



آفاق اقتصادية Āfāq iqtisādīyyat

مجلة علمية دولية محكمة تصدر نصف سنوياً عن
كلية الاقتصاد والتجارة بجامعة المرقب

رقم الإيداع القانوني بدار الكتب الوطنية: 50/2017

E-ISSN 2520-5005

أثر هيكل رأس المال على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية: "دليل من دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا"

د. عبد الله رجب الفاضلي

aralfadli@elmergib.edu.ly

كلية الاقتصاد-الخمس / جامعة المرقب / ليبيا

د. فوزي عبدالقادر رحاب

farehab@elmergib.edu.ly

كلية الاقتصاد-الخمس / جامعة المرقب / ليبيا

د. عبدالرحمن بشير ميلاد

abdumelad@elmergib.edu.ly

كلية الاقتصاد - الخمس / جامعة المرقب / ليبيا

المؤلفون Authors

Cite This Article:

اقتبس هذه المقالة (APA):

الفاضلي، عبد الله رجب و رحاب، فوزي عبد القادر و ميلاد، عبد الرحمن بشير. (2025). أثر هيكل رأس المال على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية: "دليل من دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا". مجلة آفاق اقتصادية. [1]11-106.

أثر هيكل رأس المال على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية: دليل من دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا

الملخص:

سعت هذه الدراسة إلى التحقق من أثر هيكل رأس المال على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية، لمجتمع الدراسة الذي يتكون من المصارف التجارية العاملة والمدرجة في أسواق 11 دولة من القطاع المصرفي بدول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وقد اعتمد الجزء القياسي من هذه الدراسة على بيانات مقطعية زمنية سنوية متوازنة (panel data) تم الحصول عليها من (86) مصرفاً تجارياً من البلدان محل الدراسة، وذلك خلال الفترة الزمنية من سنة 2011 إلى غاية سنة 2020، وقد اعتمدت الدراسة على تحليل الانحدار المتعدد مع الأخذ في الاعتبار طبيعة وخصائص هذا النوع من البيانات، ومن خلال استخدام نموذج تقدير الخطأ المعياري المصحح (PCSE) وجدت نتائج الانحدار أن نسبة المديونية (Leverage ratio) كان لها أثر سلبي و ذو دلالة إحصائية على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية، كما أظهرت النتائج أن نسبة حقوق الملكية (Capital adequacy) لها أثر إيجابي و ذو دلالة إحصائية على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية، وبناءً على هذه النتائج توصي الدراسة المصارف التجارية بتبني استراتيجيات مناسبة لبناء هيكل رأسمال مثالي، وتسليط الضوء على سبل التمويل الإسلامي لجذب المدخرات والموارد المالية.

الكلمات المفتاحية: المصارف التجارية، هيكل رأس المال، Tobin's Q، نماذج البيانات الطولية.

The Impact of Capital Structure on Tobin's Q of Commercial Banks: "Evidence from MENA Countries"

Abduallah .R. Alfadli ¹, Fouzi .A. Rehab ², Abdurahman
Bashir Melad ³

^{1,2&3} Faculty of Economics Al Khums / Elmergib University/
Libya

Abstract:

This study sought to verify the impact of capital structure on the value of (Tobin's Q) of banks, for the study population consisting of commercial banks operating and listed in the markets of 11 countries from the banking sector in the (MENA) country region. The quantitative part of this study relied on balanced annual panel data obtained from (86) commercial banks from the countries under study, during the period from 2011 to 2020. The study relied on multiple regression analysis, taking into account the characteristics of the panel data. Using the Corrected Standard Error Estimation (PCSE) model, the regression results found that the leverage ratio had a negative and statistically significant effect on the value of Tobin's Q for commercial banks. The results also showed that the capital adequacy ratio has a positive and statistically significant effect on the value of Tobin's Q for commercial banks. Based on these findings, the study recommends that commercial banks adopt appropriate strategies to build an optimal capital structure and highlight Islamic financing methods to attract savings and financial resources.

Keywords: Commercial banks, Capital structure, Tobin's Q, Panel data models.

1. المقدمة:

القطاع المصرفي هو قلب النظام المالي، إذ تعبر كفاءة النظام المصرفي وفاعليته عن تقدم الدول وتطورها، فهو محور تفعيل لمختلف القطاعات والأنشطة الاقتصادية في الدولة، كونه يسهم في استقرار النظام الاقتصادي، ومن ثم فإن سلامة النظام المالي وبالأخص المصارف التجارية أداة لحماية وتعزيز التنمية الاقتصادية، ولتحقيق نظام مالي سليم يدعم التنمية الاقتصادية للدولة يشترط فيه أن يكون النظام المصرفي يقوم على هيكل مالي سليم يدعم الأداء المالي ومن ثم تعظيم قيمة المصرف السوقية.

لهذا تعتبر المصارف التجارية من أهم المؤسسات المالية ديناميكية بدور الوساطة المالية، هذا من خلال تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو المشاريع الاقتصادية الإنتاجية، حيث من أهم الوظائف الأساسية لها تعبئة المدخرات المالية واستثمارها في الائتمان المناسب في السلع والخدمات والاستفادة منها في دعم التنمية الاقتصادية، ومن أهم الموارد المالية التي تعتمد عليها المصارف التجارية هي الودائع والتي في الغالب يدفع عليها المصرف فوائد سواء حقق أرباح أو لم يحقق، ولهذا رأس مال المصرف يتسم بالصغر نسبتاً إلى أصوله، ولذلك لا يعتمد المصرف على أموال الملكية في تمويل استثماراته بل يعتمد على الودائع، ولهذا يجب أن يحقق هامش صافي الفوائد المتمثلة في الفرق بين الأرباح المكتسبة من استثمار تلك الودائع وتكاليفها المدفوعة (net interest margin)، ولهذا المصرف هو عرضة لمخاطر الرفع المالي leverage risk.

لذلك يعتبر تكوين رأس المال خياراً بالغ الأهمية في مجال تمويل أي من المنشآت وخاصة المصارف، ويتعلق هذا بالطريقة التي يستخدمها المصرف في تمويل أصوله أو استثماراته والتي غالباً ما تكون في هيئة قروض، ولهذا يواجه المديرون الماليون تحديات صعبة حول إيجاد المزيج المناسب بين التمويل بالديون والأسهم الذي من شأنه أن يحقق تكلفة رأس مال مثالية ويحسن مقاييس الأداء والملاءة المالية الناتجة، ومن خلال فهم هذه الديناميكيات، يمكن للمديرين الماليين تخصيص الموارد المالية المثلى سعياً لتحقيق الأهداف المرجوة، لذا فإن تحديد مصدري الدين والملكية أمر مهم جداً لأنه يخفض من تكلفة رأس المال ويعظم من قيمة المصرف، وبناء عليه يجب وضع خطط وسياسات توضح وترسم الطريق الكفيل لتحديد كيفية إدارة الموارد المالية المتاحة وآلية تحقيق المزيج الأمثل لهيكل رأس المال، حيث تشير الفكرة الديناميكية لتكوين هيكل رأس المال إلى أن هذا الهيكل يتغير بمرور الوقت، أي يمكن للمصرف تغيير هيكل رأس ماله مع مرور الوقت لضمان تقليل التكلفة وتعظيم القيمة، ولذلك ينظر إلى هيكل رأس المال على أنه ديناميكي

بطبيعته وليس ثابتا (Oke, et al., 2019). لهذا يعتبر فهم هذه الديناميكيات أمر أساسي لأي مصرف ويات حسب طبيعة المصرف أداة مهمة لتقييم أدائه المالي، ومن أجل فهم تعقيدات تكوين هيكل رأس المال تسعى المنشآت جاهدة إلى ضمان دمج مختلف أنواع الديون وحقوق الملكية المتاحة بطريقة مثالية تضمن تعظيم ثروة المستثمرين أو تقليل التكلفة المرجحة لرأس المال.

بالتالي، تركز الدراسة الحالية على الدور الذي يلعبه أثر هيكل رأس المال مقاسا بنسبة المديونية (Leverage ratio)، ونسبة حقوق الملكية المصرفية (Capital adequacy)، في الرفع من قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية، والمعبر عنه من خلال مؤشر (القيمة السوقية / اجمالي الأصول) في القطاع المصرفي بمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

2. مشكلة الدراسة:

يعد قرار اختيار تركيبة الهيكل المالي في المصارف التجارية من القرارات الحاسمة التي يواجهها القائمون على الإدارة المالية للمصارف، فنظرا لأهمية التمويل الممتك في تعزيز ثقة المتعاملين مع المصرف بما يوفره من أموال دائمة تمكن المصرف من الدخول في استثمارات طويلة الأجل، وكذلك أهمية التمويل المقترض في تخفيض الخطر التمويلي وتكلفة رأس المال إلى أدنى حد، وعليه فإن اتخاذ مثل هذه القرارات قد تؤثر في أداء المصرف المالي وفي تعظيم قيمته السوقية نتيجة الإفراط في التمويل بالدين على حساب التمويل بالملكية أو العكس.

وعليه تتحدد المشكلة البحثية لهذه الدراسة بناء على تحديد المزيج الأمثل لهيكل رأس المال لتعظيم قيمة المصرف السوقية، وهل تكون الأفضلية للديون (الرافعة المالية) أو حقوق الملكية (إصدار الأسهم) في سياق التمويل، ومن أجل تحقيق هذا الغرض فإن الدراسة تحاول الإجابة عن السؤال الآتي:

ما مدى تأثير هيكل رأس المال (المديونية، وحقوق الملكية) على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية؟

3. أهمية الدراسة:

تكمن أهمية هذه الدراسة في كونها تتناول قضية مهمة، وهي اختيار تأثير تركيبة هيكل رأس المال في قيمة المصارف التجارية المدرجة في الأسواق المالية العاملة بدول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا باستخدام معامل (Tobin's Q)، إذ تتطرق إلى تحليل قرار التمويل في القطاع المصرفي وهو أحد القرارات التي يجب على الإدارة المالية للمصرف التفكير بها بشكل مستمر لتحقيق النجاح والتوسع وتعظيم القيمة السوقية لأسهم المصرف.

4. أهداف الدراسة:

- لغرض الوصول إلى استنتاجات تعكس الواقع الفعلي لأثر تركيبة هيكل رأس المال في قيمة المصارف التجارية باستخدام معامل (Tobin's Q) تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على:
- اختبار تأثير هيكل رأس المال والمتمثل في التمويل بالديون (الرافعة المالية) على القيمة السوقية للمصارف التجارية.
 - اختبار تأثير هيكل رأس المال والمتمثل في التمويل بحقوق الملكية (إصدار الأسهم) على القيمة السوقية للمصارف التجارية.

5. الدراسات السابقة:

حظيت العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمنشآت باهتمام واضح عند الكثيرون من الباحثين والمهتمين بالشأن المالي، حيث ترجمت هذه العلاقة في عدة دراسات تجريبية للعديد من اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية، ومن خلال الاطلاع على ما تقدمت به النظريات لفهم الارتباط بين خيارات هيكل رأس المال وقيمة المؤسسات نجد أنه كانت هناك جهات نظر متعدد ومختلفة نحاول تناولها بإيجاز على النحو التالي:

النظرية التقليدية التي افترضت على وجود هيكل رأسمال مثالي، أي وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى، وبالتالي تصل عندها القيمة السوقية للمنشأة إلى حدها الأعلى (هندي، 2003). كذلك تفترض هذه النظرية أن معدل العائد الذي يطلبه الدائنون والملاك يزداد مع زيادة نسبة الاقتراض، نظراً لزيادة مخاطر العوائد التي يتوقعونها نتيجة ذلك (العلي، 2020).

وبخلاف ذلك، تفترض نظرية صافي الربح أن معدل تكلفة كل من الاقتراض وحقوق الملكية ثابت لا يتغير بتغير نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال، بمعنى أن ارتفاع أو انخفاض نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض في معدل العائد الاستثماري الذي يطلبه سواءً الدائنون أو الملاك (العلي، 2020). ولما كانت تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم عادية جديدة، فإن زيادة نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال ستؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل وزيادة القيمة السوقية للمنشأة (هندي، 2003).

وفيما يتعلق بنظرية صافي ربح العمليات: فقد افترضت أن تكلفة القروض ثابتة ولا تتغير مع تغير نسبة الاقتراض، أما تكلفة حقوق الملكية (العائد الذي يطلبه الملاك) فترتفع مع زيادة نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال (هندي، 2003).

في حين اختلفت نظرية (Modigliani & Miller) في تحليلها لأثر هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمنشأة في ظل وجود ضرائب على دخلها، عن تحليلها في حالة عدم وجود ضرائب على دخلها (العلي، 2020). فهيكّل رأس المال في حالة عدم وجود ضرائب ليس له تأثير على تكلفة الأموال والقيمة السوقية للمنشأة، أما في حالة وجود ضريبة على دخل المنشأة، فيؤكد (M&M) بأن القيمة السوقية للمنشأة التي يتكون رأسمالها من قروض وحقوق ملكية أكبر من القيمة السوقية لمنشأة مماثلة هيكل رأسمالها يتكون من حقوق ملكية فقط، وذلك نتيجة للوفورات الضريبية الناتجة عن القروض (الكناني، 2023).

لذلك استنتج الباحثون من خلال عرض النظريات السابقة إلى وجود جدل بين هذه النظريات فيما يتعلق بتأثير هيكل رأس المال على قيمة المنشأة، بينما يعتقد التقليديون بوجود هيكل رأس مال مثالي تنخفض عنده تكلفة الأموال وترتفع عنده قيمة المنشأة، في حين نجد أن (M&M) يعتقدان أن هيكل رأس المال في ظل عدم وجود ضرائب ليس له تأثير على تكلفة الأموال وقيمة المنشأة، وهو ما يتفق مع نظرية صافي ربح العمليات ويختلف مع نظرية صافي الربح.

أما في ظل وجود ضريبة على دخل المنشأة فيعترف (M&M) بأن قيمة المنشأة التي يتضمن رأسمالها قروض، تفوق قيمة المنشأة التي يتكون رأسمالها من حقوق ملكية فقط، لذلك تخضع قضايا كيفية تأثير هيكل رأس المال على أداء المنشآت لكثير من النقاش في الأدبيات سواء كانت نظرية أو تطبيقية، وفيما يتعلق بالدراسات التطبيقية السابقة التي حققت بقياس أثر هيكل رأس المال على أداء النظام المصرفي وبالأخص المصارف التجارية يمكن تناولها على النحو الآتي:

دراسة (Oketah, et al. (2023) هدفت إلى دراسة اثر هيكل رأس المال على الأداء المالي لمجموعة مختارة من المصارف التجارية في نيجيريا، وذلك خلال الفترة الزمنية (من 2005 إلى 2022)، واستخدم المؤلفون نسبة الدين المقاسة (إجمالي ديون المصرف/ إجمالي الأصول) ، ونسبة حقوق الملكية المقاسة (إجمالي حقوق الملكية/ إجمالي الأصول) ومجموعات الدين وحقوق الملكية المقاسة (إجمالي الالتزامات / حقوق المساهمين) كمتغيرات مستقلة، والعائد على الأصول كمتغير تابع، وأشارت الدراسة إلى نتائج مفادها أن نسبة الدين لها تأثير سلبي كبير على الأداء المالي للمصارف التجارية المختارة في نيجيريا، بينما لنسبة حقوق الملكية تأثير إيجابي كبير على الأداء المالي، كما أن لنسبة الدين إلى حقوق الملكية تأثير إيجابي كبير على الأداء المالي للمصارف التجارية المختارة في نيجيريا، كما أشاروا إلى ضرورة وجود مزيج مثالي من الديون لتحسين الأداء المالي للمصارف التجارية في نيجيريا، مع زيادة مستوى نسبة حقوق الملكية لتحسين ربحيتها.

دراسة (2024) Alshhadeh, et al. هدفت إلى دراسة أثر هيكل رأس المال على تقلب الأرباح والتدفقات النقدية في القطاع المصرفي التجاري الاردني ولعينة من المصارف التجارية المدرجة في بورصة عمان وعددها 15 مصرف، وذلك خلال الفترة الزمنية (من 2018 إلى 2022)، واستخدم المؤلفون مجموعة من المؤشرات متمثلة في (إجمالي ديون المصرف/ إجمالي الأصول، إجمالي الدين/ إجمالي حقوق الملكية، إجمالي الودائع/ إجمالي حقوق الملكية) كمتغيرات مستقلة لتعكس هيكل رأس المال، واستخدم المؤلفون (نسبة الأرباح / إجمالي الأصول، نسبة التدفقات النقدية التشغيلية المتقلبة / إجمالي الأصول ، نسبة التدفقات النقدية / إجمالي الأصول) كمتغيرات تابعة، وأشارت الدراسة إلى نتائج مفادها أن نسبة الدين إلى الأصول أثرت بشكل إيجابي على التدفقات النقدية التشغيلية وتقلباتها، بينما أثرت سلبا على الأرباح وتقلباتها. بالإضافة إلى ذلك أثرت نسبة الدين إلى حقوق الملكية بشكل إيجابي على التدفقات النقدية التشغيلية وتقلباتها وتقلبات الأرباح، كما أشاروا إلى ضرورة السعي إلى هيكل رأس مال متوازن للحفاظ على استقرار الأرباح والتدفقات النقدية بمرور الوقت.

دراسة (2024) Muhammed, et al. هدفت إلى دراسة أثر هيكل رأس المال على هيكل رأس المال على الأداء المالي للمصارف التجارية الإثيوبية ولعينة مكونة من 14 مصرفا تجاريا، وذلك خلال الفترة الزمنية (من 2017 إلى 2022)، واستخدم المؤلفون مجموعة من المؤشرات متمثلة في (القروض / الودائع ، إجمالي الأصول/ إجمالي حقوق الملكية، إجمالي الودائع/إجمالي الأصول، ونسبة نمو الأصول) كمتغيرات مستقلة لتعكس هيكل رأس المال، واستخدم المؤلفون العائد على الأصول كمتغير تابع، وأشارت الدراسة إلى نتائج مفادها أن نسبة القروض إلى الودائع ونسبة إجمالي الودائع إلى إجمالي الأصول لها أثر إيجابي وهام على الأداء المالي، بينما أظهر معدل نمو الأصول أثر سلبي.

دراسة (2024) Ayalew, هدفت إلى دراسة العلاقة بين هيكل رأس المال وربحية المصارف التجارية الإثيوبية ولعينة مكونة من 16 مصرفا خاصا، وذلك خلال الفترة الزمنية (من 2013 إلى 2019)، واستخدم المؤلف مجموعة من المؤشرات متمثلة في (إجمالي الدين / إجمالي الأصول، الديون قصيرة الأجل/ إجمالي الأصول) كمتغيرات مستقلة لتعكس هيكل رأس المال، واستخدم المؤلف (العائد على الأصول ، وهامش صافي الفائدة) كمتغيرات تابعة لتعكس ربحية المصارف، كما شملت الدراسة العديد من المتغيرات الداخلية والخارجية المثلثة في (حجم المصرف، عمر المصرف، نسب السيولة، المخاطر المصرفية، الكفاءة، إنتاجية الموظفين)، وقد أشارت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن مقاييس الربحية تميل إلى الارتباط بنسب إجمالي الديون قصيرة الأجل.

دراسة **Adenutsi, (2024)** هدفت إلى أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمصارف التجارية بدولة غانا، وذلك خلال الفترة الزمنية (2008-2022)، واستخدم المؤلف نسبة (إجمالي الدين/ إجمالي الأصول) كمتغير يعكس هيكل رأس المال، كما استخدم (العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية) كمتغيرات تابعة تعكس الأداء المالي للمصارف التجارية، كما شملت الدراسة بعض المتغيرات الداخلية الممثلة في (حجم المصرف، ومعدل نمو المصرف، المخاطر المصرفية)، كمتغيرات ضابطة، وقد أشارت النتائج عن تأثير إيجابي كبير طويل الأجل لهيكل رأس المال على الأداء المالي، مما يُشير إلى أن هيكل رأس المال الأمثل يُمكن أن يُعزز أداء المصرف على المدى الطويل، أما على المدى القصير، فيؤثر هيكل رأس المال سلبًا وبشكل مُتزامن وبطيء.

دراسة **Sivalingam & Kengatharan, (2018)** هدفت إلى تحليل العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمصارف التجارية المرخصة المدرجة في سريلانكا، وذلك خلال الفترة الزمنية (2007-2016)، واستخدم المؤلفان نسبة (إجمالي الدين / إجمالي الأصول، الدين طويل الأجل / إجمالي الأصول، الدين قصير الأجل / إجمالي الأصول) لقياس هيكل رأس المال، كما استخدم العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية كمتغيرات تابعة تعكس الأداء المالي للمصارف التجارية، كما شملت الدراسة بعض المتغيرات الداخلية الممثلة في (حجم المصرف، ونمو الودائع المصرفية)، كمتغيرات ضابطة، وقد أشارت النتائج عن تأثير إيجابي كبير طويل الأجل لهيكل رأس المال على الأداء المالي، بينما كانت نسبة (إجمالي الدين / إجمالي الأصول) لها ارتباط سلبي بالأداء المالي للمصارف التجارية.

هذا فيما يتعلق بالروابط بين هيكل رأس المال والأداء المالي للمصارف التجارية، إليه بعض الدراسات التجريبية ذات العلاقة بموضوع الدراسة الحالية مع الإشارة هنا إلى أن هناك ندرة في الدراسات التجريبية السابقة المنشورة والمهتمة بتأثير هيكل رأس المال المصرفي على قيمة المصارف التجارية حسب علم الباحثون وفي هذا المجال هناك أمثلة على دراسات سابقة حللت العلاقة بين هيكل رأس المال و قيمة المصارف التجارية ويمكن تناولها في الآتي:

دراسة **Lawal, (2014)** هدفت إلى تحليل العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة المصارف التجارية في نيجيريا، وذلك خلال الفترة الزمنية (2012-2007)، أشارت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن أدوات الدين تلعب دورا هاما في تضخيم القيمة المصرفية النيجيرية، بينما يعد دور حقوق الملكية هاما جزئيا.

دراسة **Malik, et al. (2016)** هدفت إلى دراسة أثر هيكل رأس المال على أداء أكبر 100 شركة غير مالية مدرجة في باكستان، وذلك خلال الفترة الزمنية (2012-2002)، واستخدم

المؤلفون نسبة (الديون قصيرة الأجل / إجمالي الأصول، إجمالي الديون / إجمالي الأصول، الديون طويلة الأجل / إجمالي الأصول، وإجمالي الديون / إجمالي حقوق الملكية)، واستخدم المؤلفون مجموعة من المؤشرات متمثلة في ستة مقاييس للأداء منها معامل Tobin's Q، وقد أشارت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية لها اثر سلبي على معامل Tobin's Q.

دراسة (Chaleeda, et al. (2016) هدفت إلى دراسة أثر قرارات التمويل على قيمة الشركة لعينة مكونة من 256 شركة من تسعة قطاعات مدرجة في بورصة ماليزيا، وذلك خلال الفترة الزمنية (2000-2015)، واستخدم المؤلفون نسبة (الديون قصيرة الأجل / إجمالي الأصول، إجمالي الديون / إجمالي الأصول، الديون طويلة الأجل / إجمالي الأصول، وإجمالي الديون / إجمالي حقوق الملكية، نسبة الدين طويل الأجل / إجمالي الديون)، واستخدم المؤلفون معامل Tobin's Q ليعكس قيمة الشركة، وقد أشارت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية لها اثر سلبي غير ذي دلالة إحصائية على معامل Tobin's Q.

دراسة (Febrianti, et al. (2016) هدفت إلى دراسة الدور الوسيط لهيكل رأس المال في العلاقة بين العوامل الاقتصادية الكلية (نمو الناتج المحلي الإجمالي) والعوامل الاقتصادية الجزئية (الملموسية والربحية) على قيمة الشركة لعينة مكونة من 70 شركة مدرجة في بورصة إندونيسيا، وذلك خلال الفترة الزمنية (2018-2022)، واستخدم المؤلفون نسبة الدين إلى حقوق الملكية لتعكس مستوى هيكل رأس المال، واستخدم المؤلفون معامل Tobin's Q ليعكس قيمة الشركة، وقد أشارت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية لها اثر سلبي ذي دلالة إحصائية على معامل Tobin's Q.

دراسة (Endri, & Fathony (2020) هدفت إلى دراسة محددات قيمة الشركة في القطاع المالي لعينة مكونة من 21 شركة مدرجة في بورصة إندونيسيا، وذلك خلال الفترة الزمنية (2013-2017)، واستخدم الباحثان (توزيع الأرباح، الربحية، حجم الشركة، الرافعة المالية، معد نمو الشركة)، حيث استخدم الباحثان نسبة (الدين إلى حقوق الملكية) لتعكس مستوى الرافعة المالية، واستخدم المؤلفان معامل Tobin's Q ليعكس قيمة الشركة، وقد أشارت الدراسة إلى نتيجة مفادها أن نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي حقوق الملكية لها اثر إيجابي غير ذي دلالة إحصائية على معامل Tobin's Q.

وعلى ضوء ذلك، يوجد تناقض في نتائج الدراسات التي بحثت في تأثير هيكل رأس المال على قيمة المنشأة ولا تزال هذه المسألة محل بحث وموضع تساؤل، ولذلك هناك حاجة إلى مزيد من

البحث للتعلم في الآليات المحددة التي يؤثر بها هيكل رأس المال على قيمة المصارف التجارية حتى يكون لدى مديرو هذه المصارف الدراية بالآثار المختلفة على قيمة المصرف نتيجة قرارات هيكل رأس المال، وبالتالي محاولة سد هذه الفجوة البحثية وذلك بالعمل على زيادة وتعميق الوعي بهذه الآثار المتوقعة.

6. منهجية الدراسة:

صممت هذه الدراسة لمعرفة أثر هيكل رأس المال على قيمة المصارف التجارية باستخدام معامل (Tobin's Q) كمتغير تابع، ودراسة نسبة المديونية (Leverage ratio)، ونسبة حقوق الملكية المصرفية (Capital adequacy)، كمتغيرات مستقلة في القطاع المصرفي بمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، حيث جُمعت بيانات متغيرات الدراسة الخاصة بالمصارف محل الدراسة من موقع قاعدة بيانات (Orbis) الدولية التي يحتفظ بها Bureau Van Dijk.

1.6 البيانات والعينة:

تستند الأدلة التجريبية لهذه الدراسة على بيانات المصارف التجارية العاملة والمدرجة في أسواق 11 دولة من القطاع المصرفي بمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا (تركيا، الأردن، مصر، المملكة العربية السعودية، الإمارات العربية المتحدة، البحرين، قطر، عُمان، الكويت، المغرب، وتونس)، وقد تم الاعتماد على إحصائيات بيانات (panel) متوازنة لـ 86 مصرفا تجاريا، باستخدام بيانات سنوية على مدار الأعوام من سنة 2011 إلى سنة 2020، حيث شملت مجموع 860 ملاحظة سنوية للمصارف محل الدراسة، انظر الجدول 1 الموضح أدناه للاطلاع على ملخص لخصائص العينة.

جدول 1: خصائص العينة (Sample Characteristics)

الدولة (Country)	عدد المصارف (N. Banks)	عدد المشاهدات (N. Observations)
تركيا (Turkey)	06	60
الأردن (Jordan)	14	140
مصر (Egypt)	09	90
السعودية (Saudi Arabia)	10	100
الإمارات العربية (UAE)	14	140
البحرين (Bahrain)	04	40
قطر (Qatar)	08	80
سلطنة عمان (Oman)	05	50
الكويت (Kuwait)	08	80
المغرب (Morocco)	05	40
تونس (Tunisia)	04	40
TOTAL	86	860

2.6 تعريف المتغيرات وقياساتها:

يصف هذا القسم كلا من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المختار لدراسة تأثير هيكل رأس المال على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية، انظر الجدول 2 الموضح أدناه للاطلاع على ملخص المتغيرات المتعلقة بهذه الدراسة.

- المتغير التابع :

المتغير التابع المستخدم في الدراسة الحالية هو قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية، والتي تم قياسه على النحو التالي:

* **قيمة المصرف Banks' value:** في الدراسة الحالية تم استخدام معامل (Tobin's Q) كمؤشر يعكس الأداء المالي للسوق، ويعرف هذا المعامل بأنه "القيمة السوقية مقسومة على إجمالي الأصول، هذا المقياس يستخدم من قبل المستثمرين للتنبؤ بمقدرة المصرف على تحقيق الأرباح المستقبلية (Lien & Li, 2013)، حيث تشير هذه النسبة إلى مستوى العوائد المستقبلية المتوقعة للمالكين والمستثمرين من خلال الأصول والأموال المستثمرة بالمصرف، وهو من أفضل مقاييس التنبؤ بوضع السوق وتصحيحه (Sucuahi & Cambarihan, 2016)، لذا كلما ارتفع معامل معامل (Tobin's Q) زادت كفاءة المصرف وربحيته، مما يدل على إدارة جيدة وقدرات أداء مالي متفوقة.

جدول 2: ملخص المتغيرات (Summary of the variables)

الرمز	المتغيرات	(المؤشر)
المتغير التابع Dependent variable (قيمة المصرف Commercial banks' value)		
Tobin's Q	قيمة المصرف	القيمة السوقية / إجمالي الأصول (/ Market capitalisation) (Total assets)
المتغيرات المستقلة Independent variables (هيكل رأس المال Capital structure)		
Leverage ratio	نسبة المديونية	إجمالي الدين / حقوق الملكية (Total debt / Total equity)
Capital adequacy	نسبة حقوق الملكية	إجمالي حقوق الملكية / إجمالي الأصول (Total equity / Total assets)
المتغير الضابط Control variables		
Log-Assets	حجم المصرف	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول (The natural logarithm of assets)

- المتغيرات المستقلة:

استخدمت الدراسة الحالية المتغيرات التوضيحية الرئيسية المتعلقة بهيكل رأس المال Capital Structure، نسبة المديونية (Leverage ratio)، نسبة حقوق الملكية (Capital adequacy)، والتي يمكن توضيح قياسها من خلال المؤشرات التالية:

* **نسبة المديونية (Leverage ratio):** مما يشير إلى نسبة الدين المصرفي، أي لتحديد تمويل ديون المصارف، تم اختيار (نسبة الرافعة المالية) كمؤشر يعكس مستوى هذه الديون، حيث تعرف نسبة الرافعة المالية بأنها "إجمالي الدين كنسبة مئوية إلى إجمالي حقوق الملكية"، وتشير هذه النسبة إلى مستوى عبء الدين المحتمل للمصرف التجاري وهي من أكثر النسب شيوعاً لقياس درجة استخدام الأصول الممولة من الدائنين والأصول الممولة من المساهمين، ولهذا تشير نسبة الرافعة المالية المرتفعة إلى ضعف مركز حقوق الملكية في المصرف، وبناءً على المناقشات السابقة نعتد الفرضية التالية:

الفرضية الأولى (H1): هناك تأثير سلبي كبير لنسبة المديونية (Leverage ratio) على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية.

* **نسبة حقوق الملكية (Capital adequacy):** مما يشير كذلك إلى مدى التمويل بواسطة حقوق الملكية للمصارف، تم اختيار (نسبة كفاية رأس المال) كممثل لمستوى حقوق ملكية المصرف، حيث تعرف نسبة تمويل حقوق الملكية بأنها "إجمالي حقوق المساهمين كنسبة مئوية إلى إجمالي الأصول"، وتشير هذه النسبة إلى مستوى الأمان المحتمل للمساهمين في المصرف التجاري، وتعد كذلك من أكثر النسب استخداماً لقياس درجة الأمان وكحاجز ضد الظروف والمخاطر، حيث تشير النسبة الأعلى إلى أن المصرف يتمتع بهامش أمان ومركز حقوق ملكية قوي، وبالتالي، ووفقاً للمناقشات السابقة نتبنى الفرضية التالية:

الفرضية الثانية (H2): هناك تأثير إيجابي كبير لنسبة نسبة حقوق الملكية (Capital adequacy) على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية.

- المتغير الضابط :

* **حجم المصرف (Log-Assets):** تتضمن هذه الورقة البحثية أيضاً حجم المصرف المقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول كمتغير ضابط ليحكم العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، وقد يؤثر على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية.

3.6 نموذج الدراسة :

لتحقيق أهداف الدراسة، تم كتابة المعادلة العامة لنموذج الانحدار الخطي المتعدد على النحو التالي:

$$\text{Tobin's } Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{leverage ratio}_{i,t} + \beta_2 \text{capital adequacy}_{i,t} + \beta_3 \text{Log - Assets}_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

Where:

Tobin's Q_{it} = The commercial banks' value $i(1, \dots, 86)$ at year $t(1, \dots, 10)$.

β_0 = is the constant parameter.

$\beta_1 - \beta_3$ = are model coefficient parameters.

ε_{it} = residual term.

4.6 الإطار التطبيقي للدراسة :

لإثبات صحة نموذج الدراسة، من الضروري تقديم اختبارات مهمة وذات أولوية مثل اختبارات الإحصاء الوصفي واختبار الارتباط بين المتغيرات التفسيرية، هذا قبل تقدير النموذج وعرض النتائج وتفسيرها، ويقدم الجدول 3 ملخص للإحصاء الوصفي (Descriptive statistics) ومصفوفة الارتباط (Correlation matrix) للمتغيرات المستخدمة في هذه الدراسة، ويلاحظ من الجدول أن المصارف التجارية قيد الدراسة تتميز بخصائص مختلفة، كما يتضح من "القيم الدنيا (Minimum)، والقيم القصوى (Maximum)"، ويشير هذا إلى عدم التجانس فيما بينها.

ومن نفس الجدول أيضا يلاحظ أن مصفوفة الارتباط (Correlation matrix) تشير إلى غياب مشكلة الارتباط الخطي المتعدد (Multicollinearity) بين المتغيرات التفسيرية في نموذج الدراسة، حيث أن معاملاتها صغيرة ولم تصل إلى القيم الحرجة.

جدول 3 : الإحصاء الوصفي ومصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة (Descriptive and Correlation matrix).

الإحصاء الوصفي Descriptive statistics				
Stats	Tobin's Q	leverage ratio	capital adequacy	Log-Assets
Mean	0.15981	70.50932	13.04464	16.83821
Minimum	0.00700	0.00000	3.32414	12.76690
Maximum	0.92900	648.21850	43.20981	20.74797
Standard deviation	0.09890	81.84911	4.21310	1.89144
مصفوفة الارتباط Correlation matrix				
Tobin's Q	1.0000			
leverage ratio	-0.2524	1.0000		
capital adequacy	0.3564	-0.3159	1.0000	
Log-Assets	0.1110	0.1746	-0.1466	1.0000

5.6 منهجية الدراسة والنموذج القياسي المستخدم:

تمثل منهجية الدراسة في استخدام المنهج القياسي المناسب للنموذج محل الدراسة متمثلاً في تحليل إحصائيات بيانات متوازنة لعينة المصارف التجارية العاملة في دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، عليه كانت المرحلة الأولى من التحليل القياسي هي تحديد النموذج الأمثل لتقدير معاملات نموذج الدراسة، إذ يتيح لنا فهم واضح لمدى ملاءمة المتغيرات المستقلة وقدرتها على تفسير المتغير التابع، حيث تم تقييم وتقدير الانحدار المتعدد للنماذج الأساسية للبيانات المقطعية الزمنية (panel data) الساكنة بأنواعها الثلاثة التالية:

أولاً: نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model).

ثانياً: نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed effect Model).

ثالثاً: نموذج التأثيرات العشوائية (Random effect Model).

انظر الجدول 4 الموضح أدناه للاطلاع على ملخص نتائج نماذج (panel) الساكنة للنموذج محل الدراسة.

جدول 4: نتائج تقدير نماذج (panel) الساكنة

Tobin's Q	نموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model		نموذج التأثيرات الثابتة Fixed effect Model		نموذج التأثيرات العشوائية Random effect Model	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value	Coefficient	z-value
leverage ratio	-0.00022***	-5.550	-3.4600	-0.060	-0.000079	-1.560
capital adequacy	0.00767***	9.990	5.2822***	5.150	0.006581***	7.230
Log-Assets	0.00998***	6.060	-2.3417***	-3.290	0.001876	0.520
Constant	-0.09270***	-3.030	4.8545***	3.900	0.047970	0.750
R-squared	0.1837		0.0001		0.2165	
Pro (F-statistic)	0.0000	0.0000	0.0000		0.0000	
Time	10					
N. gro	86					
Observations	860					
الإختبارات التشخيصية (Diagnostic checking tests)						
إسم الإختبار (Test name)						P-value
F test that all $u_i=0$: $F(85, 771) = 13.92$						0.0000
Breusch-Pagan Lagrange multiplier (LM) test						0.0000
Hausman Test: Choice between fixed effect model and random effect model						0.0001
Pesaran's test of cross sectional independence						0.0000
Wooldridge test for autocorrelation						0.0000
Modified Wald test for groupwise heteroskedasticity						0.0000
ملاحظة / *** و ** و * تعني المعلمة ذات دلالة إحصائية عند مستويات 1% و 5% و 10% على التوالي.						

يلاحظ من الجدول أن نسبة المديونية (Leverage ratio) لها أثر سلبي على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية الساكنة بأنواعها الثلاثة، كما تظهر المعنوية الإحصائية في نموذج الانحدار المجمع التجميعي (Pooled Regression Model) فقط من دون النماذج الأخرى، بينما يلاحظ أيضا من الجدول أن نسبة حقوق الملكية (Capital adequacy) لها أثر إيجابي على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية الساكنة بأنواعها الثلاثة، كما تظهر المعنوية الإحصائية في نماذج الانحدار الساكنة بأنواعها الثلاثة، كما دلت النماذج الثلاثة حسب نتائج *Pro F-statistic* على المعنوية الكلية للنماذج وقبولها إحصائيا، ولكن يجب علينا المفاضلة بين هذه النماذج الثلاثة سألفة الذكر من خلال إجراء اختبارات معينة لتحديد الطريقة المناسبة لتقدير النموذج محل الدراسة والتأكد من دقة واتساق نتائجه وذلك على النحو التالي:

1- المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model) ونموذج التأثيرات الثابتة (Fixed effect Model)، وذلك بواسطة إحصائية اختبار Fisher (F. test) للتحقق مما إذا كانت هناك تأثيرات فردية في البيانات محل الدراسة، أو مما إذا كانت البنية المتعلقة ببياناتها متجانسة أو غير متجانسة عن طريق إجراء هذا الاختبار، ويتم التحقق من وجود التأثيرات الفردية، أو للتحقق مما إذا كان النموذج مطابقا لجميع المصارف أو ما إذا كانت هناك تأثيرات محددة لكل مصرف، لذلك تم السعي لاختبار الفرضية الصفرية (فرضية العدم) والتي تفترض بوجود تقاطع خاص بكل مصرف في الانحدار، وإذا قبلت الفرضية الصفرية، يتم الاستنتاج أن هناك اعتراض مشترك، وبالتالي لا يوجد تأثير فردي وإن النموذج متجانس تماما، وبالعكس إذا رفضت الفرضية الصفرية.

ووفقا لنتائج الاختبار فإن القيمة الاحتمالية P-value المبلغ عنها لاختبار Fisher للنموذج المقدر كانت أقل من 5% من مستوى الأهمية، لذلك تم رفض فرضية العدم عند مستوى الأهمية المختارة والاستنتاج أن النموذج المقدر يتضمن تأثيرات فردية، وأن النموذج محل الدراسة غير متجانس، وبالتالي يعتبر نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed effect Model) هو الملائم لهذا النموذج.

2- المفاضلة بين نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model) ونموذج التأثيرات العشوائية (Random effect Model) وذلك بواسطة إحصائية اختبار (Breusch-Pagan LM) Lagrange multiplier للتحقق مما إذا كانت هناك هناك مشكل عدم ثبات تباين حد الخطأ داخل المصارف، لذلك تم السعي لاختبار الفرضية الصفرية (فرضية العدم) والتي تفترض أن الفروق عبر المصارف هي صفر (أي لا يوجد تأثير للوحة، فرق كبير عبر المصارف، أي ثبات التباين).

ووفقاً لنتائج الاختبار فإن القيمة الاحتمالية P-value المبلغ عنها لاختبار لانجرانج (LM) للنماذج المقدره كانت أقل من 5% من مستوى الأهمية، وعليه تم رفض فرضية العدم عند مستوى الأهمية الاحصائية والاستنتاج أن نموذج التأثيرات العشوائية (Random effect Model) هو الملائم لهذا النموذج.

3- المفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية (Random effect Model) ونموذج التأثيرات الثابتة (Fixed effect Model) بواسطة إحصائية اختبار (Hausman)، بناء على اختبار الفرضية الصفرية (فرضية العدم) والتي تقترض أن نموذج التأثير العشوائي هو الملائم والأكثر كفاءة من نموذج التأثيرات الثابتة، وفقاً لنتائج الاختبار فإن القيمة الاحتمالية P-value المبلغ عنها لاختبار (Hausman) كانت أصغر من مستوى الأهمية الاحصائية 5%، وعليه تم رفض الفرضية الصفرية التي مفادها أن نموذج التأثيرات العشوائية أفضل من نموذج التأثيرات الثابتة، وعليه تم رفض فرضية العدم عند مستوى الأهمية الاحصائية والاستنتاج أن نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed effect Model) هو الملائم لخصائص بيانات هذا النموذج.

لإثبات صحة وملائمة نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed effect Model)، من الضروري تقديم بعض الاختبارات التشخيصية المهمة لأجل تحديد ما إذا كان هناك وجود لبعض المشكلات القياسية، وذلك على النحو التالي:

أ. فحص مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation) وذلك بواسطة إحصائية اختبار (Wooldridge test) للتحقق مما إذا كانت الأخطاء مرتبطة تلقائياً، وإلا فإننا نكتشف وجود ارتباط داخل المصرف، لذلك تم السعي لاختبار الفرضية الصفرية (فرضية العدم) والتي تقترض بعدم وجود الارتباط الذاتي، ووفقاً لنتائج الاختبار فإن القيمة الاحتمالية P-value المبلغ عنها للنموذج أقل من مستوى الأهمية الاحصائية 5%، وعليه تم رفض الفرضية الصفرية (فرضية العدم) عند مستوى الأهمية الاحصائية والاستنتاج أن هناك وجود مشكلة الارتباط الذاتي أو التلقائي (Autocorrelation).

ب. فحص مشكلة عدم التجانس (heteroskedasticity) باستخدام إحصائية اختبار (Modified-Wald test) للتحقق من عدم تجانس التباين الجماعي في نموذج الانحدار ذو التأثيرات الثابتة (Fixed effect Model)، لذلك تم السعي لاختبار الفرضية الصفرية (فرضية العدم) والتي تقترض بعدم وجود مشكلة عدم تغاير المرونة، وفقاً لنتائج الاختبار فإن القيمة P-value المبلغ عنها من الاختبار للنموذج أقل من 5% من مستوى الأهمية، وعليه تم رفض الفرضية الصفرية (فرضية العدم) عند المستوى الأهمية والاستنتاج أن هناك وجود مشكلة عدم التجانس (heteroskedasticity).

ج. فحص مشكلة الارتباط المعاصر/ الارتباط الذاتي بين المقاطع (cross-sectional independence)، باستخدام إحصائية اختبار (Pesaran CD-test)، لذلك تم السعي لاختبار الفرضية الصفرية (فرضية العدم) والتي تفترض أن المخلفات غير مترابطة، وفقاً لنتائج الاختبار فإن القيمة الاحتمالية P-value المبلغ عنها للنموذج أقل من مستوى الأهمية الاحصائية 5٪، لذلك تم رفض فرضية العدم عند المستوى الأهمية والاستنتاج أن هناك وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين المقاطع.

بناءً على ذلك، تم اتخاذ التدابير التصحيحية المناسبة لضمان موثوقية ودقة النموذج المستهدف بتطبيق نموذج تقدير الخطأ المعياري المصحح (PCSE) panel-corrected standard error الذي تم اقتراحه من (Beck and Katz,1995) لقدرته على السيطرة للمشاكل القياسية المذكورة أعلاه والمتعلقة بالنموذج الحالي، وهو المناسب والأمثل مع بيانات الدراسة الحالية محل البحث.

7. تفسير النتائج ومناقشتها:

يوضح الجدول 5 نتائج تحليل الانحدار المتعدد المتعلق بقياس هيكل رأس المال Capital structure، المعبر عنه بواسطة نسبة المديونية (Leverage ratio)، ونسبة حقوق الملكية (Capital adequacy) وأثره على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية، ويتضح من النتائج أن القوة التفسيرية لمعامل التحديد R-squared قد تجاوزت 49% مما يعني بأن المتغيرات المستقلة قادرة على تفسير حوالي 50% من المتغير التابع (Tobin's Q)، أما قيمة النسبة المئوية المتبقية والمقدرة بحوالي 50% قد تعزى إلى حد الخطأ وما يحتويه من معاني كإهمال متغيرات مستقلة (تفسيرية) أخرى.

جدول 5 : نتائج نموذج الدراسة المقدرة (Regression results estimate)

Tobin's Q	Regression results for (Tobin's Q) as a measure of banks' value			
	Coef	St.Err.	z-value	p-value
leverage ratio	-0.00021***	4.560E-05	-4.69	0.000
capital adequacy	0.00660***	9.113E-04	7.25	0.000
Log-Assets	0.01089***	1.743E-03	6.25	0.000
Constant	-0.09670***	3.352E-02	-2.88	0.004
Wald-test (p-value)	113.77 (0.0000)			
R-squared	0.4996			
N. gro	86			
Time	10			
Observations	860			

***, **, * are statistical significance at the 1%, 5% and 10% levels, respectively.

كما كانت مستوى دلالة إحصائية (Wald-test) عند مستوى معنوية 1% مما يشير إلى ملائمة النموذج المختار في هذه الدراسة وإلى صلاحيات المتغيرات المستقلة للتنبؤ بقيم المتغير التابع (Tobin's Q)، مما يعني أن النموذج المقدر لا يعاني من أي تحيز في المواصفات، وتعتبر المتغيرات المستخدمة مهمة ومحددة بشكل صحيح، وهذا يشير إلى صلاحيات المتغيرات المفسرة (المستقلة) للتنبؤ بقيم المتغير المفسر (التابع) المتمثل في قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية بالدول قيد الدراسة ويمكن الاعتماد على النتائج المتوصل إليها.

بعد تقدير تحليل الانحدار للنموذج القياسي والتأكد من خلوه من مشاكل الاقتصاد القياسي، يتضح في نتائج تقدير المعادلة في النموذج محل الدراسة أن نسبة المديونية (Leverage ratio)، كمقياس كمي يقيم حجم الدين الذي يعتمد عليه المصرف في تمويل عملياته متمثلاً بنسبته إلى حقوق الملكية، تشير المعادلة إلى أن معلمة $\beta_1 \text{ leverage ratio}_{i,t} = -0.00021$ ، إشارتها سالبة مما تدل على وجود علاقة عكسية مع قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية، حيث تظهر نتائج تحليل الانحدار أن أثر معامل نسبة المديونية (Leverage ratio) على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية سلبي وذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($p < 0.01$) بافتراض ثبات أو عدم حدوث أي تغييرات في المتغيرات الأخرى، وهذا يعني أن الدرجة التي يزيد فيها معدل الدين إلى حقوق الملكية يقلل من قيمتها، تتوافق هذه النتيجة السلبية مع فرضيات هذه الورقة البحثية والتي نصت إلى أن هناك تأثير سلبي لنسبة المديونية (Leverage ratio) على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية، كما تتوافق مع نتائج الدراسات السابقة التي أقيمت من قبل (Malik, et al. 2016; Febrianti, et al. 2016; Chaleeda, et al. 2016; al. 2016)، بينما تختلف هذه النتيجة السلبية مع نظرية صافي الربح التي تفترض أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم عادية جديدة، فإن زيادة نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال ستؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل وزيادة القيمة السوقية للمنشأة.

كما تشير نتائج تقدير المعادلة في النموذج محل الدراسة أن نسبة حقوق الملكية (Capital adequacy)، هي مقياس كمي يقيم حقوق الملكية نسبتاً إلى الأصول، تشير المعادلة إلى أن معلمة $\beta_2 \text{ capital adequacy}_{i,t} = 0.00660$ ، إشارتها موجبة مما تدل على وجود علاقة طردية مع قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية، تظهر نتائج تحليل الانحدار التجريبية أن أثر معامل حقوق الملكية (Capital adequacy) على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية إيجابي وذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($p < 0.01$) بافتراض ثبات أو عدم حدوث أي تغييرات في المتغيرات الأخرى، تتوافق هذه النتيجة الإيجابية مع فرضيات هذه الورقة البحثية والتي

نصت إلى أن هناك تأثير إيجابي لنسبة نسبة حقوق الملكية (Capital adequacy) على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية، كما تتوافق مع نتائج العديد من الدراسات السابقة. فيما يتعلق بالمتغير الضابط في نتائج تقدير المعادلة في النموذج محل الدراسة، بينت النتائج أن معلمة حجم المصرف المقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول $\beta_3 \text{Log} - \text{Assets}_{i,t} = (0.01089)$ ، إشارتها موجبة وذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ($p < 0.01$) بافتراض ثبات أو عدم حدوث أي تغييرات في المتغيرات الأخرى، مما تدل على وجود علاقة طردية لحجم المصرف مع قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية.

8. النتائج والتوصيات:

أولاً: النتائج:

بناءً على ذلك هدفت الدراسة الحالية ومن خلال التحليل التجريبي إلى الوقوف على مدى تأثير هيكل رأس المال على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، باعتماد الجانب التحليلي على بيانات بانل متوازنة (panel data) لـ 86 مصرفاً تجارياً، باستخدام بيانات سنوية على مدار الأعوام من سنة 2011 إلى سنة 2020، وذلك من خلال استخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد وعن طريق تطبيق مقدر (PCSE) القياسي، هذا وقد خلصت الدراسة إلى نتائج يمكن إبرازها في النقاط التالية:

- أ. يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لمستوى نسبة المديونية (Leverage ratio) على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية العاملة في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.
 - ب. يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لمستوى نسبة حقوق الملكية (Capital adequacy) على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية العاملة في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.
 - ج. يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لمستوى حجم المصرف (Log-Assets) على قيمة (Tobin's Q) للمصارف التجارية العاملة في دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.
- بناءً على ذلك يمكن أن نستنتج أن قيمة الرافعة المالية لها أثر سالب ولكنه ضئيل جداً على قيمة المصارف قيد الدراسة وإن أثره السالب لا يعتبر مخيف طالما أن رأس المال المملوك للمصرف قادر على الوفاء بالالتزامات، كما أن نسبة حقوق الملكية ومستوى حجم المصرف لهما أثر إيجابي على قيمة المصرف ويعتبران ذات أهمية استراتيجية كبيرة وتساهم في الرفع من الأداء المالي للمصرف وقيمه، وبذلك تدعم نتائج هذه الدراسة افتراضات النظرية التقليدية التي تفترض على وجود هيكل رأسمال مثالي، أي وجود نسبة ديون مثالية تتخفف عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى، وبالتالي تصل عندها القيمة السوقية للمنشأة إلى حدها الأعلى.

ثانياً: التوصيات:

بناءً على ذلك توصي هذه الدراسة المديرين الماليين والمسؤولين بالمصارف التجارية بتسليط الضوء على سبل الاستثمار الإسلامية (كالمضاربة، والصكوك الإسلامية) كبديل عن التمويل بالديون الربوية (كالسندات) والتفكير الجاد بتوسيع دائرة التمويل الإسلامي لجذب المدخرات والموارد المالية التي تخدم هدف التوظيف المتوسط والطويل الأجل، باعتبارها تعمل في دول وبيئة إسلامية، كما توصي هذه الدراسة أيضاً الباحثين المستقبليين بمزيد من البحث التجريبي على نفس بيئة الدراسة لشرح الدور التي يلعبه هيكل رأس المال على القيمة السوقية للمصرف في ظل وجود ضرائب على دخلها، أي الأخذ بالاعتبار عامل الضريبة للوقوف على ما أدعاه (Modigliani & Miller) حول الوفورات الضريبية.

9. قائمة المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية:

الكناني، محمد كامل، (2023)، هيكل رأس المال وتأثيره في القيمة السوقية للأسهم: بإطار نظريتي الالتقاط وتوقيت السوق، رسالة دكتوراه، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.
العلي، أحمد، (2020)، الإدارة المالية للشركات، الجامعة الافتراضية السورية، سوريا.
هندي، منير إبراهيم، (2003)، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية.

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية:

Adenutsi, D. E. . (2024). Capital Structure and Financial Performance of Commercial Banks in Ghana. *Business, Management and Economics - Research Progress Vol. 1*, 30–64.

Alshehadeh, A.R., Elrefae, G.A., El Qirem, I.A., Al-khawaja, H.A., & Hatamleh, H.M. (2024). Capital structure: Its effects on earnings volatility, cash flows, and financial performance in commercial banks. *International Journal of ADVANCED AND APPLIED SCIENCES*.

Ayalew, Z. A. (2021). *Capital structure and profitability: Panel data evidence of private banks in Ethiopia*. *Cogent Economics and Finance*, 9 (1).

Chaleeda, M., Islam, A., Ahmad, T. S. T., & Ghazalat, A. N. M. (2019). The effects of corporate financing decisions on firm value in Bursa Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 11(3), 127-135.

Endri, E., & Fathony, M. (2020). Determinants of firm's value: Evidence from financial industry. *Management Science Letters*, 10(1), 111-120.

Febrianti, Sukma., Giriati., Helma, Malini., & Wendy (2024). Determinants of Capital Structure and the Effect on Firm Value: Evidence from Indonesia. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting* 24 (6):407-21.

Lawal, A. I. (2014). Capital structure and the value of the firm: evidence from the Nigeria banking industry. *Journal of Accounting & Management* (2284-9459), 4(1).

Lien, Y. C., & Li, S. (2013). Does diversification add firm value in emerging economies? Effect of corporate governance. *Journal of business research*, 66(12), 2425-2430.

Malik, M. S., Awais, MUSTABSAR & Qaisar, AMINA. (2016). Capital structure payoff: An analysis of the non-financial sectors of Pakistan. *European Academic Research*, 3(12), 13140-13165.

Mazumdar, M. A. A., & Mara, D. O. (2024). Analysing the Impact of Capital Structure on Firm Value: A Study in Corporate Finance. *International Journal for Research in Applied Science and Engineering Technology*, 12(10), 1191–1199.

Muhammed, S., Desalegn, G., & Emese, P. (2024). Effect of Capital Structure on the Financial Performance of Ethiopian Commercial Banks. *Risks*, 12(4), 69.

Oke, L. A., Saheed, D. O., & Quadri, Y. O. (2019). An empirical analysis of corporate capital structure and financial performance of listed conglomerates in Nigeria. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, 8(3), 95-114.

Oketah, S. U., Ulo, F. U., Nwekpa, K. C., & Nkwagu, L. C. (2023). EFFECT OF CAPITAL STRUCTURE ON FINANCIAL PERFORMANCE OF SELECTED COMMERCIAL BANK IN NIGERIA. *ANAN Journal of Accounting*, 12(2), 40-71.

Sivalingam, L., & Kengatharan, L. (2018). Capital structure and financial performance: A study on commercial banks in Sri Lanka. *Asian Economic and Financial Review*, 8(5), 586.

Sucuahi, W., & Cambarihan, J. M. (2016). Influence of profitability to the firm value of diversified companies in the Philippines. *Accounting and Finance Research*, 5(2), 149-153.