الأغلبية والأقلية، لذا من المتوقع أن تؤدي مشاركة الأعضاء المستقلين في المجلس إلى تحسين أداء الشركة (Gómez et al., 2017).

هناك العديد من الأدلة التجريبية التي أكدت وجود تأثير إيجابي لاستقلالية مجلس الإدارة على أداء الشركة، حيث توصلت دراسة (Zhao, 2003) إلى أن استقلالية مجلس الإدارة حسنت من أداء الشركات الصينية. كما أشارت نتائج دراسة (Mashayekhi and Bazaz, 2008) إلى أن وجود

مديرين غير تنفيذيين داخل مجلس الإدارة يقوي أداء الشركات الإيرانية. نفس النتيجة توصلت إليها دراسة (Jackling and Johl, 2009) حيث أكدت نتائجها أن ارتفاع استقلالية مجلس الإدارة حسن من أداء الشركات الهندية. في نفس السياق، توصلت دراسة (Shan and McIver, 2011) إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين استقلالية مجلس الإدارة والأداء المالي للشركات الصينية كبيرة الحجم، وفسر الباحثان هاته النتيجة بأن المديرين المستقلين في الشركات الكبرى يميلون إلى ضمان قيامهم بواجباتهم وفقا لمتطلبات القوانين الحكومية وقانون الشركة لأنهم يخضعون لمزيد من التدقيق العام والضغوطات للقيام بذلك. كما أشارت نتائج دراسة (Rutledge *et al.*, 2016) إلى وجود تأثير موجب لاستقلالية مجلس الإدارة في تحسين أداء الشركات الأمريكية. أما نتائج دراسة (Villanueva- Villar *et al.*, 2016) فقد أشارت إلى أن ارتفاع عدد المديرين المستقلين داخل مجلس الإدارة حسن من أداء الشركات الإسبانية خلال فترة الأزمة (2009-2012). كما أشارت نتائج دراستي (Rizwan *et al.*, 2016) و (Khan *et al.*, 2017) إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين استقلالية مجلس الإدارة والقيمة السوقية للشركات الباكستانية. كما أكدت نتائج دراسة (Ahmadi and Bouri, 2017) أن ارتفاع عدد الأعضاء المستقلين داخل مجلس الإدارة حسن من أداء الشركات الفرنسية. كما أشارت دراسة (Makhlouf *et al.*, 2017) إلى أن ارتفاع استقلالية مجلس الإدارة حسن من أداء الشركات الأردنية.

في سياق آخر، ترى نظرية الإشراف أن المديرين الداخليين (التنفيذيين) يزيدون من فائدتهم لتحقيق الأهداف التنظيمية للشركة أكثر منها لتحقيق أهدافهم الذاتية، والمعرفة العالية لهم تعمل على تحسين عملية صنع القرار، فحسب (Fama and Jensen as cited in Christensen *et al.*, 2010) يستطيع المدراء الداخليون الوصول إلى معلومات محددة عن الشركة، كما يتوقع أن تكون لديهم معرفة أكبر مقارنة بالمدراء المستقلين فيما يخص خصائص شركاتهم، وهو ما يسمح بصنع القرار بشكل أفضل، لذا من المتوقع أن ترتبط مجالس الإدارة ذات الاستقلالية المنخفضة بأداء أعلى.

هناك العديد من الدراسات التي أكدت وجهة نظر نظرية الإشراف حول قدرة المديرين التنفيذيين في تحسين أداء الشركة مقارنة بالمديرين المستقلين، من بينها دراسة (Christensen *et al.*, 2010)، التي أشارت نتائجها إلى أن وجود مديرين مستقلين أثر سلبا على أداء الشركات الأسترالية خلال الفترة (2004). كما أشارت نتائج دراسة (Shan and McIver, 2011) إلى أن زيادة نسبة الأعضاء غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة أثر سلبا على الأداء المالي للشركات الصينية.

في اتجاه آخر، هناك العديد من الدراسات التي لم تستطع تأكيد سواء وجهة نظر نظرية الوكالة أو نظرية الإشراف، حيث توصلت هاته الدراسات إلى عدم وجود علاقة معنوية بين استقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركة، من بينها دراسة (Sanda *et al.*, 2010) التي توصلت إلى عدم وجود تأثير معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة على أداء الشركات النيجيرية. كما توصلت دراسة (Goh *et al.*, 2014) التي تمت على عينة من الشركات العائلية الماليزية المدرجة ببورصة ماليزيا خلال الفترة (2003-2006) إلى عدم وجود تأثير معنوي لاستقلالية مجلس الإدارة على أداء الشركات العائلية

المالية. نفس النتيجة توصلت إليها دراسة (Dian, 2014) التي أشارت نتائجها إلى عدم وجود تأثير معنوي لنسبة المديرين غير التنفيذيين على أداء الشركات الصينية خلال الفترة (1997-2007). في نفس السياق، توصلت أيضا دراسة (Andreou *et al.*, 2014) إلى أن استقلالية مجلس الإدارة ليس له أي تأثير على الأداء الشركات البحرية. كما أشارت أيضا نتائج دراسة (Gómez *et al.*, 2017) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين نسبة استقلالية أعضاء مجلس الإدارة وأداء الشركات الكولومبية.

### 3.2 عدد اجتماعات المجلس وأداء الشركة

لقد أظهرت الدراسات السابقة حول العلاقة بين عدد اجتماعات مجلس الإدارة وأداء الشركة نتائج متفاوتة، حيث أشارت بعض الدراسات إلى أن عدد اجتماعات مجلس الإدارة السنوية ترتبط عكسيا بقيمة الشركة (Jyoti, 2017).

في نفي السياق، أشار (Gómez *et al.*, 2017) إلى أن زيادة عدد الاجتماعات سيؤدي على الأرجح إلى زيادة أداء الشركة وتوقعها، إذ يمكن اعتبار اجتماعات المجلس مقياسا للكفاءة أو فعالية الإشراف وهو ما يؤثر على نتائج الشركة، ومن منظور نظرية الإشراف مجلس الإدارة عبارة عن مجموعة الأفراد المؤهلين تساعد المديرين على تحسين عمليات اتخاذ القرار، من خلال خبراتهم وكفاءاتهم ومناهجهم المختلفة التي تساهم في إثراء النقاش خلال اجتماعات مجلس الإدارة، لذا يعتقد أن تكون اجتماعات مجلس الإدارة موردا مهما يمكن أن يؤثر تواترها على الأداء الاقتصادي للشركة، على العكس من ذلك، ارتفاع وتيرة اجتماعات مجلس الإدارة قد يكون نتيجة لضعف أداء المجلس، وهو ما يؤثر سلبا على أداء الشركة.

دراسات قليلة تلك التي فحصت العلاقة بين نشاط مجلس الإدارة وأداء الشركة، من بينها دراسة (Vafeas, 1999) التي أشارت نتائجها إلى أن ارتفاع عدد اجتماعات مجلس الإدارة أثر سلبا على أداء الشركات الأمريكية. نفس النتيجة توصلت إليها دراسة (Villanueva-Villar *et al.*, 2016)، حيث أشارت نتائجها إلى أن زيادة عدد اجتماعات مجلس الإدارة خفض من قيمة الشركات الإسبانية بالبورصة، فكثرة الاجتماعات دليل على وجود مشاكل تشغيلية داخل الشركة. على العكس من ذلك، أشارت دراسة (Al-Daoud *et al.*, 2016) إلى وجود تأثير معنوي موجب لعدد اجتماعات مجلس الإدارة على أداء الشركات الأردنية، إذ أن تواتر الاجتماعات يجعل مجلس الإدارة يستجيب للمشاكل التي تواجه الشركة بشكل دوري، وهو ما يؤدي إلى تحسين أداء الشركة.

من جهة أخرى، العديد من الدراسات (Jackling and Johl, 2009; Aryani *et al.*, 2017; Makhlof *et al.*, 2017; Jyoti, 2017; Gómez *et al.*, 2017) توصلت إلى عدم وجود علاقة معنوية بين نشاط مجلس الإدارة وأداء الشركة.

### 4.2 ازدواجية منصبى المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة وأداء الشركة

تشير الازدواجية (CEO duality) إلى أن نفس الشخص يشغل منصبى المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة. هناك وجهتي نظر حول العلاقة بين الازدواجية وأداء الشركة، حيث تؤكد نظرية الوكالة أن الفصل بين الدورين يمثل عاملا حاسما في استقلال مجلس الإدارة وفعاليتها، على العكس

من ذلك، تفترض نظرية الإشراف أن الشركات ذات البنية القيادية الموحدة تعمل بشكل أكثر كفاءة من خلال التنسيق الأفضل والقيادة الحكيمة، وبالتالي التعامل بشكل أكثر فعالية مع التحديات الإستراتيجية التي تواجه الشركة (Ahmadi and Bouri, 2017). إضافة لذلك، تسهل ازدواجية الأداء المتفوق من خلال تركيز القوة والسلطة في يد شخص واحد، مما يقلل من حالة عدم اليقين فيما يتعلق بهوية الشخص المسؤول عن اتخاذ القرارات (Christensen *et al.*, 2010).

هناك العديد من الدراسات أكدت وجهة نظر نظرية الوكالة حول العلاقة بين ازدواجية منصب المدير التنفيذي وأداء الشركة. حيث توصلت دراسة (Rechner and Dalton, 1991) إلى أن أداء الشركات الأمريكية التي تتميز مجالس إدارتها بعدم ازدواجية منصب المدير التنفيذي فاق أداء الشركات الأخرى التي تتميز بالازدواجية. أما دراسة (Zhao, 2003) فقد أشارت نتائجها إلى أن الفصل بين وظائف المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة حسن من أداء الشركات الصينية. في نفس الإطار، توصلت دراسة (Balatbat *et al.*, 2004) إلى أن الفصل بين مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة حسن من الأداء التشغيلي للشركات الأسترالية خلال الفترة (1976-1993). كما أشارت دراسة (Sanda *et al.*, 2010) إلى أن الفصل بين مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة حسن من الأداء المالي للشركات النيجيرية. كما توصلت دراسة (Doğan *et al.*, 2013) إلى أن ازدواجية منصب المدير التنفيذي أثرت سلباً على أداء الشركات التركية. كما أشارت دراسة (Rutledge *et al.*, 2016) إلى وجود تأثير سلبي لازدواجية منصب المدير التنفيذي على أداء الشركات الأمريكية.

من جهة أخرى، دراسات عديدة أكدت وجهة نظر نظرية الإشراف حول العلاقة بين الازدواجية وأداء الشركة، حيث أشارت نتائج دراسة (Bayrakdaroglu *et al.*, 2012) إلى أن ازدواجية منصب المدير التنفيذي حسنت بشكل كبير أداء الشركات التركية. أما دراسة (Guillet *et al.*, 2013) فقد توصلت إلى أن الازدواجية ساهمت في تحسين أداء الشركات الأمريكية التي تنشط في قطاع المطاعم خلال الفترة (1992-2008). كما أشارت نتائج دراسة (Mohammadi *et al.*, 2015) إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين ازدواجية منصب المدير التنفيذي وأداء الشركات السويدية خلال الفترة (2005-2009). في نفس الإطار، توصلت دراسة (Manafi *et al.*, 2015) إلى أن ازدواجية منصب المدير التنفيذي حسنت من أداء الشركات الإيرانية. كما أشارت دراسة (Ahmadi and Bouri, 2017) إلى وجود تأثير موجب لازدواجية منصب المدير التنفيذي على أداء الشركات الفرنسية.

من جانب آخر، دراسات عديدة كدراسة كل من (Mashayekhi and Bazaz, 2008; Jackling and Johl, 2009; Goh *et al.*, 2014; Dian, 2014; Andreou *et al.*, 2014; Villanueva-Villar *et al.*, 2016; Khan *et al.*, 2017; Makhlouf *et al.*, 2017) لم تتوصل إلى وجود أي علاقة بين ازدواجية منصب المدير التنفيذي وأداء الشركة.

إضافة لما سبق، توصلت دراسة (Boyd, 1995) إلى أن اتجاه وحجم العلاقة بين الازدواجية والأداء يختلف بشكل منهجي عبر الأبعاد المختلفة (وفرة الموارد، تقلبات الصناعة، درجة التعقيد)، فحسب الدراسة الازدواجية مفيدة في ظل ظروف ندرة الموارد أو الدرجة العالية من التعقيد التي تتميز بها الصناعة. كما توصلت دراسة (Baliga et al., 1996) إلى أن السوق المالية غير مبالية بالتغييرات الحاصلة في هيكل مجلس إدارة الشركات الأمريكية خلال الفترة (1980-1991)، كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود فروقات جوهرية في الأداء على المدى الطويل بين الشركات التي تتميز بازدواجية منصب المدير التنفيذي والشركات التي لا تتميز بالازدواجية.

من جهة أخرى، توصلت دراسة (Lam and Lee, 2008) إلى أن العلاقة بين ازدواجية منصب المدير التنفيذي وأداء الشركات الصينية تتأثر بالملكية العائلية، فالازدواجية لها تأثير إيجابي على الأداء بالنسبة للشركات غير العائلية، في حين أن الفصل بين مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة له تأثير إيجابي على الأداء بالنسبة للشركات التي تتميز بالملكية العائلية المرتفعة.

من خلال ما سبق، يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية للدراسة كما يلي:

**ما مدى وجود تأثير لخصائص مجلس الإدارة على أداء الشركات المدرجة بمؤشر (CAC 40) ؟**

من أجل الإجابة على إشكالية الدراسة، تم صياغة الفرضيات الآتية:

- الفرضية الفرعية الأولى (H<sub>1</sub>): هناك علاقة معنوية موجبة بين حجم مجلس الإدارة وأداء الشركات المدرجة بمؤشر (CAC 40).
- الفرضية الفرعية الثانية (H<sub>2</sub>): هناك علاقة معنوية سالبة بين استقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركات المدرجة بمؤشر (CAC 40).
- الفرضية الفرعية الثالثة (H<sub>3</sub>): هناك علاقة معنوية موجبة بين نشاط مجلس الإدارة وأداء الشركات المدرجة بمؤشر (CAC 40).
- الفرضية الفرعية الرابعة (H<sub>4</sub>): هناك علاقة معنوية سالبة بين ازدواجية منصب المدير التنفيذي وأداء الشركات المدرجة بمؤشر (CAC 40).

### 3. منهجية الدراسة

#### 1.3 عينة الدراسة وجمع البيانات

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات الفرنسية المدرجة بالبورصة ضمن مؤشر (CAC 40)، أما عينة الدراسة فتمثل في الشركات الفرنسية غير المالية المسجلة ضمن المؤشر السابق، وقد غطت الدراسة فترة ثلاث سنوات فقط من نشاط هذه الشركات ما بين 2015 و 2017، وتشتمل البيانات اللازمة لإعداد الدراسة التطبيقية على قائمة الميزانية الموحدة، قائمة حسابات النتائج الموحدة، بالإضافة إلى تقارير حوكمة الشركات، وقد تم الحصول على هذه المعلومات بالرجوع إلى الوثائق المرجعية للشركات التي تم تحميلها من المواقع الرسمية لشركات العينة.

الملحق (01) يوضح الشركات المعنية بالدراسة.

**2.3 قياس متغيرات الدراسة****1.2.3 قياس أداء الشركة**

اقتداء بالدراسات السابقة كدراسة ( Khan *et al.*, 2017; Shan and McIver, 2011; Villanueva-Villar *et al.*, 2016; Ahmadi and Bouri, 2017; Al-Daoud *et al.*, 2016; Aryani *et al.*, 2017; Awan and Jamali, 2016; Hassan and Halbouni, 2013; Jackling and Johl, 2009; Makhlouf *et al.*, 2017; Rechner and Dalton, 1991; Rizwan *et al.*, 2016; Rutledge *et al.*, 2016; Sanda *et al.*, 2010; Dian, 2014; Zhao, 2003)، تم قياس الأداء المالي بنوعين من المقاييس، النوع الأول هي المقاييس المستندة إلى المحاسبية، والمتمثلة في معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حقوق الملكية، والنوع الثاني هي المقاييس المستندة إلى السوق والمتمثلة في مؤشر توبين (Q).

يمكن توضيح طريقة حساب كل مقياس أداء كما يلي:

معدل العائد على الأصول = النتيجة الصافية / مجموع أصول الشركة في نهاية السنة.

معدل العائد على حقوق الملكية = النتيجة الصافية / مجموع حقوق الملكية في نهاية السنة.

توبين (Q) = (القيمة السوقية لحقوق الملكية + القيمة الدفترية للالتزامات) / القيمة الدفترية لأصول الشركة في نهاية السنة.

**2.2.3 قياس خصائص مجلس الإدارة**

اقتداء بدراسة كل من ( Khan *et al.*, 2017; Aryani *et al.*, 2017; Vafeas, 1999; Ahmadi and Bouri, 2017; Rutledge *et al.*, 2016; Rizwan *et al.*, 2016; Gómez *et al.*, 2017; Jackling and Johl, 2009; Makhlouf *et al.*, 2017; Al-Daoud *et al.*, 2016; Hassan and Halbouni, 2010; Andreou *et al.*, 2014; Christensen *et al.*, 2013)، يمكن توضيح طريقة حساب كل متغير من خصائص مجلس الإدارة فيما يلي:

- حجم المجلس (BSize): العدد الإجمالي لأعضاء مجلس الإدارة في نهاية السنة.

- استقلالية المجلس (BInd): نسبة المديرين المستقلين إلى العدد الإجمالي لأعضاء مجلس الإدارة في نهاية السنة.

- نشاط المجلس (BAct): عدد الاجتماعات المنعقدة سنوياً من طرف مجلس الإدارة.

- ازدواجية منصب المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة (BDual): متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان رئيس مجلس الإدارة هو نفسه المدير التنفيذي للشركة، والقيمة (0) خلاف ذلك.

**3.2.3 قياس المتغيرات الضابطة**

يمكن توضيح المتغيرات الضابطة وكيفية حسابها فيما يلي:

- حجم الشركة (FSize): اللوغاريتم الطبيعي لصافي أصول الشركة في نهاية السنة.

- مديونية الشركة (FLev): مجموع الديون المالية على مجموع أصول الشركة في نهاية السنة.

- نمو الشركة (FSales): الفرق بين رقم الأعمال في السنة الحالية ورقم الأعمال في السنة السابقة وقسمته على رقم الأعمال في السنة السابقة.

**3.3 نموذج الدراسة**

يمكن توضيح النماذج المعبرة عن العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة ومقاييس الأداء المختلفة في المعادلات التالية:

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 BSize_{it} + \beta_2 BInd_{it} + \beta_3 BAct_{it} + \beta_4 BDual_{it} + \beta_5 FSize_{it} + \beta_6 FLev_{it} + \beta_7 FSales_{it} + \beta_{8-16} SectorDummies_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (1)$$

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \beta_1 BSize_{it} + \beta_2 BInd_{it} + \beta_3 BAct_{it} + \beta_4 BDual_{it} + \beta_5 FSize_{it} + \beta_6 FLev_{it} + \beta_7 FSales_{it} + \beta_{8-16} SectorDummies_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (2)$$

$$TobinQ_{it} = \alpha_0 + \beta_1 BSize_{it} + \beta_2 BInd_{it} + \beta_3 BAct_{it} + \beta_4 BDual_{it} + \beta_5 FSize_{it} + \beta_6 FLev_{it} + \beta_7 FSales_{it} + \beta_{8-16} SectorDummies_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (3)$$

حيث أن:

$\alpha_0$ : قيمة الثابت، وتعبر عن أداء الشركة في ظل عدم وجود أي تأثير لخصائص مجلس الإدارة والمتغيرات الضابطة.

$\varepsilon_{it}$ : مقدار الخطأ العشوائي.

$i$ : الشركة.

$t$ : السنوات 2015، 2016، 2017.

من أجل تحسين القوة التفسيرية للنماذج واقتداء بدراسة ( Vafeas, 1999; Ahmadi and Bouri, 2017; Gómez et al., 2017; Jackling and Johl, 2009; Makhlouf et al., 2013; Hassan and Halbouni, 2013; Al-Daoud et al., 2016)، تم تضمين النماذج بمتغير جديد يخص قطاع نشاط الشركة (*SectorDummies*) وهو متغير وهمي يأخذ أحد القيمتين (0 أو 1)، والهدف من إدخاله هو تبيان الاختلاف الموجود في الأداء بين شركات القطاعات المختلفة. من أجل تحليل العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة ومقاييس الأداء المختلفة سيتم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، كما سيتم الاستعانة بالبرنامجين الإحصائيين (SPSS.20) و (EViews.9) من أجل تحليل بيانات الدراسة.

**4. النتائج ومناقشتها****1.4 الإحصاء الوصفي**

الجدول رقم (01) يظهر لنا الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة التابعة والمستقلة، وفيما يلي وصف لمتغيرات الدراسة:

- معدل العائد على الأصول للشركات الفرنسية المدروسة كان محصوراً بين 3% و 15%، في حين كان المتوسط 4%، ومعناه أن كل (01) أورو مستثمر في الأصول يحقق للشركة صافي ربح قدره (0.04) أورو.

- معدل العائد على حقوق الملكية للشركات الفرنسية المدروسة كان محصوراً بين 9% و 46%، في حين كان المتوسط 12%، ومعناه أن كل (01) أورو مستثمر من طرف الملاك يحقق لهم صافي ربح قدره (0.12) أورو.

- مؤشر توبين (Q) للشركات الفرنسية المدروسة كان محصورا بين 0.92 و3.23، في حين كان المتوسط تقريبا 1.50، ومعناه أن القيمة السوقية للشركات الفرنسية تتجاوز قيمتها الدفترية.
- حجم مجلس الإدارة للشركات الفرنسية المدروسة كان محصورا بين 9 و19 عضوا، في حين كان المتوسط تقريبا 14 عضوا.
- نسبة استقلالية مجالس إدارة الشركات الفرنسية المدروسة كان محصورا بين 36 % و100 %، في حين كان المتوسط 68 %.
- عدد اجتماعات مجالس إدارة الشركات الفرنسية المدروسة كان محصورا بين 4 و22 اجتماع، في حين كان المتوسط تقريبا 8 اجتماعات سنويا.
- نسبة الشركات التي تتميز مجالس إدارتها بازواجية مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة كانت 66 %.

#### الجدول رقم (01): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات الضابطة		المتغيرات المستقلة :- خصائص مجلس الإدارة						المتغير التابع :- أداء الشركة		
FSales	FLev	FSize	BDual	BAct	BInd	BSize	TobinQ	ROE	ROA	
0.05	0.22	24.33	0.66	8.44	0.68	13.99	1.49	0.12	0.04	المتوسط
0.05	0.20	24.33	1.00	8.00	0.67	14.00	1.39	0.12	0.04	الوسيط
0.13	0.10	0.77	0.48	3.04	0.15	2.51	0.50	0.08	0.03	الانحراف المعياري
-0.75	0.02	22.78	0.00	4.00	0.36	9.00	0.92	-	-	أقل قيمة
0.32	0.47	26.03	1.00	22.00	1.00	19.00	3.23	0.09	0.15	أعلى قيمة

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج (SPSS)

#### 2.4 مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

نلاحظ من الجدول رقم (02) ما يلي:

- عدم وجود أي ارتباط معنوي بين حجم مجلس الإدارة، استقلاليته، ازدواجية منصب المدير التنفيذي وأداء الشركات الفرنسية معبرا عنه بمعدل العائد على الأصول، في حين نلاحظ وجود ارتباط معنوي سالب بين عدد اجتماعات مجلس الإدارة ومعدل العائد على الأصول، فارتفاع عدد اجتماعات مجلس الإدارة يقابله انخفاض في أداء الشركات الفرنسية.
- عدم وجود أي ارتباط معنوي بين حجم مجلس الإدارة، واستقلاليته، وعدد اجتماعاته وأداء الشركات الفرنسية معبرا عنه بمعدل العائد على حقوق الملكية، في حين نلاحظ وجود ارتباط معنوي سالب بين ازدواجية مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة ومعدل العائد على حقوق الملكية، وتفسير ذلك أن تولي المدير التنفيذي لمنصب رئيس مجلس الإدارة سيضعف من

الوظيفة الرقابية للمجلس، وهو ما سيؤثر سلباً على الأداء. هذه النتيجة تتوافق مع وجهة نظر نظرية الوكالة.

- عدم وجود أي ارتباط معنوي بين حجم مجلس الإدارة، واستقلاليته، وازدواجية منصب المدير التنفيذي وأداء الشركات الفرنسية معبراً عنه بمؤشر السوق توبين (Q)، في حين نلاحظ وجود ارتباط معنوي سالب بين عدد اجتماعات مجلس الإدارة ومؤشر السوق توبين (Q)، وتفسير ذلك أن السوق ترى في الاجتماعات المتكررة للمجلس كمؤشر على عدم فعاليته في الاضطلاع بمسؤولياته، أو أن هناك مشاكل تشغيلية محتملة تواجهها الشركة تتطلب اهتماماً متزايداً من طرف مجلس الإدارة، وهو ما يؤثر على قيمة الشركة في البورصة.

الجدول رقم (02): مصفوفة الارتباط لـ (بيرسن)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	VIFs
1 ROA	1.00										-
2 ROE	.64**	1.00									-
3 TobinQ	.71**	.35**	1.00								-
4 BSize	-0.13	-0.08	-0.18	1.00							1.51
5 BInd	-0.19	0.00	-0.21	-.30**	1.00						1.40
6 BAct	-.26*	-0.11	-.28**	0.07	0.20	1.00					1.06
7 BDual	0.01	-.24*	0.15	.23*	-0.19	-0.04	1.00				1.20
8 FSize	-.36**	-0.10	-.43**	.31**	0.21	0.06	-0.11	1.00			1.31
9 FLev	-.31**	-.27*	-.31**	.27*	0.15	0.06	.26*	0.17	1.00		1.24
10 FSales	0.13	0.11	0.11	0.01	0.06	0.01	-0.09	-0.11	-0.07	1.00	1.04

\*. ارتباط معنوي عند مستوى 0.05 (2-tailed)

\*\* . ارتباط معنوي عند مستوى 0.01 (2-tailed)

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج (SPSS)

يتطلب تطبيق طريقة المربعات الصغرى العادية توافر العديد من الشروط، يمكن حصرها فيما يلي:

1- عدم وجود مشكلة التداخل الخطي (Multicollinearity): من خلال الجدول رقم (2) نلاحظ أن جميع معاملات الارتباط بين المتغيرات التفسيرية كانت أقل من القيمة (0.8)، حيث كانت أعلى قيمة (0.31) وتمثل معامل الارتباط بين حجم الشركة وحجم مجلس الإدارة. من جهة أخرى، نلاحظ أن جميع قيم معامل تضخم التباين كانت أقل من القيمة (10)، وعليه يمكن الحكم على عدم وجود مشكلة ازدواج خطي بين المتغيرات التفسيرية.

2- عدم وجود ارتباط ذاتي للبواقي: نلاحظ من نتائج اختبار (Breusch-Godfrey LM) الموضحة في الجدول رقم (03) أن جميع نماذج الدراسة تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي، نظراً لأن (Prob. Chi-Square) الخاصة بالاختبار كانت أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وللتخلص من هذه المشكلة سنقوم باستخدام نموذج (1) ar.

**الجدول رقم (03): نتائج اختبار (Breusch-Godfrey LM)**

النموذج	Obs*R-squared	Prob. Chi-Square(2)
ROA	7.35	0.03
ROE	8.51	0.01
TobinQ	21.77	0.00

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج (EViews)

3- تجانس التباين (Homoscedasticity): نلاحظ من نتائج اختبار (White) الموضحة في الجدول رقم (04) أن نماذج الدراسة تتميز بثبات تباين الخطأ العشوائي باستثناء النموذج الخاص بمؤشر توبين (Q)، حيث كانت قيمة (Prob. Chi-Square) الخاصة بالاختبار أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وللتخلص من هذه المشكلة سنقوم بتصحيح الأخطاء المعيارية بتشغيل (White's (robust standard errors).

**الجدول رقم (04): نتائج اختبار (White)**

النموذج	Obs*R-squared	Prob. Chi-Square(15)
ROA	15.97	0.38
ROE	17.62	0.28
TobinQ	35.05	0.00

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج (EViews)

**3.4 نتائج نماذج الانحدار ومناقشتها****1.3.4 أثر خصائص مجلس الإدارة على معدل العائد على الأصول (النموذج 1)**

الجدول رقم (05) يوضح أثر خصائص مجلس الإدارة على معدل العائد على الأصول للشركات الفرنسية، حيث كان معامل التحديد المعدل ( $Adj-R^2 = 0.3932$ )، ومعناه أن خصائص مجلس الإدارة والمتغيرات الضابطة تفسر 39.32% من التغير الحاصل في معدل العائد على الأصول، أما 60.68% المتبقية فهي نتيجة لمتغيرات أخرى. كما أن النموذج كان معنويا وهذا ما تؤكد المعنوية الكلية له التي كانت (0.000). من جهة أخرى، يلاحظ من الجدول (05) ما يلي:

- عدم وجود تأثير معنوي لحجم المجلس، استقلاليته، وازدواجية منصب المدير التنفيذي على معدل العائد على الأصول.

- وجود علاقة معنوية سالبة بين عدد اجتماعات مجلس الإدارة ومعدل العائد على الأصول، حيث كانت قيمة معامل الانحدار (-0.002) والمعنوية (0.014)، وبالتالي ارتفاع عدد اجتماعات مجلس الإدارة يؤثر سلبا على أداء الشركات الفرنسية.

هناك أدلة إضافية حول العلاقة الموجودة بين عدد اجتماعات المجلس والأداء، حيث قمنا بإدخال متغير مستقل جديد يعبر عن التفاعل (Interaction) بين استقلالية المجلس وعدد اجتماعاته، من الخانة (1a) الموجودة بالجدول رقم (05)، نلاحظ وجود علاقة معنوية سالبة بين عدد اجتماعات

المجلس ومعدل العائد على الأصول وذلك بالشركات الفرنسية التي تتضمن مجالس إدارة ذات استقلالية مرتفعة ( $\beta = -0.003$ , Sig. = 0.005)، بمعنى آخر أن استقلالية مجلس الإدارة تجعل العلاقة بين عدد اجتماعات المجلس والأداء سالبة (أو عكسية)، ويمكن تفسير ذلك بأن ارتفاع عدد المديرين الخارجيين غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة يجعل اجتماعات المجلس روتينية نتيجة لانشغالات المدراء الخارجيين مع شركاتهم، وهو ما سيخفض من الفعالية الرقابية للمجلس ويجعله أقل استجابة للتحديات الأساسية واحتياجات الرقابة، وبالتالي التأثير سلباً على أداء الشركات، هذه النتيجة تتوافق مع وجهة نظر نظرية الإشراف التي تركز على مزايا المديرين التنفيذيين وقدرتهم على تحسين أداء الشركة.

الجدول رقم (05): نتائج العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة ومعدل العائد على الأصول

Independent Variables	Sign	(I)		(Ia)	
		B	Sig.	B	Sig.
$\alpha_0$	?	0.485	0.000	0.442	0.001
BSize	+	0.002	0.198	0.002	0.297
BInd	-	-0.005	0.846		
BAct	+	<b>-0.002</b>	<b>0.014</b>		
BDual	-	-0.007	0.361	-0.008	0.284
BAct*Bind	?			<b>-0.003</b>	<b>0.005</b>
FSize	+	-0.017	0.003	-0.016	0.005
FLev	?	-0.069	0.061	-0.062	0.079
FSales	+	0.006	0.775	0.009	0.657
SectorDummies			Yes		Yes
F-statistic			4.36***		4.92***
R <sup>2</sup> -Adjusted (%)			39.32%		41.47%
Durbin-Watson stat			1.88		1.89

\*. معنوي عند مستوى 0.1، \*\*. معنوي عند مستوى 0.05، \*\*\*. معنوي عند مستوى 0.01

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج (EViews)

#### 2.3.4 أثر خصائص مجلس الإدارة على معدل العائد على حقوق الملكية (النموذج 2)

الجدول رقم (06) يوضح أثر خصائص مجلس الإدارة على معدل العائد على حقوق الملكية للشركات الفرنسية، حيث كان معامل التحديد المعدل ( $Adj-R^2 = 0.3889$ )، ومعناه أن خصائص مجلس الإدارة والمتغيرات الضابطة تفسر 38.89% من التغير الحاصل في معدل العائد على حقوق الملكية، أما 61.11% المتبقية فهي نتيجة لمتغيرات أخرى. كما أن النموذج كان معنوياً وهذا ما تؤكد المعنوية الكلية له التي كانت (0.000). من جهة أخرى، يلاحظ من الجدول رقم (06) ما يلي:

- عدم وجود تأثير معنوي لحجم واستقلالية مجلس الإدارة على معدل العائد على حقوق الملكية.
- وجود علاقة معنوية سالبة بين عدد اجتماعات مجلس الإدارة ومعدل العائد على حقوق الملكية، حيث كانت قيمة معامل الانحدار (-0.005) والمعنوية (0.043)، هذه النتيجة تؤكد النتيجة السابقة بأن زيادة عدد اجتماعات مجلس الإدارة يؤثر سلباً على أداء الشركات.

- وجود علاقة معنوية سالبة بين ازدواجية منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة ومعدل العائد على حقوق الملكية، حيث كانت قيمة معامل الانحدار (-0.058) والمعنوية (0.018)، وبالتالي يمكننا القول أن: تولي المدير التنفيذي لمنصب رئيس مجلس الإدارة يؤثر سلباً على أداء الشركات الفرنسية، وهو ما يتوافق مع نظرية الوكالة التي تشير إلى أن الازدواجية تعزز من قدرة المدير التنفيذي على زيادة منفعته الذاتية، وتؤدي إلى إضعاف أداء الشركة.

هناك أدلة إضافية حول العلاقة الموجودة بين عدد اجتماعات المجلس وأداء الشركات الفرنسية من جهة، وازدواجية منصب المدير التنفيذي والأداء من جهة أخرى، من الخانات (2a)، (2b)، (2c) بالجدول رقم (06) نلاحظ ما يلي:

- وجود علاقة معنوية سالبة بين عدد اجتماعات المجلس ومعدل العائد على حقوق الملكية في الشركات التي تتضمن مجالس إدارة ذات استقلالية مرتفعة ( $\beta = -0.007$ , Sig. = 0.015)، بمعنى آخر أن استقلالية مجلس الإدارة تجعل العلاقة عكسية بين عدد اجتماعات المجلس وأداء الشركات الفرنسية، هذه النتيجة تتوافق بشكل تام مع النتيجة المتوصل إليها في النموذج الأول.

#### الجدول رقم (06): نتائج العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة ومعدل العائد على حقوق الملكية

Independent Variables	Sig n	(2)		(2a)		(2b)		(2c)	
		$\beta$	Sig.	$\beta$	Sig.	$\beta$	Sig.	$\beta$	Sig.
$\alpha_0$	?	0.515	0.194	0.427	0.268	0.471	0.235	0.469	0.235
BSize	+	0.001	0.810	0.001	0.910	0.001	0.883	0.001	0.915
BInd	-	-0.038	0.636			-0.032	0.681		
BAct	+	<b>-0.005</b>	<b>0.043</b>					<b>-0.005</b>	<b>0.036</b>
BDual	-	<b>-0.058</b>	<b>0.018</b>	<b>-0.059</b>	<b>0.013</b>				
BAct*BInd	?			<b>-0.007</b>	<b>0.015</b>				
BAct*BDual	?					<b>-0.006</b>	<b>0.010</b>		
BDual*BInd	?							<b>-0.067</b>	<b>0.049</b>
FSize	+	-0.012	0.489	-0.009	0.578	-0.012	0.503	-0.011	0.509
FLev	?	-0.074	0.535	-0.065	0.570	-0.085	0.469	-0.071	0.547
FSales	+	0.005	0.929	0.008	0.876	0.008	0.885	0.015	0.777
SectorDummies			Yes		Yes		Yes		Yes
F-statistic			4.30***		4.83***		4.39***		4.42***
R <sup>2</sup> -Adjusted (%)			38.89%		40.91%		37.97%		38.16%
Durbin-Watson stat			2.04		2.04		2.03		2.04

\*. معنوي عند مستوى 0.1، \*\*. معنوي عند مستوى 0.05، \*\*\*. معنوي عند مستوى 0.01

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج (EViews)

- وجود علاقة معنوية سالبة بين عدد اجتماعات المجلس ومعدل العائد على حقوق الملكية في الشركات التي تتميز بازدواجية منصب المدير التنفيذي ( $\beta = -0.006$ , Sig. = 0.01)، ويمكن تفسير ذلك بأن تولي المدير التنفيذي لمنصب رئيس مجلس الإدارة سيجعله متحكماً في معظم قرارات المجلس، وبالتالي من المحتمل أن لا تلعب اجتماعات المجلس أي دور في تحسين فعالية المجلس، وهو ما سيؤثر سلباً على أداء الشركات، هذه النتيجة تتوافق مع نظرية الوكالة التي ترى أن الفصل

بين منصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة يعتبر أمر حاسم في تحديد استقلالية المجلس، كما أن الفصل بين المنصبين يحسن من أداء الشركة.

- وجود علاقة معنوية سالبة بين ازدواجية منصب المدير التنفيذي ومعدل العائد على حقوق الملكية في الشركات التي تتميز مجالس إدارتها بالاستقلالية المرتفعة ( $B = -0.067$ ,  $Sig. = 0.049$ )، ويمكن تفسير ذلك بأن ارتفاع عدد المديرين الخارجيين غير التنفيذيين داخل مجلس الإدارة سيتيح الفرصة أمام المدير التنفيذي للسيطرة على قرارات المجلس باعتباره رئيساً للمجلس خاصة في ظل عدم تماثل المعلومات ومعرفته الشاملة بأمر الشركة، وهو ما سيؤثر سلباً على أداء الشركة، هذه النتيجة تتوافق مع وجهة نظر نظرية الوكالة في جزء، ومع وجهة نظر نظرية الإشراف في جزء آخر.

### 3.3.4 أثر خصائص مجلس الإدارة على القيمة السوقية للشركة (النموذج 3)

الخانة (03) من الجدول رقم (07) يوضح أثر خصائص مجلس الإدارة على مؤشر توبين (Q) للشركات الفرنسية، حيث كان معامل التحديد المعدل ( $Adj-R^2 = 0.6083$ )، ومعناه أن خصائص مجلس الإدارة والمتغيرات الضابطة تفسر 60.83% من التغير الحاصل في القيمة السوقية للشركات الفرنسية المدروسة، أما 39.17% المتبقية فهي نتيجة لمتغيرات أخرى. كما أن النموذج كان معنوياً وهذا ما تؤكد المعنوية الكلية له التي كانت (0.000).

من جهة أخرى، يلاحظ من الجدول (07) عدم وجود تأثير معنوي لكل من حجم واستقلالية مجلس الإدارة، عدد اجتماعاته، وازدواجية منصب المدير التنفيذي على القيمة السوقية للشركات الفرنسية، لذا يمكننا القول أن: خصائص مجلس الإدارة ليس لها أي تأثير على القيمة السوقية للشركات الفرنسية محل الدراسة.

### الجدول رقم (07): نتائج العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة ومؤشر السوق توبين (Q)

Independent Variables	Sign	(3)	
		B	Sig.
$a_0$	?	9.777	0.000
BSize	+	-0.004	0.854
BInd	-	-0.095	0.805
BAct	+	-0.006	0.586
BDual	-	0.003	0.978
FSize	+	-0.327	0.000
FLev	?	-0.116	0.845
FSales	+	-0.112	0.662
SectorDummies		Yes	
F-statistic		9.06***	
R <sup>2</sup> -Adjusted (%)		60.83%	
Durbin-Watson stat		1.95	

\*. معنوي عند مستوى 0.1، \*\*. معنوي عند مستوى 0.05، \*\*\*. معنوي عند مستوى 0.01

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات البرنامج (EViews)

بعد عرض نتائج الدراسة ومناقشتها، يمكن توضيح نتائج اختبار الفرضيات فيما يلي:

- **اختبار الفرضية الأولى:** تشير الفرضية الأولى إلى أن: "هناك علاقة معنوية موجبة بين حجم مجلس الإدارة وأداء الشركات المدرجة بمؤشر (CAC 40)"، خلافاً للمتوقع، تشير جميع نتائج نماذج الدراسة إلى عدم وجود أي تأثير لحجم مجلس الإدارة على مقاييس الأداء، هذه النتيجة تتوافق مع نتيجة دراسة (Bayrakdaroglu et al., 2012)، وبالتالي تم رفض الفرضية الأولى.

- **اختبار الفرضية الثانية:** تشير الفرضية الثانية إلى أن: "هناك علاقة معنوية سالبة بين استقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركات المدرجة بمؤشر (CAC 40)"، هناك أدلة قوية على وجود تأثير سالب لاستقلالية مجلس الإدارة على الأداء، هذه النتيجة تتوافق مع وجهة نظر نظرية الإشراف التي ترى بأن زيادة عدد المدراء غير التنفيذيين الخارجيين داخل المجلس يؤثر سلباً على فعالية المجلس وأداء الشركة، نظراً لافتقارهم للمعرفة الشاملة بأمر الشركة مقارنة بالمدراء الداخليين الذين يشغلون مناصب تنفيذية بها، فحسب نظرية الإشراف من الأفضل الاعتماد على المدراء الداخليين من أجل تحسين أداء الشركة، هذه النتيجة تتوافق مع نتيجة دراسة (Christensen et al., 2010; Shan and McIver, 2011)، وبالتالي تم قبول الفرضية الثانية.

- **اختبار الفرضية الثالثة:** تشير الفرضية الثالثة إلى أن: "هناك علاقة معنوية موجبة بين نشاط مجلس الإدارة وأداء الشركات المدرجة بمؤشر (CAC 40)"، خلافاً للمتوقع، هناك أدلة قوية تشير إلى وجود تأثير معنوي سالب لعدد اجتماعات مجلس الإدارة على الأداء المستند للمحاسبة، هذه النتيجة تتوافق مع نتيجة دراسة كل من (Vafeas, 1999; Christensen et al., 2010; Villanueva-Villar et al., 2016)، وبالتالي تم رفض الفرضية الثالثة.

- **اختبار الفرضية الرابعة:** تشير الفرضية الرابعة إلى أن: "هناك علاقة معنوية سالبة بين ازدواجية منصب المدير التنفيذي وأداء الشركات المدرجة بمؤشر (CAC 40)"، كما كان متوقع تشير النتائج إلى وجود تأثير معنوي سالب لازدواجية مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة على الأداء المستند للمحاسبة، وهو ما يتوافق مع وجهة نظر نظرية الوكالة التي تؤكد على ضرورة الفصل بين مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة من أجل تحسين الفعالية الرقابية للمجلس وأداء الشركة. هذه النتيجة تتوافق مع نتيجة دراسات عديدة كـ (Rechner and Dalton, 1991; Christensen et al., 2010; Zhao, 2003; Sanda et al., 2010; Hassan and Halbouni, 2013; Balatbat et al., 2004; Rutledge et al., 2016; Doğan et al., 2013)، وبالتالي تم قبول الفرضية الرابعة.

#### خاتمة:

لقد حاولنا في هذه الدراسة اختبار مدى وجود تأثير لخصائص مجلس الإدارة على أداء الشركات الفرنسية المدرجة بمؤشر (CAC 40) خلال الفترة 2015-2017، حيث اشتملت خصائص مجلس الإدارة على حجم المجلس، استقلاليته، عدد اجتماعاته، وازدواجية مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، كما تم التعبير عن أداء الشركات باستخدام نوعين من المقاييس هما مقاييس الأداء

المستندة إلى المحاسبة ومقياس الأداء المستند إلى السوق، وقد اعتمدت الدراسة في تفسيرها لتأثير خصائص مجلس الإدارة على أداء الشركة على نظريتين هما نظرية الوكالة ونظرية الإشراف، وقد توصلت الدراسة إلى نتائج يمكن حصرها فيما يلي:

- عدم وجود تأثير معنوي لحجم مجلس الإدارة على الأداء الشركات الفرنسية محل الدراسة.
- زيادة عدد المديرين غير التنفيذيين داخل المجلس يؤثر سلبا على أداء الشركات الفرنسية، وهو ما يتوافق مع وجهة نظر نظرية الإشراف.
- ارتفاع عدد اجتماعات المجلس يؤثر سلبا على أداء الشركات الفرنسية، خاصة في ظل اشتغال مجلس الإدارة على نسبة عالية من المديرين الخارجيين (غير التنفيذيين) وازدواجية مناصب المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة.
- شغل المدير التنفيذي لمنصب رئيس مجلس الإدارة يؤثر سلبا على أداء الشركات الفرنسية، وهو ما يتوافق مع وجهة نظر نظرية الوكالة.

### الملاحق

الملحق رقم (01): شركات عينة الدراسة

الشركة	الشركة
BOUYGUES	LVMH MOËT
TOTAL	L'ORÉAL
CARREFOUR	KERING
ACCOR	DANONE
PUBLICIS GROUPE	RENAULT
VIVENDI	SAINT-GOBAIN
VEOLIA ENVIRONNEMENT	MICHELIN
LAFARGEHOLCIM	PEUGEOT
AIR LIQUIDE	VALEO
ESSILOR INTERNATIONAL	AIRBUS SE
SANOFI	VINCI
CAPGEMINI	SCHNEIDER ELECTRIC SE
ATOS SE	SAFRAN
ORANGE	LEGRAND

المصدر: من إعداد الباحث

### المراجع

- Ahmadi, A., and Bouri, A., 2017. Board of directors' composition and performance in French CAC 40 listed firms. *Accounting*, 3(4), 245–256. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2017.1.001>

- Al-Daoud, K. I., Saidin, S. Z., and Abidin, S., 2016. Board meeting and firm performance: Evidence from the Amman stock exchange. *Corporate Board: Role, Duties & Composition*, 12(2), 6-11. <http://doi.org/10.22495/cbv12i2art1>
- Andreou, P. C., Luca, C., and Panayides, P. M., 2014. Corporate governance, financial management decisions and firm performance: Evidence from the maritime industry. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 63, 59-78. <http://doi.org/10.1016/j.tre.2014.01.005>
- Aryani, Y. A., Setiawan, D., and Rahmawati, I. P., 2017. Board meeting and firm performance. *Proceedings of International Conference on Economics*, University of Malaysia Sabah, 438-444. [online] Available at: <http://www.ums.edu.my/fpep/files/Anni.pdf> [Accessed 24 June 2018].
- Awan, A. W., and Jamali, J. A., 2016. Impact of Corporate Governance on Financial Performance: Karachi Stock Exchange, Pakistan. *Business and Economic Research*, 6(2), 401-411. <http://doi.org/10.5296/ber.v6i2.9772>
- Balatbat, M. C. A., Taylor, S. L., and Walter, T. S., 2004. Corporate governance, insider ownership and operating performance of Australian initial public offerings. *Accounting and Finance*, 44(3), 299-328. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629x.2004.00114.x>
- Baliga, B. R., Moyer, R. C., and Rao, R. S., 1996. CEO Duality and Firm Performance: What's the Fuss?. *Strategic Management Journal*, 17(1), 41-53
- Bayrakdaroglu, A., Ersoy, E., and Citak, L., 2012. Is There a Relationship Between Corporate Governance and Value-based Financial Performance Measures? A Study of Turkey as an Emerging Market. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 41(2), 224-239. <https://doi.org/10.1111/j.2041-6156.2012.01071.x>
- Boyd, B. K., 1995. CEO duality and firm performance: A contingency model. *Strategic Management Journal*, 16(4), 301-312. <https://doi.org/10.1002/smj.4250160404>
- Christensen, J., Kent, P., and Stewart, J., 2010. Corporate Governance and Company Performance in Australia. *Australian Accounting Review*, 20(4), 372-386. <https://doi.org/10.1111/j.1835-2561.2010.00108.x>
- Dian, Y., 2014. Corporate Governance and Firm Performance: A Sociological Analysis Based on Chinese Experience. *Social Sciences in China*, 35(1), 44-67. <http://doi.org/10.1080/02529203.2013.875662>
- Doğan, M., Leyli Elitaş, B., Ağca, V., and Ögel, S., 2013. The Impact of CEO Duality on Firm Performance: Evidence From Turkey. *International Journal of Business and Social Science*, 4(2), 149-155.
- Goh, F. C., Rasli, A., and Khan, S. R., 2014. CEO duality, board independence, corporate governance and firm performance in family firms: Evidence from the manufacturing industry in Malaysia. *Asian Business & Management*, 13(4), 333-357. <https://doi.org/10.1057/abm.2014.4>
- Gómez, J. I. M., Cortés, D. L., and Betancourt, G. G., 2017. Effect of the Board of Directors on Firm Performance. *International Journal of Economic Research*, 14(6), 349-361.
- Guillet, B. D., Seo, K., Kucukusta, D., and Lee, S., 2013. CEO duality and firm performance in the U.S. restaurant industry: Moderating role of restaurant type. *International Journal of Hospitality Management*, 33, 339-346. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2012.10.004>
- Hassan, M. K., and Halbouni, S. S., 2013. Corporate governance, economic turbulence and financial performance of UAE listed firms. *Studies in*

- Economics and Finance, 30(2), 118-138.  
<https://doi.org/10.1108/10867371311325435>
- Jackling, B., and Johl, S., 2009. Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 492-509. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00760.x>
- Jyoti, P., 2017. Board Activity and Firm Performance. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 44-57. <https://doi.org/10.1177/0974686217699304>
- Khan, A., Tanveer, S., and Malik, U., 2017. An empirical analysis of corporate governance and firm value: Evidence from KSE-100 Index. *Accounting*, 3(2), 119-130. <https://doi.org/10.5267/j.ac.2016.7.003>
- Lam, T. Y., and Lee, S K., 2008. CEO duality and firm performance: evidence from Hong Kong. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 8(3), 299-316. <http://doi.org/10.1108/14720700810879187>
- Lipton, M., and Lorsch, J. W., 1992. A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *The Business Lawyer*, 48(1), 59-77.
- Makhlouf, M. H., Laili, N. H., Ali Basah, M. Y., and Ramli, N. A., 2017. Board of Directors' Effectiveness and Firm Performance: Evidence from Jordan. *Research Journal of Finance and Accounting*, 8(18), 23-34.
- Manafi, R., Mahmoudian, A., and Zabihi, A., 2015. Study of the Relationship between Corporate Governance and Financial Performance of the Companies Listed in Tehran Stock Exchange Market. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 6(5), 56-61. <https://doi.org/10.5901/mjss.2015.v6n5p56>
- Mashayekhi, B., and Bazaz, M. S., 2008. Corporate Governance and Firm Performance in Iran. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 4(2), 156-172. [https://doi.org/10.1016/S1815-5669\(10\)70033-3](https://doi.org/10.1016/S1815-5669(10)70033-3)
- Mohammadi, A., Basir, N. O., and Lööf, H., 2015. CEO Duality and Firm Performance Revisited. Working Paper Series in Economics and Institutions of Innovation 400, Royal Institute of Technology, Centre of Excellence for Science and Innovation Studies, Retrieved from <https://econpapers.repec.org/paper/hhscesisp/0400.htm>, date of access: [25/06/2018]
- Rechner, P L., and Dalton, D. R., 1991. CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12(2), 155-160. <https://doi.org/10.1002/smj.4250120206>
- Rizwan, M., Asrar, H., Siddiqui, N. A., and Usmani, W. U., 2016. The Impact of Corporate Governance on Financial Performance: An Empirical Investigation. *International Journal of Management Sciences and Business Research*, 5(9), 11-27.
- Rutledge, R. W., Karim, K. E., and Lu, S., 2016. The Effects of Board Independence and CEO Duality on Firm Performance: Evidence from the NASDAQ-100 Index with Controls for Endogeneity. *Journal of Applied Business and Economics*, 18(2), 49-71.
- Sanda, A. U., Mikailu, A. S., and Garba, T., 2010. Corporate governance mechanisms and firms' financial performance in Nigeria. *Afro-Asian J. Finance and Accounting*, 2(1), 22-39. <https://doi.org/10.1504/AAJFA.2010.035193>
- Shan, Y. G., and McIver, R. P., 2011. Corporate governance mechanisms and financial performance in China: panel data evidence on listed non financial companies. *Asia Pacific Bus. Rev*, 17(3), 301-324. <https://doi.org/10.1080/13602380903522325>

- Vafeas, N., 1999. Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113-142. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00018-5](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00018-5)
- Villanueva-Villar, M., Rivo-López, E., and Lago-Peñas, S., 2016. On the relationship between corporate governance and value creation in an economic crisis: Empirical evidence for the Spanish case. *Business Research Quarterly*, 19(4), 233-245. <http://doi.org/10.1016/j.brq.2016.06.002>
- Yermack, D., 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00844-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00844-5)
- Zhao, R., 2003. Corporate governance and firm performance: Some evidence from Chinese listed companies. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 10(2), 187-201. <http://doi.org/10.1080/16081625.2003.10510625>