



جامعة النجاح الوطنية
كلية الدراسات العليا

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

إعداد

عمر باسم سليمان شريم

إشراف

د. معاذ أسمر

د. مفيد الظاهر

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المنازعات الضريبية بكلية الدراسات
العليا في جامعة النجاح الوطنية، نابلس - فلسطين.


2022م

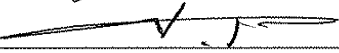
هيكمل الملكفة وأثره على عوائء الأسهم للشركاء المساهمة العامة
المءرءة فف بورصة فلسطين


إعداد

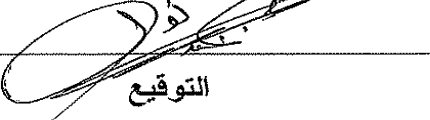
عمر باسم سلفمان شرفم

نوقشت هذه الرسالة بتاريخ 2022/08/03م، وأجفزت:


التوقفف


التوقفف


التوقفف


التوقفف

ء. معاذ أسمر
المشرف الرئفسف
ء. مففء الظاهر
المشرف الثاني .
ء. محمد نزال
الممءفن الآرفف
أ. ء. عبء الناصر نور
الممءفن الءاءلف

الإهداء

إلى تلك الصخرة الصلبة العتيدة، والتي ارتكزت عليها في كل مرحلة من مراحل حياتي، والتي علمتني

بأنه لا شيء يقف أمام الطموح... والدي العزيز

إلى من ركع العطاء أمام قدميها... وأعطتني من دمها وروحها وعمرها حباً ودفعاً لغد أجمل... إلى

وصية الرحمن... والدتي العزيزة

إلى الأم الثانية والتي تعجز الكلمات عن وصفها، إلى تلك الشجرة المثمرة ذات القطف الدانيه... إلى

وصية الرحمن... عمتي الغالية

إلى الأب الثاني والذي علمني أبجديات التحدي، ألبسه الله ثياب الرحمة والمغفرة إلى روح العم الكبير

عصام سليمان

إلى أرواح أجدادي... أسأل الله تعالى أن يتغمدهم بواسع رحمته

إلى إخواني الذين تشاركت معهم سويةً في رسم ملامح حياتنا، وبهم تكتمل روح سعادتني

إلى عائلتي وأسرتي... أدامها الله ذخراً وسنداً

إلى أصدقائي... منارة الفرح والسرور

إلى من ركع التاريخ لهم إجلالاً... وشهد لهم التاريخ بأنهم أحراراً... إلى من زفتهم الملائكة

أبراراً... إلى من شهدت لهم الحياة بأنهم أبطالاً... إلى من قدموا أرواحهم رخيصةً ليحيا الوطن إلى

روح عمي الشهيد "محمد سليمان الحسن" وإلى شهداء الثورة الفلسطينية

إلى أسرانا الأبطال القابعين في سجون الاحتلال، والذين سطوروا أبرز ملاحم الصمود في وجه المحتل

إلى القابضين على الجمر في القدس الشريف، وحي الشيخ جراح وبطن الهوى

الشكر والتقدير

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات، الحمد لله الذي علم الانسان ما لم يعلم، الحمد لله على انجاز هذا العمل العلمي، الحمد لله دائماً وأبداً، والصلاة والسلام على أشرف المرسلين، سيدنا وحبينا النبي الأُمي، وعلى آله وصحبه أجمعين.

أتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى كل من ساهم في انجاز هذه الدراسة العلمية، وأخص بالذكر المشرفين على الدراسة الدكتور معاذ أسمر، والدكتور مفيد الظاهر، على جهودهما المباركة من أجل الوصول بهذه الرسالة إلى أفضل ما يكون، كما وأتقدم بالشكر الجزيل إلى الدكتور محمد نزال، والدكتور محمد زيد، واللذين كان لهما دور مهم في ارشادي وتوجيهي في عديد من القضايا العلمية التي تخص الدراسة.

الإقرار

أنا الموقع أدناه مقدم الرسالة التي تحمل عنوان:

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

أقر بأن ما اشتملت عليه هذه الرسالة هي نتاج جهدي الخاص، باستثناء ما تمت الإشارة إليه
حيثما ورد، وأن هذه الرسالة ككل أو أي جزء منها لم يقدم من قبل لنيل أية درجة أو لقب علمي
أو بحثي لدى أية مؤسسة تعليمية أو بحثية أخرى.

عمر سالم سليمان شريم

اسم الطالب:

عمر سالم سليمان شريم

التوقيع:

١٧/٥/٢٠١٢

التاريخ:

فهرس المحتويات

ج	الإهداء	.....
د	الشكر والتقدير	.....
هـ	الإقرار	.....
و	فهرس المحتويات	.....
ط	فهرس الجداول	.....
ط	فهرس الأشكال	.....
ك	الملخص	.....
1	الفصل الأول الإطار العام للدراسة	.....
1	1.1 مقدمة الدراسة	.....
2	1.2 مشكلة الدراسة	.....
4	1.3 أسئلة الدراسة	.....
4	1.4 أهداف الدراسة	.....
5	1.5 أهمية الدراسة	.....
6	1.6 الدراسات السابقة	.....
7	1.6.1 الدراسات السابقة التي تناولت ملكية كبار المساهمين	.....
9	1.6.2 الدراسات السابقة التي تناولت ملكية المؤسسات	.....
11	1.6.3 الدراسات السابقة التي تناولت الملكية الأجنبية	.....
14	1.6.4 الدراسات السابقة التي تناولت الملكية الإدارية بشقيها (ملكية أعضاء مجلس الإدارة، وملكية الإدارة التنفيذية)	.....
16	1.7 التعقيب على الدراسات السابقة	.....
17	1.8 هيكل الملكية في ضوء نظرية الوكالة	.....
19	1.8.1 مشكلات نظرية الوكالة	.....
20	1.9 تطوير فرضيات الدراسة	.....
20	1.9.1 تأثير ملكية كبار المساهمين على عوائد الأسهم	.....

21	1.9.2 تأثير ملكية المؤسسات على عوائد الأسهم
22	1.9.3 تأثير الملكية الأجنبية على عوائد الأسهم
23	1.9.4 تأثير الملكية الإدارية بشقيها (ملكية أعضاء مجلس الإدارة، و ملكية الإدارة التنفيذية) على عوائد الأسهم
24	1.9 أنموذج الدراسة
25	الفصل الثاني منهجية الدراسة
25	2.1 المقدمة
25	2.2 منهج الدراسة وطريقة جمع البيانات
26	2.3 مجتمع وعينة الدراسة
26	2.4 قياس متغيرات الدراسة
28	2.5 الاختبارات الاحصائية المستعملة في الدراسة
30	الفصل الثالث نتائج الدراسة
30	3.1 المقدمة
30	3.2 نتائج تحليل إجراءات الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة
33	3.3 نتائج تحليل مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة
35	3.4 نتائج تحليل اختبار التداخل الخطي
36	3.5 نتائج تحليل اختبار جذر الوحدة
37	3.6 النتائج المتعلقة بتساؤلات الدراسة
39	3.6.1 النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الأول
39	3.6.2 النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الثاني
40	3.6.3 النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الثالث
40	3.6.4 النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الرابع
41	3.6.5 النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الخامس
42	3.7 نموذج الدراسة
43	الفصل الرابع مناقشة النتائج والتوصيات

43.....	4.1 المقدمة
43.....	4.2 نتائج الدراسة
47.....	4.3 التوصيات
49.....	قائمة المصادر والمراجع
b	Abstract

فهرس الجداول

- جدول (2.1) مجتمع القطاعات وأعداد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين 26
- جدول (2.2) طرق قياس متغيرات الدراسة 27
- جدول (3.1) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة 31
- جدول (3.2) مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة 33
- جدول (3.3) اختبار التداخل الخطي 36
- جدول (3.4) اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة حسب منهجية " Levin, Lin & Chu " 37
- جدول (3.5) نتائج اختبار هوسمان (Hausman) 37
- جدول (3.6) تحليل الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى (OLS) لفحص أثر هيكل الملكية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين 38

فهرس الأشكال

شكل (1) نموذج الدراسة 24

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

إعداد

عمر باسم سليمان شريم

إشراف

د. معاذ أسمر

د. مفيد الظاهر

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تأثير هيكل الملكية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، ولإنجاز هذا الهدف تم جمع بيانات كمية للدراسة للسنوات الممتدة من عام 2009 إلى عام 2019، وذلك بالرجوع والاستعانة بالتقارير المالية المعممة أو المنشورة على الموقع الرسمي لبورصة فلسطين ومن مواقع الشركات على (الإنترنت)، حيث بلغ عدد الشركات الداخلة في عينة الدراسة 46 شركة، وقد تم الاستعانة بنموذج الأثر الثابت في معالجة البيانات التجميعية للدراسة، وأظهرت نتائج الدراسة ما يلي:

وجود تأثير معنوي إيجابي لملكية كبار المساهمين على عوائد الأسهم، وكذلك وجود تأثير سلبي لملكية أعضاء مجلس الإدارة على عوائد الأسهم، في حين أظهرت النتائج عدم وجود تأثير معنوي لكل من (ملكية المؤسسات، وملكية الأجانب، وملكية الإدارة التنفيذية) على عوائد الأسهم.

وبناءً على ما آلت إليه نتائج الدراسة فقد أوصت الدراسة بما يلي:

ضرورة الشروع بتفعيل وسائل الحوكمة الرشيدة والتي تحد من السلوك المركزي لمجلس الإدارة، كما ويجب أن تحرص الهيئة العامة للشركات على ألا تحتوي تركيبة أو تشكيلة مجلس الإدارة على نسب تملك عالية من الأسهم كون أن نسب التملك العالية تساعدهم في التغلب على آليات الحوكمة بفعل "تأثير التحصين"، وكذلك أوصت الدراسة بضرورة محافظة إدارة الشركات على نسب التملك المرتفعة

لملكية كبار المساهمين لدورها الفعّال في التأثير الإيجابي على عوائد الأسهم في السوق المالي، وكذلك حفزهم على شراء الأسهم المطروحة للبيع من صغار المساهمين أو الإصدارات الجديدة من الأسهم.

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

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1.1 مقدمة الدراسة

أدت التطورات الكبيرة والمتسارعة والتي حصلت في عصر الثورة الصناعية في القرن التاسع عشر إلى أحداث تغيرات كبيرة وواسعة في ملامح اقتصاديات القرن العشرين، وكان من أبرز ملامح هذا التغير تحول عديد من الشركات العائلية والخاصة إلى شركات مساهمة عامة (نعيمية، 2015)، إذ أن هذه الشركات من خلال سعيها الدؤوب لمواكبة التطور التكنولوجي للإفادة منه في توسيع طاقاتها وقدراتها الإنتاجية والتنافسية لاقت نفسها وبعد نفاذ فرص الاقتراض بأنها بحاجة ماسة إلى زيادة رؤوس أموالها، فما كان ذلك أن يتحقق إلا من خلال التحول في نمط ملكية الشركة، والذي 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)، حيث لاقى هيكل الملكية في شركات المساهمة العامة اهتماماً كبيراً من الباحثين والمهتمين بشأنه وذلك؛ لأنه يعدّ عاملاً مهماً من العوامل المؤثرة على أداء الشركة في مختلف جوانبها، كونه يساهم في تحديد الأهداف التي ترمي الشركة لتحقيقها (حمدان وآخرون، 2016)، ولهيكل الملكية دور بارز في تحديد ثروة المساهمين، وكذلك انضباط المدير، حيث ينبغي أن يكون لكل من المديرين وملاك الشركة أي حملة الأسهم هدف واحد يتمثل في تعظيم أرباح الشركة، وبالتالي المحافظ على رفعة الشركة وقيمة عوائدها السوقية (مسمح، 2018).

وتتعرض شركات المساهمة العامة لعدد من المخاطر والتي بمجملها 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 تواجه الشركة مشكلة الوكالة (علاوين، 2013)، والتي تتمثل بالفصل ما بين الملكية والادارة (مدفوني، 2012)، فينجم عن هذا الفصل حدوث تضارب في المصالح، والذي قد يدفع تلك الأطراف إلى القيام بتصرفات قد تصبُّ أو لا تصبُّ في مصلحة الشركة، وبالتالي التأثير على أداء الشركة وعلى قيمة عوائدها السوقية (الهليس، 2021)

وتُعدّ 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 وغير مالية (الكازم والياسين، 2020)، ومن العوامل غير المالية اختلاف وتنوع أنماط هيكل الملكية وطبيعة المستثمرين والتي لها تأثير فعّال على تقلبات أسعار الأسهم وعوائدها للشركات المساهمة العامة (محروس، 2021).

ومن هنا، فقد جاءت هذه الدراسة لتبحث بجانب مُتخصص في أداء الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك من خلال التعرف على تأثير اختلاف وتنوع أنماط هيكل الملكية على عوائد الأسهم، لما لذلك من تأثيرات على القيمة السوقية للشركات والقرارات التي يتخذها المستثمرون.

1.2 مشكلة الدراسة

تتسم الأسعار السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة بتعرضها لتقلبات واسعة هبوطاً وصعوداً، وتُعدّ اتجاهات حركة أسعار الأسهم أمراً هاماً في الشركات، فأسعار الأسهم في بورصة فلسطين تتقلب يومياً ما بين الارتفاع والانخفاض، وذلك بالاستناد إلى المنحنى البياني لمؤشر القدس (Pse, 2021)، وبالتالي فإن ذلك سيؤثر على عوائد الأسهم والتي تُعدّ المقصد الرئيسي للمستثمرين والمساهمين (حرز،

(2018)، فالمتعاملين في السوق المالي يختلفون حول تحديد أسباب تقلبها فمنهم ما يعزو هذا التقلب إلى عوامل مالية: مثل حصة السهم من الأرباح، أو التوزيعات وغيرها، ومنهم ما يعزو هذا التقلب إلى عوامل غير مالية: مثل سمعة الشركة، وحجم رأس المال، وهيكل الملكية، وغيرها من العوامل (شباك، 2018).

ونتيجةً لفصل الملكية عن الإدارة في شركات المساهمة العامة، وظهور أنماط وأشكال متعددة من هياكل الملكية فيها، فشكل ذلك وسيلةً لتعزيز سعي كل طرف من أطراف الملكية لتعظيم وتعزيز مصالحه على حساب بقية الأطراف، وبالتالي فإن لذلك تأثيراته المتباينة على أداء الشركات، وبناءً على ذلك فإن الباحث يرى أن هناك تأثيراً فعالاً لهياكل الملكية المختلفة على أسعار وعوائد الأسهم، فقد بينت نتائج الأدبيات السابقة كدراسة (محروس، 2021) و(Eugster, 2019) و(Trong & Thi Thuy, 2021) و(Janssen, 2018) و(Janlensgrad & Vilhelmsson, 2016) و(ElGhouty and El-Masry,) و(2017) و(Hussain, 2013) و(Thi VU, 2020) و(Ni, 2017)، وجود تأثير فعال لأنماط هيكل الملكية تختلف طبيعته من دراسة إلى أخرى على أسعار الأسهم وعوائدها.

وأما في الحالة الفلسطينية وعلى حدود علم الباحث، فإن هناك ندرة في الدراسات التي تتناول موضع هيكل الملكية وعوائد الأسهم، وعلى ضوء أهمية النتائج المتوقع بأن تخرج بها هذه الدراسة والتي تعدّ محض اهتماماً بالنسبة لأصحاب المصالح والمتعاملين في أسواق الأوراق المالية، فقد جاءت ضرورة هذه الدراسة، للتعرف على أثر اختلاف وتنوع أنماط هيكل الملكية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك من خلال الإجابة على السؤال الرئيسي التالي: " ما أثر هيكل الملكية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟ "

1.3 أسئلة الدراسة

بناءً على السؤال الرئيسي الذي تطرحه هذه الدراسة، فإنها تسعى للإجابة على التساؤلات الفرعية التالية:

1. ما أثر ملكية كبار المساهمين على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟

2. ما أثر ملكية المؤسسات على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟

3. ما أثر الملكية الأجنبية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟

4. ما أثر ملكية أعضاء مجلس الإدارة على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟

5. ما أثر ملكية الإدارة التنفيذية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟

1.4 أهداف الدراسة

انطلاقاً من التساؤلات التي تُثيرها الدراسة، فإن هذه الدراسة تهدف إلى تحقيق الهدف الرئيسي المتمثل بتبيان تأثير هيكل الملكية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وينبثق عن هذا الهدف الرئيسي الأهداف الفرعية الآتية:

• تبيان تأثير ملكية كبار المساهمين على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

• تبيان تأثير ملكية المؤسسات على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

• تبيان تأثير الملكية الأجنبية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

• تبيان تأثير ملكية أعضاء مجلس الإدارة على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

• تبيان تأثير ملكية الإدارة التنفيذية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

1.5 أهمية الدراسة

1.5.1 الأهمية العلمية

تتبع أهمية هذه الدراسة من الناحية العلمية كونها تصوغُ امتداداً إضافياً إلى الأدبيات السابقة التي تناولت موضوع هيكل الملكية وعوائد الأسهم، وذلك من خلال إسهامها في تقديم إضافة معرفية جديدة حول التعرف على تأثير هيكل الملكية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة في الدول النامية مثل فلسطين، فالبينة الفلسطينية لها خصوصية اقتصادية وسياسية تميزها عن باقي الدول، وبالتالي فإن نتائجها من الممكن أن تعمم، وكذلك هناك قلة نسبية للدراسات العربية (في حدود علم الباحث) التي تناولت تأثير هيكل الملكية على عوائد الأسهم، بحيث تشكل هذه الدراسة سنداَ ومرجعاً جديداً للباحثين والمهتمين بموضوع هيكل الملكية، فالأدبيات السابقة التي تناولت ذلك التأثير تعكس وتظهر تجارب الدول المتقدمة والتي تختلف طبيعة اقتصادياتها اختلافاً كلياً عن اقتصاديات البلدان النامية، مما يكسب نتائج هذه الدراسة سمة الواقعية لحال الدول النامية.

كما وتستمد هذه الدراسة أهميتها من الناحية العلمية، كونها تعتبر من إحدى مشكلات " نظرية الوكالة "، فنظرية الوكالة تقوم على أساس " توكيل مجموعة من المساهمين لتولي إدارة الشركة نيابةً عن بقية

المساهمين " (علاوين، 2013)، فنتيجةً لهذا الفصل ما بين الإدارة والملاك تنشأ نقطة الخلاف التي تدفع المساهمين بمختلف أنماط ملكيتهم لسعي لتعظيم وتعزيز مصالحهم على حساب بقية الأطراف.

1.5.2 الأهمية العملية

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

1.6 الدراسات السابقة

يُعدّ موضوع دراسة هيكل الملكية وأثره على عوائد الأسهم من المواضيع الحديثة التي لم تلقَ الاهتمام الكافي من الباحثين في الأوساط العربية، فهناك ما يناقشه ضمناً عند البحث في مجال العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم، لذلك فإن الدراسات التي تناولت هيكل الملكية وأثره على عوائد الأسهم بشقيه محدودة وهي دراسات أجنبية، وبالتالي فإن هذه الدراسة قد تُعدّ الدراسة الأولى في فلسطين التي تتناول ذلك التأثير في حدود علم الباحث.

ويُعدّ سوق الأوراق المالية العصب الحيوي للنشاط الاقتصادي، كونه 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 من الأسهم التي يستثمرون أموالهم من أجلها، فيعتبر العائد الذي يحصلون عليه خلال فترة الاحتفاظ بالسهم من أبرز ما يهتم به هؤلاء

المستثمرين (الكساسبة، 2014)، وبتعميق النظر في أسواق الأوراق المالية ومتابعة الأسهم وعوائدها يتبين وجود تذبذب حاد فيها ما بين الارتفاع والانخفاض، وذلك لوجود متغيرات عديدة تتدخل في تحديد عوائد الأسهم ومنها أنماط هيكل الملكية المختلفة (يوسف، 2008).

ويُعدّ مفهوم هيكل الملكية من المفاهيم المعاصرة والتي ظهرت نتيجة للتطورات الكبيرة والمتسارعة التي أحدثتها عصر الثورة الصناعية والتقدم التكنولوجي، ويتفق الباحثون على أن هيكل الملكية يتمثل " بمعرفة من هم ملاك الشركة (أصحاب المال المملوك) وحجم مساهمتهم في رأس مالها " (أبو يحيى، والذبيبات، 2019)، حيث برز مفهوم هيكل الملكية عام 1932 عندما تناوله كلٌّ من (Means & Beral) والذان اعتباراً أن هيكل الملكية هام جداً في تحديد ما ترمي الشركات لتحقيقه من أهداف، وكذلك تحديد ثروة المساهمين وتعظيم ربحية الشركة، وتعتبر هذه الأهداف من أبرز ما يرمي المستثمرين إلى تحقيقه (الهليس، 2021)، وبظهور هيكل الملكية والذي ترافقه فيما بعد ظهور " نظرية الوكالة " في بداية السبعينيات بواسطة آدم سميث، والتي قامت على أساس توكيل مجموعة من الأفراد لتولي إدارة الشركة نيابة عن المساهمين، الأمر الذي أدى إلى حدوث تضارب في المصالح بين تلك الأطراف أثرت في نهاية المطاف على أداء الشركة في مختلف جوانبها (أبو داير، 2021).

1.6.1 الدراسات السابقة التي تناولت ملكية كبار المساهمين

يقوم هذا النمط من الملكية على أساس تمركز ملكية الشركة بين عدد من المساهمين، سواء أكانوا أفراداً أم مؤسسات، وقد عرّفت " هيئة الرقابة والاشراف على تداول الأوراق المالية بالولايات المتحدة الأمريكية (SEC) " ملكية كبار المساهمين " بأنها تشتمل على أي مستثمر يمتلك ما يزيد عن 5% من الأسهم العادية المصدرة للشركة " (الحنوي، 2019).

ويؤدي تمركز الملكية في الشركات إلى عديدٍ من المنافع من أهمها الأثر الإيجابي على أداء الشركة والذي يعزى إلى تولد حوافز قوية لدى مساهمي الأكثرية تدفعهم لممارسة الرقابة والاشراف المستمر

على أنشطة الإدارة لحماية استثماراتهم، وأيضاً قد تساعد الملكية المركزة في توفير الحماية لأهداف ومصالح الملاك وذلك من خلال وضع حد للتصرفات غير الرشيدة من قبل الإدارة العليا، كما وتساعد الملكية المركزة في سد فجوة المصالح المتضادة بين الإدارة والملاك (سمور، ودرغام، 2020).

وعلى النقيض من ذلك، فإن لتمرکز الملكية في الشركات آثاراً سلبيةً تتمثل في تكريس السلطة بيد أحد 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، كما وينجم عن سيطرة كبار الملاك على الإدارة إحداث تأثير سلبي في الأداء فقد تستخدم الأغلبية موقعها لاتخاذ قرارات تخدم مصالحها مقللة بذلك الحقوق المتبقية لحملة الأسهم (سيما، 2018).

وبالنظر إلى الأدبيات السابقة والتي تناولت ملكية كبار المساهمين بوصفه متغيراً مستقلاً يؤثر على أداء الأسهم في الشركات المساهمة العامة، فقد أظهرت نتائجها تأثيرات متباينة، " ففي دراسة (محروس، 2021) والتي هدفت إلى اختبار أثر خصائص لجنة المراجعة وهيكل الملكية في تقابلات أسعار الأسهم المتداولة في البورصة المصرية أثناء أزمة فيروس كورونا، حيث أوضحت نتائجها وجود تأثير إيجابي دال إحصائياً لملكية كبار المساهمين في تقلب أسعار الأسهم أثناء أزمة فيروس كورونا، في حين أن دراسة (Trong and Thi Thuy, 2021) والتي هدفت إلى التعرف على 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) والتي هدفت إلى بحث العلاقة بين هيكل الملكية وحركة أسعار الأسهم، إلى أن للملكية المركزة تأثيراً سلبياً على حركة أسعار الأسهم، وفي دراسة (Eugster, 2019) والتي هدفت إلى التعرف على العلاقة بين كبار المساهمين ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، أفادت نتائجها بأن الشركات التي تحتوي على ملكية مرتفعة من نسبة ملكية كبار المساهمين تتخفف فيها مخاطر انهيار أسعار

الأسهم، وفيما يتعلق بتأثير كبار المساهمين على عوائد الأسهم فقد جاءت دراسة كل من (Janlensgrad & Vilhelmsson, 2016) و (Janssen, 2018) لتبين وجود علاقة عكسية ما بين تركيز هيكل الملكية وتقلبات عوائد الأسهم، في حين أن دراسة (ElGhouty and El-Masry, 2017) بينت عدم وجود علاقة بين ملكية كبار المساهمين وعوائد الأسهم".

وعلى صعيد آخر يتناول تأثير ملكية كبار المساهمين على متغيرات أخرى، " فقد أظهرت نتائج دراسة (السموني، 2019) والتي هدفت إلى التعرف على تأثير هيكل الملكية على الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في البنوك وشركات التأمين المدرجة في بورصة فلسطين تأثيراً سلبياً للملكية المركزة على مستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، وأما دراسة (سمور، 2019) والتي سعت إلى التعرف على مدى تأثير هيكل الملكية على تكاليف الوكالة للبنوك المدرجة في بورصة فلسطين، فقد أظهرت نتائجها أن لتركز الملكية تأثيراً معنوياً إيجابياً على تكاليف الوكالة في البنوك المدرجة في بورصة فلسطين، وفيما يتعلق بتأثير ملكية كبار المساهمين على الأداء المالي فقد أشارت نتائج دراسة (مسمح، 2018) إلى وجود تأثير معنوي إيجابي لملكية كبار المساهمين على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين".

1.6.2 الدراسات السابقة التي تناولت ملكية المؤسسات

تشير الملكية المؤسسية إلى الشركات الرئيسية التي تستثمر أموالها في الشركة وتشمل هذه المؤسسات على شركات التأمين، والبنوك، وصناديق التقاعد والادخار والاستثمار، وغيرها، وتعدّ الملكية المؤسسية من أهم أساليب الحاكمية الخارجية الفعالة، وتساعد في تعزيز أداء الشركة، وذلك من خلال ما تتمتع به هذه المؤسسات بالخبرة الكافية التي تمكنها من استخدام التقارير المالية لأغراض التحليل المالي، وبالتالي تحديد مواطن القوة والضعف في أداء الشركة، كما ويساعد احتفاظ وامتلاك هذه المؤسسات لأسهمها لفترات زمنية طويلة إلى اكسابها فترة زمنية كافية تستطيع من خلالها فهم طبيعة نشاطات وأعمال الشركة المختلفة؛ مما يكسبها دوراً إشرافياً ورقابياً فعالاً، وبالتالي فإن ذلك يشكل عامل

جذب واستقطاب للمستثمرين الأفراد مستنديين في ذلك إلى أن هناك جهة تمتلك الدراية والمهارة والخبرة الكافية التي تمكنها من المحافظة على حقوقهم وعلى توزيع منصف للأموال والثروات (درغام، وسمور، 2020).

وعلى الرغم من الدور الحيوي الذي تلعبه الملكية المؤسسية على مستوى الشركة بشكل عام وعلى صغار المساهمين بشكل خاص، إلا أنه 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 وضع امتلاكهم للمعلومات الخاصة بالشركات التي يستثمرون بها بقصد إبراز متانة وقوة الشركات التي يستثمرون بها وينعكس ذلك بتأثيرات مختلفة على أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية (السمادوني، 2020).

وأظهرت نتائج الأدبيات السابقة والتي فحصت تأثير ملكية المؤسسات بوصفها أحد متغيرات هيكل الملكية على أداء الأسهم للشركات المساهمة العامة، تأثيرات متباينة، " فقد جاءت نتائج دراسة (chuang, 2015) والتي 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، متفقةً في هذا الجانب مع دراسة (الناصر، 2021) والتي هدفت لتبيان تأثير هيكل الملكية على ربحية السهم العادي وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المساهمة العامة المصرية، حيث أظهرت نتائجها وجود علاقة إيجابية بين ملكية المؤسسات وربحية السهم العادي، كما وأظهرت نتائج دراسة (Hussain, 2013) تأثيراً سلبياً لملكية المؤسسات على تقلبات أسعار الأسهم، متفقةً في ذلك مع نتائج دراسة (علاوين، 2013) والتي هدفت لتبيان تأثير هيكل الملكية على تذبذب أسعار الأسهم في الشركات المساهمة الأردنية، حيث أظهرت نتائجها وجود تأثير

سلبية لملكية المؤسسات على أسعار الأسهم، في حين أظهرت نتائج دراسة (Alzeaideen & AL- (2014, Rawash) والتي هدفت لبحث تأثير هيكل الملكية على أسعار الأسهم وجود علاقة محدودة بين ملكية المؤسسات وتذبذب أسعار الأسهم، وأما دراسة (حسانين وعامر، 2017) والتي هدفت لقياس العلاقة بين هيكل الملكية وممارسات إدارة الأرباح وتأثيراته على أسعار الأسهم ودراسة (محروس، 2021) ودراسة (ElGhouty and El-Masry, 2017) فقد بينت جميعها عدم وجود علاقة بين الملكية المؤسسية وأسعار وعوائد الأسهم".

وفي سياق آخر يتناول تأثير ملكية المؤسسات على متغيرات أخرى، " فقد أظهرت نتائج دراسة (اليونس، 2017) عدم وجود تأثير معنوي لملكية المؤسسات على الأداء المالي للشركات الصناعية، حيث أن هذه الدراسة هدفت لمعرفة تأثير كل من هيكل الملكية وهيكل رأس المال على الأداء المالي للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، في حين أن هذه النتيجة لم تتفق مع دراسة (مسمح، 2018) والتي أظهرت وجود تأثير سلبي لملكية المؤسسات على الأداء المالي، وفي سياق آخر فقد أظهرت نتائج دراسة (أبو العلا، 2019) والتي جاءت لتعرف على تأثير هيكل الملكية وهيكل التمويل على إدارة الأرباح وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المصرية، وجود تأثير ايجابي لملكية المؤسسات على إدارة الأرباح، في حين لم تتفق هذه النتيجة مع ما جاءت به نتائج دراسة (شقور، 2016) والتي أوضحت أن زيادة تركيز ملكية المؤسسات يخفض من درجة ممارسة إدارة الأرباح، وفيما يتعلق بتأثير ملكية المؤسسات على جودة الأرباح، فقد أظهرت دراسة (الشاهد والعناني، 2017) وجود علاقة قوية سلبية لملكية المؤسسات مع جودة الأرباح ".

1.6.3 الدراسات السابقة التي تناولت الملكية الأجنبية

يقصد بالملكية الأجنبية امتلاك المستثمرين الأجانب من غير مواطني الدولة لجزء من أسهم الشركة، كما ولا تقتصر مساهمة المستثمرين الأجانب على المساهمة في رأس مال الشركة فقط بل تمتد إلى

مجموعة من العلاقات والأنشطة التجارية التي تعزز من أداء الشركة، حيث يعمل المستثمرون الأجانب على تزويد الشركات المحلية بالتكنولوجيا المتقدمة والخبرات الإدارية الحديثة في مجال الإدارة وتوفير مستوى عالي من الحوكمة، خصوصاً إذا كان المستثمرون وافدين من دول تمتاز وتتمتع بحاكمية مؤسسية عالية (النمري، 2018)، كما وستعزز من إجراءات الضبط الداخلي وذلك إلى جانب تقديم موارد أو مصادر تمويلية والتي قد تعدّ قليلة التكلفة، حيث أظهرت الدراسات السابقة بأن الشركات التي يمتلكها مساهمون أجانب تكون أكثر ابتكاراً وتجديداً من الشركات المحلية، وبالتالي فإن ذلك يشكل حافزاً لدى الشركات يزيد من قوة المنافسة فيما بينها، الأمر الذي سيساهم في تعظيم قيمة الشركة بما يخص حملة الأسهم، لذا يجب وضع الاستراتيجيات المناسبة التي تعزز من استقطاب المستثمرين الأجانب والمحافظ عليهم كونهم يساعدون في دفع عجلة التنمية الاقتصادية (سمور، 2019).

وتواجه الملكية الأجنبية مخاطر وصعوباتٍ عديدة، تتجلى هذه المخاطر والصعوبات بتوجيه استثماراتهم في اقتصاديات متلونة تتسم وتمتاز بنقص في المعلومات أو عدم تجانس في المعلومات عن هذه الاقتصاديات أو الشركات التي يستثمرون فيها، إضافةً إلى هناك عجز ونقص في التشريعات والقوانين الداخلية التي تحمي حقوق هؤلاء المستثمرين، فوجود المستثمرين الأجانب ضمن تركيبة هيكل ملكية الشركات من وجهة نظر البعض يصوغ ضغطاً على الإدارة لتعديل وتقويم سلوكها نحو خدمة مصالح بقية المساهمين؛ وذلك لامتلاكهم الخبرات والمهارات الكافية التي تمكنهم من مراقبة سلوك الإدارة، ويرى آخرون أن البعد الجغرافي لهؤلاء الملاك الأجانب وشح المعلومات التي بحوزتهم بسبب هذا البعد، سيشكل عائقاً يحد من قدرتهم على مراقبة تصرفات الإدارة، وبالتالي إضعاف الدور الإشرافي والرقابي لهؤلاء المستثمرين (الوريكات، 2019).

وعلى الرغم من أن الملكية الأجنبية تؤدي إلى إنتاجية أعلى وأداء أفضل، إلا أنها قد تؤدي أحياناً إلى تعظيم مصالح ومنافع المستثمرين الأجانب على حساب بقية المساهمين، وذلك من خلال حيازتهم حق السيطرة على الإدارة وإرشادها وفق غايتهم الخاصة، حيث أن المستثمر الأجنبي الاستراتيجي يستغل

حصته في الملكية بوصفها ذريعة لتدعيم مصالحه الإستراتيجية؛ بغية الوصول إلى أسواق جديدة وموارد إنتاج خفيضة التكلفة (سيما، 2018).

وفيما يتعلق بتأثير الملكية الأجنبية على أداء الأسهم للشركات المساهمة العامة، فقد أظهرت نتائج الدراسات السابقة تأثيرات متباينة، " ففي دراسة (اسماعيل، 2010) والتي هدفت إلى فحص تأثير تعاملات الأجانب (مقاساً بعدد الأسهم المملوكة من قبلهم) على تقلبات عوائد الأسهم في السوق المصرية، حيث أظهرت النتائج وجود تأثير سلبي لقيم شراء الأجانب، وتأثير إيجابي لقيمة وكمية بيع الأجانب على تقلبات عوائد الأسهم في السوق المصرية، كما وأظهرت نتائج دراسة (Trong and Thi 2021) وجود علاقة سلبية بين الملكية الأجنبية وتزامن أسعار الأسهم، متفقة في ذلك مع نتائج دراسة (علاوين، 2013) والتي 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، كما وأظهرت نتائج دراسة (Desender, et al, 2009) والتي هدفت للتعرف على أثر هيكل الملكية على أداء الأسهم في سوق الأوراق المالية في إسبانيا، ووجود ارتباط إيجابي للملكية الأجنبية مع أداء الأسهم، وفي سياق مشابه أظهرت نتائج دراسة (chen, et al, 2013) والتي هدفت لبحث تأثير هيكل الملكية للمؤسسات (الأجنبية والحكومية والفردية) على التغير في عوائد الأسهم وجود ارتباط إيجابي للملكية الأجنبية مع عوائد الأسهم، وأما نتائج دراسة (Nazlioglu, et al, 2012) والتي هدفت لتبيان فيما 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، حيث أظهرت النتائج وجود دور للملكية الأجنبية في التأثير على أسعار الأسهم خلال فترات الأزمات، حيث أن هذا التأثير يختلف فيما إذا كان إيجابياً أو سلبياً من فترة إلى أخرى، وأما دراسة (Gul et al, 2010) والتي هدفت لتعرف على ردة فعل أسعار الأسهم على تركيز الملكية ومشاركة الملكية الأجنبية

في هياكل الملكية وجودة التدقيق، فقد أظهرت نتائجها وجود دور ايجابي للملكية الأجنبية في تحسين القيمة السوقية للشركات .

وفي جانب مختلف يتناول تأثير الملكية الأجنبية على متغيرات أخرى، " فقد أظهرت دراسة (مسمح، 2018) وجود تأثير ايجابي للملكية الأجنبية على الأداء المالي، في حين لم تتفق هذه النتيجة مع دراسة (اليونس، 2017) والتي أظهرت عدم وجود تأثير معنوي للملكية الأجنبية على الأداء المالي، وأظهرت نتائج دراسة (الهليس، 2021) والتي هدفت لبحث تأثير هيكل الملكية على توزيعات الأرباح وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، عدم وجود تأثير معنوي للملكية الأجنبية على توزيعات الأرباح، وفيما يتلقت بفحص تأثير الملكية الأجنبية على الإفصاح الاختياري، فقد أظهرت نتائج دراسة (حمد، 2021) والتي تم تطبيقها على عينة من الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، عدم وجود تأثير معنوي للملكية الأجنبية على مستوى الإفصاح الاختياري .

1.6.4 الدراسات السابقة التي تناولت الملكية الإدارية بشقيها (ملكية أعضاء مجلس الإدارة، وملكية الإدارة التنفيذية)

تنظم على ظهور شركات المساهمة العامة بصفتها سلسلة من العقود إلى انفصال الملكية عن الإدارة، كونها تقوم بطرح وعرض أسهمها في الأسواق المالية لبيعها للمستثمرين الخارجيين الذين لا يشتركون في إدارة الشركة، حيث تُوصف العلاقة ما 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 ما بين حامل السهم أو المالك والوكيل يكون هو مدير الشركة (العلي، 2018).

ومن هنا ظهر ما يعرف بالملكية الإدارية أو الملكية الداخلية " والتي تشير إلى امتلاك أعضاء مجلس الإدارة والمدراء التنفيذيين لجزء من أسهم الشركة " (حمد، 2021)، وتحقق الملكية الإدارية بشقيها

عديداً من المزايا والتي تتمثل في تقريب المصالح ما بين المساهمين والمديرين، وذلك من خلال تبني الأنشطة التي تُزيد من ربحية الشركة وبالتالي زيادة توزيعات الأرباح على المساهمين والتي لها ردود فعل إيجابية في أسواق الأوراق المالية والتي تنعكس بدورها على أسهم الشركة مما يتيح لحاملها تحقيق عوائد سوقية مرتفعة، وبالتالي فإن الملكية الإدارية تعتبر طريقة لملائمة الأهداف ما بين المديرين والملاك (أبو العلا، 2019).

وعلى النقيض من ذلك، فإن دراسة (سيما، 2018) و(الجبوري، 2018) ترى أن انخفاض أو ارتفاع ملكية أعضاء مجلس الإدارة من شأنه أن يؤدي إلى تعظيم المنافع الخاصة للإدارة على حساب بقية المساهمين، وأما دراسة (النمري، 2018) و(السمادوني، 2020) ترى بأن ارتفاع ملكية الإدارة التنفيذية من شأنه أن يسدي مجالاً واسعاً للمديرين لتصرف بوصولية واتخاذ قرارات تتناسب مع مصالحهم الشخصية بما يحقق أهدافهم على حساب باقي حملة الأسهم، مثل التلاعب بالأرباح بهدف زيادة وتعظيم المكافآت الإدارية وذلك بسبب تدني الرقابة من قبل المساهمين الخارجيين نتيجة لتركز في ملكية الإدارة التنفيذية.

وفيما يتعلق بتأثير الملكية الادارية على أداء الأسهم في الشركات المساهمة العامة، " فقد بينت نتائج دراسة (Thi VU, 2020) بأن الملكية الإدارية ممثلة بالأسهم التي يمتلكها المدراء 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 المدراء التنفيذيين لها دور في التأثير على أسعار الأسهم خلال فترات الأزمات، حيث أن هذا التأثير يختلف فيما إذا كان إيجابياً أو سلبياً من فترة إلى أخرى، وفيما يتعلق بتأثير وتنوع 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 تغيير أسعار الأسهم، متفقة في ذلك مع نتائج دراسة (الناصر، 2021) حيث أوضحت نتائجها عدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية ممثلة بملكية أعضاء مجلس الإدارة وربحية السهم العادي، وأما دراسة

(Abbassi, et al, 2021) والتي هدفت إلى التعرف على تأثير هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على سيولة سوق الأسهم للشركات الغير مالية في دول جنوب آسيا، حيث أوضحت نتائجها بوجود تأثير سلبي وكبير للملكية الإدارية ممثلة بملكية المدراء التنفيذيين على سيولة سوق الأسهم، وتظهر نتائج دراسة (نادر، 2016) وجود علاقة ايجابية قوية ما بين ملكية الرئيس التنفيذي وملكية أعضاء مجلس الإدارة وبين القيمة السوقية للشركات حسب مقياس Tobin's Q ."

وفي سياق آخر يتناول تأثير الملكية الإدارية على متغيرات أخرى، " فقد أظهرت نتائج دراسة (حمدان وآخرون، 2016) وجود دور ايجابي غير فعال لملكية أعضاء مجلس الإدارة في الحد من تكاليف الوكالة، وفي سياق متصل فقد أظهرت نتائج دراسة (سمور، 2019) وجود تأثير ايجابي لملكية أعضاء مجلس الإدارة على تكاليف الوكالة، وأظهرت نتائج دراسة (خيرة وآخرون، 2021) وجود علاقة ايجابية بين ملكية أعضاء مجلس الإدارة وتوزيعات الأرباح، وفيما يتعلق بتأثير الملكية الإدارية ممثلة بالأسهم المملوكة من قبل الإدارة التنفيذية على إدارة الأرباح فقد أظهرت نتائج دراسة (أبو العلاء، 2019) وجود تأثير ايجابي معنوي للملكية الإدارية على إدارة الأرباح في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المصرية ."

1.7 التعقيب على الدراسات السابقة

اتفقت هذه الدراسة مع الدراسات السابقة في أنها شكلت امتداداً لها في معالجتها لموضوع هيكل الملكية وعوائد الأسهم، واتسمت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة، بأنه تم إجراؤها على شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، فالبيئة الفلسطينية تتصف بتعرضها إلى ظروف وأوضاع اقتصادية وسياسية غير مستقرة والتي تؤثر سلباً على أداء الشركات، فالدراسات التي تناولت موضع هيكل الملكية وقيدته بعوائد الأسهم طبقت في بيئات أجنبية تتغير وتختلف طبيعة اقتصادياتها اختلافاً كلياً عن اقتصاديات البيئة الفلسطينية، حيث يلاحظ أن هناك تبايناً وتفاوتاً في بعض نتائج الدراسات السابقة فيما

يتعلق بتأثير هيكل الملكية على عوائد الأسهم ويعزى هذا الاختلاف إلى بعض العوامل منها اختلاف بيئة التطبيق أو الوسط الذي طبقت فيه الدراسة، واختلاف مرحلة أو فترة التطبيق، واختلاف التعريفات الإجرائية المستخدمة لنفس المفهوم النظري، وبالتالي هذا يمكن ويتم إلى التوصل إلى نتائج مغايرة عن نتائج الدراسات السابقة.

تأتي هذه الدراسة لسد الفجوة البحثية والمتمثلة بالتعرف على أثر هيكل الملكية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك نظراً للقلة النسبية للدراسات العربية (في حدود علم الباحث) التي تناولت تأثير هيكل الملكية على عوائد الأسهم، وبالتالي فإن هذه الدراسة تقدم فائدة كبيرة للباحثين والمستثمرين والمتعاملين في أسواق الأوراق المالية.

وقد استفادت الدراسة الحالية من الدراسات السابقة، بأنها أعطتها معرفة نظرية أوسع وأشمل عن موضوع الدراسة، وذلك من خلال إثراء الجانب النظري المتعلق بهيكل الملكية وعوائد الأسهم، والاستفادة منها أيضاً في تطوير مشكلة الدراسة، وذلك من خلال التوصل إلى فجوة بحثية لم تلقى الاهتمام الكافي من قبل الباحثين، وكذلك الاستفادة من النتائج والتوصيات التي احتوتها الدراسات السابقة في تطوير الدراسة البحثية ومنهجيتها.

1.8 هيكل الملكية في ضوء نظرية الوكالة

ترتكز أهمية نظرية الوكالة في هذه الدراسة كونها كانت الركيزة الأساسية في استنباط واستخراج نظرية هيكل الملكية، فنظرية الوكالة نشأت من الدراسة المتميزة التي قام بها كل من (Means & Beral) عام 1932، والتي أوضحت أن لاختلاف وتنوع ونشأت هيكل الملكية في الشركات الأمريكية قد يعرضها للعديد من المخاطر نتيجةً للتصرفات الغير رشيدة للمديرين والملاك، وتعتبر دراسة (Jensen & Meckling, 1976) من الدراسات المتعددة والمتميزة والتي بحثت في نظرية الوكالة، حيث تمكنت هذه الدراسة من استنباط نظرية هيكل الملكية وذلك من خلال ربطها بالعناصر والفروض

التي تقوم عليها نظرية الوكالة وتُعرف 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 " (علاوين، 2013)، وفيما يلي عرض للفروض التي تقوم عليها نظرية الوكالة والتي تم من خلالها استنباط نظرية هيكل الملكية:

أولاً: افتراض كفاءة السوق المالي: وبناءً على هذا الفرض فإن السوق الكفوء يرتبط ويتحدد بأهمية وجوده وطبيعة المعلومات المرتبطة بالأداة المالية ذات العلاقة في السوق المالي، وبالتالي فإن تعظيم القيمة السوقية للشركة والمتمثل بتعظيم قيمة أسهمها السوقية مرتبط بكمية ونوعية المعلومات التي توفرها الشركة للمستخدمين بالتوقيت المناسب الذي لا يجعل أو يمكن طرف من تحقيق مكاسب على حساب الطرف الآخر (أبو داير، 2021).

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 الموكّل، كون أن الموكّل لا يمتلك الأسلوب أو الطريقة المثلى للسيطرة على كافة تصرفات الوكيل أو أنها قد تعد مكلفة ليطم ملاحظتها، وبالتالي فإن المعلومات التي يحصل عليها الوكيل لا تكون متماثلة أو منسجمة مع المعلومات التي يمتلكها الموكّل، فيدفع ذلك الوكيل للقيام بتصرفات غير مرغوبة أو مفضلة بالنسبة للموكّل، وذلك بسبب تضارب ورغبات وأهداف كل طرف عن الطرف الآخر (سيما، 2018).

ثالثاً: افتراض اختلاف الأولويات بين أطراف العلاقة: ويقوم 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 والحصول على امتيازات وحوافز ومكافآت بأقل جهد مبدول (حمد، 2021).

رابعاً: افتراض الاختلاف في تحمل المخاطر: تتغاير وجهات نظر طرفي عقد الوكالة تجاه المخاطر المصاحبة أو المرافقة لبيئة الأعمال، فنجد أن الموكل متحفظ تجاه تلك المخاطر، ونجد أيضاً أن الوكيل يتجنبها مخافةً على منفعة، فيستدعي ذلك دفع وحفز الموكل للوكيل ليتحمل المخاطر كلها أو جزء منها، حتى لا يؤدي ذلك إلى إتباع الضرر بمصلحة أو بمنفعة الموكل وبالتالي حصول تضارب في المصالح (سمور، 2019).

1.8.1 مشكلات نظرية الوكالة

في نطاق أن شركات المساهمة العامة هي عبارة عن سلسلة من العقود بين الأطراف المختلفة، والتي يسعى فيها كل طرف لتعظيم منافعه على حساب الآخر، حيث نجد أن قرارات الإدارة غالباً ما تتمثل لعوامل شخصية لا تأخذ بعين الأهمية مصلحة بقية الملاك، فيؤدي ذلك إلى إهدار في موارد المنشأة وكذلك الإضرار بمصالح الملاك، فمن هنا تنشأ مشاكل الوكالة والتي يتنظم عليها تكاليف تنعكس تأثيراتها على انخفاض قيمة الشركة في السوق، وترمي نظرية الوكالة إلى صياغة وبناء علاقة بين أطراف الوكالة تنصب في تعظيم منافع جميع المالكين (سيما، 2018)، وفيما يلي عرض لأربع مشكلات ناجمة عن علاقة التعاقد بين الملاك (الموكل) والإدارة (الوكيل):

أولاً: مشكلة عدم تماثل المعلومات: وتعدّ السبب أو الدافع الجوهرى لعموم مشكلات نظرية الوكالة، كون أن الإدارة تمتلك معلومات غير متاحة أو متوفرة لبقية الملاك بحكم موقعها، فتنتهز الإدارة ظرف أو حالة امتلاكها لتلك المعلومات لسعي لتعظيم المزايا الذاتية لها على حساب بقية الملاك، وبالتالي وقوع تعارض في المصالح يؤدي إلى إهدار في موارد الشركة وتراجع وتزعزع في الثقة لدى المساهمين والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض القيمة السوقية للشركات (سيما، 2018).

ثانياً: مشكلة تضارب المصالح: وتعدّ من اللبّات الأساسية لبزوغ تكاليف الوكالة، بمعنى أن اختلاف غايات وأهداف أطراف الوكالة سيدفعهم ويحفزهم لسعي وراء تعظيم المنافع الذاتية لكل منهم حتى لو

كان ذلك يضر بمصلحة الطرف الآخر، وهذا ما يفسر السلوكيات الغير رشيدة لتلك الأطراف (حمد، 2021).

ثالثاً: مشكلة الاختيار المعاكس: وتنشأ هذه المشكلة نتيجة حالة عدم تماثل المعلومات بين أطراف الوكالة، فنجد أن المساهمين غير قادرين على اتخاذ قرارات دقيقة تتلاءم مع ملكيتهم لأسهم الشركة (أبو داير، 2021).

رابعاً: مشكلة تحمل المخاطر: وتظهر هذه المشكلة عندما يكون المؤكل متحفظ تجاه المخاطر الخاصة ببيئة الأعمال، ونجد أيضاً أن الوكيل يتجنبها خوفاً على منفعته، فيستدعي ذلك دفع وحفز المؤكل للوكيل ليتحمل المخاطر كلها أو جزء منها، حتى لا يؤدي ذلك إلى إتباع الضرر بمصلحة المؤكل وبالتالي وقوع تضارب في المصالح (سمور، 2019).

1.9 تطوير فرضيات الدراسة

لقد حظي موضوع هيكل الملكية وأثره على عوائد الأسهم اهتمام العديد من الباحثين، حيث أن الغالبية العظمى من الدراسات التي تناولته طبقت في البيئات الأجنبية، ولكن لازال هناك جدال في نتائج الدراسات السابقة حول هذا الموضوع، فنتيجة لهذا الاختلاف بين الدراسات السابقة وعدم الاتفاق على نتيجة محددة جاءت هذه الدراسة لتفحص نتيجة هذا الأثر في بورصة فلسطين نظراً لاختلاف البيئة الفلسطينية من حيث طبيعة المستثمرين وتوجهاتهم، ومن حيث القوانين التي تطبقها البورصة وهيئة سوق رأس المال لتنظيم وتنسيق عمل سوق الأوراق المالية في فلسطين.

1.9.1 تأثير ملكية كبار المساهمين على عوائد الأسهم

من خلال الاطلاع على نتائج الدراسات السابقة نجد أن دراسة كلٍ من (Thi VU, 2020) و (Janssen, 2018) و (Janlensgrad & Vilhelmsson, 2016) و (Trong and Thi Thuy,)

(2021) أظهرت تأثير سلبي لملكية كبار المساهمين على أداء الأسهم، في حين أن دراسة كلٍّ من (محروس، 2021) و (Eugster, 2019) أظهرت تأثير إيجابي لملكية كبار المساهمين على أداء الأسهم، وأما دراسة (ElGhouty and El-Masry, 2017) أظهرت عدم وجود علاقة بين ملكية كبار المساهمين وأداء الأسهم.

وتشير " نظرية الوكالة " إلى أن كبار المساهمين لهم تأثير سلبي على أداء شركات المساهمة العامة، نتيجةً لنسبة تملكهم العالية التي يسعون من خلالها لسيطرة على القرارات المتخذة وجعلها تصب في مصلحتهم، وبالتالي التعدي على حقوق الأقلية (Jensen & Meckling, 1976).

وبناءً على ما سبق يمكن صياغة الفرض الآتي: الفرضية الأولى: يوجد تأثير سلبي لملكية كبار المساهمين على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

1.9.2 تأثير ملكية المؤسسات على عوائد الأسهم

من خلال الاطلاع على نتائج الدراسات السابقة نجد أن دراسة كلٍّ من (chuang, 2015) " في التغيرات طويلة الأجل " و (Hussain, 2013) و (علاوين، 2013) أظهرت نتائجها تأثير سلبي لملكية المؤسسات على أداء الأسهم، في حين أن دراسة كلاً من (الناضر، 2021) و (chuang, 2015) " في التغيرات قصيرة الأجل " أظهرت نتائجها وجود تأثير إيجابي لملكية المؤسسات على أداء الأسهم، كما وأظهرت نتائج دراسة كلٍّ من (حسانين وعامر، 2017) و (محروس، 2021) عدم وجود تأثير لملكية المؤسسات على أداء الأسهم، وأما دراسة (Alzeaideen & AL-Rawash, 2014) فقد أظهرت وجود علاقة محدودة بين ملكية المؤسسات أداء الأسهم، وبالتالي نجد أن الدراسات السابقة توفر أدلة أو براهين مختلطة حول تأثير ملكية المؤسسات على أداء الأسهم.

وتشير " نظرية الوكالة " إلى أن ملكية المؤسسات لها تأثير سلبي على أداء الشركات، كونها تكون صارمه في إجراءاتها، حيثُ أن ذلك ينعكس بشكل سلبي على أداء المدراء، كما أن المستثمرين من

المؤسسات يسعون إلى تعظيم المنفعة الحالية على حساب المنفعة المستقبلية (Jensen & Meckling, 1976).

وبناءً على ما سبق يمكن صياغة الفرض الآتي: الفرضية الثانية: يوجد تأثير سلبي للملكية المؤسسات على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

1.9.3 تأثير الملكية الأجنبية على عوائد الأسهم

من خلال الاطلاع على نتائج الدراسات السابقة نجد أن دراسة كلٍّ من (اسماعيل، 2010) " لقيم شراء الأجانب " و(Trong and Thi Thuy, 2021) و(علاوين، 2013) أظهرت نتائجها وجود تأثير سلبي للملكية الأجنبية على أداء الأسهم، في حين أن دراسة كلٍّ من (Thi VU, 2020) و(اسماعيل، 2010) " لقيم وكمية بيع الأجانب " و(chen, et al, 2013) و(Desender, et al, 2009) و(Gul et al, 2010) أظهرت نتائجها وجود تأثير إيجابي للملكية الأجنبية على أداء الأسهم، وأما دراسة (Nazlioglu, et al ,2012) فقد أظهرت نتائجها وجود دور للملكية الأجنبية في التأثير على أداء الأسهم خلال فترات الأزمات، حيث أن هذا التأثير يختلف فيما إذا كان إيجابياً أو سلبياً من فترة إلى أخرى.

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

وبناءً على ما سبق يمكن صياغة الفرض الآتي: الفرضية الثالثة: يوجد تأثير إيجابي للملكية الأجنبية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

1.9.4 تأثير الملكية الإدارية بشقيها (ملكية أعضاء مجلس الإدارة، وملكية الإدارة التنفيذية) على

عوائد الأسهم

من خلال الاطلاع على نتائج الدراسات السابقة نجد أن دراسة كلٍ من (Thi VU, 2020) ودراسة (Abbassi, et al, 2021) ممثلة بملكية الإدارة التنفيذية، أظهرت نتائجها وجود تأثير سلبي لملكية الإدارة التنفيذية على أداء الأسهم، في حين أن دراسة كلاً من (Ezazi, et al, 2011) و(الناصر، 2021) ممثلة بملكية أعضاء مجلس الإدارة، أظهرت نتائجها عدم وجود تأثير لملكية أعضاء مجلس الإدارة على أداء الأسهم، وأما دراسة (Nazlioglu, et al, 2012) فقد أظهرت وجود تأثير لملكية الإدارة التنفيذية على أداء الأسهم خلال فترات الأزمات، حيث أن هذا التأثير يختلف فيما إذا كان إيجابياً أو سلبياً من فترة إلى أخرى، كما وأظهرت نتائج دراسة (نادر، 2016) وجود علاقة إيجابية قوية ما بين ملكية الرئيس التنفيذي وملكية أعضاء مجلس الإدارة وبين القيمة السوقية للشركات،

وتشير " نظرية الوكالة " إلى أن ملكية أعضاء مجلس الإدارة لها تأثيرٌ إيجابيٌ على أداء الشركات، كون أن 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 اشرافي وراقبي على كافة المستويات الإدارية في الشركة لضمان المحافظة على أداء جيد، كما وتشير " نظرية الوكالة " إلى أن ملكية الإدارة التنفيذية لها تأثيرٌ سلبيٌ على أداء الشركات، كون أن المدراء التنفيذيون غالبيتهم ليسوا مساهمين وبالتالي فإنهم يدفعون إلى تعظيم مصالحهم الشخصية من خلال التلاعب بالأرباح لزيادة التعويضات والمكافآت الإدارية التي يحصلون عليها (Jensen & Meckling, 1976).

وبناءً على ما سبق يمكن صياغة الفرضيات التالية:

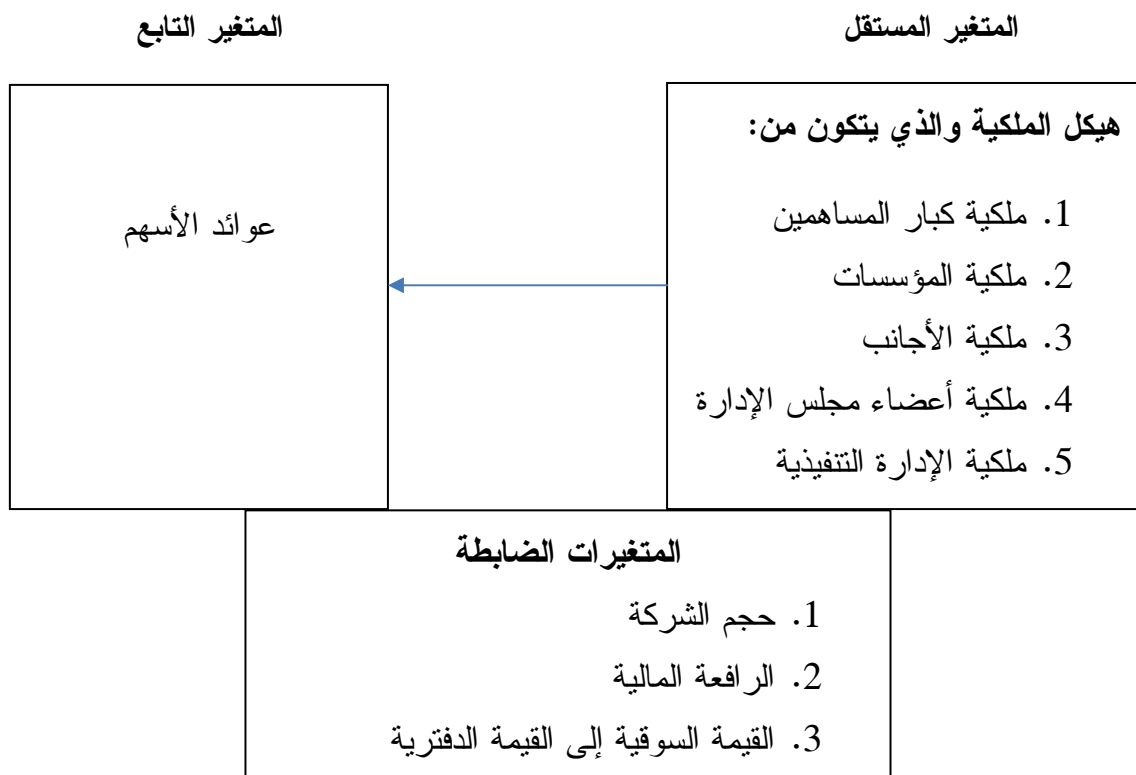
الفرضية الرابعة: يوجد تأثير إيجابي لملكية أعضاء مجلس الإدارة على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

الفرضية الخامسة: يوجد تأثير سلبي لملكية الإدارة التنفيذية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

1.9 أنموذج الدراسة

شكل (1)

نموذج الدراسة



المصدر: من إعداد الباحث استناداً إلى دراسة كلٍ من: (علاوين، 2013)، (علي وآخرون، 2021)، (chuang, 2015)، (ElGhouty and El-Masry, 2017).

الفصل الثاني

منهجية الدراسة

2.1 المقدمة

يُشارُ إلى مَنهجيةِ الدراسةِ وإجراءاتِها، إلى أنها من الركائز الهامة والجوهرية التي تقومُ عليها الدراسة، والتي يتم بنهجها إكمال الناحية العملية والتطبيقية للدراسة، وكذلك الوصولُ إلى البيانات اللازمة لإجراء عملية التحليل الإحصائي، والتي تقود وتؤدي بدورها إلى الوصول للنتائج، والتي يتم شرحها وتفسيرها بناءً على أدبيات الدراسة المرتبطة والمتعلقة بموضوع الدراسة، وبالتالي تحقيقُ وإنجازُ الأهداف التي سعت الدراسة لتحقيقها.

ويستعرضُ هذا الفصلُ منهج الدراسة وطريقة جمع البيانات، ومجتمع الدراسة وعيَّنتها، وقياس متغيرات الدراسة، والاختبارات الإحصائية المستعملة أو المستخدمة في الدراسة.

2.2 منهج الدراسة وطريقة جمع البيانات

من أجل التعرف على تأثير هيكل الملكية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، فقد تبنت الدراسة المنهج الكمي، " وهو منهج قائم على مجموعة من الإجراءات البحثية التي تعتمد على جمع الحقائق والبيانات، وتصنيفها ومعالجتها وتحليلها تحليلاً كافياً ودقيقاً لاستخلاص دلالتها، والوصول إلى نتائج أو تعميمات عن الظاهرة محل الدراسة، حيث يقوم هذا المنهج بالتعبير عن الظاهرة محل الدراسة كمياً، فالتعبير الكمي يعطي وصفاً رقمياً عن الظاهرة ويبين حجمها " (القواسمة وآخرون، 2015)، وبالتالي فهو المنهج الأمثل أو الأنسب لإجراء هذه الدراسة، وفيما يتعلق بجمع بيانات الدراسة فقد اعتمد الباحث على المصادر الثانوية، وذلك من خلال الرجوع والاستعانة بالتقارير المالية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، من خلال الموقع الرسمي

لبورصة فلسطين، والتي قد تم اعتمادها من قبل مراجع الحسابات الخارجي، ومن مواقع الشركات على (الانترنت).

2.3 مجتمع وعينة الدراسة

بناءً على مشكلة الدراسة ومقصدها فإن مجتمع الدراسة المستهدف يتألف من جميع الشركات المدرجة في بورصة فلسطين والبالغ عددها 47 شركة، وذلك بحسب موقع بورصة فلسطين (Pse, 2021) والتي تتوزع على خمس قطاعات وهي (الخدمات، والتأمين، والبنوك، والصناعة، والاستثمار)، ويتوفر أو يتواجد لديها بيانات مالية منتظمة خلال الفترة (2009-2019)، مع استثناء شركة تمكين الفلسطينية للتأمين كونها لم تكن مدرجة خلال فترة الدراسة، وبذلك يكون عدد الشركات الداخلة في عينة الدراسة (46) شركة، وقد تم الاعتماد في الدراسة على منهج المسح الشامل لأفراد المجتمع نظراً لصغر حجمه، والجدول الآتي يوضح ويظهر مجتمع القطاعات وأعداد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين:

جدول (2.1)

مجتمع القطاعات وأعداد الشركات المدرجة في بورصة فلسطين

عدد الشركات	البيان	
9 شركات	قطاع الخدمات	1
8 شركات	قطاع التأمين	2
7 شركات	قطاع البنوك	3
13 شركة	قطاع الصناعة	4
10 شركات	قطاع الاستثمار	5
47 شركة	المجموع	

2.4 قياس متغيرات الدراسة

لإجراء الدراسة وتطبيقها تم استخدام وتوظيف مجموعة من المقاييس التي تتناسب وتتلاءم مع المتغيرات الخاصة بالدراسة، وأيضاً تتناسب أو تتوافق مع البيانات الختامية المفصح عنها في قاعدة

بيانات بورصة فلسطين، وذلك بالاعتماد والاستعانة بمجموعة من الدراسات السابقة التي لها اتصال وارتباط بموضوع الدراسة، والجدول التالي يوضح طرق قياس متغيرات الدراسة:

جدول (2.2)

طرق قياس متغيرات الدراسة

اسم المتغير	رمز المتغير	قياس المتغير
المتغير التابع		
		$\ln \left(\frac{P_{it}}{p_{i(t-1)}} \right)$ (strong, 1992) حيث أن: Ln: اللوغاريتم الطبيعي.
عوائد الأسهم	RET	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 كون أن اللوغاريتم الطبيعي يعد أكثر تناسباً مع أعراض التوزيع الطبيعي للبيانات.
المتغيرات المستقلة		
ملكية كبار المساهمين	X1	إجمالي الأسهم العادية التي يمتلكها مساهمين بنسبة تزيد عن 5% / إجمالي عدد الأسهم (مسمح، 2018)، (أبو داير، 2021).
ملكية المؤسسات	X2	إجمالي الأسهم العادية التي تمتلكها المؤسسات / إجمالي عدد الأسهم (أبو داير، 2021)، (سمور ودرغام، 2020).
ملكية الأجانب	X3	إجمالي الأسهم العادية التي يمتلكها الأجانب / إجمالي عدد الأسهم (مسمح، 2018)، (سمور، 2019).
ملكية أعضاء مجلس الإدارة	X4	إجمالي الأسهم العادية التي يمتلكها أعضاء مجلس الإدارة / إجمالي عدد الأسهم (الحناوي، 2019).
ملكية الإدارة التنفيذية	X5	إجمالي الأسهم العادية التي تمتلكها الإدارة التنفيذية / إجمالي عدد الأسهم (الحناوي، 2019).
المتغيرات الضابطة		
حجم الشركة	Y1	اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الأصول (شكك، 2018)، (أبو داير، 2021).
الرافعة المالية	Y2	إجمالي الديون / إجمالي الأصول (الحمودني والصبيحي، 2012)، (علي وآخرون، 2021).
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	Y3	القيمة السوقية / القيمة الدفترية (مسمح، 2018)، (علي وآخرون، 2021).

2.5 الاختبارات الإحصائية المستعملة في الدراسة

لتحقيق وانجاز أهداف الدراسة والإجابة عن التساؤلات التي عالجتها الدراسة واختبار الفرضيات، فقد تم تحليل البيانات التي تم جمعها من موقع بورصة فلسطين من عام 2009 إلى عام 2019، من خلال استخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية، حيث تم الاستعانة " بأساليب تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data Analysis) " والذي هو عبارة عن مزيج من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، وفي هذه الدراسة فقد تضمنت قاعدة البيانات على سلاسل زمنية مدتها (11) سنة وعلى بيانات مقطعية تحتوي على (46) عنصراً بحثياً (شركات)، وهذا يعني أن لكل شركة عدة أعوام، حيث أدخلت البيانات؛ لتعالج بواسطة برنامج التحليل الإحصائي EViews، وفيما يلي عرض وتوضيح لمجموعة الأساليب الإحصائية المستعملة في تحليل البيانات:

1. إجراءات الإحصاء الوصفي (Descriptive Statistics): والتي يتم من بواسطتها حساب الوسط الحسابي، والوسيط، والانحراف المعياري، وأعلى وأدنى قيمة لمتغيرات الدراسة.
2. مصفوفة الارتباط الخطي (Correlation Matrix): ويتم من خلالها فحص درجة الارتباط وقوة العلاقة بين متغيرات الدراسة.
3. اختبار التداخل الخطي (VIF): والذي يهدف لتأكد من استقلال المتغيرات المستقلة عن بعضها البعض.
4. اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test): ويستخدم للكشف أو التعرف عن مدى استقرار وثبات البيانات الزمنية للدراسة.
5. اختبار هوسمان (Hausman): ويستعمل هذا التحليل في حالة البيانات التجميعية، حيث يتم من خلاله التفريق بين نموذجي الأثر الثابت والأثر العشوائي.

الأثر الثابت H0: ($\alpha \leq 0.05$) Fixed Effect

الأثر العشوائي H1: ($\alpha \leq 0.05$) Random Effect

6. تحليل الانحدار المتعدد (Multiple Regression Analysis): ويُتم هذا التحليل عبر استخدام طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Square (OLS)) والتي تُعنى بفحص الأثر بين متغيرات الدراسة.

الفصل الثالث

نتائج الدراسة

3.1 المقدمة

يُعالج هذا القسم عرضاً لتحليل البيانات واختيار فرضيات الدراسة، وذلك عبر تحليل البيانات التي تم استخلاصها من موقع بورصة فلسطين من عام 2009 إلى عام 2019، عبر برنامج التحليل الإحصائي EViews، بلوغاً إلى نتائج الدراسة والتي تقود إلى تحقيق أهداف الدراسة والإجابة على تساؤلاتها.

3.2 نتائج تحليل إجراءات الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

بالاعتماد والاستناد على أدوات تحليل الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، والتي تم عبرها اشتقاق المقاييس الوصفية لمتغيرات الدراسة، بالاستعانة بالبيانات المعممة أو المنشورة لعينة الدراسة خلال الفترة الزمانية الممتدة من عام 2009 إلى عام 2019 وهي على النحو التالي (البطش، وأبو زينه، 2007):

1. الوسط الحسابي (Mean): " ويعتبر من أهم مقاييس النزعة المركزية ويعرف بأنه القيمة الوسيطة لمجموعة من القيم ".
2. الوسيط (Median): " ويشير إلى النقطة التي تقسم التوزيع إلى نصفين متساويين ".
3. الانحراف المعياري (standard deviation): " ويُعدّ من أكثر مقاييس النزعة المركزية استخداماً، ويعرف بأنه الجذر التربيعي لمتوسط مربع انحرافات القيم عن وسطها الحسابي ".
4. أعلى وأدنى قيمة (Maximum, Minimum): " وتشير إلى أعلى قيمة وأدنى قيمة لكل متغير من متغيرات الدراسة ".

جدول (3.1)

الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغير	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 الدفترية (Y3)
الوسط الحسابي	0.028	0.550	0.470	0.176	0.502	0.026	17.46	0.4596	1.396
الوسيط	0	0.607	0.482	0.069	0.525	0.002	17.36	0.4200	0.901
الانحراف المعياري	0.235	0.249	0.318	0.218	0.256	0.054	1.889	0.3019	2.801
أكبر قيمة	1.835	0.967	0.999	0.728	0.943	0.245	22.38	1.0571	34.13
أصغر قيمة	-0.657	0	0	0	0.012	0	13.70	0.0088	5.172

يُبين الجدول رقم (3.1) التحليل الوصفي للمتغيرات المستخدمة في الدراسة، حيث تُبدي النتائج ما يلي:

فيما يتعلق بالمتغير التابع والمتمثل بعوائد الأسهم (RET)، فقد أوضح الجدول السابق بأن الوسط الحسابي له يبلغ (2.87%)، ويتراوح ما بين (-0.657 و 1.835)، والانحراف المعياري يبلغ (23.51%) وهذا يدل على أن معظم أو أكثرية الشركات المدرجة في بورصة فلسطين قد أحرزت عوائد أسهم متدنية أي أنها لم تستطع المواظبة أو المحافظة على سعر إغلاق لأسهمها يفوق ويعلو سعر الإغلاق السابق.

وفيما يتعلق بالمتغيرات المستقلة فقد أظهر الجدول الآنف ذكره ما يلي:

1. بلغ الوسط الحسابي لملكية كبار المساهمين (55.05%)، والانحراف المعياري (24.96%)، وهذا

ينوه إلى وجود نسبة كبيرة جداً من الاستثمارات في الشركات تعلق نسبة تملكها عن 5%.

2. بلغ الوسط الحسابي لملكية المؤسسات (47.07%)، والانحراف المعياري (31.84%)، وهذا ينوه إلى أن هناك عدداً واسعاً من الشركات التي تقوم بتصويب استثماراتها في شركات أخرى.
3. بلغ الوسط الحسابي لملكية الأجانب (17.66%)، والانحراف المعياري (21.86%)، وهذا ينوه إلى تدني وانخفاض نسبة تمثيل وتملك الأجانب (شركات أو أفراد) في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
4. بلغ الوسط الحسابي لملكية أعضاء مجلس الإدارة (50.24%)، والانحراف المعياري (25.62%)، وهذا ينوه إلى أن أعضاء مجلس الإدارة يحرزون تمثيلاً مرتفعاً في الشركات التي يتولون إدارتها، كون أن مجلس الإدارة إجمالاً ما يتشكل أو يتعين من كبار المساهمين.
5. بلغ الوسط الحسابي لملكية الإدارة التنفيذية (2.65%)، والانحراف المعياري (5.46%)، وهذا ينوه إلى أن الإدارات التنفيذية في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين لها نسبة تمك أو تمثيل منخفضة جداً، أي أنها لا تسعى أو تحرص لسيطرة عليها، أو لا يؤذن لها ذلك بسبب نسبة التملك المتصاعدة لكبار المساهمين التي لا تتيح أو تسمح لأحدٍ بالتحكم في القرارات المتخذة.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة فقد أظهر الجدول السالف ذكره ما يلي:

1. بلغ الوسط الحسابي لحجم الشركة (17.63)، والانحراف المعياري (30.19%).
2. بلغ الوسط الحسابي للرافعة المالية (45.96%)، والانحراف المعياري (30.19%)، وهذا ينوه إلى تمتع الشركات المدرجة في بورصة فلسطين بنسب رفع مالي متوسطة.
3. بلغ الوسط الحسابي للقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (1.3964)، والانحراف المعياري (2.801) ويتراوح ما بين (-5.1729 و34.135)، وهذا ينوه إلى أن القيمة السوقية للشركات المدرجة في بورصة فلسطين أدنى من قيمتها أو تسعيرتها الدفترية.

3.3 نتائج تحليل مصفوفة الارتباط الخطي بين متغيرات الدراسة

تُوضح أو تُدلّل مصفوفة الارتباط الخطي على العلاقة بين متغيرات الدراسة، حيث يُمكن الانتفاخ من ذلك في التعرّف على قوّة العلاقة الخطية وشكلها بين متغيرات الدراسة (التابعة، والمستقلة، والضابطة)، فالمتغيرات التي يتعدى ارتباطها عن 70% ستبدي نتائج وتأثيرات متقاربة.

جدول (3.2)

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

يتضح من الجدول السابق وجود علاقة ارتباطية طردية ضعيفة بين (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 (RET)، حيث بلغ الارتباط (0.0164، 0.0036، 0.0655، 0.0728) على التوالي، كما ويتوضح وجود علاقة ارتباطية عكسية ضعيفة بين (الملكية الأجنبية (X3)، وحجم الشركة (Y1)، والرافعة المالية (Y2)) مع عوائد الأسهم (RET)، حيث بلغ الارتباط (-0.0991، -0.0529، -0.0310) على التوالي.

ويبيد الجدول السابق أيضاً، وجود علاقة ارتباطية طردية قوية بين (ملكية المؤسسات (X2)، وملكية أعضاء مجلس الإدارة (X4)) مع ملكية كبار المساهمين (X1)، حيث بلغ الارتباط (0.7925، 0.7732) على التوالي، ويعزى أو يفسر هذا الارتباط القوي كون أن تركيبة تكوين ملكية كبار المساهمين تحتوي على أسهم تعود ملكيتها للمؤسسات، وفيما يتعلق بأعضاء مجلس الإدارة فغالباً ما

يتشكل مجلس الإدارة في الشركات من أسهم ترجع معظم أو غالبية ملكيتها لكبار المساهمين، ويتوضح أيضاً وجود علاقة ارتباطية طردية ضعيفة بين (الملكية الأجنبية (X3)، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Y3)) مع ملكية كبار المساهمين (X1)، حيث بلغ الارتباط (0.1306، 0.1962) على التوالي، كما ويكشف عن وجود علاقة ارتباطية عكسية ضعيفة بين (ملكية الإدارة التنفيذية (X5)، وحجم الشركة (Y1)، والرافعة المالية (Y2)) مع ملكية كبار المساهمين (X1)، حيث بلغ الارتباط (-0.1725، -0.1452، -0.1901) على التوالي.

يتضح أو يستبين من الجدول السابق أيضاً، وجود علاقة ارتباطية طردية متوسطة بين ملكية أعضاء مجلس الإدارة (X4) مع ملكية المؤسسات (X2)، حيث بلغ الارتباط (0.6340)، ويعزى ذلك لاشتمال بنية أعضاء مجلس الإدارة في معظم الشركات على أسهم تعود أو ترجع ملكيتها للمؤسسات، ويتبين أو يتضح أيضاً، وجود علاقة ارتباطية عكسية منخفضة بين ملكية الإدارة التنفيذية (X5) مع ملكية المؤسسات (X2)، حيث بلغ الارتباط (-0.4646)، كما ويتوضح وجود علاقة عكسية ضعيفة بين (حجم الشركة (Y1)، والرافعة المالية (Y2)) مع ملكية المؤسسات (X2)، حيث بلغ الارتباط (-0.0404، -0.2034) على التوالي، ويتوضح أيضاً، وجود علاقة ارتباطية طردية ضعيفة بين (الملكية الأجنبية (X3)، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Y3)) مع ملكية المؤسسات (X2)، حيث بلغ الارتباط (0.1087، 0.1922) على التوالي.

وتشير النتائج أيضاً إلى وجود علاقة ارتباطية طردية ضعيفة بين (ملكية أعضاء مجلس الإدارة (X4)، وملكية الإدارة التنفيذية (X5)، وحجم الشركة (Y1)، والرافعة المالية (Y2)) مع الملكية الأجنبية (X3)، حيث بلغ الارتباط (0.1446، 0.0142، 0.3227، 0.2064) على التوالي، كما ويتبين وجود علاقة ارتباطية عكسية ضعيفة بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Y3) مع الملكية الأجنبية (X3)، حيث بلغ الارتباط (-0.0403).

ويبيد الجدول السابق أيضاً، وجود علاقة ارتباطية عكسية ضعيفة بين (ملكية الإدارة التنفيذية (X5)، وحجم الشركة (Y1)، والرافعة المالية (Y2)) مع ملكية أعضاء مجلس الإدارة (X4)، حيث بلغ الارتباط (0.1238، -0.3066، -0.1973) على التوالي، ويتبين أيضاً وجود علاقة ارتباطية طردية ضعيفة بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Y3) مع ملكية أعضاء مجلس الإدارة (X4)، حيث بلغ الارتباط (0.1647).

وتُبدى النتائج أيضاً، وجود علاقة ارتباطية عكسية ضعيفة بين (حجم الشركة (Y1)، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Y3)) مع ملكية الإدارة التنفيذية (X5)، حيث بلغ الارتباط (0.0650، -0.0888) على التوالي، وأيضاً يتبين وجود علاقة ارتباطية طردية ضعيفة بين الرافعة المالية (Y2) مع ملكية الإدارة التنفيذية (X5)، حيث بلغ الارتباط (0.1315).

ويتوضح من الجدول السابق أيضاً، وجود علاقة ارتباطية قوية بين الرافعة المالية (Y2) مع حجم الشركة (Y1)، حيث بلغ الارتباط (0.7041) ويعل أو يفسر هذا الارتباط كون أن المتغيران يتصلان بمتغير مجموع الأصول، كما ويتوضح أيضاً، وجود علاقة ارتباطية عكسية ضعيفة بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Y3) مع حجم الشركة (Y1)، حيث بلغ الارتباط (-0.2194)، كما ويتوضح وجود علاقة ارتباطية عكسية ضعيفة بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Y3) مع الرافعة المالية (Y2)، حيث بلغ الارتباط (-0.0384).

3.4 نتائج تحليل اختبار التداخل الخطي

يرمي اختبار التداخل الخطي لتأكيد والتحقق من استقلالية المتغيرات المستقلة عن بعضها البعض، وإذا لم يُستوفى هذا الشرط أو المطلب فعندئذٍ فإن النموذج الخطي العام لا يصلح للتطبيق، ولا يمكن اعتباره أو اتخاذه مناسباً لعملية التقدير، ولتحقق أو التأكد من ذلك فقد تم الاستعانة باختبار (Variance Inflation Factors)، والذي يشر إلى أنه في حالة حصول قيمة (VIF) على أكبر من 5 فهذا يبرهن

على وجود إشكالية التعدد الخطي للمتغير المستقل المقصود (Field, 2013)، والجدول رقم (3.3) يبين نتائج الاختبار.

جدول (3.3)

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)

يتبين من الجدول السالف ذكره (3.3) بأن قيمة (VIF) لعموم المتغيرات المستقلة والضابطة هي أقل من 5 وهذا يعني خلو النموذج من إشكالية التداخل الخطي (Multicollinearity).

3.5 نتائج تحليل اختبار جذر الوحدة

يَسْتَهْدَفُ اختبارُ جذرِ الوحدةِ قياسَ وفحصِ مدى استقرارِ وثباتِ السلاسلِ الزمنيةِ لمتغيراتِ الدراسةِ، حيثَ يتضح من الجدول رقم (3.4) أن مستوى الدلالة لمتغيراتِ الدراسةِ كافةً هو أدنى من (0.05) عندَ المستوى الأول، وبالتالي فإن ذلك يُشيرُ إلى أن البياناتِ التجميعيةِ الزمنيةِ لمتغيراتِ الدراسةِ مُستقرةٌ، أي لا يوجد إشكالية في جذرِ الوحدةِ لمتغيراتِ الدراسةِ.

جدول (3.4)

اختبار جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة حسب منهجية " Levin, Lin & Chu "

مستوى الدلالة	اختبار (ت)	المتغيرات
0	*18.3581-	عوائد الأسهم (RET)
0	*24.8369-	ملكية كبار المساهمين (X1)
0	*21.1976-	ملكية المؤسسات (X2)
0	*1306.63-	الملكية الأجنبية (X3)
0	*38.3444-	ملكية أعضاء مجلس الإدارة (X4)
0	*12.7654-	ملكية الإدارة التنفيذية (X5)
0.0317	*1.85638-	حجم الشركة (Y1)
0.0048	*2.59349-	الرافعة المالية (Y2)
0	*6.15295-	القيمة السوقية إلى الدفترية (Y3)

*الاختبار دال احصائياً عند $\alpha \leq 0.05$

3.6 النتائج المتعلقة بتساؤلات الدراسة

من أجل الإجابة عن التساؤلات التي تُثيرها الدراسة، واختبار أو فحص الفرضيات الخاصة بها استعانة الدراسة " بحزم البيانات التجميعية الزمنية (Panel Data Analysis) وطريقة المربعات الصغرى (OLS) "، حيث يُستهدف هذه النمط الاحصائي إلى تقدير خط الانحدار، ومن أجل تعيين المعالجة الإحصائية الملائمة لمعالجة البيانات التجميعية الزمنية سواءً باستخدام " نموذج الأثر الثابت (Fixed Effect) " أو " نموذج الأثر العشوائي (Random Effect) "، فقد عمدت الدراسة للاستعانة باختبار هوسمان (Hausman) "، ويظهر الجدول رقم (3.5) نتائج الاختبار:

جدول (3.5)

نتائج اختبار هوسمان (Hausman)

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	20.604853	8	0.0083

يتوضح من الجدول السالف ذكره (3.5) أن مستوى الدلالة قد بلغ (0.0083) وهو أدنى من 0.05، وبالتالي فإن نموذج " البيانات التجميعية ذات الأثر الثابت (Fixed Effect) " هو الأكثر تناسباً في معالجة البيانات المقطعية؛ مما يُفضي إلى انتقاء طريقة " المربعات الصغرى (OLS) " والتي يوضحها الجدول رقم (3.6).

جدول (3.6)

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

المتغير التابع: عوائد الأسهم (RET)				
المتغيرات	معاملات بيتا	الخطأ المعياري	اختبار (ت)	مستوى الدلالة
المقطع الثابت C	-1.0285	0.7243	-1.4199	0.1569
ملكية كبار المساهمين (X1)	0.662	0.3721	1.7804	**0.0763
ملكية المؤسسات (X2)	-0.3493	0.3687	-0.9473	0.3444
الملكية الأجنبية (X3)	-0.0019	0.2317	-0.0082	0.9934
ملكية أعضاء مجلس الإدارة (X4)	-0.5071	0.2441	-2.0766	*0.0389
ملكية الإدارة التنفيذية (X5)	0.7438	0.8085	0.9199	0.3585
حجم الشركة (Y1)	0.0762	0.0441	1.7252	**0.0858
الرافعة المالية (Y2)	-0.5309	0.1913	-2.7751	*0.006
القيمة السوقية إلى الدفترية (Y3)	0.0038	0.0068	0.5661	0.5718
معامل التفسير (R ²)		0.1990		
معامل التفسير المعدل (R ²)		0.0701		
قيمة ف		1.543		
Durbin-Watson stat		2.142		
مستوى الدلالة		*0.0284		

*الاختبار دال احصائياً عند $\alpha \leq 0.05$ **الاختبار دال احصائياً عند $\alpha \leq 0.10$

يُظهر الجدول السابق إلى أن تحليل الانحدار اقتدر أن يُعلل ما نسبته (19.9%) من تأثيرات أبعاد هيكل الملكية على عوائد الأسهم والنسبة المُتبقية تعزى لعوامل أخرى حيث بلغت قيمة (R²) (0.1990)، كما وقد بلغت قيمة ف للنموذج ككل (1.543) بدلالة احصائية (0.0284)؛ مما يُشرُ ذلك إلى أن النموذج

دال احصائياً عند مستوى دلالة ($\alpha \leq 0.05$)، كما وقد بلغت قيمة Durbin-Watson stat (2.142) وهي تقع ما بين (1.5 و 2.5) وهذا ينوه إلى أن النموذج خالي من مشكلة الارتباط الذاتي بين المتغيرات، وذلك استناداً إلى ما أشارت إليه دراسة (Hair et al, 2018).

3.6.1 النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الأول

" ما أثر ملكية كبار المساهمين على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟ "

ويقترنُ بهذا التساؤلِ الفرضيةُ الأولى والتي تنصُّ على: " يوجد تأثير سلبي لملكية كبار المساهمين على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين ".

يتوضح من الجدولِ الأنفَ ذكره (3.6) أن قيمة مُعاملِ الانحدارِ تساوي (0.662)، والقيمة الاحتماليةُ تساوي (0.0763)، وهي أدنى من مستوى الدلالة، وهذا يُدلُّ على وجودِ أثرٍ إيجابي دالٍ إحصائياً عند مستوى ($\alpha \leq 0.10$) لمتغيرِ ملكية كبار المساهمين على عوائدِ الأسهم، وبالتالي نرفضُ الفرضية الأولى ويقبلُ الفرضُ البديلُ الآخرُ القائلُ: " بأنه يوجد تأثير إيجابي لملكية كبار المساهمين على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين ".

3.6.2 النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الثاني

" ما أثر ملكية المؤسسات على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟ "

ويقترنُ بهذا التساؤلِ الفرضيةُ الثانية والتي تنصُّ على: " يوجد تأثير سلبي لملكية المؤسسات على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين ".

يتوضح من الجدول الآنف ذكره (3.6) أن قيمة معامل الانحدار تساوي (-0.3493)، والقيمة الاحتمالية تساوي (0.3444)، وهي أعلى وأكبر من مستوى الدلالة، وهذا يدل على وجود أثر سلبي غير دال إحصائياً لملكية المؤسسات على عوائد الأسهم، وبالتالي نرفض الفرضية الثانية ويقبل الفرض البديل الآخر القائل: " بأنه لا يوجد أثر لملكية المؤسسات على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين ".

3.6.3 النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الثالث

"ما أثر الملكية الأجنبية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟" ويقترن بهذا التساؤل الفرضية الثالثة والتي تنص على: "يوجد تأثير إيجابي للملكية الأجنبية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين".

يتوضح من الجدول الآنف ذكره (3.6) أن قيمة معامل الانحدار تساوي (-0.0019)، والقيمة الاحتمالية تساوي (0.9934)، وهي أعلى وأكبر من مستوى الدلالة، وهذا يدل على وجود أثر سلبي غير دال إحصائياً للملكية الأجنبية على عوائد الأسهم، وبالتالي نرفض الفرضية الثالثة ويقبل الفرض البديل الآخر القائل: " بأنه لا يوجد أثر للملكية الأجنبية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين ".

3.6.4 النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الرابع

" ما أثر ملكية أعضاء مجلس الإدارة على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟ "

ويقترن بهذا التساؤل الفرضية الرابعة والتي تنص على: " يوجد تأثير إيجابي لملكية أعضاء مجلس الإدارة على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين ".

يُتوضح من الجدول الآنف ذكره (3.6) أن قيمة معامل الانحدار تساوي (-0.5071)، والقيمة الاحتمالية تساوي (0.0389)، وهي أقل وأدنى من مستوى الدلالة، وهذا يُدلل على وجود أثر سلبي دال إحصائياً عند مستوى ($\alpha \leq 0.05$) لملكية أعضاء مجلس الإدارة على عوائد الأسهم، وبالتالي نرفض الفرضية الرابعة ويقبلُ الفرضُ البديلُ الآخر القائلُ: " بأنه يوجد تأثير سلبي لملكية أعضاء مجلس الإدارة على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين ".

3.6.5 النتائج المتعلقة بسؤال الدراسة الخامس

" ما أثر ملكية الإدارة التنفيذية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين؟ "

ويقترنُ بهذا التساؤلِ الفرضيةُ الخامسة والتي تنصُ على: " يوجد تأثير سلبي لملكية الإدارة التنفيذية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين ".

يتوضح من الجدول الآنف ذكره (3.6) أن قيمة معامل الانحدار تساوي (0.7438)، والقيمة الاحتمالية تساوي (0.3585)، وهي أكبر وأعلى من مستوى الدلالة، وهذا يُدلل على وجود أثر إيجابي غير دال إحصائياً لملكية الإدارة التنفيذية على عوائد الأسهم، وبالتالي نرفضُ الفرضية الخامسة ويقبلُ الفرضُ البديلُ الآخر القائلُ: " بأنه لا يوجد أثر لملكية الإدارة التنفيذية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين ".

3.7 نموذج الدراسة

يُعرَّبُ نموذج الانحدار التالي في شقهِ الأيسرُ عن المتغيرِ التابعِ "عوائد الأسهم"، في حين يُعبَّرُ شقهُ الأيمنُ عن المتغيراتِ المُستقلةِ "أنماط هيكل الملكية" والمتغيراتِ الضابطةِ.

$$RET_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \beta_4 X_{4it} + \beta_5 X_{5it} + \beta_6 Y_{1it} + \beta_7 Y_{2it} + \beta_8 Y_{3it} + e_{it}$$

حيث:

RET_{it}: حيث يعبر عن " المتغير التابع " عائد السهم في الشركة (i) خلال الفترة (t).

α : قيمة المقطع الثابت في النموذج.

$\beta_1 \dots \beta_8$: معامل الانحدار للمتغيرات المستقلة والمتغيرات والضابطة في النموذج.

X_{1it}: يعرب عن نسبة ملكية كبار المساهمين في الشركة (i) خلال الفترة (t).

X_{2it}: يعرب عن نسبة ملكية المؤسسات في الشركة (i) خلال الفترة (t).

X_{3it}: يعرب عن نسبة ملكية الأجانب في الشركة (i) خلال الفترة (t).

X_{4it}: يعرب عن نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة في الشركة (i) خلال الفترة (t).

X_{5it}: يعرب عن نسبة ملكية الإدارة التنفيذية في الشركة (i) خلال الفترة (t).

Y_{1it}: يعرب عن حجم الشركة في الشركة (i) خلال الفترة (t).

Y_{2it}: يعرب عن الرافعة المالية في الشركة (i) خلال الفترة (t).

Y_{3it}: يعرب عن القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في الشركة (i) خلال الفترة (t).

e_{it}: ويعرب عن الخطأ العشوائي.

الفصل الرابع

مناقشة النتائج والتوصيات

4.1 المقدمة

سيستعرضُ هذا القسمُ إيجازاً وتفسيراً للنتائج التي خلّصت لها الدراسة، وذلك من أجل الوصولِ إلى مجموعةٍ من التوصيات، والتي قد تُسهمُ في تصويبِ وتوجيهِ سلوكِ إداراتِ الشركاتِ والأطرافِ المعنيةِ بأدائها، وذلك فيما يتعلق بتأثيرِ هيكلِ المُلكيةِ على عوائدِ الأسهمِ.

4.2 نتائج الدراسة

1. بلغت درجة التفسير الكلية لأثر هيكل الملكية بمجالاته منعقدة (ملكية كبار المساهمين، وملكية الأجانب، وملكية المؤسسات، وملكية أعضاء مجلس الإدارة، وملكية الإدارة التنفيذية) على عوائد الأسهم بنسبة مئوية بلغت (19.9%)، وبدلالة احصائية (0.0284)؛ مما يُدلُّ على وجود تأثيرٍ معنوي لهيكل الملكية على عوائدِ الأسهمِ.
2. تُبدي نتائج تحليل الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة بأن الشركات المدرجة في بورصة فلسطين قد أحرزت عوائد أسهم متدنية، أي أنها لم تستطع المحافظة أو المواظبة على سعر إغلاق لأسهمها يفوق ويعلو سعر الإغلاق السابق، كما ويتبين من النتائج أن أعلى نسبة تملك لأبعاد هيكل الملكية هي لملكية كبار المساهمين حيث بلغت (55.05%)، يليها في المنزلة الثانية ملكية أعضاء مجلس الإدارة حيث آلت نسبة تملكهم (50.24%) وفي المنزلة الثالثة ملكية المؤسسات حيث آلت نسبتهم (47.07%) وفي المنزلة الرابعة ملكية الأجانب حيث بلغت نسبتهم (17.66%) وفي المنزلة الأخيرة ملكية الإدارة التنفيذية حيث أفضت نسبتهم (2.65%)، ومن الجدير بالذكر أن هذه النتائج جاءت متفقة مع دراسة (مسمح، 2018) و(السموني، 2019) كون أن هذه الدراسات قد نفذت في البيئة الفلسطينية.

3. يوجد تأثير إيجابي لملكية كبار المساهمين على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، ويُعلّل ذلك لنشوء بواعث ودوافع قوية لدى مساهمي الأكثرية تدفعهم لمزاولة الاشراف والرقابة على نشاطات وفعاليات الإدارة العليا، كون أن ملكية كبار المساهمين تُعدّ من إحدى مفاتيح آليات الحوكمة والتي تؤلّ بدورها إلى تخفيض حدة مشكلة الوكالة الناتجة عن فصل الملكية عن الإدارة، وبالتالي فإن ذلك سيشارك في تحقيق التآلف لمصالح جميع الأطراف وهذا ينعكس بدوره على ردود فعل ايجابية توطن من نمو أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وأيضاً قد يكون هناك دور لكبار المساهمين في القيام بإجراء اتفاقيات تجارية كبيرة تحقق أرباح رأسمالية توطن 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 ويمكن لإدارة الشركات والهيئات المشرفة على أداء الشركات الاستفادة من هذه النتيجة في المحافظة على المستويات المرتفعة من ملكية كبار المساهمين وحفزهم على شراء الأسهم المطروحة للبيع من قبل صغار المساهمين أو الإصدارات الجديدة من الأسهم.

وأنت هذه النتيجة متفقة مع دراسة (محروس، 2021) و (Eugster, 2019) و (علاوين، 2013) وتباينت هذه النتيجة مع دراسة (Thi VU, 2020) و (Janssen, 2018) و (Janlensgrad & Vilhelmsson, 2016) و (Trong and Thi Thuy, 2021)، و (ElGhouty and El-Masry, 2017).

4. لا يوجد أثر لملكية المؤسسات على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، ويُعلّل ذلك لكون أن هذه المؤسسات تُحافظُ وتُمسكُ بأسهمها لأوقاتٍ طويلةٍ ويكون استثمارها داخل الشركات كبير ومستقر، وبالتالي فهي لا تهدف ولا تتوي القيام بعمليات مضاربة

تُحقق فيها أرباح رأسمالية تنقلُ على إثرها رُودَ فعلٍ ايجابية على أسواق الأسهم، وأيضاً قد لا يكونُ هناك دراية ومعرفة كافية لدى متخذي القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية بالدورِ الإيجابي الفعّال للمستثمرِ 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 متفقه مع دراسة (حسانين وعامر، 2017) و(محروس، 2021) متباينة مع ما توصلت إليه دراسة (chuang, 2015) و(Hussain, 2013) و(علاوين، 2013) و(الناصر، 2021) و(Alzeaideen & AL-Rawash, 2014).

5. لا يوجد أثر للملكية الأجنبية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، ويُعلل ذلك إلى انخفاض وتدني نسبة تملك الأجانب في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وذلك بسبب عدم استقرار واستتباب الظروف الاقتصادية والسياسية في البيئة الفلسطينية والتي تشكل عنصر طرد وصراف للاستثمار الأجنبي، وأيضاً قد يكون للبعد الجغرافي ونقص المعلومات اللازمة وضعف أدوات الرقابة التي بحوزتهم سبباً لهذا الأثر، حيث يقلل ذلك من فاعلية إحكام الرقابة الفعالة على سلوك الإدارة المركزي.

حيث أن هذه النتيجة اختلفت مع الدراسات السابقة كدراسة (اسماعيل، 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).

6. يوجد تأثير سلبي لملكية أعضاء مجلس الإدارة على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، ويعلل ذلك إلى أن ارتفاع ملكية أعضاء مجلس الإدارة من شأنه أن يعزز السلوك المركزي للإدارة، كما وتمكنهم وتساعدهم نسبة التملك العالية في التغلب على آليات

الحوكمة نتيجة " لتأثير التحصين " من الملكية المرتفعة، وبالتالي العمل على اتخاذ قرارات تتناسب وتعظم مصالحهم الشخصية على حساب بقية المساهمين، وبالتالي فإنهم لا يهدفون إلى تعظيم قيمة المنشأة، فيتنظم على ذلك 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 من الاستثمار في الشركات التي تكون فيها نسبة تملك مجلس الإدارة من الأسهم مرتفعة، كما ويمكن للهيئة العامة للشركات والهيئات المشرفة على أداء الشركات الاستفادة من هذه النتيجة بأن تحرص ألا تحتوي تركيبة أو تشكيلة مجلس الإدارة على نسب تملك عالية من الأسهم.

وقد اتفقت هذه النتيجة مع دراسة (Abbassi, et al, 2021) واختلفت هذه النتيجة مع دراسة (Ezazi, et al, 2011) و(الناظر، 2021) و(نادر، 2016).

7. لا يوجد أثر لملكية الإدارة التنفيذية على عوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، ويُعلل ذلك إلى انخفاض وتدني نسبة تملك المدراء التنفيذيين في الشركات المدرجة في بورصة فلسطين كون أن المدراء التنفيذيين يتم تعيينهم من قبل إدارة الشركات، كما ويُدل ذلك على أنهم لا يسعون أو يحرصون للسيطرة على الشركات التي يعملون بها أو لا يؤذن لهم ذلك، وقد يكون هذا بسبب نسبة التملك العالية والمتصاعدة لكبار المساهمين التي لا تُتيح لأحد بالتحكم في القرارات المتخذة وبالتالي لا تتوفر لهم الفرصة الكافية في عملية المشاركة البناءة في عملية التخطيط واتخاذ القرارات.

حيث اختلفت هذه النتيجة مع الدراسات السابقة كدراسة (Thi VU, 2020) و (Nazlioglu, et al, 2012) و (نادر، 2016).

4.3 التوصيات

في ضوء ما آلت إليه نتائج الدراسة فإن الدراسة توصي بما يلي:

1. الشروع بتفعيل وسائل الحوكمة الرشيدة، وذلك من أجل تأمين الرقابة الهادفة والفعالة والتي تحد من سلوك الإدارة المركزي والذي ينقل ردود فعل سلبية على عوائد الأسهم، والعمل على حفز الإدارة على استقطاب النشاطات التي تزيد من ربحية الشركة والتي لها تأثيرات إيجابية في أسواق الأوراق المالية.
2. أن تحرص الهيئة العامة للشركات على ألا تحتوي تركيبة أو تشكيلة مجلس الإدارة على نسب تملك عالية من الأسهم كون أن نسب التملك العالية تساعدهم في التغلب على آليات الحوكمة بفعل "تأثير التحصين".
3. أن تحرص إدارة الشركات على المحافظة على نسب التملك المرتفعة لملكية كبار المساهمين، لدورها الفعال في التأثير الإيجابي على عوائد الأسهم في السوق المالي، وكذلك حفزهم على شراء الأسهم المطروحة للبيع من صغار المساهمين أو الإصدارات الجديدة من الأسهم.
4. في ضوء نتائج هذه الدراسة يجب على هيئة سوق رأس المال بوصفها من الهيئات المشرفة على شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين، أن تعمل على تنظيم نسب التملك بما يتناسب مع تعظيم أداء الشركات.
5. تمكين واثاحة الفرصة أمام مساهمي الأقلية في مزاوله دور رقابي فعال وهادف على الإدارة، وكذلك اتاحة الفرصة لهم في المشاركة في عملية التخطيط الاستراتيجي ووضع الأهداف العامة للشركة، مما قد يسهم في دعم وتشجيع المستثمرين.

6. أن تقوم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين بإجراء دراسات معمقة للوقوف على العوامل

المؤثرة على عوائد الأسهم، كونها قد حققت عوائد منخفضة.

قائمة المصادر والمراجع

المراجع العربية

1. 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 ص، 1-47.
2. أبو داير، ريم خالد كامل، (2021)، أثر هيكل الملكية على رأس المال الفكري: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير غير منشورة، غزة: الجامعة الإسلامية، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، قسم المحاسبة والتمويل.
3. أبو يحيى، جعفر سليمان والذنيبات، علي عبدالقادر، (2019)، أثر هيكل الملكية في أتعاب التدقيق الخارجي: دليل من الأردن، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 15، العدد 3، ص ص، 403-420.
4. اسماعيل، السيدة عبد السلام، (2010)، تأثيرات تعاملات الأجانب على تقلبات العائد في سوق الأسهم المصرية، مجلة الإدارة العامة، المجلد 51، العدد 1، ص ص، 107-104.
5. البطش، محمد وأبو زينه، فريد، (2007)، مناهج البحث العلمي تصميم البحث والتحليل الاحصائي، ط1، عمان: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.
6. الجبوري، مثنى خلف، (2018)، أثر هيكل الملكية على التدفق النقدي للشركات المساهمة العامة الأردنية الخدمية، رسالة ماجستير غير منشورة، الأردن: جامعة آل البيت، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، قسم المحاسبة.

7. حرز، ايمان سعيد، (2018)، أثر سياسة توزيع الأرباح على تذبذب أسعار الأسهم المتداولة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير غير منشورة، غزة: الجامعة الاسلامية، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، قسم المحاسبة والتمويل.
8. 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 ص، 269-294.
9. حمد، علاء الدين محمد، (2021)، أثر هيكل الملكية على مستوى الإفصاح الاختياري في الشركات الغير مالية المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير غير منشورة، غزة: الجامعة الاسلامية، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، قسم المحاسبة والتمويل.
10. حمدان، علام موسى وآخرون، (2016)، هيكل الملكية في الشركات المدرجة في بورصة البحرين ودوره في تخفيض تكاليف الوكالة، *مجلة الأعمال والاقتصاد*، المجلد 24، العدد 4، ص ص، 82-98.
11. الحمدوني، الياس خضير والصبيحي، فائز هليل سريح، (2012)، العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم: دراسة في عينة من الشركات المساهمة الأردنية، *مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والادارية*، المجلد 8، العدد 8، ص ص، 147-169.
12. الحناوي، السيد محمود، (2019)، أثر هيكل الملكية على جودة التقارير المالية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، *مجلة البحوث المحاسبية*، العدد 1، ص ص، 66-114.
13. خيرة، الداوي وآخرون، (2021)، تأثير هيكل الملكية على سياسة توزيعات الأرباح – دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية خلال الفترة (2013-2019)، *مجلة المؤسسة*، المجلد 10، العدد 1، ص ص، 153-163.

14. السمدوني، حماده 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.
15. سمور، محمد ابراهيم، (2019)، *أثر هيكل الملكية على تكاليف الوكالة: دراسة تطبيقية على البنوك المدرجة في بورصة فلسطين*، رسالة ماجستير غير منشورة، غزة: الجامعة الإسلامية، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، قسم المحاسبة والتمويل.
16. 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 والادارية، المجلد 28، العدد 3، ص ص، 1-20.
17. السموني، كرم سالم، (2019)، *أثر هيكل الملكية على الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية: دراسة تطبيقية على البنوك وشركات التأمين المدرجة في بورصة فلسطين*، رسالة ماجستير غير منشورة، غزة: الجامعة الإسلامية، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، قسم المحاسبة والتمويل.
18. سيما، ربيع ابراهيم، (2018)، *أثر هيكل ملكية المنشأة في ملاءمة معلومات التقارير المالية لقرارات المستثمرين "دراسة تحليلية في الشركات المساهمة العامة"*، رسالة دكتوراة غير منشورة، سوريا: جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، قسم المحاسبة.
19. الشاهد، ريما سليمان والعناني، رضوان محمد، (2017)، *أثر هيكل الملكية وخصائص الشركات على جودة الأرباح: دراسة اختبارية على قطاع التأمين الأردني*، مجلة الزرقاء للبحوث والدراسات الإنسانية، المجلد 17، العدد 1، ص ص، 15-30.

20. شقور، عمر مصطفى، (2016)، أثر هيكل الملكية في ممارسة إدارة الأرباح: دراسة تطبيقية على الفنادق المدرجة في بورصة عمان، مجلة الزرقاء للبحوث والدراسات الإنسانية، المجلد 16، العدد 2، ص ص، 91-100.
21. شنك، 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.
22. علاوين، رائد عبد الهادي، (2013)، أثر تغير هيكل الملكية على تذبذب الأسعار السوقية لأسهم الشركات المساهمة العامة، رسالة ماجستير غير منشورة، الأردن: جامعة عمان العربية، كلية الأعمال، قسم التمويل.
23. علي، ابراهيم محمد وآخرون، (2021)، قدرة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية في تفسير عوائد الأسهم خلال فترة الأزمات "دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، مجلة البحوث التجارية، المجلد 43، العدد 3، ص ص، 16-46.
24. العلي، أروى وحيد، (2018)، أثر هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على جودة التدقيق في الشركات الصناعية المساهمة الأردنية: دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير غير منشورة، الأردن: جامعة اليرموك، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، قسم المحاسبة.
25. القواسمة، رشدي وآخرون، (2015)، مناهج البحث العلمي، عمان: جامعة القدس المفتوحة.
26. 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 ص، 1-30.

27. الكساسبة، مراد محمد، (2014)، أثر السيولة على عوائد الأسهم في الأسواق المالية الناشئة: دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي للفترة (2005-2011)، رسالة ماجستير غير منشورة، الأردن: جامعة مؤتة، كلية الدراسات العليا.
28. محروس، رمضان رمضان، (2021)، أثر خصائص لجنة المراجعة وهيكل الملكية في تقلبات أسعار الأسهم المتداولة بالبورصة المصرية أثناء أزمة فيروس كورونا، مجلة البحوث المالية والتجارية، المجلد 22، العدد 1، ص ص، 461-414
29. مدفوني، فيروز علاوة، (2012)، أثر هيكل رأس المال والملكية على التدفقات النقدية الحرة للشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي، رسالة ماجستير غير منشورة، الأردن: جامعة اليرموك، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، قسم العلوم المالية والمصرفية.
30. مسمح، باسل شعيب، (2018)، أثر هيكل الملكية على الأداء المالي للشركات المدرجة في بورصة فلسطين (دراسة تطبيقية)، رسالة ماجستير غير منشورة، غزة: الجامعة الاسلامية، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، قسم المحاسبة والتمويل.
31. نادر، نهاد الياس، (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 ص، 29-44.
32. 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 ص، 136-105.

33. نعيمة، عدي، (2015)، أثر هيكل الملكية في تحقيق مبادئ حوكمة المؤسسات: دراسة نقدية تحليلية، مجلة العدد الاقتصادي، المجلد 6، العدد 1، ص ص، 207-218.
34. النمري، إيناس رمزي، (2018)، أثر هيكل الملكية على أداء البنوك الإسلامية الأردنية للفترة 2001-2016، رسالة ماجستير غير منشورة، الأردن: جامعة آل البيت، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، قسم المحاسبة.
35. الهليس، عبد الله عمر، (2021)، أثر هيكل الملكية على توزيعات الأرباح: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين، رسالة ماجستير غير منشورة، غزة: الجامعة الإسلامية، كلية الاقتصاد والعلوم الادارية، قسم المحاسبة والتمويل.
36. الوريكات، أرواد نواف، (2019)، أثر هيكل الملكية على التدفق النقدي الحر للشركات الأردنية المساهمة العامة الخدمية: دراسة ميدانية، رسالة ماجستير غير منشورة، الأردن: جامعة عمان العربية، كلية الأعمال، قسم التمويل.
37. يوسف، دانه 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.
38. اليونس، حلا حسن، (2017)، أثر هيكل الملكية وهيكل رأس المال على الأداء المالي للشركة: دراسة ميدانية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، رسالة ماجستير غير منشورة، الأردن: جامعة اليرموك، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، قسم المحاسبة.

1. Abbassi, W., & et al. (2021), The Role of Ownership Structure and Board Characteristics in Stock Market Liquidity, *International Journal of Financial Studies*, Vol 9, No 74. pp, 1-15.
2. Alzeaideen, K. A. and 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*, Vol 5, No 6, pp, 192-201.
3. Chen, R., & et al. (2013). Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance*, Vol 42, pp, 408-421.
4. Chuang, H. (2015), Institutional Ownership and Stock Returns, *Data Science and Service Research*, No 47, pp, 1-34.
5. Desender, K. A., & et al. (2009). *Stock price performance and ownership structure during periods of stock market crisis: the Spanish case*. AAA.
6. ElGhouty, A. S. and 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*, Issue160, pp, 63-83.
7. Eugster, N. (2019), Large blockholders and stock price crash risk, Working paper. <https://ssrn.com/abstract=3428929>.
8. 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 of Iran, *International Journal of Business and Social Science*, Vol 2, No 5, pp, 163- 169.

9. Field, A. 2013. *Discovering Statistics Using IBM SPSS Statistics, 4th Edition*, SAGE Publications.
10. Gul, F. A., & et al. (2010), Ownership Concentration, Foreign Shareholding, Audit quality, and Stock Price Synchronicity: Evidence from China, *Journal of Financial Economics*, vol 95, pp, 425-442.
11. Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J., Anderson, R.E., & Tatham, R.L. 2018. *Multivariate Data Analysis*, 8th Edition, Cengage Learning EMEA.
12. 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*, Vol 2, No 5, pp, 111-132.
13. Jankensgard, H. & Vilhelmsson, A. (2016), *Ownership Determinants of Stock Return Volatility*, Working Paper, The Knut Wicksell Centre for Financial Studies, Lund University.
14. Janssen, B. (2018), *Ownership Structure and Stock Return Volatility*, Unpublished Master Thesis, Radboud University.
15. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976), Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure, *Journal Of Financial Economics*, Vol 3, No 4, pp, 305-360.
16. 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*, Vol 3, No 6, pp, 82-88.
17. Ni, W. (2017), Research on Ownership Structure and Stock Price Fluctuation, *Advances in Computer Science Research (ACSR)*, Vol 61, pp, 438-442.
18. Strong, N. (1992), Modelling Abnormal Returns: A Review Article, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol 19, No 4, pp, 533-553.

19. Thi Vu, T, M. (2020), Stock Price Co-movement and Firm's Ownership Structure in Emerging Market, *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Vol 7, No 11, pp, 107-115.
20. Trong, N, P. & Thi Thuy, V, V. (2021), Impacts of ownership structure on stock price synchronicity of listed companies on Vietnam stock market, *Cogent Business & Management*, Vol 8, No 1, pp, 1-14.

المواقع الإلكترونية

الموقع الرسمي لبورصة فلسطين (www.pex.ps).



**An-Najah National University
Faculty of Graduate Studies**

**OWNERSHIP STRUCTURE EFFECT ON THE
STOCK RETURNS FOR COMPANIES LISTED
IN PALESTINE EXCHANGE**

**By
Omar Basem Suliman shraim**

**Supervisors
Dr. Moath Asmar
Dr. Mufeed Althaher**

**This Thesis is Submitted in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree
of Master in Tax Disputes, Faculty of Graduate Studies, An-Najah National
University, Nablus, Palestine.
2022**

OWNERSHIP STRUCTURE EFFECT ON THE STOCK RETURNS FOR COMPANIES LISTED IN PALESTINE EXCHANGE

By
Omar Basem Suliman shraim
Supervisors
Dr. Moath Asmar
Dr. Mufeed Althaher

Abstract

This study aimed to identify the impact of the ownership structure on the stock returns of public shareholding companies listed on Palestine Stock Exchange. To achieve this goal, the descriptive analytical approach was followed, and the study data were collected for the years from 2009-2019, by referring and using the circulated financial reports published on the official website of Palestine Exchange and on companies' websites, where the number of companies included in the study sample reached 46 companies. To answer the study's questions and hypotheses, multiple regression analysis was used using the last squares (OLS) method.

The results of the study showed the following:

1. The degree of overall interpretation of the impact of the ownership structure in its various domains (the ownership of major shareholders, the ownership of foreigners, the ownership of institutions, the ownership of members of the board of directors, the ownership of the executive management) on the returns of shares reached a percentage of (19.9%), and with statistical significance (0.0284); this means that there is a significant moral effect of the ownership structure on stock returns.
2. There is a positive moral effect of the ownership of major shareholders on the returns on shares.
3. The existence of a negative impact of the ownership of the members of the Board of Directors on the returns on shares.
4. There is no significant moral effect of (institutional ownership, foreign ownership, and executive management ownership) on stock returns.

Based on the results of the study, the study recommended the following:

1. Initiating the activation of the means of good governance that limit the central behavior of the board of directors, and the general assembly of companies be keen

that neither construction nor the formation of the board of directors contain high percentages of shares, because high ownership rates help them overcome mechanisms by the " effect of immunization ".

2. The company management is keen to maintain the high percentage of ownership of major shareholders for its effective role in positively affecting the returns of shares in the financial market, as well as motivating them to buy shares offered for sale by small shareholders or new issues of shares.

Keywords: Ownership Structure, Stock Returns, Public Shareholding Companies, Palestine Stock Exchange.