

Ownership Structure Effect on the Stock Returns for Companies Listed in Palestine Exchange

Muath Asmar^{1*}, *Mofed Al-Thaher*² and *Omar Shraim*³

ABSTRACT

This study aimed at identifying the impact of the ownership structure on the stock returns of the public companies listed in the Palestine Stock Exchange. In order to achieve this goal, panel data for the period from 2009 to 2019 was collected from the financial reports of the 46 public companies listed in the Palestine Stock Exchange. In this study, the fixed-effect method was used in the analysis of the study's panel data. The results of the study showed a positive effect of the ownership of major shareholders on equity returns and a negative effect of the ownership of board members on equity returns. Furthermore, the study found no significant effect of institutional ownership, foreign ownership or executive-management ownership on equity returns. In light of the study's findings, the study made several recommendations to investors, legislators and board members regarding the ownership structure and stock returns.

Keywords: Ownership structure, Stock returns, Public shareholding companies, Palestine Stock Exchange.

- 1 Department of Banking and Finance, Faculty of Economics and Social Sciences, An-Najah National University, Nablus, Palestine.
* Corresponding Author: asmr@najah.edu
- 2 Department of Banking and Finance, Faculty of Economics and Social Sciences, An-Najah National University, Nablus, Palestine.
mofedthaher@najah.edu
- 3 Master of Tax Disputes, Faculty of Graduate Studies, An-Najah National University, Nablus, Palestine.
omarsuliman12@hotmail.com

Received on 12/7/2022 and Accepted for Publication on 7/12/2022.

هيكل الملكية وأثره على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين

معاذ أسمر^{1*}، ومفيد الظاهر²، وعمر شريم³

ملخص

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف إلى تأثير هيكل الملكية على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين. ولإنجاز هذا الهدف، تم استخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) للسنوات الممتدة من عام 2009 إلى عام 2019، وذلك بالرجوع إلى التقارير المالية لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين البالغ عددها 46 شركة. وتم في هذه الدراسة استخدام نموذج الأثر الثابت في تحليل البيانات التجميعية للدراسة. وأظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير معنوي إيجابي لملكية كبار المساهمين على عوائد الأسهم، ووجود تأثير سلبي لملكية أعضاء مجلس الإدارة على عوائد الأسهم، وعدم وجود تأثير معنوي لكل من ملكية المؤسسات، وملكية الأجانب، وملكية الإدارة التنفيذية على عوائد الأسهم. وفي ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة، قدمت الدراسة عدة توصيات إلى المستثمرين والمشرعين وأعضاء مجالس الإدارة فيما يتعلق بهيكل الملكية وعوائد الأسهم.

الكلمات الدالة: هيكل الملكية، عوائد الأسهم، شركات المساهمة العامة، بورصة فلسطين.

1. المقدمة

الذي يعني دخول مَلاك وشركاء جدد تلاقت غاياتهم ومصالحهم مع المَلاك الأصليين (علاوين، 2013).

ومع ظهور شركات المساهمة العامة وتوسع رؤوس أموالها، أصبح رأس المال يضم قاعدة واسعة من المساهمين، فظهرت أنماط متعددة من رؤوس الأموال في الشركات عرفت فيما بعد بهيكل الملكية. ولكل شركة هيكل ملكية خاص بها؛ فقد يتخذ هيكل الملكية عدة أشكال منها: الملكية الفردية أو المركزة، أو الملكية المؤسسية، أو العائلية، أو الأجنبية، وغيرها (مسمح، 2018). وقد لاقى هيكل الملكية في شركات المساهمة العامة اهتماماً كبيراً من الباحثين والمهتمين بشأنه، وذلك لأنه يعدّ عاملاً مهماً من العوامل المؤثرة في أداء الشركة من مختلف جوانبه؛ فهو يساهم في تحديد الأهداف التي ترمي الشركة لتحقيقها (حمدان وآخرون، 2016).

وتتعرض شركات المساهمة العامة للعديد من المخاطر التي في مجملها تُؤثر على أداء الشركة وقيمتها السوقية، ومنها ما يكون متعلقاً بمخاطر خارجية، مثل: مخاطر السوق والأوضاع والظروف السياسية والاقتصادية، ومنها ما يكون متعلقاً بمخاطر داخلية كأن تُواجه الشركة مشكلة الوكالة، التي تتمثل في الفصل بين الملكية

أدت التطورات الكبيرة والمتسارعة التي حصلت في عصر الثورة الصناعية في القرن التاسع عشر إلى إحداث تغييرات كبيرة وواسعة في ملامح اقتصاديات القرن العشرين، وكان من أبرز ملامح هذا التغيير تحول عديد الشركات العائلية والخاصة إلى شركات مساهمة عامة (نعيمه، 2015)؛ إذ إن هذه الشركات من خلال سعيها الدؤوب لمواكبة التطور التكنولوجي للإفادة منه في توسيع طاقاتها وقدراتها الإنتاجية والتنافسية وجدت نفسها بعد نفاذ فرص الاقتراض في حاجة ماسة إلى زيادة رؤوس أموالها، فما كان ذلك ليحقق إلا من خلال التحول في نمط ملكية الشركة،

1 قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد والعلوم الاجتماعية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين. asmar@najah.edu

2 قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الاقتصاد والعلوم الاجتماعية، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين. mofeedthaher@najah.edu

3 برنامج ماجستير المنازعات الضريبية، كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين. omarsuliman12@hotmail.com

تاريخ استلام البحث 2022/7/12 وتاريخ قبوله 2022/12/7.

تأثير فعال لأنماط هيكل الملكية تختلف طبيعته من دراسة إلى أخرى على أسعار الأسهم وعوائدها.

1.1 مشكلة الدراسة

بالنسبة إلى الحالة الفلسطينية، فإن هناك قلة في الدراسات التي تناولت موضوع هيكل الملكية وعوائد الأسهم. وعلى ضوء أهمية النتائج المتوقع أن تخرج بها هذه الدراسة والتي تعدُّ محط اهتمامٍ بالنسبة لأصحاب المصالح والمتعاملين في أسواق الأوراق المالية، فقد جاءت ضرورة إجراء هذه الدراسة للتعرف إلى أثر اختلاف وتنوع أنماط هيكل الملكية على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك من خلال الإجابة عن السؤال الرئيسي التالي: ما أثر هيكل الملكية على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟. وتتفرع من هذا السؤال الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

1. ما أثر ملكية كبار المساهمين على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟
2. ما أثر ملكية المؤسسات على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟
3. ما أثر الملكية الأجنبية على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟
4. ما أثر ملكية أعضاء مجلس الإدارة على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟
5. ما أثر ملكية الإدارة التنفيذية على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟

2.1 أهداف الدراسة

انطلاقاً من الأسئلة التي طرحتها الدراسة، فإن هذه الدراسة تهدف إلى تحقيق الهدف الرئيسي المتمثل في بيان تأثير هيكل الملكية بمجالاته (ملكية كبار المساهمين، وملكية المؤسسات، والملكية الأجنبية، وملكية أعضاء مجلس الإدارة، وملكية الإدارة التنفيذية) على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

3.1 أهمية الدراسة

تتبع أهمية هذه الدراسة من الناحية العلمية في أنها تصوغ

والإدارة (علاوين، 2013)، فينجم عن هذا الفصل حدوث تضارب في المصالح قد يدفع تلك الأطراف إلى القيام بتصرفات قد لا تصبُ في مصلحة الشركة، وتؤثر بالتالي على أداء الشركة وعلى قيمة عوائدها السوقية (حمدان وآخرون، 2016).

وتعدُّ أسعار الأسهم السوقية وعوائدها بمثابة المرآة العاكسة التي يتم من خلالها الحكم على كفاءة الشركة أو فشلها من وجهة نظر متخذي القرار الاستثماري. وعادةً ما تتعرض أسعار الأسهم إلى تقلبات واسعة في السوق المالية، وغالباً ما تعزى هذه التقلبات إلى عوامل مالية وأخرى غير مالية (الكاظم والياسين، 2020). ومن العوامل غير المالية اختلاف وتنوع أنماط هيكل الملكية، وطبيعة المستثمرين، وهذه العوامل لها تأثير فعال على تقلبات أسعار الأسهم وعوائدها لشركات المساهمة العامة (محروس، 2021).

تتسم الأسعار السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة بتعرضها لتقلباتٍ واسعةٍ هبوطاً وصعوداً. وتعدُّ اتجاهات حركة أسعار الأسهم أمراً هاماً في الشركات؛ فأسعار الأسهم في بورصة فلسطين تتقلب يومياً بين الارتفاع والانخفاض، وبالتالي فإن ذلك سيؤثر على عوائد الأسهم التي تعدُّ المقصد الرئيسي للمستثمرين والمساهمين. والمتعاملون في السوق المالية يختلفون حول تحديد أسباب تقلب أسعار الأسهم؛ فمنهم من يعزو هذا التقلب إلى عوامل مالية مثل حصة السهم من الأرباح، أو التوزيعات وغيرها، ومنهم من يعزو هذا التقلب إلى عوامل غير مالية مثل سمعة الشركة، وحجم رأس المال، وهيكل الملكية، وغيرها من العوامل (شنيك، 2018).

ونتيجةً لفصل الملكية عن الإدارة في شركات المساهمة العامة، وظهور أنماط وأشكال متعددة من هيكل الملكية فيها، فقد شكل ذلك وسيلةً لتعزيز سعي كل طرف من أطراف الملكية لتعظيم مصالحه وتعزيزها على حساب بقية الأطراف، وبالتالي فإن لذلك تأثيراته المتباينة على أداء الشركات. وبناءً على ذلك، فإن هذه الدراسة تهدف إلى دراسة تأثير هيكل الملكية المختلفة على عوائد الأسهم؛ فقد بينت نتائج الأدبيات السابقة كدراسات (محروس، 2021) و (Eugster, 2019) و (Trong & Thi Thuy, 2021) و (Janssen, 2018) و (Janlensgrad & Vilhelmsson, 2016) و (ElGhouty and El-Masry, 2017) و (Hussain, 2013) و (Thi Vu, 2020) و (Ni, 2017)، و (Alabdullah, 2018) وجود

الاقتصادي؛ فهو السوق الذي يتم من خلاله تداول الأوراق المالية بشقيها (الأسهم، والسندات)، حيث يحظى عائد السهم بأهمية كبيرة في التعاملات المتعلقة بالأسهم، وخاصة بالنسبة للمستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عوائد كبيرة من الأسهم التي يستثمرون أموالهم من أجلها؛ فيعتبر العائد الذي يحصلون عليه خلال فترة الاحتفاظ بالسهم من أبرز ما يهتم به هؤلاء المستثمرون، ويتعمق النظر في أسواق الأوراق المالية ومتابعة الأسهم وعوائدها، يتبين وجود تذبذب حاد فيها بين الارتفاع والانخفاض، وذلك لوجود متغيرات عديدة تتدخل في تحديد عوائد الأسهم، ومنها أنماط هيكل الملكية المختلفة (يوسف، 2008).

ويُعد مفهوم هيكل الملكية من المفاهيم المعاصرة التي ظهرت نتيجة للتطورات الكبيرة والمتسارعة التي أحدثتها عصر الثورة الصناعية والتقدم التكنولوجي. ويتفق الباحثون على أن هيكل الملكية يتمثل "في معرفة من هم ملاك الشركة (أصحاب المال المملوك) وحجم مساهمتهم في رأس مالها" (أبو يحيى والذنيبات، 2019). وقد برز مفهوم هيكل الملكية عام 1932 عندما تناوله (Means & Beral) اللذان اعتبراً أن هيكل الملكية هام جداً في تحديد ما ترمي الشركات لتحقيقه من أهداف وتحديد ثروة المساهمين، وتعظيم ربحية الشركة. وتعتبر هذه الأهداف من أبرز ما يرمي المستثمرون إلى تحقيقه (حمدان وآخرون، 2016). وبظهور هيكل الملكية رافقه فيما بعد ظهور "نظرية الوكالة" في بداية السبعينيات من القرن المنصرم، التي قامت على أساس توكيل مجموعة من الأفراد لتولي إدارة الشركة نيابة عن المساهمين، الأمر الذي أدى إلى حدوث تضارب في المصالح بين تلك الأطراف أثر في نهاية المطاف على أداء الشركة من مختلف جوانبه (بطاينة وآخرون، 2019).

1.2 هيكل الملكية في ضوء نظرية الوكالة

تكمن أهمية نظرية الوكالة في هذه الدراسة في أنها كانت الركيزة الأساسية في استنباط واستخراج نظرية هيكل الملكية؛ فنظرية الوكالة نشأت من الدراسة المتميزة التي قام بها (Means & Beral، 1932)، وأوضحت أن اختلاف وتنوع ونشأت هيكل الملكية في الشركات الأمريكية قد تعرضها للعديد من المخاطر نتيجةً للتصرفات غير الرشيدة للمديرين والملاك. وتعتبر دراسة (Jensen & Meckling, 1976) من الدراسات

امتداداً إضافياً للأدبيات السابقة التي تناولت موضوع هيكل الملكية وعوائد الأسهم، وذلك من خلال إسهامها في تقديم إضافة معرفية جديدة حول التعرف إلى تأثير هيكل الملكية على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة في الدول النامية مثل فلسطين؛ فالبيئة الفلسطينية لها خصوصية اقتصادية وسياسية تميزها عن باقي الدول، وبالتالي فإن نتائج الدراسة ستكون ذات أهمية على المستويين المحلي والعربي. كذلك فإن هناك قلة نسبية للدراسات العربية التي تناولت تأثير هيكل الملكية على عوائد الأسهم، بحيث تشكل هذه الدراسة سناً مهماً ومرجعاً جديداً للباحثين والمهتمين بموضوع هيكل الملكية. فالأدبيات السابقة التي تناولت ذلك التأثير تعكس تجارب الدول المتقدمة التي تختلف طبيعة اقتصادياتها اختلافاً كبيراً عن اقتصاديات البلدان النامية، مما يكسب نتائج هذه الدراسة سمة الواقعية لحال الدول النامية، وتحديد الحالة الفلسطينية.

وتستمد هذه الدراسة أهميتها من الناحية العلمية أيضاً من أنها تتناول إحدى مشكلات "نظرية الوكالة"؛ فنظرية الوكالة تقوم على أساس "توكيل مجموعة من المساهمين لتولي إدارة الشركة نيابة عن بقية المساهمين" (علاوين، 2013). ونتيجة لهذا الفصل بين الإدارة والملكية، تنشأ نقطة الخلاف التي تدفع المساهمين بمختلف أنماط ملكيتهم للسعي لتعظيم وتعزيز مصالحهم على حساب بقية الأطراف.

وتتبع أهمية هذه الدراسة من الناحية العملية في زيادة الثروة المعلوماتية لدى المستثمرين المحليين والأجانب والمحللين الماليين، وذلك من خلال حث المساهمين والمستثمرين على توجيه استثماراتهم إلى الشركات التي تحتوي على أنماط ملكية تؤثر إيجاباً على عوائد الأسهم، وكذلك توجيه الهيئات المهنية والمشرفة على عمل أسواق الأوراق المالية كهيئة سوق رأس المال إلى سن تشريعات تنظم نسب التملك لهياكل الملكية في شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين بما يحقق تعظيم الأداء لتلك الشركات. كذلك ستساعد نتائج هذه الدراسة إدارات الشركات في بناء هيكل ملكية يتلاءم مع تعزيز أداء الشركات وتعظيم قيمتها السوقية.

2. الإطار النظري

يُعد سوق الأوراق المالية العصب الحيوي للنشاط

نظر طرفي عقد الوكالة تجاه المخاطر المصاحبة أو المرافقة لبيئة الأعمال؛ فنجد أن المُوكِل متحفّظ تجاه تلك المخاطر، ونجد أيضاً أن الوكيل يتجنبها خوفاً على منفعته، فيستدعي ذلك دفع وحفز المُوكِل للوكيل ليتحمل المخاطر كلها أو جزءاً منها، حتى لا يؤدي ذلك إلى إيقاع الضرر بمصلحة أو بمنفعة المُوكِل، وبالتالي يحصل تضارب في المصالح (سمور ودرغام، 2020).

2.2 الإطار النظري لفرضيات الدراسة

أولاً: ملكية كبار المساهمين

يقوم نمط ملكية كبار المساهمين على أساس تمركز ملكية الشركة بين عدد من المساهمين، سواء أكانوا أفراداً أم مؤسسات. وقد عرفت "هيئة الرقابة والإشراف على تداول الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية (SEC)" ملكية كبار المساهمين بأنها "تشتمل على أي مستثمر يمتلك ما يزيد على 5% من الأسهم العادية للشركة" (الحناوي، 2019). ويؤدي تمركز الملكية في الشركات إلى العديد من المنافع، ومن أهمها الأثر الإيجابي على أداء الشركة الذي يعزى إلى تولد حوافز قوية لدى مساهمي الأكثرية تدفعهم لممارسة الرقابة والإشراف المستمرين على أنشطة الإدارة لحماية استثماراتهم. كذلك قد تساعد الملكية المركزة في توفير الحماية لأهداف ومصالح الملاك، وذلك من خلال وضع حد للتصرفات غير الرشيدة من قبل الإدارة العليا، وتساعد الملكية المركزة في سد فجوة المصالح المتضادة بين الإدارة والملاك (سمور ودرغام، 2020).

وعلى النقيض من ذلك، فإن لتمركز الملكية في الشركات آثاراً سلبية تتمثل في تكريس السلطة بيد كبار المساهمين؛ فكبار المساهمين يستطيعون التحكم بشكل أكثر فاعلية في الشركات، وذلك لامتلاكهم النصيب الأعظم من حقوق التصويت والتأثير على القرارات المتخذة، وبالتالي التعدي على مصالح وحقوق مساهمي الأقلية. وينجم عن سيطرة كبار الملاك على الإدارة إحداث تأثير سلبي في الأداء؛ فقد تستخدم الأغلبية موقعها لاتخاذ قرارات تخدم مصالحها مقللة بذلك من الحقوق المتبقية لحملة الأسهم (سميا، 2018).

وبالنظر إلى الأدبيات السابقة التي تناولت ملكية كبار المساهمين بوصفها متغيراً مستقلاً يؤثر على أداء الأسهم في شركات المساهمة العامة، فقد أظهرت نتائجها وجود تأثيرات

المتميّزة التي بحثت في نظرية الوكالة، حيث تمكنت هذه الدراسة من استنباط نظرية هيكل الملكية، وذلك من خلال ربطها بالعناصر والفروض التي تقوم عليها نظرية الوكالة. وتُعرّف هذه الدراسة علاقة الوكالة بأنها "عقد يتم بموجبه قيام شخص أو أكثر (الأصيل) بتوكيل شخص أو أكثر (الوكيل) للقيام بمجموعة من الأعمال نيابةً عن الأصيل، ويتضمن العقد منح الوكيل مجموعة من الصلاحيات" (بطاينة وآخرون، 2019). وفيما يلي عرض للفروض التي تقوم عليها نظرية الوكالة وتم من خلالها استنباط نظرية هيكل الملكية:

أولاً: افتراض كفاءة السوق المالية: بناءً على هذا الفرض، فإن السوق الكفؤ ترتبط وتتحدد بأهمية وجودة وطبيعة المعلومات المرتبطة بالأداة المالية ذات العلاقة في السوق المالية، وبالتالي فإن تعظيم القيمة السوقية للشركة المتمثل في تعظيم قيمة أسهمها السوقية مرتبط بكمية ونوعية المعلومات التي توفرها الشركة للمستخدمين في التوقيت المناسب الذي لا يجعل أحد الأطراف أو يمكنه من تحقيق مكاسب على حساب الأطراف الأخرى (مسمح، 2018).

ثانياً: افتراض عدم تشابه المعلومات: يشير هذا الفرض إلى أن الوكيل يمتلك الخبرة والمعلومات المحاسبية، ويستطيع انتقاء السياسات والتقديرات المحاسبية التي تعظم من منفعته على حساب المُوكِل، لأن المُوكِل لا يمتلك الأسلوب أو الطريقة المثلى للسيطرة على تصرفات الوكيل أو لأنها قد تعد مكلفة لتتم ملاحظتها. وبالتالي فإن المعلومات التي يحصل عليها الوكيل لا تكون متماثلة أو منسجمة مع المعلومات التي يمتلكها المُوكِل، فيدفع ذلك الوكيل للقيام بتصرفات غير مرغوبة أو غير مفضلة بالنسبة للمُوكِل، وذلك بسبب تضارب رغبات وأهداف كل طرف مع رغبات وأهداف الطرف الآخر (سميا، 2018).

ثالثاً: افتراض اختلاف الأولويات بين أطراف العلاقة: يقوم هذا الفرض على أساس اختلاف تطلعات كل من مجلس الإدارة والمساهمين؛ ففي الوقت الذي يتوقع فيه المساهم من مجلس الإدارة الذي تم توكيله للقيام بإدارة الشركة أن يبذل أقصى ما لديه من جهد أو عمل لقاء أجر مناسب أو معقول، فنجد أن مجلس الإدارة يسعى لتحقيق أقصى منفعة ممكنة والحصول على امتيازات وحوافز ومكافآت بأقل جهد مبذول (مسمح، 2018).

رابعاً: افتراض الاختلاف في تحمل المخاطر: تتغاير وجهات

التأمين، والبنوك، وصناديق التقاعد والادخار والاستثمار، وغيرها (Al Nashef & Saaydah, 2021). وتعدّ ملكية المؤسسات من أهم أساليب الحاكمية الخارجية الفعّالة التي تساعد في تعزيز أداء الشركة، وذلك من خلال ما تتمتع به هذه المؤسسات من الخبرة الكافية التي تمكنها من استخدام التقارير المالية لأغراض التحليل المالي، وبالتالي تحديد مواطن القوة والضعف في أداء الشركة. ويساعد احتفاظ وامتلاك هذه المؤسسات لأسهمها لفترات زمنية طويلة إلى إكسابها فترة زمنية كافية تستطيع خلالها فهم طبيعة نشاطات وأعمال الشركة المختلفة؛ مما يكسبها دوراً إشرافياً ورقابياً فعّالاً، وبالتالي فإن ذلك سيشكل عامل جذب واستقطاب للمستثمرين الأفراد، مستندين في ذلك إلى أن هناك جهة تمتلك الدراية والمهارة والخبرة الكافية التي تمكنها من المحافظة على حقوقهم وعلى توزيع منصف للأموال والثروات (حيفاوي وآخرون، 2022).

وعلى الرغم من الدور الحيوي الذي تلعبه الملكية المؤسسية على مستوى الشركة بشكل عام وعلى صغار المساهمين بشكل خاص، فإنه يمكن أن يغتتم المستثمرون من المؤسسات خبراتهم وتوافر المعلومات بين أيديهم في زيادة المميزات والمنافع الخاصة بهم بدلاً من تعظيم أهداف المنشأة. وهذا يعني أنه قد يتجاهل هؤلاء المساهمون القرارات النفعية التي تصب في مصلحة الإدارة ولا تضر بمصالحهم ولكنها تضر بمصالح صغار المساهمين. وقد يستغل المستثمرون من المؤسسات حالة امتلاكهم للمعلومات الخاصة بالشركات التي يستثمرون فيها بقصد إبراز متانة وقوة الشركات التي يستثمرون فيها. وينعكس ذلك بتأثيرات مختلفة على أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية (الحناوي، 2019). وأظهرت نتائج الأدبيات السابقة وجود تأثيرات متباينة لملكية المؤسسات بوصفها أحد متغيرات هيكل الملكية على أداء الأسهم لشركات المساهمة العامة؛ فقد جاءت نتائج دراسة (Chuang, 2015) التي بحثت تأثير هيكل الملكية على عوائد الأسهم؛ لتبين أن التغيرات طويلة الأجل في ملكية المؤسسات تؤثر سلباً على عوائد الأسهم، في حين أن التغيرات قصيرة الأجل في ملكية المؤسسات تؤثر إيجاباً على عوائد الأسهم، وهي تتفق في هذا الجانب مع دراسة (الناصر، 2021) التي هدفت لتبيان تأثير هيكل الملكية على ربحية السهم العادي. وذلك بالتطبيق على عينة من شركات المساهمة العامة المصرية، حيث أظهرت

متباينة. ففي دراسة (محروس، 2021) التي هدفت إلى اختبار أثر خصائص لجنة المراجعة وهيكل الملكية في تقلبات أسعار الأسهم المتداولة في البورصة المصرية في أثناء أزمة فيروس كورونا أوضحت نتائجها وجود تأثير إيجابي دال إحصائياً لملكية كبار المساهمين في تقلبات أسعار الأسهم في أثناء أزمة فيروس كورونا، في حين أن دراسة (Trong and Thi Thuy, 2021) التي هدفت إلى التعرف إلى تأثير هيكل الملكية على تزامن أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في فيتنام أظهرت نتائجها وجود علاقة سلبية لملكية كبار المساهمين مع تزامن أسعار الأسهم. وفي السياق ذاته، فقد أشارت نتائج دراسة (Thi Vu, 2020) التي هدفت إلى بحث العلاقة بين هيكل الملكية وحركة أسعار الأسهم، إلى أن للملكية المركزة تأثيراً سلبياً على حركة أسعار الأسهم، وفي دراسة (Eugster, 2019) التي هدفت إلى التعرف إلى العلاقة بين ملكية كبار المساهمين ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، أفادت نتائجها أن الشركات التي تحتوي على ملكية مرتفعة من نسبة ملكية كبار المساهمين تتخفف فيها مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وفيما يتعلق بتأثير ملكية كبار المساهمين على عوائد الأسهم فقد جاءت دراسة (Janlensgrad & Vilhelmsson, 2016) ودراسة (Janssen, 2018) لتبين وجود علاقة عكسية بين تركيز هيكل الملكية وتقلبات عوائد الأسهم، في حين أن دراسة (El Ghouty and El-Masry, 2017) بينت عدم وجود علاقة بين ملكية كبار المساهمين وعوائد الأسهم.

وتشير "نظرية الوكالة" إلى أن ملكية كبار المساهمين لها تأثير سلبي على أداء شركات المساهمة العامة، وذلك نتيجة لنسب تملكهم العالية التي يسعون من خلالها للسيطرة على القرارات المتخذة وجعلها تصب في مصالحهم، وبالتالي التعدي على حقوق الأقلية (Jensen & Meckling, 1976).

بناءً على ما سبق، يمكن صياغة الفرضية العدمية الأولى التي تنص على أنه: لا يوجد تأثير سلبي لملكية كبار المساهمين على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

ثانياً: ملكية المؤسسات

تشير ملكية المؤسسات إلى الشركات الرئيسية التي تستثمر أموالها في شركات أخرى، وتشمل هذه المؤسسات شركات

الأجنبية من إجراءات الضبط الداخلي، إلى جانب تقديم موارد أو مصادر تمويلية قد تعدّ قليلة التكلفة، حيث أظهرت الدراسات السابقة أن الشركات التي يمتلكها مساهمون أجنبى تكون أكثر ابتكاراً وتجديداً من الشركات المحلية، الأمر الذي يساهم في تعظيم قيمة الشركة فيما يخص حملة الأسهم. لذا يجب وضع الاستراتيجيات المناسبة التي تعزز من استقطاب المستثمرين الأجنبى والحفاظ عليهم، لأنهم يساعدون في دفع عجلة التنمية الاقتصادية (سمور ودرغام، 2020).

وتواجه الملكية الأجنبية مخاطر وصعوبات عديدة، وتتجلى هذه المخاطر والصعوبات في توجيه الاستثمارات إلى اقتصاديات متلونة تتسم بنقص في المعلومات أو عدم تجانس في المعلومات عن هذه الاقتصاديات أو الشركات التي يستثمرون فيها، إضافة إلى وجود عجز ونقص في التشريعات والقوانين الداخلية التي تحمي حقوق هؤلاء المستثمرين؛ فوجود المستثمرين الأجنبى ضمن تركيبة هيكل ملكية الشركات من وجهة نظر البعض يشكل ضغطاً على الإدارة لتعديل وتقويم سلوكها نحو خدمة مصالح بقية المساهمين؛ وذلك لاملاكهم الخبرات والمهارات الكافية التي تمكنهم من مراقبة سلوك الإدارة. ويرى آخرون أن البعد الجغرافي لهؤلاء الملاك الأجنبى وشح المعلومات التي بحوزتهم بسبب هذا البعد سيشكل عائقاً يحد من قدرتهم على مراقبة تصرفات الإدارة، وبالتالي إضعاف الدور الإشرافي والرقابي لهؤلاء المستثمرين (سميا، 2018).

وعلى الرغم من أن الملكية الأجنبية تؤدي إلى إنتاجية أعلى وأداء أفضل، فإنها قد تؤدي أحياناً إلى تعظيم مصالح ومنافع المستثمرين الأجنبى على حساب بقية المساهمين، وذلك من خلال حيازتهم حق السيطرة على الإدارة وإرشادها وفق غاياتهم الخاصة، حيث يستغل المستثمر الأجنبى الاستراتيجي حصته في الملكية بوصفها ذريعة لتدعيم مصالحه الاستراتيجية بغية الوصول إلى أسواق جديدة وموارد إنتاج منخفضة التكلفة (سميا، 2018).

وفيما يتعلق بتأثير الملكية الأجنبية على أداء الأسهم لشركات المساهمة العامة، فقد أظهرت نتائج الدراسات السابقة وجود تأثيرات متباينة لها. ففي دراسة (إسماعيل، 2010) التي هدفت إلى فحص تأثير تعاملات الأجنبى (مقاساً بعدد الأسهم المملوكة من قبلهم) على تقلبات عوائد الأسهم في السوق المصرية،

نتائجها وجود علاقة إيجابية بين ملكية المؤسسات وريحية السهم العادي. وأظهرت نتائج دراسة (Hussain, 2013) تأثيراً سلبياً لملكية المؤسسات على تقلبات أسعار الأسهم، متفقةً في ذلك مع نتائج دراسة (علاوين، 2013) التي هدفت لتبيان تأثير هيكل الملكية على تذبذب أسعار الأسهم في شركات المساهمة العامة الأردنية، حيث أظهرت نتائجها وجود تأثير سلبى لملكية المؤسسات على أسعار الأسهم، في حين أظهرت نتائج دراسة (Alzeaideen & Al-Rawash, 2014) التي هدفت لبحث تأثير هيكل الملكية على أسعار الأسهم وجود علاقة محدودة بين ملكية المؤسسات وتذبذب أسعار الأسهم. وأما دراسة (حسانين وعامر، 2017) التي هدفت لقياس العلاقة بين هيكل الملكية وممارسات إدارة الأرباح وتأثيراتها على أسعار الأسهم ودراسة (محروس، 2021) ودراسة (El Ghouty and El-Masry, 2017) فقد بينت جميعها عدم وجود علاقة بين ملكية المؤسسات وأسعار الأسهم وعوائدها.

وتشير "نظرية الوكالة" إلى أن ملكية المؤسسات لها تأثير سلبى على أداء الشركات، لأنها تكون صارمة في إجراءاتها، حيث يعكس ذلك بشكل سلبى على أداء المديرين، كما أن المستثمرين من المؤسسات يسعون إلى تعظيم المنفعة الحالية على حساب المنفعة المستقبلية (Jensen & Meckling, 1976). بناءً على ما سبق، يمكن صياغة الفرضية العدمية الثانية التي تنص على أنه: لا يوجد تأثير سلبى لملكية المؤسسات على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

ثالثاً: الملكية الأجنبية

يقصد بالملكية الأجنبية امتلاك المستثمرين الأجنبى من غير مواطنى الدولة لجزء من أسهم الشركة، ولا تقتصر مساهمة المستثمرين الأجنبى على المساهمة في رأس مال الشركة، بل تمتد إلى مجموعة من العلاقات والأنشطة التجارية التي تعزز من أداء الشركة، حيث يعمل المستثمرون الأجنبى على تزويد الشركات المحلية بالتكنولوجيا المتقدمة والخبرات الإدارية الحديثة في مجال الإدارة وتوفير مستوى عالٍ من الحوكمة، خصوصاً إذا كان المستثمرون وافدين من دول تمتاز وتتمتع بحاكمية مؤسسية عالية (حيفاوي وآخرون، 2022). وتعزز الملكية

بناءً على ما سبق، يمكن صياغة الفرضية العدمية الثالثة التي تنص على أنه: لا يوجد تأثير إيجابي للملكية الأجنبية على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

رابعاً: الملكية الإدارية بشقيها (ملكية أعضاء مجلس الإدارة، وملكية الإدارة التنفيذية)

ترتب على ظهور شركات المساهمة العامة انفصال الملكية عن الإدارة. فتلك الشركات تقوم بطرح وعرض أسهمها في الأسواق المالية لبيعها للمستثمرين الخارجيين الذين لا يشتركون في إدارة الشركة. وتُوصف العلاقة بين الملاك والإدارة بأنها: "عبارة عن عقد يتم بموجبه قيام أحد الأشخاص بتوكيل شخص أو مجموعة معينة من الأشخاص لأداء مجموعة من الأعمال نيابةً عنه". ففي شركات المساهمة العامة يكون العقد بين حامل السهم أو المالك والوكيل وهو مدير الشركة. ومن هنا ظهر ما يعرف بالملكية الإدارية أو الملكية الداخلية التي تشير إلى "امتلاك أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين لجزء من أسهم الشركة" (الحناوي، 2019). وتحقق الملكية الإدارية العديد من المزايا، ومنها تقريب المصالح بين المساهمين والمديرين، وذلك من خلال تخفيض حدة مشكلة الوكالة والحد من التصرفات غير المرغوب فيها من قبل الأطراف الأخرى، وذلك من خلال تبني الأنشطة التي تزيد من ربحية الشركة، وبالتالي زيادة توزيعات الأرباح على المساهمين التي لها ردود فعل إيجابية في أسواق الأوراق المالية وتتبع دورها على أسهم الشركة، مما يتيح لحاملها تحقيق عوائد سوقية مرتفعة. وعليه، فإن الملكية الإدارية تعتبر طريقة لملاءمة الأهداف بين المديرين والملاك (بطاينة وآخرون، 2019).

وعلى النقيض من ذلك، فإن دراسة (سميا، 2018) ترى أن ارتفاع ملكية أعضاء مجلس الإدارة من شأنه أن يؤدي إلى تعظيم المنافع الخاصة للإدارة على حساب بقية المساهمين. وأما دراسة (السمادوني، 2020) فتري أن ارتفاع ملكية الإدارة التنفيذية من شأنه أن يعطي مجالاً واسعاً للمديرين للتصرف بمرورية واتخاذ قرارات تتناسب مع مصالحهم الشخصية بما يحقق أهدافهم على حساب باقي حملة الأسهم. ويشمل ذلك التلاعب بالأرباح بهدف زيادة وتعظيم المكافآت الإدارية، وذلك بسبب تدني الرقابة من قبل المساهمين الخارجيين نتيجة للتركيز في ملكية الإدارة التنفيذية.

أظهرت النتائج وجود تأثير سلبي لقيم شراء الأجانب، وتأثير إيجابي لقيمة وكمية بيع الأجانب على تقلبات عوائد الأسهم في السوق المصرية. وأظهرت نتائج دراسة (Trong and Thi Thuy, 2021) وجود علاقة سلبية بين الملكية الأجنبية وتزامن أسعار الأسهم، متفقة في ذلك مع نتائج دراسة (علاوين، 2013) التي أظهرت نتائجها وجود تأثير سلبي للملكية الأجنبية على تذبذب أسعار الأسهم، في حين أن نتائج دراسة (Thi Vu, 2020) أظهرت وجود تأثير إيجابي للملكية الأجنبية على حركة أسعار الأسهم، وأظهرت نتائج دراسة (Desender et al., 2009) التي هدفت للتعرف إلى أثر هيكل الملكية إلى أداء الأسهم في سوق الأوراق المالية في إسبانيا، وجود ارتباط إيجابي للملكية الأجنبية مع أداء الأسهم. وفي سياق مشابه، أظهرت نتائج دراسة (Chen et al., 2013) التي هدفت لبحث تأثير هيكل الملكية للمؤسسات (الأجنبية والحكومية والفردية) على التغيير في عوائد الأسهم وجود ارتباط إيجابي للملكية الأجنبية مع عوائد الأسهم، وأما نتائج دراسة (Nazlioglu et al., 2012) التي هدفت لتبيان ما إذا كان لهيكل ملكية الشركة تأثير على أسعار أسهمها خلال فترات الأزمات، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات التركية غير المالية المدرجة في بورصة إسطنبول، فقد أظهرت النتائج وجود دور للملكية الأجنبية في التأثير على أسعار الأسهم خلال فترات الأزمات، حيث يختلف هذا التأثير من حيث ما إذا كان إيجابياً أو سلبياً من فترة إلى أخرى، وأما دراسة (Gul et al., 2010) التي هدفت للتعرف إلى ردة فعل أسعار الأسهم على تركيز الملكية ومشاركة الملكية الأجنبية في هياكل الملكية وجودة التدقيق، فقد أظهرت نتائجها وجود دور إيجابي للملكية الأجنبية في تحسين القيمة السوقية للشركات. ومن ناحية أخرى، أظهرت دراسة (Alabdullah, 2018) التي هدفت إلى دراسة أثر هيكل الملكية على أداء الشركات الأردنية عدم وجود علاقة بين الملكية الأجنبية وأداء الشركات.

وتشير "نظرية الوكالة" إلى أن الملكية الأجنبية لها تأثير إيجابي على أداء الشركات، لأنها تعمل على رفق الشركات المحلية بالتكنولوجيا المتطورة والأنماط والأساليب الإدارية الحديثة وتوفير مستوى عالٍ من الحوكمة، كما تعمل على نقل الخبرات والتجارب من الأسواق الخارجية إلى الأسواق المحلية (Jensen & Meckling, 1976).

الوكالة" إلى أن ملكية الإدارة التنفيذية لها تأثير سلبي على أداء الشركات، لأن أغلب المديرين التنفيذيين ليسوا مساهمين، وبالتالي فإنهم يدفعون إلى تعظيم مصالحهم الشخصية من خلال التلاعب بالأرباح لزيادة التعويضات والمكافآت الإدارية التي يحصلون عليها (Jensen & Meckling, 1976).

- بناءً على ما سبق، يمكن صياغة الفرضيتين التاليتين:
- الفرضية العدمية الرابعة التي تنص على أنه: لا يوجد تأثير إيجابي لملكية أعضاء مجلس الإدارة على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.
 - الفرضية العدمية الخامسة التي تنص على أنه: لا يوجد تأثير سلبي لملكية الإدارة التنفيذية على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

3.2 نموذج الدراسة

انققت هذه الدراسة مع الدراسات السابقة في أنها شكلت امتداداً لها في معالجتها لموضوع هيكل الملكية وعوائد الأسهم، وتميزت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة في أنه تم إجراؤها على شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين. فالبيئة الفلسطينية تتصف بتعرضها إلى ظروف وأوضاع اقتصادية وسياسية غير مستقرة (Asmar, 2018). أما الدراسات التي تناولت موضوع هيكل الملكية وربطته بعوائد الأسهم، فقد طبقت في بيئات أجنبية تختلف طبيعة اقتصادياتها اختلافاً كلياً عن اقتصاديات البيئة الفلسطينية. ويلاحظ أن هناك تبايناً وتفاوتاً في بعض نتائج الدراسات السابقة فيما يتعلق بتأثير هيكل الملكية على عوائد الأسهم، ويعزى هذا الاختلاف إلى بعض العوامل التي منها اختلاف بيئة التطبيق أو الوسط الذي طبقت فيه الدراسة، واختلاف فترة التطبيق، واختلاف التعريفات الإجرائية المستخدمة للمفهوم النظري نفسه. وبالتالي فإن هذه الدراسة يتوقع أن تتوصل إلى نتائج مخالفة لنتائج الدراسات السابقة التي طبقت في بيئات مغايرة.

تأتي هذه الدراسة لسد الفجوة البحثية المتمثلة في التعرف إلى أثر هيكل الملكية على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك نظراً للقلة النسبية للدراسات العربية التي تناولت تأثير هيكل الملكية على عوائد الأسهم. وبالتالي فإن هذه الدراسة تقدم فائدة كبيرة للباحثين والمستثمرين

وفيما يتعلق بتأثير الملكية الإدارية على أداء الأسهم في شركات المساهمة العامة، فقد بينت نتائج دراسة (Thi Vu, 2020) أن الملكية الإدارية ممثلة بالأسهم التي يمتلكها المديرون التنفيذيون وأقاربهم من الدرجة الأولى لها تأثير سلبي على حركة أسعار الأسهم. وأما دراسة (Nazlioglu et al., 2012) فقد أظهرت أن الملكية الداخلية ممثلة بملكية المديرين التنفيذيين لها دور في التأثير على أسعار الأسهم خلال فترات الأزمات، حيث يختلف هذا التأثير من حيث ما إذا كان إيجابياً أو سلبياً من فترة إلى أخرى. وفيما يتعلق بتأثير تنوع هيكل الملكية على سعر السهم، فقد أوضحت نتائج دراسة (Ezazi et al., 2011) أنه لا يوجد أثر لتركز الملكية لدى أكبر خمسة مساهمين من أعضاء مجلس الإدارة على تغير أسعار الأسهم، متفقة في ذلك مع نتائج دراسة (الناظر، 2021) التي أوضحت نتائجها عدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية ممثلة بملكية أعضاء مجلس الإدارة وربحية السهم العادي. وأما دراسة (Abbassi et al., 2021) التي هدفت إلى التعرف إلى تأثير هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على سيولة سوق الأسهم للشركات غير المالية في دول جنوب آسيا، فقد أوضحت نتائجها وجود تأثير سلبي وكبير للملكية الإدارية ممثلة بملكية المديرين التنفيذيين على سيولة سوق الأسهم. وأظهرت نتائج دراسة (نادر، 2016) وجود علاقة إيجابية قوية بين ملكية الرئيس التنفيذي وملكوية أعضاء مجلس الإدارة وبين القيمة السوقية للشركات حسب مقياس Tobin's Q. وهذا يتفق مع نتائج دراسة (Dwaikat & Queiri, 2014) التي وجدت أن الملكية الداخلية (الإدارة التنفيذية وأعضاء مجلس الإدارة) لها علاقة إيجابية كبيرة بأداء الشركة حسب مقياس Tobin's Q والعائد على الأصول في الشركات الفلسطينية المالية وغير المالية من عام 2008 إلى عام 2012. وبينت دراسة (Alabdullah, 2018) وجود أثر إيجابي للملكية الإدارية على أداء الشركات الأردنية.

وتشير "نظرية الوكالة" إلى أن ملكية أعضاء مجلس الإدارة لها تأثير إيجابي على أداء الشركات؛ لأن أعضاء مجلس الإدارة يعتبرون من ملاك الشركة، وبالتالي فإنهم يسعون إلى المحافظة على استثماراتهم من خلال تبني النشاطات التي تزيد من ربحية الشركة وممارسة دور إشرافي ورقابي على المستويات الإدارية كافة في الشركة لضمان المحافظة على أداء جيد. وتشير "نظرية

2.3. قياس متغيرات الدراسة

بورصة فلسطين، وذلك بالاعتماد على مجموعة من الدراسات السابقة التي لها ارتباط بموضوع الدراسة. والجدول (1) يوضح طرق قياس متغيرات الدراسة.

لإجراء الدراسة وتطبيقها، تم استخدام وتوظيف مجموعة من المقاييس التي تتلاءم مع المتغيرات الخاصة بالدراسة كما تتناسب أو تتوافق مع البيانات الختامية المفصّل عنها في قاعدة بيانات

الجدول (1)
طرق قياس متغيرات الدراسة

اسم المتغير	رمز المتغير	المرجع	قياس المتغير
المتغير التابع			
عوائد الأسهم	RET	(Asmar & Brahmna, 2012; Asmar & Trimbath, 2022; Brahmna & Asmar, 2011)	حيث: $\ln \left(\frac{P_{it}}{P_{i(t-1)}} \right)$ ، Ln: اللوغاريتم الطبيعي. P_{it} : سعر السهم للشركة i في الفترة t . $P_{i(t-1)}$: سعر السهم للشركة i في الفترة $(t-1)$. ويعلل استخدام هذا المقياس بأن اللوغاريتم الطبيعي يعد أكثر تناسلاً مع أغراض التوزيع الطبيعي للبيانات.
المتغيرات المستقلة			
ملكية كبار المساهمين	X1	(مسمح، 2018)	إجمالي الأسهم العادية التي يمتلكها مساهمون بنسبة تزيد على 5% من إجمالي عدد الأسهم.
ملكية المؤسسات	X2	(سمور ودرغام، 2020)	إجمالي الأسهم العادية التي تمتلكها المؤسسات / إجمالي عدد الأسهم.
الملكية الأجنبية	X3	(مسمح، 2018)	إجمالي الأسهم العادية التي يمتلكها الأجانب / إجمالي عدد الأسهم.
ملكية أعضاء مجلس الإدارة	X4	(الحناوي، 2019)	إجمالي الأسهم العادية التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة / إجمالي عدد الأسهم.
ملكية الإدارة التنفيذية	X5	(الحناوي، 2019)	إجمالي الأسهم العادية التي تمتلكها الإدارة التنفيذية / إجمالي عدد الأسهم.
المتغيرات الضابطة			
حجم الشركة	Y1	(شنك، 2018)	اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول.
الرافعة المالية	Y2	(حيفاوي وآخرون، 2022)	إجمالي الديون / إجمالي الأصول.
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	Y3	(علي وآخرون، 2021)	القيمة السوقية / القيمة الدفترية.

الإحصائي EViews.

3.3 الاختبارات الإحصائية المستخدمة في الدراسة

لاختبار فرضيات الدراسة والإجابة عن الأسئلة التي طرحتها وبالتالي تحقيق أهداف الدراسة، فقد تم تحليل البيانات التي تم جمعها من التقارير المالية لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين من عام 2009 إلى عام 2019، من خلال استخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية، حيث تمت الاستعانة بتحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel- data Analysis)، وهو تحليل لمزيج من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية. وفي هذه الدراسة، تضمنت قاعدة البيانات سلاسل زمنية مدتها (11) سنة وبيانات مقطعية تحتوي على (46) عنصراً بحثياً (شركة). وهذا يعني أن لكل شركة عدة أعوام، وقد أدخلت البيانات لتعالج بواسطة برنامج التحليل

4.3 نتائج تحليل الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

يبين الجدول (2) التحليل الوصفي للمتغيرات المستخدمة في الدراسة، حيث تبين النتائج ما يلي:

فيما يتعلق بالمتغير التابع المتمثل في عوائد الأسهم (RET)، فقد أوضح الجدول (2) أن المتوسط الحسابي له يبلغ (2.87%)، ويتراوح بين (-0.657 و 1.8359)، وأن الانحراف المعياري يبلغ (23.51%)، وهذا يدل على أن أكثرية الشركات المدرجة في بورصة فلسطين قد حققت عوائد أسهم متدنية ولم تستطع المواظبة أو المحافظة على سعر إغلاق لأسهمها فوق سعر الإغلاق السابق.

الجدول (2)

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	عوائد الأسهم (RET)	ملكية كبار المساهمين (X1)	ملكية المؤسسات (X2)	الملكية الأجنبية (X3)	ملكية أعضاء مجلس الإدارة (X4)	ملكية الإدارة التنفيذية (X5)	حجم الشركة (Y1)	الرافعة المالية (Y2)	القيمة السوقية إلى القيمة الافتراضية (Y3)
المتوسط الحسابي	0.0287	0.5505	0.4707	0.1766	0.5024	0.0265	17.463	0.4596	1.3964
الوسيط	0	0.6074	0.4824	0.0694	0.5253	0.0023	17.368	0.4200	0.9019
الانحراف المعياري	0.2351	0.2496	0.3184	0.2186	0.2562	0.0546	1.8891	0.3019	2.801
أكبر قيمة	1.8359	0.9676	0.999	0.7288	0.9438	0.2450	22.384	1.0571	34.135
أصغر قيمة	-0.657	0	0	0	0.0121	0	13.700	0.00881	-5.1729

جداً من الاستثمارات في الشركات تزيد نسبة تملكها على 5%. وقد بلغ المتوسط الحسابي لملكية المؤسسات (47.07%)، والانحراف المعياري (31.84%)، وهذا ينوه إلى أن هناك عدداً

وفيما يتعلق بالمتغيرات المستقلة، فقد أظهر الجدول (2) أن المتوسط الحسابي لملكية كبار المساهمين (55.05%)، والانحراف المعياري (24.96%)، وهذا ينوه إلى وجود نسبة كبيرة

وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، فقد أظهر الجدول (2) أن المتوسط الحسابي لحجم الشركة (17.463)، والانحراف المعياري (1.8891)، وبلغ المتوسط الحسابي للرافعة المالية (45.96%)، والانحراف المعياري (30.19%)، وهذا ينوه إلى تمتع الشركات المدرجة في بورصة فلسطين بنسب رفع مالي متوسطة. وقد بلغ المتوسط الحسابي للقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (1.3964)، والانحراف المعياري (2.801)، ويتراوح بين (-5.1729 و 34.135)، وهذا ينوه إلى أن القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين أدنى من قيمتها الدفترية.

5.3 نتائج تحليل مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة
توضح مصفوفة الارتباط الخطي العلاقة بين متغيرات الدراسة، حيث يمكن الاستقادة منها في التعرف إلى قوة العلاقة الخطية وشكلها بين متغيرات الدراسة (التابعة، والمستقلة، والضابطة). والجدول (3) يعرض مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة.

واسعاً من الشركات التي تقوم بتصويب استثماراتها في شركات أخرى. وقد بلغ المتوسط الحسابي للملكية الأجنبية (17.66%)، والانحراف المعياري (21.86%)، وهذا ينوه إلى تدني نسبة تمثيل وتملك الأجانب (شركات أو أفراداً) في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. وقد بلغ المتوسط الحسابي لملكية أعضاء مجلس الإدارة (50.24%)، والانحراف المعياري (25.62%)، وهذا ينوه إلى أن أعضاء مجلس الإدارة يحتلون تمثيلاً مرتفعاً في الشركات التي يتولون إدارتها؛ إذ إن مجلس الإدارة إجمالاً يتشكل أو يتعين من كبار المساهمين. وقد بلغ المتوسط الحسابي لملكية الإدارة التنفيذية (2.65%)، والانحراف المعياري (5.46%)، وهذا ينوه إلى أن الإدارات التنفيذية في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين لها نسبة تملك أو تمثيل منخفضة جداً؛ بمعنى أنها لا تسعى للسيطرة على الشركات، وذلك بسبب أن المديرين التنفيذيين عادة ما يتم تعيينهم من قبل مجلس الإدارة، أو أن نسبة التملك المتصاعدة لكبار المساهمين لا تتيح لهم تملك الأسهم خشية التحكم في القرارات المتخذة.

الجدول (3)

مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة

Y3	Y2	Y1	X5	X4	X3	X2	X1	RET	
								1.0000	RET
							1.0000	0.0164	X1
						1.0000	0.7925	0.0036	X2
					1.0000	0.1087	0.1962	-0.0991	X3
				1.0000	0.1446	0.6340	0.7732	0.0655	X4
			1.0000	-0.1238	0.0142	-0.4646	-0.1725	0.0728	X5
		1.0000	-0.0650	-0.3066	0.3227	-0.0404	-0.1452	-0.0529	Y1
	1.0000	0.7041	0.1315	-0.1973	0.2064	-0.2034	-0.1901	-0.0310	Y2
1.0000	-0.0384	-0.2194	-0.0888	0.1647	-0.0403	0.1922	0.1306	0.1030	Y3

(RET)، حيث بلغ الارتباط (0.0164، 0.0036، 0.0655، 0.0728، 0.1030) على التوالي، ويتوضح وجود علاقة ارتباطية عكسية ضعيفة لكل من الملكية الأجنبية (X3)، وحجم الشركة (Y1)، والرافعة المالية (Y2) مع عوائد الأسهم (RET)،

يتضح من الجدول (3) وجود علاقة ارتباطية طردية ضعيفة لكل من ملكية كبار المساهمين (X1)، وملكية المؤسسات (X2)، وملكية أعضاء مجلس الإدارة (X4)، وملكية الإدارة التنفيذية (X5)، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Y3) مع عوائد الأسهم

ويتضح أيضاً وجود علاقة ارتباطية قوية للرافعة المالية (Y2) مع حجم الشركة (Y1)، حيث بلغ الارتباط (0.7041)، ويعمل هذا الارتباط بأن المتغيرين يتصلان بمتغير مجموع الأصول.

6.3 نتائج تحليل اختبار التداخل الخطي

يهدف اختبار التداخل الخطي للتأكد من استقلالية المتغيرات المستقلة عن بعضها البعض، وإذا لم يستوف هذا الشرط فعندئذ فإن النموذج الخطي العام لا يصلح للتطبيق، ولا يمكن اعتباره مناسباً لعملية التقدير. وللتأكد من ذلك، فقد تمت الاستعانة باختبار (Variance Inflation Factors)، الذي يشير إلى أنه في حالة كون قيمة (VIF) أكبر من 5، فهذا يبرهن على وجود إشكالية التعدد الخطي للمتغير المستقل المقصود. والجدول (4) يبين نتائج الاختبار.

الجدول (4)
اختبار التداخل الخطي

VIF	المتغير
3.9831	ملكية كبار المساهمين (X1)
2.9912	ملكية المؤسسات (X2)
1.0475	الملكية الأجنبية (X3)
1.6896	ملكية أعضاء مجلس الإدارة (X4)
1.1844	ملكية الإدارة التنفيذية (X5)
1.2887	حجم الشركة (Y1)
1.2129	الرافعة المالية (Y2)
1.0446	القيمة السوقية إلى الدفترية (Y3)

الصغرى (OLS)، حيث يستهدف هذا النمط الإحصائي تقدير خط الانحدار. ومن أجل تعيين المعالجة الإحصائية الملائمة لمعالجة البيانات التجميعية الزمنية سواء باستخدام نموذج الأثر الثابت (Fixed Effect) أو نموذج الأثر العشوائي (Random Effect)، فقد عمدت الدراسة للاستعانة باختبار هوسمان (Hausman). ويظهر الجدول (5) نتائج الاختبار وذلك للشركات المدرجة في بورصة فلسطين كافة، وكذلك للشركات المالية.

حيث بلغ الارتباط (-0.0991، -0.0529، -0.0310) على التوالي. ويتبين من الجدول السابق وجود علاقة ارتباطية طردية قوية لكل من ملكية المؤسسات (X2)، وملكية أعضاء مجلس الإدارة (X4) مع ملكية كبار المساهمين (X1)، حيث بلغ الارتباط (0.7925، 0.7732) على التوالي. ويعزى هذا الارتباط القوي إلى أن تركيبة ملكية كبار المساهمين تحتوي على أسهم تعود ملكيتها للمؤسسات. وفيما يتعلق بأعضاء مجلس الإدارة، فغالباً ما يتشكل مجلس الإدارة في الشركات من أسهم ترجع غالبية ملكيتها لكبار المساهمين. ويتضح من الجدول السابق وجود علاقة ارتباطية طردية متوسطة لملكية أعضاء مجلس الإدارة (X4) مع ملكية المؤسسات (X2)، حيث بلغ الارتباط (0.6340). ويعزى ذلك لاشتمال بنية ملكية أعضاء مجلس الإدارة في معظم الشركات على أسهم تعود ملكيتها للمؤسسات.

يتبين من الجدول (4) أن قيمة (VIF) لعموم المتغيرات المستقلة والضابطة هي أقل من 5، وهذا يعني خلو النموذج من إشكالية التداخل الخطي (Multicollinearity).

7.3 النتائج المتعلقة باختبار فرضيات الدراسة ومناقشتها

من أجل اختبار الفرضيات الخاصة بهذه الدراسة والإجابة عن الأسئلة التي طرحتها، تم استخدام اختبارات البيانات التجميعية الزمنية (Panel-data Analysis) وطريقة المربعات

الجدول (5)

نتائج اختبار هوسمان (Hausman)

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.	
Cross-section Random	20.604853	8	0.0083	الشركات كافة
Cross-section Random	15.636949	8	0.0479	الشركات المالية

0.05، وهذا يشير أيضاً إلى أن نموذج البيانات التجميعية ذات الأثر الثابت (Fixed Effect) هو الأكثر تناسباً مع معالجة البيانات المقطعية للشركات المالية. وهذا بدوره يؤدي إلى اختيار طريقة المربعات الصغرى (OLS) التي يوضحها الجدول (6).

يتبين من الجدول (5) أن مستوى الدلالة للشركات كافة قد بلغ (0.0083) وهو أقل من 0.05، وبالتالي فإن نموذج البيانات التجميعية ذات الأثر الثابت (Fixed Effect) هو الأكثر تناسباً مع معالجة البيانات المقطعية للشركات كافة، كما يتبين أن مستوى الدلالة للشركات المالية قد بلغ (0.0479) وهو أقل من

الجدول (6)

تحليل الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (OLS) لفحص أثر هيكل الملكية على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين

المتغير التابع: عوائد الأسهم (RET)				المتغير التابع: عوائد الأسهم (RET)				
الشركات المالية				الشركات كافة				
مستوى الدلالة	اختبار (ت)	الخطأ المعياري	معاملات بيتا	مستوى الدلالة	اختبار (ت)	الخطأ المعياري	معاملات بيتا	المتغيرات
0.4237	-0.8035	0.9351	-0.7514	0.1569	-1.4199	0.7243	-1.0285	المقطع الثابت C
*0.0154	2.4695	0.4896	1.2091	**0.0763	1.7804	0.3721	0.662	ملكية كبار المساهمين (X1)
0.5207	-0.6447	0.4811	-0.3102	0.3444	-0.9473	0.3687	-0.3493	ملكية المؤسسات (X2)
0.4638	0.7356	0.2234	0.1643	0.9934	-0.0082	0.2317	-0.0019	الملكية الأجنبية (X3)
*0.008	-3.0678	0.3244	-0.9953	*0.0389	-2.0766	0.2441	-0.5071	ملكية أعضاء مجلس الإدارة (X4)
0.2553	1.1446	0.9202	1.0534	0.3585	0.9199	0.8085	0.7438	ملكية الإدارة التنفيذية (X5)
0.4795	0.7100	0.0490	0.0348	**0.0858	1.7252	0.0441	0.0762	حجم الشركة (Y1)
0.9484	-0.0648	0.5888	-0.0382	*0.006	-2.7751	0.1913	-0.5309	الرافعة المالية (Y2)
0.5116	0.6588	0.02	0.01913	0.5718	0.5661	0.0068	0.0038	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Y3)
0.3334				0.1990				معامل التفسير (Adj. R ²)

معامل التفسير المعدل Adj. (R ²)	0.0701	0.1869
قيمة ف	1.543	2.27
Durbin-Watson Statistic	2.142	2.025
مستوى الدلالة	*0.0284	*0.0044

*الاختبار دال إحصائياً عند $\alpha \leq 0.05$. **الاختبار دال إحصائياً عند $\alpha \leq 0.01$.

(0.662)، والقيمة الاحتمالية تساوي (0.0763)، وهي أقل من مستوى الدلالة، وهذا يدل على وجود أثر إيجابي دال إحصائياً عند مستوى ($\alpha \leq 0.01$) لمتغير ملكية كبار المساهمين على عوائد الأسهم، وبالتالي يتم رفض الفرضية العدمية الأولى، حيث يتوفر دليل لدعم الفرضية البديلة التي تؤكد أنه يوجد تأثير إيجابي لملكية كبار المساهمين على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

ويعلل ذلك بنشوء بواعت ودوافع قوية لدى مساهمي الأكثرية تدفعهم لمزاولة الإشراف والرقابة على نشاطات وفعاليات الإدارة العليا؛ إذ إن ملكية كبار المساهمين تُعدّ من مفاتيح آليات الحوكمة التي تؤدي بدورها إلى تخفيض حدة مشكلة الوكالة الناتجة عن فصل الملكية عن الإدارة، وبالتالي فإن ذلك سيؤدي إلى تحقيق التوافق لمصالح جميع الأطراف، وهذا ينعكس بدوره في ردد فعل إيجابية تعزز من نمو أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية. كذلك قد يكون هناك دور لكبار المساهمين في القيام بإجراء صفقات تجارية كبيرة تحقق أرباحاً رأسمالية تعزز من نمو أسعار الأسهم. ومن الجدير بالذكر أن هذا التعليل جاء منسجماً مع ما أشارت إليه نظرية الوكالة في وصفها لتأثيرات ملكية كبار المساهمين على أداء الشركات.

وفي ضوء ذلك، فإن هذه النتيجة ستوجه بدورها المستثمرين أو متخذي القرار الاستثماري في بورصة فلسطين إلى الاستثمار في الشركات التي يمتلك أغلب أسهمها كبار المساهمين، كما يمكن للمستثمرين الاستفادة من هذه النتيجة من خلال الاستثمار في الشركات التي يمتلك أغلب أسهمها كبار المساهمين. وقد أتت هذه النتيجة متفقة مع دراسات (محروس، 2021) و (Eugster, 2019) و (علاوين، 2013). وتباينت هذه النتيجة مع دراسات (Thi Vu, 2020) و (Janssen, 2018)

يُبين الجدول (6) أن تحليل الانحدار للشركات كافة أسكنه أن يعلل ما نسبته (19.9%) من تأثيرات أبعاد هيكل الملكية على عوائد الأسهم، في حين أن النسبة المتبقية تعزى لعوامل أخرى، وقد بلغت قيمة (R²) (0.1990)، كما بلغت قيمة معامل التفسير المعدل (Adj. R²) (0.0701) وهي تعني أن المتغير المستقل (هيكل الملكية) يفسر ما نسبته 7.01% من التغير الحقيقي في المتغير التابع (عوائد الأسهم). وقد بلغت قيمة ف للنموذج ككل (1.543) بدلالة إحصائية (0.0284)، مما يشير إلى أن النموذج دال إحصائياً عند مستوى الدلالة ($\alpha \leq 0.05$). وقد بلغت قيمة Durbin-Watson Statistic (2.142) وهي تقع بين (1.5 و 2.5)، وهذا ينوه إلى أن النموذج خالٍ من مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات، وذلك استناداً إلى ما أشارت إليه دراسة (Hair et al., 2018).

وفيما يتعلق بتحليل الانحدار للشركات المالية وحدها، نجد أن تحليل الانحدار قد أعطى نتائج مشابهة لنتائج تحليل الانحدار للشركات كافة، حيث تبين أن المتغيرين اللذين لهما تأثير معنوي هما ملكية كبار المساهمين وملكوية أعضاء مجلس الإدارة، وهذا يدل على عدم وجود اختلاف لتأثير هيكل الملكية على عوائد الأسهم بين الشركات المالية والشركات غير المالية في فلسطين.

النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الأول

ما أثر ملكية كبار المساهمين على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟ وتقترن بهذا السؤال الفرضية الأولى التي تنص على أنه: لا يوجد تأثير سلبي لملكية كبار المساهمين على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

يتبين من الجدول (6) أن قيمة معامل الانحدار تساوي

الطريقة الحسابية التي تم بها قياس التغير في أسعار الأسهم وعوائدها.

النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الثالث

ما أثر الملكية الأجنبية على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟ وتقرن بهذا السؤال الفرضية الثالثة التي تنص على أنه: لا يوجد تأثير إيجابي للملكية الأجنبية على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

يتبين من الجدول (6) أن قيمة معامل الانحدار تساوي (-0.0019)، والقيمة الاحتمالية تساوي (0.9934)، وهي أكبر من مستوى الدلالة، وهذا يدل على وجود أثر سلبي غير دال إحصائياً للملكية الأجنبية على عوائد الأسهم. وبالتالي لا نستطيع رفض الفرضية العدمية الثالثة، ونؤكد أنه لا يوجد أثر للملكية الأجنبية على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

ويعل ذلك بتدني نسبة تملك الأجانب في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك بسبب عدم استقرار الظروف الاقتصادية والسياسية في البيئة الفلسطينية التي تشكل عنصر طرد وصرف للاستثمار الأجنبي. وقد يكون البعد الجغرافي ونقص المعلومات اللازمة وضعف أدوات الرقابة التي بحوزتهم من أسباب هذا الأمر، حيث يقلل ذلك من فاعلية أحكام الرقابة الفعالة على سلوك الإدارة المركزي.

إن هذه النتيجة اختلفت مع بعض الدراسات السابقة كدراسات (إسماعيل، 2010) و (Trong and Thi Thuy, 2021) و (علاوين، 2013) و (Thi Vu, 2020) و (Chen et al., 2013) و (Desender et al., 2009) و (Gul et al., 2010) و (Nazlioglu et al., 2012). وقد يعزى ذلك إلى تمتع البيئات التي طبقت فيها تلك الدراسات بظروف اقتصادية تحمل فرصاً استثمارية واعدة وظروفاً سياسية مستقرة، وبالتالي فإن ذلك سيشكل عامل جذب للمستثمر الأجنبي، على عكس الحال في البيئة الفلسطينية التي تعاني من ظروف سياسية واقتصادية غير مستقرة تؤثر بشكل سلبي على حجم الاستثمارات الأجنبية.

و (Trong and Thi و (Janlensgrad & Vilhelmsson, 2016) و (Thuy, 2021) و (El Ghouty and El-Masry, 2017). وقد يعزى هذا التباين إلى الاختلاف في البيئة الاستثمارية بين الدول.

النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الثاني

ما أثر ملكية المؤسسات على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟ وتقرن بهذا السؤال الفرضية الثانية التي تنص على أنه: لا يوجد تأثير سلبي لملكية المؤسسات على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

يتبين من الجدول (6) أن قيمة معامل الانحدار تساوي (-0.3493)، والقيمة الاحتمالية تساوي (0.3444)، وهي أكبر من مستوى الدلالة، وهذا يدل على وجود أثر سلبي غير دال إحصائياً لملكية المؤسسات على عوائد الأسهم، وبالتالي لا نستطيع رفض الفرضية العدمية الثانية، وبالتالي نؤكد أنه لا يوجد أثر لملكية المؤسسات على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

ويعل ذلك بأن هذه المؤسسات تحافظ على أسهمها وتمسك بها لأوقات طويلة، ويكون استثمارها داخل الشركات كبيراً ومستقراً، وبالتالي فهي لا تهدف للقيام بعمليات مضاربة تحقق فيها أرباحاً رأسمالية تحدث ردود فعل إيجابية في أسواق الأسهم. وقد لا تكون هناك دراية ومعرفة كافية لدى متخذي القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية بالدور الإيجابي الفعّال للمستثمر المؤسسي في الرقابة على أداء الشركة، وبالتالي فإن عملية المفاضلة والتقييم عند شراء الأسهم في سوق الأوراق المالية من قبل متخذي القرار الاستثماري لا تتأثر بوجود المستثمر المؤسسي.

وقد أتت هذه النتيجة متفقة مع دراستي (حسانين وعامر، 2017) و (محروس، 2021)، وقد يعزى ذلك إلى أن اهتمام المستثمر المؤسسي بالاستثمار في الشركات الفلسطينية لأهداف استراتيجية وتنموية لا يقتصر على الأداء المالي لهذه الشركات. وأتت هذه النتيجة متباينة مع ما توصلت إليه دراسات (Chuang, 2015) و (Hussain, 2013) و (علاوين، 2013) و (الناصر، 2021) و (Alzeaiden & Al-Rawash, 2014)، وقد يعزى ذلك إلى اختلاف أهداف المستثمرين في تلك البيئات، واختلاف

النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الرابع

ما أثر ملكية أعضاء مجلس الإدارة على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟، وتقترن بهذا التسؤال الفرضية الرابعة التي تنص على أنه: لا يوجد تأثير إيجابي لملكية أعضاء مجلس الإدارة على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

يتبين من الجدول (6) أن قيمة معامل الانحدار تساوي (-0.5071)، والقيمة الاحتمالية تساوي (0.0389)، وهي أقل من مستوى الدلالة، وهذا يدل على وجود أثر سلبي دال إحصائياً عند مستوى $(\alpha \leq 0.05)$ لملكية أعضاء مجلس الإدارة على عوائد الأسهم. وبالتالي يتم رفض الفرضية العدمية الرابعة، حيث يتوفر دليل لدعم الفرضية البديلة التي تؤكد أنه يوجد تأثير سلبي لملكية أعضاء مجلس الإدارة على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

ويعلل ذلك بأن ارتفاع ملكية أعضاء مجلس الإدارة من شأنه أن يعزز السلوك المركزي للإدارة، كما تمكنهم نسبة التملك العالية من التغلب على آليات الحوكمة نتيجة "لتأثير التحصين" بفعل الملكية المرتفعة، وبالتالي اتخاذ قرارات تعظم مصالحهم الشخصية على حساب بقية المساهمين، وبذلك فإنهم لا يهدفون إلى تعظيم قيمة المنشأة، فيتربط على ذلك حدوث ردود فعل سلبية في أسواق الأوراق المالية. ومن الجدير بالذكر أن هذا التعليل جاء منسجماً مع ما أشارت إليه نظرية الوكالة في وصفها لتأثيرات ملكية أعضاء مجلس الإدارة على أداء الشركات.

وفي ضوء ذلك، فإن هذه النتيجة ستؤدي بدورها إلى عزوف المستثمرين أو متخذي القرار الاستثماري في بورصة فلسطين عن الاستثمار في الشركات التي تكون فيها نسبة تملك مجلس الإدارة من الأسهم مرتفعة، كما يمكن للهيئة العامة للشركات والهيئات المشرفة على أداء الشركات الاستفادة من هذه النتيجة بأن تحرص على ألا تكون لمجلس الإدارة نسب تملك عالية من الأسهم.

وقد اتفقت هذه النتيجة مع دراسة (Abbassi et al., 2021)، بينما اختلفت مع دراسات (Ezazi et al., 2011) و(الناصر، 2021) و(نادر، 2016).

النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الخامس

ما أثر ملكية الإدارة التنفيذية على عوائد الأسهم لشركات

المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟ وتقترن بهذا السؤال الفرضية الخامسة التي تنص على أنه: لا يوجد تأثير سلبي لملكية الإدارة التنفيذية على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

يتبين من الجدول (6) أن قيمة معامل الانحدار تساوي (0.7438)، والقيمة الاحتمالية تساوي (0.3585)، وهي أكبر من مستوى الدلالة، وهذا يدل على وجود أثر إيجابي غير دال إحصائياً لملكية الإدارة التنفيذية على عوائد الأسهم. وبذلك لا نستطيع رفض الفرضية العدمية الخامسة، وبالتالي نؤكد أنه لا يوجد أثر لملكية الإدارة التنفيذية على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

ويعلل ذلك بتدني نسبة تملك المديرين التنفيذيين في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وهذا يدل على أنهم لا يسعون للسيطرة على الشركات التي يعملون فيها، وذلك بسبب أن المديرين التنفيذيين عادةً ما يتم تعيينهم من قبل مجلس الإدارة، أو أن نسبة التملك المتصاعدة لكبار المساهمين لا تسمح لهم بتملك الأسهم خشية التحكم في القرارات المتخذة. وقد اختلفت هذه النتيجة مع الدراسات السابقة كدراسات (Thi Vu, 2020) و(Nazlioglu et al., 2012) و(نادر، 2016) و(Alabdullah, 2018). ويتربط على هذه النتيجة أن تسعى الشركات ممثلة بمجالس إدارتها على إيجاد حوافز أخرى غير زيادة ملكية أعضاء الإدارة التنفيذية لحثهم على العمل على تعزيز ثروة الملاك.

فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة

تُبين نتائج التحليل وجود أثر إيجابي لحجم الشركة على عوائد الأسهم، ويعلل ذلك بأن الشركات كبيرة الحجم تحقق أرباحاً مرتفعة تؤثر إيجاباً على عوائد الأسهم، حيث يولد ذلك لدى المساهمين ثقة كبيرة بهذه الشركات تدفعهم للإقبال على شراء أسهمها. وبالتالي فإن ذلك سيلعب دوراً إيجابياً في زيادة تداول أسهمها. وتبين النتائج وجود تأثير سلبي للرافعة المالية على عوائد الأسهم، ويعلل ذلك بأن المبالغة في زيادة نسبة الرافعة المالية في الشركات ستؤدي إلى زيادة تكلفة التمويل التي تؤدي إلى انخفاض نصيب السهم من الأرباح الموزعة، وهذا ينعكس بشكل سلبي على أسواق الأوراق المالية.

الخاتمة

الشخصية على حساب بقية المساهمين، في حين أظهرت النتائج عدم وجود تأثير معنوي لكل من (ملكية المؤسسات، والملكية الأجنبية، وملكية الإدارة التنفيذية) على عوائد الأسهم. وبناءً على نتائج الدراسة، فإن الدراسة توصي بضرورة الشروع بتفعيل وسائل الحوكمة الرشيدة التي تحد من السلوك المركزي لمجلس الإدارة، كما يجب أن تحرص الهيئة العامة للشركات على ألا تكون لمجلس الإدارة نسب تملك عالية من الأسهم لأن نسب التملك العالية تساعد في التغلب على آليات الحوكمة بفعل "تأثير التحصين". كذلك توصي الدراسة بضرورة محافظة إدارة الشركات على نسب التملك المرتفعة لكبار المساهمين لورها الفعّال في التأثير الإيجابي على عوائد الأسهم في السوق المالية. وتوصي الدراسة أيضاً باستخدام وسائل مختلفة لتحفيز الإدارة التنفيذية لحثها على العمل على تعزيز ثروة الملاك.

تناول هذا البحث فحص تأثير هيكل الملكية على عوائد الأسهم لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك لما يحظى به هيكل الملكية من اهتمام من قبل الباحثين؛ فهو يعد من النظريات التي انبثقت عن نظرية الوكالة. ولفحص تأثير هيكل الملكية على عوائد الأسهم، فقد تم جمع بيانات كمية لـ (46) شركة للفترة الزمنية الممتدة من عام 2009 إلى عام 2019. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود تأثير إيجابي لملكية كبار المساهمين على عوائد الأسهم. وقد يعزى ذلك لوجود دور مهم لكبار المساهمين في القيام بإجراء صفقات تجارية كبيرة تحقق أرباحاً رأسمالية تعزز من نمو أسعار الأسهم. كذلك أظهرت النتائج وجود تأثير سلبي لملكية أعضاء مجلس الإدارة على عوائد الأسهم. وقد يعزى ذلك إلى أن نسب التملك العالية تساعد في التغلب على آليات الحوكمة نتيجة "لتأثير التحصين" بفعل الملكية المرتفعة، وبالتالي اتخاذ قرارات تعظم مصالحهم

المراجع

المراجع العربية

حسانين، محمد عيد، وعامر، أحمد حسن، 2017، نموذج مقترح لقياس العلاقة بين هيكل الملكية وممارسات إدارة الأرباح وأثر ذلك على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية: دراسة تطبيقية. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، العدد 2، ص 294-269.

حمدان، علام محمد وآخرون، 2016، هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين ودوره في تخفيض تكاليف الوكالة. *مجلة الأعمال والاقتصاد*، المجلد 24، العدد 4، ص 98-82.

الحنوي، السيد محمود، 2019، أثر هيكل الملكية على جودة التقارير المالية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية، *مجلة البحوث المحاسبية*، المجلد 6، العدد 1، ص 114-66.

حيفاوي، بلال محمود وآخرون، 2022، أثر فاعلية مجلس الإدارة وهيكل الملكية في الحد من إدارة الأرباح. *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، المجلد 18، العدد 1، ص 70-41.

أبو العلا، أسامة محمد، 2019، أثر هيكل الملكية وهيكل التمويل على إدارة الأرباح: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المصري، *مجلة الفكر المحاسبي*، المجلد 23، العدد 4، ص 47-1.

أبو يحيى، جعفر سليمان، والذنيبات، علي عبد القادر، 2019، أثر هيكل الملكية في أتعاب التدقيق الخارجي: دليل من الأردن. *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، المجلد 15، العدد 3، ص 420-403.

إسماعيل، السيدة عبد السلام، 2010، تأثيرات تعاملات الأجانب على تقلبات العائد في سوق الأسهم المصرية. *مجلة الإدارة العامة*، المجلد 51، العدد 1، ص 154-107.

بطاينة، هنادي وآخرون، 2019، أثر هيكل الملكية والحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات الأردنية المدرجة. *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، المجلد 15، العدد 1، ص 95-119.

كاظم، حسين جواد، والياسين، أحمد محمد، 2020، محددات القيمة السوقية للأسهم: دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة من 2015 لغاية 2018. *مجلة العلوم الاقتصادية*، المجلد 15، العدد 58، ص 1-30. محروس، رمضان عارف، 2021، أثر خصائص لجنة المراجعة وهيكل الملكية في تقلبات أسعار الأسهم المتداولة في البورصة المصرية في أثناء أزمة فيروس كورونا. *مجلة البحوث المالية والتجارية*، المجلد 22، العدد 1، ص 414-461. مسمح، باسل أمين، 2018، *أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة تطبيقية*. رسالة ماجستير غير منشورة، غزة، الجامعة الإسلامية، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، قسم المحاسبة والتمويل. نادر، نهاد إلياس، 2016، أثر الملكية الإدارية في القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية: دراسة اختبارية باستخدام Tobin's Q. *مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية - سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية*، المجلد 38، العدد 2، ص 29-44. الناصر، شيماء السيد محمود، 2021، أثر هيكل الملكية على ربحية السهم العادي للشركات المساهمة المصرية: دراسة إمبريقية. *مجلة البحوث التجارية*، المجلد 43، العدد 2، ص 105-136. نعيمة، عبيد، 2015، أثر هيكل الملكية في تحقيق مبادئ حوكمة المؤسسات: دراسة نقدية تحليلية. *مجلة دراسات: العدد الاقتصادي*، المجلد 6، العدد 1، ص 207-218. يوسف، دانة بسام محمد، 2008، *تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي*. رسالة ماجستير غير منشورة، الأردن، جامعة الشرق الأوسط للدراسات العليا، كلية العلوم الإدارية والمالية، قسم إدارة الأعمال.

السماذوني، حمادة فتح الله محمد، 2020، *أثر هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على مستوى الإفصاح الاختياري عن المخاطر المالية مع دراسة تطبيقية*. رسالة ماجستير غير منشورة، مصر، جامعة كفر الشيخ، كلية التجارة، قسم المحاسبة.

سمور، محمد علاء ابراهيم، ودرغام، ماهر موسى حامد، 2020، أثر مكونات هيكل الملكية على تكاليف الوكالة للبنوك المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة تطبيقية. *مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية*، المجلد 28، العدد 3، ص 1-20.

سميا، ربيع إبراهيم، 2018، *أثر هيكل ملكية المنشأة في ملاءمة معلومات التقارير المالية لقرارات المستثمرين: دراسة تحليلية في الشركات المساهمة العامة*. رسالة دكتوراه غير منشورة، سوريا، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، قسم المحاسبة.

شك، أسامة محمد، 2018، *العوامل المالية وغير المالية المحددة للأسعار السوقية لأسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان (دراسة اختبارية)*. رسالة ماجستير غير منشورة، الأردن، جامعة الشرق الأوسط، كلية الأعمال، قسم المحاسبة.

علاوين، راند عبد الهادي، 2013، *أثر تغيير هيكل الملكية على تذبذب الأسعار السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة*. رسالة ماجستير غير منشورة، الأردن، جامعة عمان العربية، كلية الأعمال، قسم التمويل.

علي، إبراهيم محمد وآخرون، 2021، قدرة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية على تفسير عوائد الأسهم خلال فترة الأزمات: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *مجلة البحوث التجارية*، المجلد 43، العدد 3، ص 16-46.

القواسمة، رشدي وآخرون، 2015، *مناهج البحث العلمي*. عمان، جامعة القدس المفتوحة.

المراجع العربية باللغة الإنجليزية

Abu Al Ala, A.M. 2019. The Impact of the Ownership Structure and Financing Structure on Profit Management: An Applied Study on Companies Listed in the Egyptian Stock Market. *Scientific Journal for Accounting Thinking*, 23 (4): 1-47.
Abu Yahia, J.S., & Thuneibat, A.A. 2019. Effect of Ownership Structure on External Audit Fees: Evidence

from Jordan. *Jordan Journal of Business Administration*, 15 (3): 403-420.
Al Nader, Sh. S.M. 2021. The Impact of Ownership Structure on the Earnings per Share for Egyptian Companies: An Empirical Study. *Journal of Business Research*, 43 (2): 105-136.

- Alawen, R.A. 2013. *Impact of Ownership Structure Changes on the Volatility of Market Stock Price in Public Shareholding Firms*. Unpublished Master Thesis, Jordan, Amman Arab University, Faculty of Business, Finance Department.
- Ali, I.M. et al. 2021. The Ability of Operating Profits and Cash Flows in the Interpretation of Stock Returns during the Crisis Period: A Test Study on Egyptian Joint Stock Companies. *Journal of Business Research*, 43 (3): 16-46.
- Alqwasme, R. et al. 2015. *Research Methodology*. Amman: Al-Quds Open University.
- Alsamadwne, H.F. 2022. *The Impact of the Ownership Structure and Board Characteristics on the Level of Voluntary Non-financial Risk Disclosure: With an Applied Study*. Unpublished Master Thesis, Egypt, Kafr El Sheikh University, Faculty of Commerce, Accounting Department.
- Bataineh, H. & et al. (2019). Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on the Financial Performance of Jordanian Companies Listed in Amman Stock Exchange. *Jordan Journal of Business Administration*, 15 (1): 95-119.
- Haifawi, B. M. (2022). The Impact of Board of Directors Effectiveness and Ownership Structure on Reducing Earnings Management. *Jordan Journal of Business Administration*, 18 (1): 41-70.
- Hamdan, A.M. et al. 2016. The Role of Ownership Structure in Reducing Agency Costs in Bahraini Listed Firms. *IUG Journal of Economics and Business*, 24 (4): 82-98.
- Henawe, Al. M. 2019. The Impact of Ownership Structure on the Quality of Financial Reporting: An Empirical Study on Firms Listed in the Egyptian Stock Exchange. *Journal of Accounting Research*, 6 (1): 41-70.
- Hsaneen, M.E., & Amer, A.H. 2017. A Proposed Model to Measure the Relationship between the Ownership Structure and Earnings Management Practices and Its Impact on the Share Price in the Stock Market: An Empirical Study. *Scientific Journal for Economics & Commerce*, (2): 269-294.
- Ismael, Al. A. 2010. The Effects of Foreign Transactions on Returns' Fluctuations in the Egyptian Stock Market. *Journal of Public Administration*, 51 (1): 107-154.
- Kadhim, H.J., & Alyaseen, A.M. (2020). Stocks Market Value Determination: An Empirical Study on a Sample of Companies Listed in the Iraqi Stock Exchange for the Period from 2015 to 2018. *Journal of Economic Science*, 15 (58): 1-30.
- Mahrous, R.A. 2021. The Impact of Audit Committee Characteristics and Ownership Structure on Stock Price Volatility Traded in the Egyptian Stock Exchange during the Coronavirus Crisis. *Journal of Financial and Business Research*, 22 (1): 414-461.
- Masmah, B.A. 2018. *Effect of Ownership Structure on Financial Performance of Companies Listed in Palestine Exchange*. Unpublished Master Thesis, Gaza, The Islamic University, Faculty of Economics & Administrative Sciences, Accounting & Finance Department.
- Nader, N.E. 2016. The Impact of Managerial Ownership on the Market Value for Listed Firms in Damascus Securities Exchange: Experimental Study Using Tobin's Q. *Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies*, 38 (2): 29-44.
- Naema, A. 2015. The Impact of the Ownership Structure on Achieving the Principles of Corporate Governance: A Critical and Analytical Study. *Dirassat Journal: Economic Issue*, 6 (1): 207-218.
- Shnek, A.M. 2018. *Financial and Non-financial Determinants That Affect Stock Market Prices for Industrial Public Shareholding Companies Listed at Amman Stock Exchange: Empirical Study*. Unpublished Master Thesis, Jordan, Middle East University, Faculty of Business, Accounting Department.
- Smaya, R.I. 2018. *The Impact of Firm's Ownership Structure on Relevance of Financial Reporting Information for Investor Decisions: Analytical Study on Public Corporations*. Unpublished PhD Thesis, Syria: Damascus University, Faculty of Economics, Accounting Department.

- Smur, M.A., & Dargam, M.M. 2020. The Impact of the Ownership Structure on Agency Costs in Banks Listed in Palestine Exchange: Applied Study. *IUG Journal of Economics and Business*, 28 (3): 1-20.
- Yousof, D.B. 2008. *Determining the Factors That Affect Stock Returns in Amman Stock Market*. Unpublished Master Thesis, Jordan, Middle East University, Faculty of Financial and Management Sciences, Business Management Department.
- المراجع الأجنبية
- Abbassi, W. et al. 2021. The Role of Ownership Structure and Board Characteristics in Stock Market Liquidity. *International Journal of Financial Studies*, 9 (74): 1-15.
- Alabdullah, T.T.Y. 2018. The Relationship between Ownership Structure and Firm Financial Performance. *Benchmarking: An International Journal*, 25 (1): 319-333. <https://doi.org/10.1108/BIJ-04-2016-0051>.
- Al Nashef, M., & Saaydah, M. 2021. Ownership Structure and Corporate Social Responsibility Disclosure: An Empirical Study on Jordanian Listed Companies. *Jordan Journal of Business Administration*, 17 (4): 567-585.
- Alzeaideen, K.A., & Al-Rawash, S.Z. 2014. The Effect of Ownership Structure on Share Price Volatility of Listed Companies in Amman Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, 5 (6): 192-201.
- Asmar, M. 2018. Effects of Bank-specific Factors on the Net Interest Margin of Working Banks in Palestine. *Journal of Economics & Management*, 33 (3): 5-24.
- Asmar, M., & Brahmana, R. 2012. The Role of Energy Commodities in Middle East Stock Market Integration. *Energy Studies Review*, 19 (2): 19-37.
- Asmar, M., & Trimbath, S. 2022. Regulatory Reform and Trade Settlement Failures in USA Equity Markets: Does Regulatory Reform Matter? *Quantitative Finance and Economics*, 6 (4): 537-552.
- Brahmana, R., & Asmar, M. 2011. Does Integration Occur on a Certain Day? The Case of the Lithuanian Stock Market. *South East European Journal of Economics and Business*, 6 (2): 13-21.
- Chen, R. et al. 2013. Do State and Foreign Ownerships Affect Investment Efficiency? Evidence from Privatization. *Journal of Corporate Finance*, 42: 408-421.
- Chuang, H. 2015. Institutional Ownership and Stock Returns. *Data Science and Service Research*, 47: 1-34.
- Desender, K.A. et al. 2009. *Stock Price Performance and Ownership Structure during Periods of Stock Market Crisis: The Spanish Case*.
- Dwaikat, N., & Queiri, A. 2014. The Relationship between Ownership Structure and Firm's Performance: An Empirical Evidence from Palestine. *International Journal of Business and Management*, 9 (12): 49-61.
- El Ghouty, A.S., & El-Masry, A.A. 2017. Effect of Ownership Structure on Firm Stock Return Performance: Evidence from the Egyptian Stock Market. *International Research Journal of Finance and Economics*, (160): 63-83.
- Eugster, N. 2019. *Large Blockholders and Stock Price Crash Risk*. Working Paper. <https://ssrn.com/abstract=3428929>.
- Ezazi, M.E. et al. 2011. The Effect of Ownership Structure on Share Price Volatility of Listed Companies in Tehran Stock Exchange: An Empirical Evidence from Iran. *International Journal of Business and Social Science*, 2 (5): 163- 169.
- Gul, F.A. et al. 2010. Ownership Concentration, Foreign Shareholding, Audit Quality and Stock Price Synchronicity: Evidence from China. *Journal of Financial Economics*, 95: 425-442.
- Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J., Anderson, R.E., & Tatham, R.L. 2018. *Multivariate Data Analysis*. 8th Edition, Cengage Learning EMEA.
- Hussain, A. 2013. The Impact of Dividend Policy on the Relationship between Institutional Ownership and Stock Price Volatility: Evidence from Pakistan. *The Lahore Journal of Business*, 2 (5): 111-132.

- Jankensgard, H., & Vilhelmsson, A. 2016. *Ownership Determinants of Stock Return Volatility*. Working Paper, The Knut Wicksell Centre for Financial Studies, Lund University.
- Janssen, B. 2018. *Ownership Structure and Stock Return Volatility*. Unpublished Master Thesis, Radboud University.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4): 305-360.
- Nazlioglu, B. et al. 2012. The Effect of Ownership Structure on Stock Prices during Crisis Periods: A Study on ISE 100 Index. *International Journal of Business and Social Science*, 3 (6): 82-88.
- Ni, W. 2017. Research on Ownership Structure and Stock Price Fluctuation. *Advances in Computer Science Research (ACSR)*, 61: 438-442.
- Thi Vu, T.M. 2020. Stock Price Co-movement and Firm's Ownership Structure in Emerging Markets. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7 (11): 107-115.
- Trong, N.P. & Thi Thuy, V.V. 2021. Impacts of Ownership Structure on Stock Price Synchronicity of Listed Companies in Vietnam Stock Market. *Cogent Business & Management*, 8 (1): 1-14.