

تأثير الهيكل الرأسمالي على الأداء المالي للشركات

"The Effect of Capital Structure on Corporate Financial Performance"

دحماني رضا

جامعة تيارت (الجزائر)

redha.dahmani@univ-tiaret.dz

بلغربي عبد القادر *

جامعة تيارت (الجزائر)

kaderbelg17@gmail.com

الملخص:

معلومات المقال

تعد مسألة الهيكل الرأسمالي واحدة من أهم المواضيع في مجال التمويل المؤسسي، حيث ترتبط قرارات تمويل الشركات مباشرة بالأداء المالي والاستدامة الاقتصادية. يهدف هذا المقال إلى دراسة العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي للشركات، مع التركيز على الأثر الذي يتركه التمويل بالدين مقابل التمويل بالأسهم على الربحية والسيولة والمخاطر المالية. توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة معنوية بين اختيار الهيكل الرأسمالي ومدى كفاءة الأداء المالي، وأن التوازن بين الدين وحقوق الملكية يلعب دوراً جوهرياً في تعزيز الاستقرار المالي للشركات.

تاريخ الارسال:

2026/02/17.

تاريخ القبول:

2026/03/31

الكلمات المفتاحية:

- ✓ الهيكل الرأسمالي
- ✓ الأداء المالي
- ✓ التمويل بالدين

Abstract

Article info

The issue of capital structure is considered one of the most important topics in corporate finance, as corporate financing decisions are directly linked to financial performance and economic sustainability. This paper aims to examine the relationship between capital structure and the financial performance of companies, focusing on the impact of debt financing versus equity financing on profitability, liquidity, and financial risk. The study finds a significant relationship between the choice of capital structure and the efficiency of financial performance, highlighting that a balanced mix of debt and equity plays a crucial role in enhancing the financial stability of companies.

Received

17/02/2026

Accepted

31/03/2026

Keywords:

- ✓ Capital structure
- ✓ financial performance
- ✓ debt financing

يُعد الهيكل الرأسمالي من أهم العوامل الاستراتيجية التي تؤثر على قرارات التمويل والاستثمار لدى الشركات، حيث يشكل الإطار الذي يحدد كيفية تمويل أنشطتها التشغيلية والتوسعية. (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2019) يتكون الهيكل الرأسمالي بشكل أساسي من التمويل بالدين وحقوق الملكية، ويعكس التوازن بينهما استراتيجية الشركة في مواجهة المخاطر وتحقيق الاستدامة المالية. يؤثر هذا التوازن بشكل مباشر على القدرة التمويلية للشركة، تكلفة رأس المال، واستقرارها المالي، كما يلعب دورًا حاسمًا في تحديد مرونة الشركة في مواجهة تقلبات السوق والأزمات الاقتصادية.

التمويل بالدين يُعتبر وسيلة فعالة لتعزيز النمو وزيادة العوائد على حقوق المساهمين، ويتيح للشركة الاستفادة من ما يعرف بـ الرفع المالي (Financial Leverage)، حيث يمكن استخدام الأموال المقترضة لتنفيذ مشاريع استثمارية كبيرة بدون زيادة رأس المال المملوك للمساهمين. ومع ذلك، فإن الاعتماد المفرط على الدين قد يرفع من المخاطر المالية والتشغيلية، بما في ذلك خطر العجز عن الوفاء بالالتزامات المالية أو حتى الإفلاس، خاصة في فترات الركود الاقتصادي أو عند حدوث تقلبات غير متوقعة في الإيرادات. إن هذا الجانب يجعل إدارة الدين واختيار نسبته بعناية أمرًا بالغ الأهمية لضمان أن تكون الشركة قادرة على الوفاء بالتزاماتها دون المساس بسيولتها أو استقرارها المالي.

على الجانب الآخر، التمويل عن طريق حقوق الملكية يتيح للشركة الحصول على رأس مال إضافي دون زيادة الالتزامات المالية، ما يقلل من المخاطر المرتبطة بالديون، مثل ضغوط دفع الفوائد أو خطر الإفلاس. كما يمنح التمويل بالأسهم الشركة المرونة في إدارة المشاريع طويلة الأجل دون الالتزام بسداد مبالغ ثابتة، ويُعد أكثر أمانًا في حالات التذبذب المالي أو الاقتصادي. إلا أن هذا النوع من التمويل قد يؤدي إلى تخفيف العائد لكل سهم بسبب زيادة عدد الأسهم القائمة، كما يمكن أن يقلل من السيطرة الإدارية إذا تم طرح نسب كبيرة من الأسهم للمستثمرين الجدد، مما يستدعي اتخاذ قرارات استراتيجية دقيقة عند زيادة رأس المال من خلال الأسهم.

بالتالي، يشكل اختيار الهيكل الرأسمالي الأمثل أحد التحديات الرئيسة للإدارة المالية، حيث يجب موازنة الفوائد والمخاطر لكل مصدر تمويل بما يحقق الربحية المستدامة، النمو طويل الأجل، واستقرار الشركة المالي. ويُظهر الواقع أن الشركات التي تنجح في إيجاد هذا التوازن غالبًا ما تحقق أداء مالي أفضل، وتتمتع بقدرة أعلى على مواجهة الأزمات الاقتصادية، مقارنة بالشركات التي تعتمد بشكل مفرط على دين أو أسهم فقط.

2. تعريف المشكلة البحثية

على الرغم من الاهتمام الكبير الذي حظي به موضوع الهيكل الرأسمالي في الأدبيات المالية، لا تزال المسألة التطبيقية المتعلقة بتأثيره على الأداء المالي للشركات تمثل تحديًا مهمًا للباحثين والممارسين على حد سواء. فالهيكل الرأسمالي ليس مجرد مسألة توزيع بين الدين وحقوق الملكية، بل هو عنصر استراتيجي يؤثر على قدرة الشركة على تمويل استثماراتها، إدارة المخاطر، وتحقيق النمو المستدام. تشير التجارب العملية إلى أن الاعتماد المفرط على الدين قد يزيد العائد على حقوق المساهمين (ROE) من خلال الاستفادة من الرفع المالي، لكنه في الوقت ذاته يرفع مستوى المخاطر المالية والتشغيلية، ويجعل الشركة أكثر عرضة للضغوط الناتجة عن التزامات الفوائد وسداد القروض. وفي المقابل، الاعتماد الكبير على حقوق الملكية يقلل من المخاطر المالية ولكنه قد يؤدي إلى تخفيف العائد لكل سهم ويؤثر على سيطرة الإدارة على الشركة، ما يفرض ضرورة اتخاذ قرارات متوازنة ومدروسة.

تكمن المشكلة الأساسية في تحديد المزيج الأمثل بين التمويل بالدين والتمويل بحقوق الملكية، بحيث يتمكن صانع القرار المالي من تحقيق أداء مالي مستدام ومرن قادر على مواجهة التقلبات الاقتصادية وتحقيق الأهداف طويلة الأجل للشركة. ويزداد تعقيد هذه المشكلة في ظل بيئات اقتصادية متغيرة، حيث تؤثر عوامل مثل تقلب أسعار الفائدة، دورة الأعمال، طبيعة الصناعة، وحجم الشركة على قدرة الإدارة على

اختيار الهيكل الرأسمالي الأمثل. عدم التوازن في الهيكل الرأسمالي قد يؤدي إلى صعوبات في السيولة، انخفاض الربحية، وزيادة مخاطر الإفلاس، وهو ما يبرز الحاجة الملحة لدراسة العلاقة بين الهيكل الرأسمالي والأداء المالي بشكل عملي واستراتيجي.

علاوة على ذلك، تمثل هذه المشكلة تحديًا خاصًا للشركات في الأسواق الناشئة، حيث عدم استقرار البيئة الاقتصادية وزيادة المخاطر السوقية تجعل من اتخاذ قرارات مالية سليمة أمرًا بالغ الأهمية. فاختيار الهيكل الرأسمالي المناسب لا يقتصر على زيادة العوائد قصيرة الأجل، بل يتعدى ذلك إلى ضمان استدامة الأعمال، تعزيز قدرة الشركة على النمو، وحماية مصالح المساهمين على المدى الطويل. ومن هنا، تصبح دراسة العلاقة بين الهيكل الرأسمالي والأداء المالي للشركات ضرورة بحثية واستراتيجية، تساعد الشركات على فهم كيفية تحقيق التوازن بين العوائد والمخاطر وتحسين الأداء المالي في سياق ديناميكي ومتقلب. (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2019)

3. أهمية الدراسة

تكتسب هذه الدراسة أهميتها من عدة نقاط:

المساهمة في تحسين القرارات المالية: تساعد النتائج الشركات على اختيار هيكل رأسمالي يعزز الربحية ويقلل المخاطر المالية. توجيه المستثمرين والمساهمين: فهم العلاقة بين التمويل بالأدوات المختلفة والأداء المالي يساعد المستثمرين على تقييم المخاطر والعوائد المتوقعة. (Ross et al., 2019)

إثراء الأدبيات البحثية: توفر الدراسة مراجع حديثة وتحليلًا نقديًا لتأثير الهيكل الرأسمالي، مما يساهم في سد الفجوات البحثية السابقة. (Myers, 1984; Baker & Wurgler, 2002).

دعم السياسات الاقتصادية: يمكن أن تستخدم نتائج الدراسة لتوجيه الشركات في السياسات المالية طويلة الأجل، خاصة في الأسواق الناشئة التي تواجه تقلبات عالية.

4. أهداف البحث

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف البحثية المحددة، تشمل:

تحليل العلاقة بين الهيكل الرأسمالي والأداء المالي للشركات، مع التركيز على مؤشرات الربحية، العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية.

تحديد أثر التمويل بالدين مقابل التمويل بالأسهم على الأداء المالي والسيولة التشغيلية.

اقترح نموذج هيكل رأسمالي متوازن يساعد الشركات على تحقيق الاستدامة المالية وتقليل المخاطر المرتبطة بالدين.

مراجعة الأدبيات السابقة والنظريات الأساسية مثل نظرية مودigliاني وميلر، نظرية الوكالة، ونظرية الإشارات، وتوضيح كيفية تطبيقها في سياق الشركات الحديثة.

5- المصطلحات والمفاهيم

- الهيكل الرأسمالي (Capital Structure)

يشير مصطلح الهيكل الرأسمالي إلى التوزيع النسبي لمصادر التمويل التي تستخدمها الشركة لتمويل أنشطتها ومشاريعها الاستثمارية، سواء من خلال الدين (Debt Financing) أو حقوق الملكية (Equity Financing). ويهدف تحديد الهيكل الرأسمالي الأمثل إلى تحقيق التوازن بين تكلفة رأس المال والمخاطر المالية، بما يساهم في تعزيز الأداء المالي واستدامة الشركة على المدى الطويل. (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2019).

- الدين (Debt)

يعرف الدين في السياق المالي للشركات بأنه الأموال التي تقتترضها الشركة من مصادر خارجية، مثل البنوك أو المستثمرين، مع الالتزام بسداد الفوائد والأقساط في مواعيد محددة. يمكن استخدام الدين لتعظيم العوائد على حقوق المساهمين عبر الرفع المالي، لكنه يزيد من المخاطر المالية، بما في ذلك خطر الإفلاس أو العجز عن الوفاء بالالتزامات، خصوصاً عند استخدام نسب دين مرتفعة (Ross et al., 2019).

- حقوق الملكية (Equity)

تمثل حقوق الملكية الأموال التي يساهم بها الملاك أو المستثمرون في رأس مال الشركة، وتمنحهم الملكية الجزئية والحق في المشاركة في الأرباح. يتميز هذا المصدر بأنه يقلل من المخاطر المالية على الشركة مقارنة بالدين، لكنه قد يؤدي إلى تخفيف العائد لكل سهم إذا تم إصدار أسهم جديدة، ويقلل من السيطرة الإدارية عند توزيع نسب كبيرة من الأسهم على مستثمرين جدد.

- الأداء المالي (Financial Performance)

يشير الأداء المالي إلى قدرة الشركة على تحقيق الأرباح والكفاءة التشغيلية باستخدام مواردها المالية. ويُقاس الأداء المالي عادة من خلال مؤشرات مثل:

- العائد على الأصول (ROA): يقيس قدرة الشركة على تحقيق أرباح باستخدام أصولها الكلية.

- العائد على حقوق الملكية (ROE): يقيس العائد على الأموال المستثمرة من قبل المساهمين.

- السيولة التشغيلية (Operating Liquidity): تقيس قدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل.

ويعد الأداء المالي عنصراً رئيسياً لتقييم نجاح استراتيجيات التمويل واتخاذ القرارات المالية.

- الرفع المالي (Financial Leverage)

الرفع المالي هو استخدام الدين لتمويل الاستثمارات بهدف زيادة العوائد على حقوق الملكية. كلما زاد استخدام الدين بالنسبة لرأس المال، زاد تأثيره على الربحية المحتملة، ولكنه يزيد أيضاً من المخاطر المالية والتعرض للإفلاس. يُستخدم مفهوم الرفع المالي لتحديد التوازن الأمثل بين الدين وحقوق الملكية لتعظيم القيمة المالية للشركة.

- المخاطر المالية (Financial Risk)

المخاطر المالية تشير إلى احتمالية تعرض الشركة لعدم القدرة على الوفاء بالالتزامات المالية مثل سداد القروض أو دفع الفوائد. وتزداد هذه المخاطر بارتفاع نسبة الدين في الهيكل الرأسمالي، بينما يقل تأثيرها عند الاعتماد على حقوق الملكية. تُعد إدارة المخاطر المالية جزءاً أساسياً من استراتيجية التمويل لضمان استقرار الشركة واستدامة أعمالها.

- نظرية الوكالة (Agency Theory)

نظرية الوكالة تفسر العلاقة بين الملاك والمديرين، وكيف يمكن أن تنشأ صراعات أو تضارب في المصالح بين الطرفين. في سياق الهيكل الرأسمالي، يُعتبر استخدام الدين أداة للحد من هذه الصراعات، حيث يلزم الإدارة بتحقيق كفاءة تشغيلية والوفاء بالالتزامات المالية، ما يقلل من الإنفاق غير الضروري ويجفز الأداء المالي للشركة (Ross et al., 2019).

- نظرية الإشارات (Signaling Theory)

تفترض هذه النظرية أن اختيارات التمويل تعمل كإشارات للسوق حول صحة الشركة وقوة إدارتها. فالزيادة في استخدام الدين، على سبيل المثال، يمكن أن تعكس ثقة الإدارة في قدرتها على تحقيق أرباح مستقبلية مستقرة، بينما إصدار الأسهم قد يُفسر أحياناً على أنه إشارة على ضعف التدفقات النقدية المستقبلية. تساعد هذه النظرية على فهم كيف يفسر المستثمرون قرارات الهيكل الرأسمالي وقيمون الأداء

المالي للشركة (Ross et al., 2019).

5. الإطار النظري

-نظريات الهيكل الرأسمالي

-نظرية موديجلياني وميلر (1958, 1963)

تُعد نظرية موديجلياني وميلر حجر الزاوية في فهم العلاقة بين الهيكل الرأسمالي والأداء المالي للشركات، وتقدم إطارًا تحليليًا لتحديد تأثير تمويل الشركات بالدين أو بحقوق الملكية على قيمة الشركة. (Modigliani & Miller, 1963) وفقًا للنسخة الأصلية للنظرية (1958)، فإن قيمة الشركة في سوق مثالي، خالٍ من الضرائب، تكاليف الإفلاس، وتكاليف الوكالة، لا تتأثر بطريقة تمويلها، سواء اعتمدت على الدين أو على حقوق الملكية. وتستند هذه الفرضية إلى افتراضات مثالية تشمل منافسة كاملة، شفافية معلوماتية، وتكافؤ الفرص للمستثمرين. في هذه البيئة المثالية، فإن أي زيادة في الديون التي تعتمد عليها الشركة لتعظيم العوائد على حقوق المساهمين يتم تعويضها بمخاطر أعلى للمستثمرين، ما يجعل القيمة الإجمالية للشركة مستقرة.

ومع ذلك، سرعان ما اعترف الباحثان بأن الأسواق الواقعية ليست مثالية، ومن هنا جاءت النسخة المعدلة للنظرية عام 1963، التي أخذت في الاعتبار الضرائب والمزايا الضريبية للفوائد. وفقًا لهذه النسخة، فإن التمويل بالدين قد يزيد من قيمة الشركة لأنه يسمح بخفض العبء الضريبي، إذ تُخصم الفوائد المدفوعة على الديون من الإيرادات قبل الضريبة، ما يقلل من صافي الضرائب المدفوعة ويزيد من صافي الدخل المتاح للمساهمين. وبذلك، يصبح هناك حافز للشركات لزيادة استخدام الدين لتحقيق توازن أمثل بين تكلفة رأس المال ورفع قيمة الشركة.

تعتبر النظرية أيضًا أساسًا لفهم مفهوم تكلفة رأس المال المتوسط المرجح (WACC)، حيث توضح أن أي تغييرات في نسب الدين وحقوق الملكية تؤثر على تكلفة التمويل الإجمالية للشركة، وبالتالي على قرارات الاستثمار والتوسع. ومع ذلك، تؤكد النظرية المعدلة أن الإفراط في استخدام الدين قد يزيد من مخاطر الإفلاس والتكاليف غير المباشرة المرتبطة بالضغط المالي على الشركة، مما يقلل من الفائدة المرجوة من الرفع المالي.

على الرغم من أهميتها النظرية، تعرضت موديجلياني وميلر لعدة انتقادات عند التطبيق العملي. ففي الواقع، الأسواق غير مثالية، وتواجه الشركات تكاليف الإفلاس، تقلبات أسعار الفائدة، وقيود سيولة، وهو ما يجعل تطبيق النظرية بشكل حرفي صعبًا. كما أن النظرية لا تأخذ في الحسبان الاختلافات بين الصناعات، حجم الشركة، والسياسات الاقتصادية التي قد تؤثر على تكلفة التمويل وقرارات الهيكل الرأسمالي. على الرغم من هذه الانتقادات، فإن النظرية تبقى إطارًا أساسيًا لفهم كيفية تأثير اختيارات التمويل على الأداء المالي، وتشكل قاعدة لبناء نظريات لاحقة مثل نظرية الوكالة ونظرية الإشارات، التي حاولت معالجة الجوانب الواقعية والأسواق غير المثالية.

باختصار، توضح نظرية موديجلياني وميلر أن الهيكل الرأسمالي ليس مجرد توزيع بين الدين والأسهم، بل أداة استراتيجية تؤثر على قيمة الشركة، تكلفة رأس المال، والمخاطر المالية. ومن خلال فهم النسختين الأصلية والمعدلة للنظرية، يمكن للإدارة المالية اتخاذ قرارات أكثر وعيًا حول نسبة الدين وحقوق الملكية، بما يوازن بين الربحية والمخاطر، ويضمن استدامة الشركة على المدى الطويل.

-نظرية الوكالة (Agency Theory)

تُركز نظرية الوكالة على العلاقة بين أصحاب الملكية (الملاك) ومديري الشركات (الوكلاء)، وكيف يمكن أن تنشأ صراعات أو تضارب في المصالح بين الطرفين نتيجة اختلاف الأهداف والمحفزات. في سياق الهيكل الرأسمالي، تلعب هذه النظرية دورًا مهمًا في تفسير كيفية اختيار الشركات لمصادر تمويلها، خاصة العلاقة بين الدين وحقوق الملكية، وتأثير ذلك على الأداء المالي (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2019).

تشير النظرية إلى أن استخدام الدين كأداة تمويل يمكن أن يكون وسيلة فعالة للحد من هذه الصراعات، لأن الالتزامات الثابتة المرتبطة بالديون، مثل دفع الفوائد وسداد القروض، تفرض على الإدارة الالتزام بالإنفاق الحكيم وتحقيق أرباح تشغيلية كافية لتلبية هذه الالتزامات (Jensen & Meckling, 1976). وبهذا الشكل، يعمل الدين كأداة لضبط السلوك الإداري، حيث يقلل من الإفراط في استثمار الموارد في مشاريع منخفضة العائد أو الإنفاق على المصاريف غير الضرورية، وبالتالي يحسن الكفاءة التشغيلية ويعزز الأداء المالي للشركة.

على سبيل المثال، في الشركات الكبيرة متعددة الأنشطة، قد تميل الإدارة إلى التوسع في مشاريع استثمارية غير محسوبة إذا لم يكن هناك ضغط خارجي، مثل الالتزامات الدورية المرتبطة بالديون. ولكن عند وجود ديون، فإن الإدارة مجبرة على التركيز على المشاريع ذات العائد المالي المؤكد والقدرة على الوفاء بالالتزامات، ما يخلق حافزاً داخلياً لتحقيق الانضباط المالي والكفاءة التشغيلية.

علاوة على ذلك، تشير النظرية إلى أن التوازن بين التمويل بالدين وحقوق الملكية يمكن أن يقلل من مشكلة الوكيل (Agency Problem) بين الملاك والمديرين. فالاعتماد على الديون يشكل ضغطاً على الإدارة لاتخاذ قرارات استثمارية حذرة، بينما يمنح الملاك القدرة على مراقبة الأداء المالي بشكل أفضل من خلال الشروط المرتبطة بالتمويل البنكي أو التزامات السداد. وهذا يوضح أن الهيكل الرأسمالي ليس مجرد أداة تمويلية، بل أداة استراتيجية لتوجيه السلوك الإداري وتحقيق أهداف الملاك بفعالية أكبر.

ومع ذلك، فإن النظرية ليست خالية من القيود. فهي تفترض أن المديرين سيكونون دائماً متأثرين بالضغط المالي الناتجة عن الديون، بينما الواقع يشير إلى أن بعض المديرين قد يتخذون قرارات محفوفة بالمخاطر لتعظيم الأرباح قصيرة الأجل على حساب استدامة الشركة. كما أن الإفراط في استخدام الدين، رغم أنه يقلل من مشكلة الوكالة، قد يؤدي إلى زيادة المخاطر المالية ويهدد استقرار الشركة، وهو ما يستدعي دراسة دقيقة للتوازن الأمثل بين الدين وحقوق الملكية.

باختصار، توضح نظرية الوكالة أن الهيكل الرأسمالي يمكن أن يكون أداة فعالة للحد من الصراعات بين الملاك والإدارة، وتحفيز الإدارة على تحسين الأداء المالي، وتقليل الإنفاق غير الضروري. ومع ذلك، فإن التطبيق العملي يتطلب تقييم دقيق لنسبة الدين مقارنة بحقوق الملكية، لضمان أن الضغوط الإيجابية التي يفرضها الدين لا تتحول إلى مخاطر مالية مفرطة تهدد استقرار الشركة على المدى الطويل (Ross et al., 2019).

نظرية الإشارات (Signaling Theory)

تقدم نظرية الإشارات إطاراً لفهم كيفية تفسير السوق لقرارات التمويل التي تتخذها الشركات، معتبرة أن هذه القرارات ترسل رسائل غير مباشرة (Signals) حول الوضع المالي للشركة وقوة إدارتها وكفاءتها في التنبؤ بالمستقبل (Ross et al., 2019). وفقاً لهذه النظرية، فإن اختيار الشركة لمصدر تمويل معين لا يُنظر إليه فقط من منظور التكلفة المالية، بل كدلالة على ثقة الإدارة في قدرتها على تحقيق أرباح مستقبلية ومستدامة.

على سبيل المثال، عندما تختار الشركة زيادة التمويل بالدين بدلاً من إصدار أسهم جديدة، يمكن أن يفسر السوق ذلك على أنه إشارة إيجابية تشير إلى أن الإدارة واثقة من قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية كافية لسداد الفوائد والالتزامات المرتبطة بالقروض. هذا يعزز الثقة بين المستثمرين والدائنين، مما قد يؤدي إلى زيادة سعر السهم أو تحسين شروط التمويل المستقبلية (Ross et al., 2019). بالمقابل، قد يُنظر إلى إصدار أسهم جديدة على أنه إشارة محتملة بأن الإدارة تواجه صعوبة في تحقيق التدفقات النقدية الكافية أو أنها تخشى الالتزامات الناتجة عن الدين، ما قد يؤدي إلى تحوف المستثمرين من ضعف الأداء المستقبلي للشركة. وهكذا، تصبح قرارات التمويل أداة استراتيجية للتواصل مع السوق، حيث تحمل كل خطوة دلالات معينة تتعلق بالصحة المالية للشركة واستراتيجية النمو.

تُظهر التجربة العملية أن الشركات الكبيرة والمتوسطة الحجم تستخدم هذا المبدأ بوعي. فعلى سبيل المثال، قامت شركات تقنية واستثمارية معروفة بزيادة الاعتماد على التمويل بالدين خلال فترات النمو المستقرة، لإرسال إشارات إيجابية للمستثمرين حول قدرتها على تحقيق الأرباح المستقبلية، مما ساعدها على جذب المزيد من رأس المال بأسعار أقل. كما أن استخدام الدين بشكل متوازن يمكن أن يعزز المصداقية المالية للشركة ويقلل من تكاليف التمويل على المدى الطويل، مقارنة بالاعتماد الكلي على حقوق الملكية.

ومع ذلك، هناك قيود لهذه النظرية. فهي تفترض أن السوق قادر على تفسير الإشارات بدقة وأن المستثمرين يملكون القدرة على تمييز القرارات التي تعكس الأداء الحقيقي من تلك التي قد تكون مجرد تحركات مالية قصيرة الأجل. في الواقع، قد يتم تفسير بعض القرارات بشكل خاطئ، خصوصاً في بيئات اقتصادية متقلبة أو عندما تفتقر الشركات إلى الشفافية في الإفصاح المالي. كما أن الاعتماد المفرط على الدين لإرسال إشارات إيجابية قد يزيد من المخاطر المالية ويؤثر على استقرار الشركة، إذا لم يكن هناك تقييم دقيق لقدرة الشركة على الوفاء بالتزامات.

باختصار، توضح نظرية الإشارات أن قرارات التمويل لا تعكس مجرد تكلفة مالية، بل هي أداة استراتيجية للتواصل مع السوق، حيث يمكن أن تعكس القوة المالية للشركة، ثقة الإدارة في المستقبل، وكفاءة القرارات الاستثمارية. ومن خلال فهم هذه النظرية، يمكن للشركات اتخاذ قرارات تمويلية مدروسة توازن بين الإشارة الإيجابية للسوق وتقليل المخاطر المالية، بما يعزز الأداء المالي العام ويضمن استدامة النمو على المدى الطويل. (Ross et al., 2019)

5.2 العلاقة بين الهيكل الرأسمالي والأداء المالي

تُظهر الأدبيات البحثية أن العلاقة بين الهيكل الرأسمالي والأداء المالي للشركات ليست علاقة خطية أو بسيطة، بل هي معقدة وتعتمد على مجموعة من العوامل الداخلية والخارجية التي تحدد كيفية تأثير خيارات التمويل على النتائج المالية للشركة (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2019). فاختيار نسبة الدين مقابل حقوق الملكية لا يمكن اعتباره مجرد مسألة حسابية، بل هو قرار استراتيجي يتأثر بحجم الشركة، طبيعة الصناعة، دورة الأعمال، والبيئة الاقتصادية العامة، إضافة إلى مستوى المخاطر التي تقبلها الشركة تحملها.

التمويل بالدين، كما أظهرت التجارب العملية، يمكن أن يزيد من العائد على حقوق المساهمين (ROE) عبر آلية الرفع المالي، إذ يتيح للشركة تنفيذ مشاريع استثمارية كبيرة دون الحاجة إلى زيادة رأس المال المملوك للمساهمين. ومع ذلك، فإن زيادة الدين لا تأتي بدون تكلفة؛ فهي تزيد من المخاطر المالية والتشغيلية، بما في ذلك مخاطر الإفلاس أو العجز عن الوفاء بالتزامات الفوائد وسداد القروض. الشركات التي تعتمد على الدين بشكل مفرط قد تواجه ضغطاً نقدياً كبيراً تؤثر على السيولة التشغيلية وتحد من قدرتها على تمويل المشاريع المستقبلية. في المقابل، التمويل عن طريق حقوق الملكية يوفر للشركة حماية أكبر ضد المخاطر المالية، إذ لا يُلزم الشركة بسداد أقساط ثابتة أو فوائد دورية، ما يمنح الإدارة مرونة في التخطيط طويل الأجل وتنفيذ المشاريع الاستثمارية. إلا أن الاعتماد على الأسهم قد يؤدي إلى تخفيف العائد لكل سهم نتيجة زيادة عدد الأسهم القائمة، كما قد يقلل من السيطرة الإدارية إذا تم طرح نسب كبيرة من الأسهم للمستثمرين الجدد. وهذا يتطلب من الإدارة تقييم النتائج بعناية، لتحقيق توازن بين الاستفادة من التمويل وتقليل المخاطر الناتجة عن تخفيف الملكية. تتأثر العلاقة بين الهيكل الرأسمالي والأداء المالي أيضاً بعوامل صناعية وبيئية. فعلى سبيل المثال، تميل الشركات الصناعية الكبرى التي تتطلب استثمارات رأسمالية عالية إلى الاعتماد على التمويل بالدين بشكل أكبر، لأن مشاريعها الاستثمارية عادة ما تكون طويلة الأجل وتدر تدفقات نقدية ثابتة. أما الشركات في القطاعات التقنية أو الابتكارية، فغالباً ما تلجأ إلى التمويل بالأسهم، نظراً لطبيعة استثماراتها عالية المخاطر وتقلب الإيرادات على المدى القصير. كما أن حجم الشركة يؤثر في اختيار الهيكل الرأسمالي؛ فالشركات الكبيرة تمتلك قدرة أكبر

على الحصول على قروض بفوائد منخفضة مقارنة بالشركات الصغيرة، بينما الأخيرة قد تضطر إلى الاعتماد على حقوق الملكية أو مزيج محدود من الدين والأسهم.

بالإضافة إلى ذلك، تؤكد الدراسات أن الهيكل الرأسمالي ليس مجرد أداة لتمويل الشركة، بل يمثل آلية للتأثير على أداء الإدارة وتحقيق الانضباط المالي، حيث يمكن استخدام الدين كأداة لتحفيز الإدارة على اتخاذ قرارات استثمارية أكثر كفاءة وتحسين العمليات التشغيلية. وفي نفس الوقت، يوفر الاعتماد على الأسهم مرونة أكبر للتكيف مع التغيرات السوقية، ويقلل من المخاطر المرتبطة بالدين. تجارب الشركات العالمية تؤكد هذه العلاقة المعقدة بين الهيكل الرأسمالي والأداء المالي. فالشركات التي نجحت في تحقيق توازن مدروس بين التمويل بالدين وحقوق الملكية غالبًا ما سجلت مؤشرات مالية قوية مثل ارتفاع العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق الملكية (ROE)، وتحسن السيولة التشغيلية، مقارنة بالشركات التي اعتمدت بشكل مفرط على نوع واحد من التمويل. ويظهر هذا بوضوح في الشركات الكبرى متعددة الجنسيات في مجالات التكنولوجيا والاتصالات، حيث يعتبر الهيكل الرأسمالي المتوازن عنصرًا أساسيًا في استراتيجياتها المالية لضمان الاستدامة والنمو المستمر.

باختصار، العلاقة بين الهيكل الرأسمالي والأداء المالي علاقة ديناميكية ومتعددة الأبعاد، تتأثر بعوامل داخلية مثل حجم الشركة وطبيعة المشاريع الاستثمارية، وعوامل خارجية مثل ظروف السوق والبيئة الاقتصادية العامة. وفهم هذه العلاقة يساعد الإدارة على اختيار الهيكل الرأسمالي الأمثل الذي يوازن بين تحقيق العوائد، تقليل المخاطر، وتعزيز استدامة الشركة على المدى الطويل. (Ross et al., 2019) الاستنتاج العام :

شير نتائج الدراسات النظرية والتطبيقية إلى أن الهيكل الرأسمالي يؤثر بشكل ملموس على الأداء المالي للشركات، لكن هذا التأثير ليس خطيًا، بل يعتمد على طبيعة الشركة، حجمها، الصناعة، وبيئة الأعمال الاقتصادية. يمكن تفسير هذا التأثير من خلال ربطه بالنظريات المالية الرئيسية التي تناولت العلاقة بين التمويل والأداء المالي:

نظرية موديجلياني وميلر: (Modigliani & Miller, 1963)

توضح هذه النظرية أن القيمة الإجمالية للشركة في السوق المثالي قد لا تتأثر بالهيكل الرأسمالي، لكن في الواقع، فإن الضرائب والمخاطر تؤثر على تكلفة رأس المال. فالاعتماد على الدين يمكن أن يزيد من قيمة الشركة من خلال الاستفادة من المزايا الضريبية للفوائد، وبالتالي تعزيز العوائد للمساهمين. بالمقابل، الإفراط في الدين يزيد المخاطر المالية، وهو ما يؤكد ضرورة الموازنة بين الدين وحقوق الملكية لتحقيق أداء مالي مستدام.

نظرية الوكالة: (Jensen & Meckling, 1976)

ترى هذه النظرية أن الدين يمكن أن يكون أداة للحد من الصراعات بين الملاك والإدارة، حيث يفرض على الإدارة الالتزام بسداد الفوائد والأقساط، ما يحفزها على تحسين الكفاءة التشغيلية وتقليل الإنفاق غير الضروري. هذا التوازن بين الرقابة الداخلية والتمويل يعزز الأداء المالي ويقلل من المخاطر المرتبطة بسوء إدارة الموارد.

نظرية الإشارات: (Ross et al., 2019)

تفترض هذه النظرية أن خيارات التمويل تمثل إشارات للسوق حول قوة الشركة وكفاءة إدارتها. فالاعتماد المدروس على الدين يمكن أن يعكس ثقة الإدارة في قدرتها على تحقيق أرباح مستقبلية مستقرة، مما يزيد من ثقة المستثمرين ويخفض تكلفة رأس المال. بينما قد يفسر إصدار الأسهم بكثرة على أنه ضعف في التدفقات النقدية المستقبلية، مما قد يؤثر سلبًا على الأداء المالي عبر انخفاض سعر السهم أو تكلفة التمويل.

الخلاصة:

تشير نتائج هذا البحث إلى أن الهيكل الرأسمالي يعد من أهم العوامل المؤثرة في الأداء المالي للشركات، وأن تأثيره يتراوح بين مباشر وغير مباشر ويعتمد على عوامل متعددة مثل طبيعة الصناعة، حجم الشركة، مستوى المخاطر المقبولة، وظروف السوق والبيئة الاقتصادية. فاختيار نسبة الدين مقابل حقوق الملكية ليس مجرد مسألة حسابية، بل يمثل قرارًا استراتيجيًا يحدد قدرة الشركة على التمويل، النمو، وتحقيق الأرباح المستدامة.

تم توضيح هذا التأثير من خلال ربط النتائج بالنظريات المالية الأساسية. وفقًا لنظرية مودigliاني وميلر (1963)، فإن القيمة النظرية للشركة قد تكون مستقلة عن هيكل رأس المال في الأسواق المثالية، لكن في البيئات الواقعية، فإن الضرائب والمخاطر تؤثر على تكلفة رأس المال وقيمة الشركة، مما يجعل إدارة نسب الدين والأسهم أمرًا جوهريًا لتعظيم العائد على المساهمين وتقليل المخاطر المالية.

تُبرز نظرية الوكالة (Jensen & Meckling, 1976) الدور الرقابي للهيكل الرأسمالي في الحد من الصراعات بين الملاك والإدارة، إذ يُلزم الدين الإدارة بتحقيق كفاءة تشغيلية أعلى والالتزام بالوفاء بالالتزامات المالية، ما يقلل من الإنفاق غير الضروري ويحسن الأداء المالي. هذا الجانب يعكس كيف يمكن للهيكل الرأسمالي أن يكون أداة ليس فقط لتمويل الأنشطة، بل أيضًا لتحفيز الانضباط المالي والسلوك الإداري المسؤول.

من جانب آخر، تُظهر نظرية الإشارات (Ross et al., 2019) أن اختيارات التمويل تعمل كرسائل للسوق حول قوة الشركة وكفاءة إدارتها. فالاعتماد المدروس على الدين يرسل إشارة إيجابية عن الثقة في الأرباح المستقبلية وقدرة الإدارة على الوفاء بالتزاماتها، بينما الإفراط في إصدار الأسهم قد يُفسر على أنه ضعف محتمل في التدفقات النقدية، مما يؤثر على تقييم الشركة وسعر أسهمها.

بناءً على هذه النتائج، يمكن الاستنتاج أن الهيكل الرأسمالي له تأثير مزدوج على الأداء المالي: فهو يعزز العوائد عند الاستخدام المتوازن للدين، ويقلل المخاطر عند الاعتماد الأكبر على حقوق الملكية. لكن التوازن هو المفتاح، إذ أن الإفراط في أي نوع من التمويل قد يؤدي إلى مخاطر مالية، ضعف الأداء، أو تقليل القيمة السوقية للشركة.

تؤكد الدراسة أيضًا أن اختيار الهيكل الرأسمالي الأمثل لا يتوقف على النظرية وحدها، بل يتطلب تقييمًا عمليًا لحجم الشركة، طبيعة مشاريعها الاستثمارية، دورة الأعمال، وظروف السوق. فالشركات التي تتمكن من تحقيق توازن بين التمويل بالدين وحقوق الملكية تحقق أداء مالي أعلى، استقرارًا أكبر، ومرونة في مواجهة التغيرات الاقتصادية والتقلبات السوقية.

أخيرًا، تؤكد هذه الدراسة أن فهم العلاقة بين الهيكل الرأسمالي والأداء المالي هو أداة استراتيجية حيوية للإدارة المالية، حيث يتيح لها اتخاذ قرارات تمويلية محسوبة تساعد في تعزيز القيمة المالية، تحسين مؤشرات الربحية، وضمان استدامة الشركة على المدى الطويل. ومن هنا، فإن الهيكل الرأسمالي ليس مجرد أداة محاسبية، بل عنصر محوري في التخطيط الاستراتيجي للأداء المالي للشركات، ويشكل قاعدة لاتخاذ قرارات مستقبلية سليمة تتماشى مع أهداف المساهمين واستراتيجية الشركة الشاملة (Modigliani & Miller, 1963; Ross et al., 2019).

التوصيات

استنادًا إلى النتائج المستخلصة من هذا البحث، يمكن تقديم التوصيات التالية للشركات والإدارة المالية لضمان تحسين الأداء المالي من خلال الهيكل الرأسمالي:

تحقيق التوازن بين الدين وحقوق الملكية:

يجب على الشركات تحليل قدرتها على تحمل الديون مقابل المخاطر المرتبطة بالزيادة المفرطة في التمويل بالدين، مع مراعاة المرونة الناتجة عن حقوق الملكية. فالاعتماد المتوازن يساهم في تعظيم العائد على حقوق المساهمين وتقليل المخاطر المالية. استخدام الدين كأداة رقابية:

يمكن للديون أن تعمل وفق نظرية الوكالة كأداة لتحفيز الإدارة على اتخاذ قرارات أكثر كفاءة وتقليل الإنفاق غير الضروري، خصوصاً في الشركات التي تعتمد على مشاريع استثمارية كبيرة.

توظيف التمويل كأداة للإشارة للسوق:

وفقاً لنظرية الإشارات، يجب على الشركات استخدام خيارات التمويل بطريقة استراتيجية تعكس الثقة في أدائها المالي المستقبلي، وتعزز من صورة الشركة أمام المستثمرين والدائنين.

مراعاة العوامل البيئية والصناعية:

يجب على إدارة الشركات أخذ حجم الشركة، طبيعة الصناعة، ودورة الأعمال الاقتصادية بعين الاعتبار عند تحديد نسب الدين وحقوق الملكية، لضمان أن الهيكل الرأسمالي يتوافق مع ظروف السوق ويحقق الاستدامة المالية.

التقييم المستمر للهيكل الرأسمالي:

نظراً لتقلبات الأسواق وتغير بيئة الأعمال، يُنصح الشركات بمراجعة الهيكل الرأسمالي دورياً لضمان استجابته للظروف الاقتصادية وتحقيق الأداء المالي الأمثل، مع إمكانية تعديل نسب الدين والأسهم عند الحاجة.

قائمة المراجع

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). *Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2019). *Corporate Finance (12th ed.)*. McGraw-Hill Education.