

أثر حوكمة الشركات على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية

دراسة قياسية لعينة من شركات مؤشر CAC40

The Impact of Corporate Governance on the Market Value of Economic Firms: An Econometric Study of a Sample of CAC40 Index Companies

بودرمين سارة

مخبر المقاولاتية واستراتيجيات الابتكار في بيئة المال والاعمال

جامعة جيجل - الجزائر

sarra.boudermine@univ-jijel.dz

تاريخ النشر: 2024/10/31

قدام جمال*

مخبر البحث في المالية العامة والأسواق المالية

جامعة جيجل - الجزائر

keddamdjamel@univ-jijel.dz

تاريخ الإستلام: 2024/08/23

تاريخ القبول: 2024/09/29

ملخص:

هدفت هذه الدراسة لاختبار أثر حوكمة الشركات على القيمة السوقية للمؤسسات لعينة مكونة من 12 مؤسسة فرنسية مدرجة في مؤشر CAC40 خلال الفترة 2015-2022، ولتحقيق هدف الدراسة تم الاعتماد على بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data).

توصلت الدراسة إلى وجود تأثير موجب ذو دلالة إحصائية لكل من الملكية المؤسسية، الملكية المركزة والتنوع بين الجنسين في المجلس وأعضاء مجلس الإدارة الأجانب على القيمة السوقية للمؤسسات ممثلة بالسعر السوقي للسهم، كما أشارت النتائج إلى وجود تأثير موجب وذو دلالة إحصائية للمتغير الضابط المتمثل في ربحية السهم، في حين لم يكن للتكلفة الوكالة ومعدل نمو الأصول أي تأثير على السعر السوقي للسهم.

الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات، مجلس الإدارة، هيكل الملكية، السعر السوقي للسهم، نماذج البانل. تصنيفات JEL: G35، G32، C23.

Abstract:

This study aimed to examine the impact of corporate governance on the market value of firms, using a sample of 12 French companies listed on the CAC40 index during the period 2015-2022. To achieve the study's objective, panel data (cross-sectional time series) was employed.

The study found a statistically significant positive impact of institutional ownership, concentrated ownership, gender diversity on the board, and foreign board members on the market value of firms, as represented by the market price of the stock. The results also indicated a statistically significant positive effect of the control variable, earnings per share, while agency cost and asset growth rate had no effect on the market price of the stock.

Keywords: Corporate Governance, Board of Directors, Ownership Structure, Market Price of the Stock, Panel Data Models.

Jel Classification Codes:G35, G32, C23.

* المؤلف المراسل.

1. مقدمة:

شهد مفهوم حوكمة الشركات تشعب كبير في التنظير كما في التطبيق، وكان نتاجا لمدارس فكرية متعددة في مجال السياسة والإدارة، ويعزى ظهور حوكمة الشركات إلى سيادة ظاهرة انفصال ملكية الشركة عن إدارتها وظهور مشاكل الوكالة والذي خلص إلى تطوير مفاهيم إدارية في ظل اعتبار المسيرين يمكن أن يعملوا بطريقة تخدم مصالحهم الشخصية على حساب تعظيم القيمة السوقية لأصول موكلهم، كما كان لسلسلة الانهيارات والفضائح المالية التي طالت كبرى الشركات الدولية سبب رئيسي في ظهور هذا المفهوم.

دفعت هذه الأحداث إلى السعي لإيجاد تنظيم ذو مصداقية يؤطر العمل الإداري في ظل مختلف هذه التحولات، وهو ما دفع إلى زيادة الاهتمام بتطبيق حوكمة الشركات كأداة تهدف إلى الوقاية من الأزمات وإدارتها، وحماية حقوق الأطراف المعنية، واستعادة الثقة في إدارة الشركات، مع تطوير آليات لهذا النظام تسمح هي الأخرى بتطوير أنظمة تسيير من خلال التركيز على تكوين مجالس إدارة فعالة، وتشكيل لجان متخصصة، ووضع نظام مكافآت عادل للمسيرين، بالإضافة إلى تنظيم هيكل الملكية. مما يعزز استدامة المؤسسة وزيادة قيمتها السوقية باعتبارها الهدف الرئيسي للإدارة المالية الحديثة حيث أنه كلما ارتفعت قيمة أسهم المؤسسة في السوق كلما كان ذلك دليل على كفاءة الإدارة من وجهة نظر الملاك.

هذا من الناحية النظرية أما على الصعيد العملي، فقد تم إجراء العديد من الدراسات الميدانية لقياس أثر حوكمة الشركات على قيمتها السوقية، ومع ذلك، لم تصل هذه الدراسات إلى نتائج موحدة وهو ما استدعى لإجراء المزيد من البحوث للتأكد من طبيعة هذا الأثر، ومن هذا المنطلق جاءت هذه الدراسة لمحاولة اختبار تأثير حوكمة الشركات على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40، وذلك من خلال الإجابة على الإشكالية التالية:

1.1. الإشكالية: هل يوجد أثر لحوكمة الشركات على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40؟.

2.1. فرضيات الدراسة: للإجابة على الإشكالية المطروحة تم صياغة الفرضيات التالية:

- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للملكية المؤسسية على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40؛
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لتركز الملكية على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40؛
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40؛
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لأعضاء مجلس الإدارة الأجانب على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40.

3.1. أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار وتحليل أثر حوكمة الشركات على القيمة السوقية للمؤسسات المتضمنة في مؤشر CAC40، وذلك من خلال بناء نموذج قياسي يهدف إلى توضيح طبيعة الأثر بين كل من الملكية المؤسسية، تركيز الملكية والتنوع بين الجنسين في المجلس، وأعضاء مجلس الإدارة الأجانب والقيمة السوقية للمؤسسات محل الدراسة.

4.1. المنهجية المتبعة والأدوات المستخدمة

للإجابة على الإشكالية المطروحة والتحقق من صحة الفرضيات، تم تبني المنهج التحليلي لدراسة العلاقة النظرية بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمؤسسات مع تحليل نتائج الدراسة القياسية، كما تم استخدام المنهج الإحصائي لاختبار العلاقة بين المتغيرين، مع الاستعانة ببرنامج Stata 17 للوصول إلى نتائج الدراسة.

2. تحليل العلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمؤسسة

1.2. الملكية المؤسسية والقيمة السوقية للمؤسسة

يؤدي الفصل بين الملكية والإدارة إلى ظهور مشاكل الوكالة والمخاطر الأخلاقية إذا وضع المديرون هدف تحقيق الأرباح قصيرة الأجل قبل الأرباح طويلة الأجل باستخدام موارد الشركة لتحقيق مكاسب شخصية، إذ يعمل هيكل ملكية الشركة كآلية حاكمة حاسمة تضغط على المديرين للسعي لتحقيق نجاح الشركة، حيث يؤكد (Shleifer & Vishny, 1986) أنه من بين العديد من آليات ملكية الأسهم التنفيذية، تعتبر الملكية المؤسسية شكلاً مثالياً يمكن من خلالها مراقبة المديرين بصرامة (boudermine & keddama, 2024, p. 270).

وتعرف الملكية المؤسسية بأنها تركيز ملكية الأسهم في يد بعض المؤسسات مثل البنوك، وشركات التأمين، صناديق المعاشات، وصناديق الاستثمار (كاظم و محمود، 2021، صفحة 388)، تحاول العديد من الدراسات التحقق من تأثير الملكية المؤسسية على قيمة المؤسسة، لكن في هذا السياق كانت هناك ثلاث وجهات نظر مختلفة: "المراقبة النشطة"، "المراقبة السلبية" و"الاستغلال". وفقاً لوجهة نظر "المراقبة النشطة"، يقوم المستثمرين المؤسسيين (كمساهمين كبار) بالإشراف على الشركات المستثمر فيها ومراقبتها، وتقليل عدم تناسق المعلومات ومشاكل الوكالة وتعزيز أداء الشركة وزيادة قيمة المساهمين إلى أقصى حد بفضل تفوقهم وامتلاكهم المهارات الإدارية والموارد الكبيرة (Elyasiani & Jia, 2010, p. 606).

وفي هذا السياق أظهرت دراسات (Ahmed & Jusoh, 2014) (Thanatawee, 2014, p. 6) وجود علاقة إيجابية ومهمة بين الملكية المؤسسية وقيمة المؤسسة.

من ناحية أخرى، تنص وجهة نظر "المراقبة السلبية" على الحجة القائلة بأن أصحاب المؤسسات قد يكونون مستثمرين على المدى القصير يتصرفون مثل "المتداولين"، حيث يقومون بشراء وبيع الأسهم في غضون فترة زمنية قصيرة وفق الاحتياجات إعادة موازنة محافظهم، بدلا من العمل على تحسين حوكمة الشركات وزيادة قيمة المؤسسة (Elyasiani & Jia, 2010, p. 606). وفي هذا السياق أظهرت دراسة (AL-Najjar, 2015) عدم وجود علاقة بين الملكية المؤسسية والأداء المالي.

ووفقاً لوجهة نظر "الاستغلال"، قد يقف المستثمرين المؤسسيين جنبا إلى جنب مع مديري الشركة المستثمر فيها لاستغلال ثروة المساهمين والحصول على مزايا إضافية من الشركة. على وجه التحديد، قد يتغاضون عن الاحتياطي التنظيمي أو اختلاس أموال الشركة طالما يمكنهم الاستفادة منه (Lin & Fu, 2017, pp. 17-18). وفي هذا السياق أظهرت دراسة (Tsouknidis, 2019) وجود علاقة سلبية بين الملكية المؤسسية وأداء الشركة.

2.2. تركيز الملكية والقيمة السوقية للمؤسسة

يشير تركيز الملكية إلى نسبة الأسهم التي يمتلكها بعض المساهمين الرئيسيين، كما تعرف بنسبة الأسهم التي يمتلكها أكبر خمسة مساهمين (Alkurdi, hamad, Thneibat, & Elmarzouky, 2021, p. 7). وتوجد وجهات نظر فيما يتعلق بتأثير سلوك كبار المساهمين على دوافع المديرين وقيمة المؤسسة، تشير "وجهة النظر الأولى" إلى أن كبار المساهمين لديهم الدافع والمقدرة على مراقبة الإدارة مقارنة بصغار المساهمين، ويرجع ذلك لكون صغار المساهمين يمكنهم بسهولة تصفية استثماراتهم

أثر حوكمة الشركات على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية دراسة قياسية لعينة من شركات مؤشر CAC40

إذا كان أداء الشركة ضعيفا، بينما يمتلك كبار المساهمين لحيازات كبيرة قد يجدون صعوبة في تصفية استثماراتهم وبالتالي يتم الاحتفاظ بها لفترات أطول، لذلك يكون لديهم حافز قوي لمراقبة إدارة الشركة والتأثير عليها بشكل نشط (الحناوي، 2019، صفحة 74). وبالتالي فإن تركيز الملكية يمثل آلية مهمة لخفض تكاليف الوكالة من خلال زيادة المراقبة وتخفيف مشكلة الراكب المجاني (free-rider) (Alves, 2012, p. 61). وفي هذا السياق يجادل (Alipour & Amjadi, 2011) أن تركيز الملكية يساهم في ضبط سلوك المديرين، والحد من المشاكل الناتجة عن الصراع بين الوكالات. وفي نفس الاتجاه خلص (Ma, Naughton, & Tian, 2010) إلى أن تركيز الملكية انعكس بشكل إيجابي في تقليل مشاكل الوكالة وخلق القيمة في المؤسسات وزيادة المساهمات في نشاط المساهمين.

بالمقابل تشير "وجهة النظر الثانية" إلى أن الملكية المركزة قد تؤدي إلى تعارض المصالح بين كبار وصغار المساهمين، ويرجع ذلك إلى أن كبار المساهمين عادة ما يطلبون عائدا مرتفعا على استثماراتهم، بالإضافة إلى ذلك، يعمل المستثمرون الرئيسيين على تعظيم مصالحهم على حساب مساهمي الأقلية (Alkurdi, hamad, Thneibat, & Elmarzouky, 2021, p. 7). وفي هذا الصدد أظهر (Tsegba and Ezi-Herbert, 2011) في دراسة ميدانية شملت على عينة مكونة من 73 شركة مدرجة في البورصة النيجيرية، وجود هناك علاقة سلبية بين تركيز الملكية والأداء (Khamis, Hamdan, & Elali, 2015).

3.2. التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة والقيمة السوقية للمؤسسة

أضحى تنوع مجلس الإدارة مؤخرا محور اهتمام متزايد من قبل الباحثين، باعتباره أحد القضايا الهامة والتي من شأنها التأثير على الحوكمة من منطلق أن الحوكمة الفعالة تستلزم تكويننا مثاليا لمجلس الإدارة، حيث تفترض نظرية الوكالة بأن زيادة التنوع بين الجنسين يخلق آليات رقابة أفضل على الإدارة، ويحد من ممارسات إدارة الأرباح الانتهازية (Riyadh, Sukoharsono, & Alfaiza, 2019, p. 6). كما تدعم نظرية الاعتماد على الموارد نظرية الوكالة وتفترض أن تنوع مجلس الإدارة سيزيد من الموارد التي يقدمها أعضاء المجلس، مثل المهارات والخبرات وأساليب العمل والمعلومات بما ينعكس بشكل إيجابي على الإبداع والابتكار (زيتون، 2022، صفحة 313)، وفي نفس السياق تقترح نظرية أصحاب المصلحة أن الإناث في مجلس الإدارة قد يهتمن باحتياجات جميع أصحاب المصلحة ويساعدن في فهم وإدارة علاقات أصحاب المصلحة، بما يضمن تحقيق مصالحهم (boudermine & keddama, 2024, p. 772). وفي هذا الصدد أظهرت دراسات (Salloum, Jabbar, & Mercier- (Dankwano & Zubair, 2018) (Suissa, 2019) وجود علاقة إيجابية معنوية بين التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة وقيمة المؤسسة.

وفي اتجاه معاكس يعتقد (Campbell and Minguez (2008) أن مجلس الإدارة الأكثر تنوعا بين الجنسين يمكن أن يؤدي إلى تباين الآراء، ما يؤثر سلبا على عملية التغيير الاستراتيجي ويجعل عملية اتخاذ القرار أبطأ أو أقل فعالية، مما يعيق القدرة على تحفيز التغيير (زيتون، 2022، صفحة 313). وفي هذا السياق تشير دراسة (Adams & Daniel, 2009) إلى وجود علاقة سلبية بين التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة وقيمة المؤسسة.

4.2. أعضاء مجلس الإدارة الأجانب والقيمة السوقية للمؤسسة

أثيرت فكرة أن وجود مدراء أجانب في مجلس الإدارة يعزز من جودة اتخاذ القرار داخل المجلس، كما أنهم يساهمون في جلب رؤى ووجهات نظر متنوعة بفضل اختلافاتهم اللغوية والثقافية المرتبطة بالشركة المستهدفة (جاسم، سليم، وفارس، 2021، صفحة 277). كما يمكن الاستفادة بشكل أفضل من مهاراتهم وخبراتهم الإدارية والدولية لتعزيز حوكمة الشركات

وشفافية المعلومات، فهم يميلون إلى مواجهة قيود معلوماتية أكثر من تلك المحلية، ونتيجة لذلك، يمكنهم مراقبة الشركات بشكل أفضل في البلدان التي تتمتع بحوكمة جيدة مما يؤدي إلى تأثيرات أقوى على الشركات المستهدفة في تلك البلدان (Dang, Anh Vo, Vinh Vo, & Nguyen, 2023, p. 3). وفي نفس الاتجاه تشير نظرية الوكالة بأن توظيف مديرين أجانب مفيداً لأنه من غير المرجح أن يكون لديهم علاقات مهنية سابقة مع المديرين المحليين مما يعزز استقلاليتهم في اتخاذ القرارات (Elnahass, Alharbi, Mohamed, & McLaren, 2023, p. 5).

من ناحية أخرى تشير نظرية الاعتماد على الموارد، انه يمكن لمجلس الإدارة المتنوع عرقياً أن ينتج عملية صنع قرار عالية الجودة لأن الاختلافات الثقافية تجلب وجهات نظر مختلفة يمكن أن تؤدي إلى بدائل متنوعة (boudermine & keddama, 2024, p. 773). وفي هذا الصدد أظهرت دراسة (Miletkov, Poulsen, & Wintoki, 2014) أن المديرين من البلدان التي تتمتع بمعايير قانونية عالية تحمي المستثمرين يمكنهم التأثير بشكل إيجابي على أداء الشركة، وبالمثل يشير (Choi, Park, & Yoo, 2007) إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين أعضاء مجلس الإدارة الأجانب والأداء المالي.

في اتجاه آخر تشير دراسة (Masulis et al, 2012) أنه من المرجح أن يكون المديرين الأجانب أقل دراية بقواعد المحاسبة الوطنية والقوانين واللوائح ومعايير الحوكمة وأساليب الإدارة، مما يزيد من صعوبة تقييم الأداء الإداري، وتشير النتائج التي توصلوا إليها إلى أن الشركات التي لديها مديرين أجانب في الولايات المتحدة تظهر عوائد أقل بكثير على الأصول (boudermine & keddama, 2024, p. 773).

1.3. منهجية الدراسة

1.3. عينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من 40 مؤسسة مساهمة فرنسية مدرجة في مؤشر CAC40 في بورصة باريس للأوراق المالية للفترة 2015-2022، أما عينة الدراسة فتتكون من 12 مؤسسة مدرجة في نفس المؤشر، تحقق الشروط التالية:

- ألا تكون الشركة قد قامت بعملية الاندماج مع شركة أخرى وكذلك لم يتم الاستحواذ عليها خلال فترة الدراسة؛
- أن تتوفر المعلومات والبيانات المالية المطلوبة خلال فترة الدراسة؛
- مدرجة في المؤشر في 31/12 وبياناتها المالية سنوية خلال فترة الدراسة؛
- لا تكون مؤسسة ذات طابع مالي لخصوصية هذا القطاع.

تم جمع البيانات اعتماداً على المواقع الرسمية للمؤسسات محل الدراسة والتقارير المرجعية السنوية، وعلى اعتبار أن قاعدة البيانات مبنية على أساس بعدين هما: البعد الأول الوحدات (Les individus) (i) والذي يمثل المؤسسات (12 مؤسسة) والبعد الثاني يمثل الزمن (t) (8 سنوات) فإن قاعدة البيانات المقطعية مشكلة من 96 مشاهدة (مؤسسة-سنة).

2.3. متغيرات الدراسة

يضم نموذج الدراسة ثلاثة أنواع من المتغيرات: المتغير التابع والذي يقيس الظاهرة المراد دراستها وهي قيمة المؤسسة والمتغير المستقل الذي يقيس متغيرات حوكمة الشركات، أما المتغيرات الضابطة فهي متغيرات مفسرة أخرى للمتغير التابع وتمثل الخصائص المالية للمؤسسة.

❖ المتغير التابع: يتمثل المتغير التابع للدراسة في السعر السوقي للسهم وقد تم قياسه من خلال سعر إغلاق السهم في

البورصة في نهاية السنة.

❖ المتغير المستقل: يتمثل في حوكمة الشركات ممثلة بالمتغيرات التالية:

أثر حوكمة الشركات على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية دراسة قياسية لعينة من شركات مؤشر CAC40

- الملكية المؤسسية (INT): تم قياس هذا المتغير بالنسبة المئوية للأسهم التي تمتلكها المؤسسات مثل (شركات التأمين والبنوك والصناديق المشتركة وصناديق التقاعد) من إجمالي أسهم الشركة، تم اعتماد هذا المقياس في كل من دراسة (Ahmed & Jusoh, 2014) ودراسة (Tsouknidis, 2019).
 - تركيز الملكية (CO): يتم حساب تركيز الملكية كنسبة مئوية من الأسهم التي يملكها أكبر مساهم من إجمالي الأسهم القائمة. تم اعتماد هذا المقياس في كل من دراسة (Alkurdi, hamad, Thneibat, & Elmarzouky, 2021) ودراسة (Ma, Naughton, & Tian, 2010).
 - التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة (GNDR): يقاس بقسمة عدد النساء في مجلس الإدارة على إجمالي عدد الأعضاء فيه، تم اعتماد هذا المقياس في دراسة (Salloum, Jabbour, & Mercier-Suissa, 2019) ودراسة (Adams & Daniel, 2009).
 - أعضاء مجلس الإدارة الأجانب (DVRFR): يقاس بقسمة عدد الأعضاء الأجانب في مجلس الإدارة على إجمالي عدد الأعضاء فيه، تم اعتماد هذا المقياس في دراسات (Belaounia, Tao, & Zhao, 2023) و (Choi, Park, & Yoo, 2007).
- ❖ المتغيرات الضابطة
- ربحية السهم (EPS): تم قياسه من خلال قسمة النتيجة الصافية على عدد الأسهم العادية المصدرة، وفق العلاقة التالية:

$$EPS = \frac{RN}{TA}$$

- أين تم اعتماد هذا المقياس في دراسة (boudermine & keddama, 2024) ودراسة (Apergis & Eleftheriou, 2017).
- تكلفة الوكالة (ASTR): تم قياسها بمعدل دوران الأصول، وتم حساب هذا المتغير من خلال قسمة المبيعات السنوية على إجمالي الأصول، وفق العلاقة التالية:

$$ASTR = \frac{SA}{AS}$$

- أين تم اعتماد هذا المقياس في دراسة (boudermine & keddama, 2024).
- معدل نمو الأصول (GROWTH): يتم حساب هذا المتغير بقسمة التغير في إجمالي أصول الشركة على قيمة أصولها في سنة الأساس، وفقا للعلاقة التالية:

$$GROWTH = \frac{AS_i - AS_{i-1}}{AS_{i-1}}$$

أين تم اعتماد هذا المقياس في دراسة (الحناوي, 2019).

3.2. تحديد النموذج الرياضي المعتمد

لاختبار تأثير حوكمة الشركات على القيمة السوقية للمؤسسات المدرجة ضمن مؤشر CAC40 تم اعتماد النموذج

الرياضي التالي:

$$Prix_{it} = \beta_0 + \beta_1 INT_{it} + \beta_2 CO_{it} + \beta_3 GNDR_{it} + \beta_4 DVRFR_{it} + \beta_5 EPS_{it} + \beta_6 ASTR_{it} + \beta_7 GROWTH_{it} + \mu_{it} + \varepsilon_{it}$$

i: تمثل مجموع المؤسسات المكونة لعينة الدراسة (12 مؤسسة) :

t: الفترة الزمنية (8 سنة) :

β_0 : الثابت؛

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$: معاملات الانحدار للمتغيرات المفسرة؛

μ_i : يمثل التأثيرات الخاصة بعدم التجانس (أثر المؤسسة).

ε_{it} : الحد العشوائي للنموذج مع الفروض التقليدية.

4. نتائج الدراسة

1.4. دراسة الارتباط بين متغيرات الدراسة

يمكن تلخيص أهم نتائج الارتباط بين متغيرات الدراسة في الجدول أدناه:

الجدول رقم (01): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة.

	Prix	INT	CO	GNDR	DVRFR	EPS	ASTR	GROWTH
prix	1.0000							
INT	-0.3671	1.0000						
CO	0.6718	-0.7941	1.0000					
GNDR	0.4264	-0.1585	0.3754	1.0000				
DVRFR	-0.0558	0.1492	-0.2719	-0.2416	1.0000			
EPS	0.6808	-0.1494	0.4060	0.3295	-0.0540	1.0000		
ASTR	0.0140	0.1363	-0.0674	0.1136	-0.3722	0.1816	1.0000	
GROWTH	0.0170	-0.0535	0.1394	0.0993	0.1260	0.0093	-0.1718	1.0000

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata17

تلعب مصفوفة الارتباط دورا مهما في تحديد ما إذا كانت هناك مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات التفسيرية أم لا، وبحسب العديد من الباحثين، فإن مشكلة الارتباط الخطي المتعدد تظهر عندما تتجاوز قيم معاملات الارتباط الحد 0.8. تظهر نتائج الجدول رقم (01) أن أعلى قيمة لمعامل الارتباط هي -0.7941، ما يعادل 79.41%، وهي نسبة مقبولة تشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين متغيرات الدراسة. ستدعم هذه النتيجة بإجراء اختبار معامل تضخم التباين VIF، حيث يجب ألا يتجاوز قيمة 10، وإلا ستظهر مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات التفسيرية. بعد إجراء هذا الاختبار، أظهرت النتائج أن جميع قيم معامل تضخم التباين للمتغيرات كانت أقل من 10، مما ينفي وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين هذه المتغيرات.

الجدول رقم (02): نتائج اختبار VIF

Variable	VIF	1/VIF
INT	3.21	0.311178
CO	4.37	0.228711
GNDR	1.30	0.766349
DVRFR	1.41	0.710401
EPS	1.48	0.673620
ASTR	1.32	0.757574
GROWTH	1.09	0.913923
Mean VIF	2.03	

أثر حوكمة الشركات على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية دراسة قياسية لعينة من شركات مؤشر CAC40

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata17

2.4. تقدير معاملات نموذج الدراسة

لقد تم استخدام منهج بيانات السلاسل الزمنية والمقطعية Panel Data من خلال تطبيق ثلاث نماذج هي: نموذج الانحدار التجميعي PooledRegression Model، نموذج الآثار الثابتة FixedEffects Model ونموذج الآثار العشوائية RandomEffects Model، حيث جاءت النتائج كما يلي:

الجدول رقم (03): تقدير معاملات النموذج

	Pooled		Fixed		Random	
	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.	Coefficient	Prob.
INT	219.7336	0.010	-158.6071	0.563	110.85	0.405
CO	785.8806	0.000	-47.57256	0.862	507.1331	0.004
GNDR	152.8162	0.094	288.7162	0.009	214.0088	0.035
DVRFR	157.8423	0.020	-118.5731	0.241	6.942846	0.932
EPS	7.48272	0.000	4.424009	0.001	5.841205	0.000
ASTR	-9.708329	0.809	-38.16088	0.704	-24.58075	0.681
GROWTH	-48.96656	0.072	-15.15398	0.528	-31.95358	0.195
C	-290.2377	0.001	149.9782	0.522	-138.756	0.265
R-squared	0.7054		0.5292		0.8618	
Prob(F-statistic)	0.0000		0.0020		0.0000	

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata17

❖ اختيار النموذج الملائم للدراسة: بعد تقدير النماذج الثلاث للبانل نقوم بالمفاضلة بينها بهدف الوصول إلى النموذج المناسب للدراسة وذلك من خلال مجموعة من الاختبارات:

– المفاضلة بين النموذج التجميعي (PRM) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM): نستعين باختبار Breusch and Pagan للمفاضلة بين النموذجين (PRM) و (REM) وتصاغ فرضيته كالتالي:
 H_0 : لا يوجد تأثيرات عشوائية النموذج التجميعي هو الأفضل.
 H_1 : يوجد تأثيرات عشوائية (نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل).
 ويبين الجدول أدناه نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (04): نتائج اختبار Breusch and Pagan

chibar2(01)	3.92
Prob>chibar2	0.0239

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata17

تبين نتائج الاختبار أن القيمة الاحتمالية (P= 0.0239) وهي أقل من 5% وبالتالي يتم قبول الفرضية البديلة (H_1)، أي أن نموذج الأثر العشوائي هو الأفضل مقارنة بالنموذج التجميعي.

– المفاضلة بين النموذج التجميعي (PRM) ونموذج التأثيرات الثابتة (FEM): من أجل المفاضلة بين النموذجين (PRM) و (FEM) نستعين باختبار فيشر المقيد وذلك من خلال اختبار فرضيتين

H_0 : النموذج التجميعي هو الملائم.

H_1 : نموذج الأثار الثابتة هو الملائم.

من خلال مخرجات برنامج (Stata17) يتبين أن (F= 5.32) وهي دالة احصائيا عند 5% (P= 0.000) وبالتالي يتم قبول الفرضية البديلة، أي أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل.

– المفاضلة بين النموذج التأثيرات الثابتة (FEM) ونموذج التأثيرات العشوائية (REM): يتم المفاضلة بين النموذجين (REM) و(FEM) من خلال اختبار Hausman وسيتم اختبار فرضيتين:

H_0 : التي تنص أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل

H_1 : التي تنص أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل، والجدول أدناه يبين نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (05):نتائج اختبار Hausman

chi2(8)	32.48
Prob>chi2	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Stata17.

تشير نتائج اختبار Hausman إلى أن قيمة الاحتمال تساوي 32.48 وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، وبالتالي يتم قبول الفرضية البديلة التي تنص أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم.

○ الاختبارات الإحصائية والقياسية لنموذج الدراسة

بعد تحديد النموذج المناسب لتفسير بيانات الدراسة وهو نموذج الأثار الثابتة، ننتقل الآن للتحقق من صلاحية النموذج من الناحية الاحصائية والقياسية.

– اختبار المعنوية الكلية للنموذج: من نتائج الجدول 03 نلاحظ أن العلاقة بين المتغير التابع والمعبر عنه بالسعر السوقي للسهم والمتغيرات المفسرة هي علاقة متوسطة حيث بلغ معامل التحديد 0.5292 أي أن المتغيرات محل الدراسة تفسر ما مقداره 52.92% من التغيرات التي تحدث في السعر السوقي للسهم للمؤسسات محل الدراسة والباقي تفسره عوامل أخرى، كما أن النموذج ذو معنوية كلية وهو ما تبينه قيمة احتمالية فيشر التي تساوي Prob(F-statistic) = 0.000.

– اختبار صلاحية النموذج من الناحية القياسية: من أجل التأكد أن نموذج التأثيرات الثابتة لا يعاني من مشاكل قياسية نقوم باختبار كل من الارتباط الذاتي للأخطاء واختبار عدم تجانس التباين:

○ اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء (Autocorrelation Test): يتم الكشف عن الارتباط الذاتي للأخطاء باستخدام

اختبار Wooldridge، فإذا كانت قيمة prob أقل من 5% فسيكون هناك ارتباط ذاتي للأخطاء، أما إذا كانت أكبر من 5% فليس هناك ارتباط ذاتي للأخطاء، ويبين الجدول التالي نتائج الاختبار:

الجدول رقم (06): نتائج الاختبار الذاتي للأخطاء

F (1, 11)	38.694
Prob>F	0.0001

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Stata17.

وفق نتائج اختبار Wooldridge احتمال الاختبار P- Value المقدر بـ 0.0001 أصغر من مستوى المعنوية 5%، وعليه رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة بوجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء.

أثر حوكمة الشركات على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية دراسة قياسية لعينة من شركات مؤشر CAC40

- اختبار عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity): نقوم باختبار عدم تجانس التباين من خلال اختبار فرضيتين:

H_0 : التي تنص على تساوي تجانس التباين؛

H_1 : التي تنص على عدم تساوي تجانس التباين.

فإذا كانت قيمة Prob أكبر من 5% فلا توجد مشكلة عدم التباين، أما إذا كانت أقل من 5% فهناك مشكل عدم

تجانس التباين، والجدول التالي يوضح نتائج هذا الاختبار:

الجدول رقم (07): نتائج اختبار عدم تجانس التباين

chi2(1)	29.76
Prob>chi2	0.0000

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على مخرجات برنامج Stata17.

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة الاحتمالية Prob أصغر من مستوى المعنوية 5% وعليه يتم رفض فرضية العدم

وقبول الفرضية البديلة أي يوجد عدم ثبات تباينات الأخطاء للوحدات المقطعية في نموذج التأثيرات الثابتة.

تبين لنا نتائج الاختبارات السابقة أن نموذج التأثيرات الثابتة يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء ومشكلة عدم

ثبات التباين وبالتالي سوف نعالج هاتاه المشاكل باستخدام طريقة تصحيح الأخطاء في بيانات السلاسل الزمنية المقطعية

(PCSE) (panels corrected standard errors) والمقترحة من طرف Beck and Katz سنة 1995، والنتائج موضحة كما يلي:

الجدول رقم (08): نتائج نموذج الدراسة بعد التصحيح.

. xtprocse prix INT CO GNDR DVRFR EPS ASTR GROWTH

Linear regression, correlated panels corrected standard errors (PCSEs)

Group variable:	code	Number of obs	=	96	
Time variable:	year	Number of groups	=	12	
Panels:	correlated (balanced)	Obs per group:			
Autocorrelation:	no autocorrelation	min	=	8	
		avg	=	8	
		max	=	8	
Estimated covariances	=	78	R-squared	=	0.7054
Estimated autocorrelations	=	0	Wald chi2(7)	=	118.04
Estimated coefficients	=	8	Prob > chi2	=	0.0000

prix	Panel-corrected				
	Coefficient	std. err.	z	P> z	[95% conf. interval]
INT	219.7336	70.6469	3.11	0.002	81.26819 358.199
CO	785.8806	139.4247	5.64	0.000	512.6133 1059.148
GNDR	152.8162	77.68933	1.97	0.049	.5479462 305.0845
DVRFR	157.8423	55.25344	2.86	0.004	49.54757 266.1371
EPS	7.48272	1.971296	3.80	0.000	3.619051 11.34639
ASTR	-9.708329	22.36951	-0.43	0.664	-53.55176 34.1351
GROWTH	-48.96656	32.89205	-1.49	0.137	-113.4338 15.50068
_cons	-290.2377	85.32933	-3.40	0.001	-457.4801 -122.9953

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Stata17.

5. مناقشة النتائج

1.5. الملكية المؤسسية (INT)

تشير نتائج الدراسة الموضحة في الجدول (08) إلى وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% بين

الملكية المؤسسية وقيمة المؤسسة مقاسة بالسعر السوقي للسهم (prix) للمؤسسات محل الدراسة، هذه النتيجة تتوافق مع

ما تدعو اليه نظرية الوكالة ووجهة نظر "المراقبة النشطة"، إذ يمكن تفسير هذه النتيجة بأن المستثمرين المؤسسيين يعملون كمراقبين نشطين على أنشطة الإدارة من خلال قدرتهم العالية على الوصول للمعلومات وتحليلها وهو ما يصب في مصلحة بقية المساهمين ويؤدي إلى قيادة الشركات المستثمر فيها إلى نتائج إيجابية للشركة تنعكس على أدائها وزيادة قيمتها في السوق المالية، وبالتالي تقليل عدم تناسق المعلومات وتكاليف الوكالة للتدفق النقدي الحر الذي يميل إلى الارتفاع عندما يكون هناك قدر كبير من النقد الزائد تحت سيطرة المديرين. هذه النتيجة تتوافق مع دراسة (Thanatawee, 2014, p. 6) ودراسة (Ahmed & Jusoh, 2014)، ولا تتوافق مع نتائج كل من دراسة (AL-Najjar, 2015) ودراسة (Tsouknidis, 2019).

2.5. تركيز الملكية (CO)

تشير نتائج الدراسة الموضحة في الجدول (08) إلى وجود أثر موجب ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% بين تركيز الملكية (CO) وقيمة المؤسسة مقاسة بالسعر السوقي للسهم (prix) للمؤسسات محل الدراسة، تتوافق هذه النتيجة مع وجهة النظر التي تزعم أن كبار المساهمين لديهم الدافع والمقدرة على مراقبة إدارة الشركة والتأثير عليها بشكل نشط نظرا لاملاكهم لحيازات كبيرة وتحملهم لمخاطر عالية، كما يمكن تفسير هذه النتيجة بأن كبار المساهمين يتمتعون بإمكانية أفضل مقارنة بصغار المساهمين للوصول إلى المعلومات والمشاركة بفعالية في اتخاذ القرارات الهامة، مما يعزز قدرتهم على مراقبة الشركات بكفاءة أكبر، وبالتالي فإن تركيز الملكية تمثل آلية مهمة لضبط سلوك المديرين وخفض تكاليف الوكالة الناتجة عن الصراع بين الوكالات، ما يؤدي إلى زيادة قيمة المؤسسة. هذه النتيجة تتوافق مع دراسة (Ma, Naughton, & Tian, 2010)، في حين لا تتوافق مع نتائج دراسة (Khamis, Hamdan, & Elali, 2015).

3.5. التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة (GNDR)

تشير نتائج الدراسة الموضحة في الجدول رقم (08) إلى وجود أثر موجب ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% بين التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة (GNDR) وقيمة المؤسسة مقاسة بالسعر السوقي للسهم (prix) للمؤسسات محل الدراسة، ويمكن تفسير النتيجة بكون المديرات يعملن على تحسين السلوك الرقابي للمديرين من خلال تعزيز الرقابة الذاتية وتحقيق التوافق بين مصالح المديرين والمساهمين، مما يساهم في خلق قيمة المؤسسة وتقليل من تكاليف الوكالة. ومن الناحية النظرية، تتوافق هذه النتيجة مع افتراض نظرية الوكالة التي ترى بأن التنوع بين الجنسين في مجالس الإدارة يمكن أن يعزز آليات المراقبة على سلوك المديرين التنفيذيين، ويزيد من فعالية الرقابة، ويقلل من تكاليف الوكالة. كما تتفق هذه النتيجة مع كل من نظرية الاعتماد على الموارد ونظرية أصحاب المصلحة، اللتين تؤكدان أن وجود النساء في مجلس الإدارة يمكن أن يكون مصدرا للإبداع ويساهم في توفير مجموعة متنوعة من وجهات النظر والمهارات والأفكار التي تعزز عملية صنع القرار داخل المجلس، مما يجعلها آلية تعزز التوافق بين مصالح مختلف أصحاب المصلحة، وترسل إشارات إيجابية للسوق تعكس الوضعية المالية الجيدة للشركة، مما يحسن من سمعتها وينعكس إيجاباً على قيمتها، هذه النتيجة تتوافق مع دراسة (Salloum, Jabbour, & Mercier-Suissa, 2019) ودراسة (Dankwano & Zubair, 2018) في حين لا تتوافق مع نتائج دراسة (Adams & Daniel, 2009).

4.5. أعضاء مجلس الإدارة الأجانب (DVRFR)

تشير نتائج الدراسة الموضحة في الجدول رقم (08) إلى وجود أثر موجب ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% لأعضاء مجلس الإدارة الأجانب (DVRFR) عن قيمة المؤسسة مقاسة بالسعر السوقي للسهم (prix) للمؤسسات محل الدراسة، هذه النتيجة تتوافق مع نظرية الوكالة ونظرية الاعتماد على الموارد، يمكن أن يعزى ذلك لكون أعضاء مجلس الإدارة

أثر حوكمة الشركات على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية دراسة قياسية لعينة من شركات مؤشر CAC40

الأجانب يقومون بمراقبة أعمال الشركات بنشاط، نظرا لكونهم يمتلكون الموارد والخبرات والمؤشرات الاستثمارية الكافية لتقليل عدم تناسق المعلومات ومشاكل الوكالة في الشركات المستثمرة فيها وتحسين الأداء العام وخلق القيمة للشركة. كما يمكن الاستفادة بشكل أفضل من مهاراتهم وخبراتهم الإدارية والدولية لتعزيز حوكمة الشركات وشفافية المعلومات، مما يجعل تأثيرهم على الشركات المستهدفة أقوى، فهم يميلون إلى مواجهة قيود معلوماتية أكثر من الأعضاء المحليين، ونتيجة لذلك، يمكنهم مراقبة الشركات بشكل أفضل في البلدان التي تتمتع بحوكمة جيدة مما يؤدي إلى تأثيرات أقوى على الشركات المستهدفة في تلك البلدان، كما أن دورهم الفعال في المراقبة سيخفف من الاستغلال الداخلي ومن المتوقع أن تشهد الشركات ذات المستوى العالي من أعضاء مجلس الإدارة الأجانب نمواً أعلى وزيادة في قيمتها. هذه النتيجة تتوافق مع دراسة (Choi, Park, & Yoo, 2007). ولا تتوافق مع نتائج دراسة (Masulis et al (2012).

5.5. ربحية السهم (EPS)

تشير نتائج الدراسة الواردة في الجدول (08) إلى وجود أثر موجب ذو دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1% بين ربحية السهم (EPS) وقيمة المؤسسة مقاسة بالسعر السوقي للسهم (prix) للمؤسسات محل الدراسة، هذا يعني أن زيادة ربحية السهم تؤدي إلى ارتفاع في قيمة المؤسسة، ويعود ذلك إلى أن الشركات ذات الربحية العالية تعتبر أكثر جاذبية للمستثمرين، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهمها ورفع قيمتها السوقية، بالإضافة إلى ذلك، تتمكن هذه الشركات من الوصول إلى تمويل إضافي بتكاليف أقل، وهو ما يدعم توسعها واستثمارها في مشاريع جديدة تسهم في تحسين أدائها المالي وزيادة قيمتها على المدى الطويل، هذه النتيجة تتوافق مع دراسة (boudermine & keddama, 2024) ودراسة (Apergis & Eleftheriou, 2017).

6.5. تكلفة الوكالة (ASTR)

تشير نتائج الدراسة الموضحة في الجدول رقم (08) إلى وجود أثر سالب بين معدل دوران الأصول (ASTR) وقيمة المؤسسة معبرا عنها بالسعر السوقي للسهم (prix)، إلا أنه ليس له دلالة إحصائية، وعليه فإن التغيرات التي تحدث في معدل دوران الأصول ليس لها أثر في تفسير التغيرات التي تحدث في السعر السوقي للسهم للمؤسسات محل الدراسة. هذه النتيجة لا تتوافق مع دراسة (boudermine & keddama, 2024).

7.5. معدل نمو الأصول (GROWTH)

تشير نتائج الدراسة الموضحة في الجدول رقم (08) إلى وجود أثر سالب بين معدل نمو الأصول (GROWTH) وقيمة المؤسسة معبرا عنها بالسعر السوقي للسهم (prix)، إلا أنه ليس له دلالة إحصائية، وعليه فإن التغيرات التي تحدث في معدل نمو الأصول ليس لها أثر في تفسير التغيرات التي تحدث في السعر السوقي للسهم للمؤسسات محل الدراسة. هذه النتيجة تتوافق مع دراسة (الحناوي، 2019).

6. خاتمة

سعت الدراسة لتحليل بعض العوامل التي من شأنها التأثير على القيمة السوقية للمؤسسات بالتركيز على حوكمة الشركات، باعتبارهما من أهم العوامل المؤثرة عليهما، من خلال دراسة قياسية لعينة من مؤسسات المدرجة في مؤشر CAC40 وهي 12 مؤسسة على فترة ممتدة لـ 8 سنوات، حيث تم استخدام تقنية البيانات المقطعية بانل وقد تبين أن نموذج الآثار الثابتة هو النموذج الملائم وتم تقدير هذا الأخير بعد إجراء التصحيحات اللازمة باستخدام طريقة تصحيح الأخطاء في بيانات السلاسل الزمنية المقطعية . (PCSE) (Panels corrected standard errors) وقد أسفرت الدراسة عن النتائج التالية:

- وجود أثر موجب ذو دلالة إحصائية للملكية المؤسسية على السعر السوقي للسهم للمؤسسات محل الدراسة؛
- وجود أثر موجب ذو دلالة إحصائية لتركز الملكية على السعر السوقي للسهم للمؤسسات محل الدراسة؛
- وجود أثر موجب ذو دلالة إحصائية للتنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة على السعر السوقي للسهم للمؤسسات محل الدراسة؛
- وجود أثر سالب ذو دلالة إحصائية لأعضاء مجلس الإدارة الأجانب على السعر السوقي للسهم للمؤسسات محل الدراسة؛
- وجود أثر موجب ذو دلالة إحصائية للمتغير الضابط المتمثل في ربحية السهم، بينما لم يكن ل تكلفة الوكالة ومعدل نمو الأصول أثر على السعر السوقي للسهم للمؤسسات محل الدراسة.

ومن خلال النتائج المتوصل إليها، يمكن أن نقر بأن هناك تأثير لحوكمة الشركات على القيمة السوقية للمؤسسات وبالتالي وجود علاقة بينهما، لكن تبقى دراسة العوامل المختلفة والتي لها تأثير على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية قضية لازالت تثير الكثير من الجدل في الأدب المالي. لذلك توصي هذه الدراسة بإجراء دراسات أخرى للتأكد من مختلف العوامل التي تأثر على القيمة السوقية للمؤسسات محل الدراسة.

6. قائمة المراجع

1. صلاح جواد كاظم، وبكر إبراهيم محمود. (2021). العلاقة بين مكونات هيكل الملكية والقيمة السوقية في ظل معايير الإبلاغ المالي الدولي (دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية). *Al Kut Journal of Economics and Administrative Sciences*, 13 (40)، الصفحات 382-398.
2. مثنى روكان جاسم ، أباد دخيل سليم، وأشرف هاشم فارس. (2021). تأثير الخصائص الديموغرافية لأعضاء مجلس الإدارة في التحفظ غير المشروط: دراسة على عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. *مجلة اقتصاديات الأعمال*, 1 (1)، الصفحات 269-285.
3. محمد خميس جمعة زيتون. (2022). أثر التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة على تكلفة الاقتراض وتوزيعات الأرباح النقدية: دليل تطبيقي من الشركات المقيدة في البورصة المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*, 6 (1)، الصفحات 305-370.
4. محمود الحناوي. (2019). أثر هيكل الملكية على جودة التقارير المالية دراسة تطبيقية على الشركات. *مجلة البحوث المحاسبية*, 6 (1)، الصفحات 66-114.
5. Ahmed, A., & Jusoh, M. (2014). Institutional Ownership and Market-based Performance Indicators: Utilizing Generalized Least Square Estimation Techniques. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 31, pp. 477-485.
6. Choi, J., Park, S., & Yoo, S. (2007). The Value of outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(4), pp. 941-962.
7. Elyasiani, E., & Jia, J. (2010). Distribution of institutional ownership and corporate firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34, pp. 606-620.
8. Riyadh , h., Sukoharsono, E., & Alfaiza, S. (2019). The impact of corporate social responsibility disclosure and board characteristics on corporate performance. *Cogent Business & Management*, 6(1), pp. 1-18.
9. Thanatawee, Y. (2014). Institutional Ownership and Firm Value in Thailand. *Asian Journal of Business and Accounting*, 7(2), pp. 1-22.
10. Adams, R., & Daniel, F. (2009). Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *94(2)*, pp. 291-309.

أثر حوكمة الشركات على القيمة السوقية للمؤسسات الاقتصادية

دراسة قياسية لعينة من شركات مؤشر CAC40

11. Alipour, M., & Amjadi, H. (2011). The Effect of Ownership Structure on Corporate Performance of Listed Companies in Tehran Stock Exchange: An Empirical Evidence of Iran. *International Journal of Business and Social Science*, 2(13), pp. 49-55.
12. Alkurdi, A., hamad, A., Thneibat, H., & Elmarzouky, M. (2021). Ownership structure's effect on financial performance: An empirical analysis of Jordanian listed firms. *Cogent Business & Management*, 8(1), pp. 1-21.
13. AL-Najjar, D. (2015). The effect of institutional ownership on firm performance : evidence from Jordanian listed firms. *International Journal of Economics and Finance*, 7(12).
14. Alves, S. (2012). Ownership structure and earnings management: Evidence from Portugal. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 6(1), pp. 57-74.
15. Apergis, I., & Eleftheriou, S. (2017). DIVIDEND PAYOUT AND CORPORATE GOVERNANCE ACROSS THE GREEK LISTED FIRMS. *Journal of Economics and Business*, 20(1), pp. 11-18.
16. Belaounia, S., Tao, R., & Zhao, h. (2023). Director foreign experience: Geographic specificity and value implication. *International Review of Financial Analysis*, 91, pp. 1-17.
17. boudermine, s., & keddama, d. (2024). Institutional Investors Ownership and Financial Performance: An Empirical Study of CAC40 Companies. *Management and Economics Review*, 9(2), pp. 269-281.
18. boudermine, s., & keddama, D. (2024). The Impact of Corporate Governance on Dividend Distribution Policy: An Econometric Study of French Firms Listed on the CAC40 Index. *Management and Development for Research and studies*, 13(1), pp. 767-786.
19. Dang, T. L., Anh Vo, T. T., Vinh Vo, X., & Nguyen, L. T. (2023). Does foreign institutional ownership matter for stock price synchronicity? International evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, 67, pp. 1-20.
20. Dankwano, R., & Zubair, H. (2018). Impact of Gender Diversity on Indian Firm's Financial Performance. 5(5), pp. 319-341.
21. Elnahass, M., Alharbi, R., Mohamed, T. S., & McLaren, J. (2023). The Nexus among board diversity and bank stability: Implications from gender, nationality and education. *Emerging Markets Review*, 57, pp. 1-29.
22. Khamis, R., Hamdan, A., & Elali, W. (2015). The relationship between ownership structure dimensions and corporate performance: evidence from Bahrain. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 9(4), pp. 38-56.
23. Lin, Y., & Fu, X. (2017). Does institutional ownership influence firm performance? Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 49, pp. 17-57.
24. Ma, S., Naughton, T., & Tian, G. (2010). Ownership and ownership concentration: Which is important in determining the performance of China's listed firms? *Accounting & Finance*, 50(4), pp. 871-897.
25. Miletkov, M., Poulsen, A., & Wintoki, M. (2014). The role of corporate board structure in attracting foreign investors. *Journal of Corporate Finance*, 29, pp. 143-157.
26. Salloum, C., Jabbour, G., & Mercier-Suissa, C. (2019). Democracy across Gender Diversity and Ethnicity of Middle Eastern SMES: how Does Performance Differ? *Journal of Small Business Management*, 57(1), pp. 255-267.
27. Tsouknidis, D. (2019). The effect of institutional ownership on firm performance: The case of US-listed shipping companies. Retrieved from *Maritime Policy & Management*: <https://doi.org/10.1080/03088839.2019.1584408>
[http://adresse complète \(consulté le jour/mois/année\)](http://adresse complète (consulté le jour/mois/année)).

7. الملاحق:

. summarize prix INT CO GNDR DVRFR EPS ASTR GROWTH

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
prix	96	121.5947	128.5574	23.35	706.7
INT	96	.6802479	.1595716	.3718	.905
CO	96	.1561875	.1217342	.02	.4201
GNDR	96	.4269297	.0942423	.2	.6666667
DVRFR	96	.2907181	.1320158	0	.5
EPS	96	5.151863	6.78897	-27.20796	29.96677
ASTR	96	.6123585	.2135631	.1021805	.999341
GROWTH	96	.0841386	.2891452	-.2433092	2.761707