



عمادة البحث العلمي  
DEANSHIP OF SCIENTIFIC RESEARCH

مجلة العلوم الاقتصادية

Journal homepage:  
<http://journals.sustech.edu/>



أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة  
(دراسة حالة : الشركة القومية للاتصالات سودانل 2007-2011)

السماني محمد احمد عبدالله

اسماعيل عثمان نجيب

جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا - كلية الدراسات التجارية

**المستخلص:**

تناولت الدراسة أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة ، وتمثلت مشكلة البحث أن الشركة السودانية للاتصالات لا تختار الهيكل التمويلي المناسب الذي يؤدي الي تقليل تكلفة الاموال وزيادة الربحية والعائد وتعظيم قيمتها السوقية. واستخدم الباحث المنهج الاستنباطي والتاريخي والاستقرائي وكذلك المنهج الوصفي التحليلي بأسلوب دراسة الحالة ، وتمثلت فرضيات البحث في الاتي وجود هيكل مالي مناسب يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل وزيادة الربحية ، التمويل عن طريق الإقتراض يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية للتمويل وتعظيم القيمة السوقية للمنشأة ، توصل البحث الى عدة نتائج منها التمويل عن طريق الإقتراض يؤدي إلى إنخفاض تكلفة التمويل وارتفاع الربحية للمنشأة وتعظيم قيمتها السوقية . و التمويل عن طريق حقوق الملكية يؤدي إلى إنخفاض القيمة السوقية للمنشأة ، من أهم توصيات البحث هي : أهمية الإلتزام بتشكيله مثالية للهيكل المالي والموازنة بين المصادر الداخلية والخارجية مع الأخذ في الإعتبار عند تكوين الهيكل المالي مخاطر الرفع المالي ومعدّل العائد على حقوق الملكية . على الباحثين في مجال الإدارة المالية التركيز والبحث في الهيكل المالي وتركيبته المثلي.

**Abstract:**

The research addressed the effect of cost financing on the financial structure and the market value of the business. The research problem indicated that the Sudanese Telecommunications Company didn't choose the appropriate financial structure which reduced its cost, leading to an increase in its profitability, and hence maximize its market value. The research adopted the deductive, historical, inductive, and the descriptive analytical method using the case study method. The research hypotheses include the following: the existence of an appropriate financial structure leads to a lower cost of finance and increase profitability; and financing through borrowing lowers the overall cost of finance and maximizing the market value of the business. The research results showed that the finance through borrowing decreased cost of financing and increase profitability of the enterprise and maximize its market value. In addition, funding through property rights decreased the market value of the business. The research main recommendations urge firms to abide by an ideal composition for the financial structure; besides striking a balance between their internal and external sources of finance, while taking into account when configuring financial structure the financial leverage risks and the rate of

return on property rights. Moreover, researchers in the field of financial management should focus on conducting researches that related to financial structure and its optimal composition.

**الكلمات المفتاحية:** تكلفة التمويل – الهيكل المالي – القيمة السوقية للمنشأة .

**المقدمة:**

لقد تطور مفهوم التمويل خلال العقود الأخرين تطوراً ملحوظاً وهو من المستلزمات الضرورية لمجابهة التحديات المتزايدة التي تواجه منشأة الأعمال ، وتتمثل وظيفة التمويل في الشركات في نوعين أساسيين من القرارات وهما: قرارات الاستثمار، وقرارات التمويل. حيث يتعلق قرار الاستثمار بتعريف المشروعات الاستثمارية الرأسمالية الرباحة. أما قرار التمويل فيتعلق بتحديد مزيج التمويل الذي يخفض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى ومن ثم تعظيم ثروة الملاك والذي يعتبر واحداً من أهم أهداف الإدارة المالية مما يستدعي حتماً أن تكون الهياكل التمويلية للشركات سليمة من حيث المزيج المالي وتكلفته في جميع نواحي الاستثمار {الزراعي:الصناعي:التجاري}.

**مشكلة الدراسة :**

تتمثل مشكلة البحث في أن الشركة السودانية للإتصالات المحدودة لم تختار الهيكل التمويلي المناسب الذي يؤدي الي تقليل تكلفة الاموال وزيادة الربحية والعائد وتعظيم قيمتها السوقية ، عليه يمكن صياغة مشكلة الدراسة في الاسئلة التالية:ماثر وجود هيكل مالي مناسب علي ربحية المنشأة؟ كيف يؤثر التمويل بالاقتراض علي التكلفة الكلية للتمويل والقيمة السوقية للمنشأة؟ماأثر التمويل عن طريق حقوق الملكية على الربحية والقيمة السوقية للمنشأة؟

**أهداف الدراسة :**

يسعى البحث لتحقيق الاهداف الاتية:معرفة الهيكل المالي الذي عنده تزيد ربحية المنشات وتصل قيمتها السوقية الي حدها الأقصى، معرفة تاثير مصادر التمويل المختلفة علي تكلفة التمويل والقيمة السوقية للمنشأة ، قياس نسبة كل من الخطر والعائد لكل اداة .

**أهمية الدراسة :**

تتبع أهمية البحث لمعرفة اثر تكلفة الهيكل المالي على القيمة السوقية للمنشأة والهيكل التمويلي المناسب الذي تتخفف عنه التكلفة وتزداد عنده ربحية المنشأة الي الحد الذي تتعظم عنده قيمتها السوقية ، الأمر الذي يؤدي الي الإستخدام الأمثل لمصادر التمويل الداخلية والخارجية بما يحقق أهداف المنشأة والأهداف الإقتصادية الكلية .

**فرضيات الدراسة :**

وجود هيكل مالي مناسب يؤدي إلى انخفاض تكاليف الأموال، والتمويل عن طريق الإقتراض يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية للتمويل وتعظيم القيمة السوقية للمنشأة.والتمويل عن طريق حقوق الملكية يؤدي الى زيادة تكلفة التمويل وانخفاض القيمة السوقية للمنشأة.

**مصادر جمع البيانات:** اعتمدت الدراسة على: المصادر الثانوية المتمثلة في الكتب ، المراجع ، الدوريات العلمية ، القوائم الماليه ، والانترنت ، والرسائل الجامعية .

**حدود الدراسة:** الحدود المكانية : الشركة السودانية للإتصالات المحدودة(سودائل) .

الحدود الزمانية: 2007 – 2011

## الدراسات السابقة:

1- دراسة يسري حسين خليفة, (2002) : تمثلت مشكلة الدراسة في قياس ومعرفة الدوافع التي تؤدي إلى تجزئة السهم و التي تؤدي إلى تخفيض القيمة الاسمية ، وتهدف الدراسة إلى معرفة دوافع عمليات تجزئة السهم في سوق الاسهم ، ونبعت اهمية الدراسة من معرفة الدوافع لتجزئة السهم في السوق، واختبرت الدراسة الفرضية التالية: انه لا يوجد فرق ذو دلالة إحصائية بين منشآت تجزئة السهم والمنشآت الأخرى بشأن سلوك اسعار الاسهم خلال فتره تحليل عمليات تجزئة السهم، واتبعت الدراسة الاسلوبين النظري والتطبيقي ، ومن اهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن منشآت تجزئة السهم حققت في السوق السعودي تفوقا سعريا خلال فترة ما قبل عمليات تجزئة السهم وذلك مقارنة بالمنشآت الأخرى. ومن اهم التوصيات إجراء المزيد من البحوث لدراسة وتحليل الدوافع المتعلقة ببعض القرارات المالية مثل قرار الاصدارات الجديدة . ركزت الدراسة على دوافع للتجزئة من ناحية التسويق لاسهم الشركة ،بينما تركز الدراسة الحالية على الدافع الاهم اثرا على قيمة السهم وهو التكلفة التي تتكبدها المنشأة في سبيل تحقيق ربحية السهم

2- دراسة أنور سليمان (2009) : تمثلت مشكلة الدراسة بالبحث والتحليل لسياسات التمويل وتكاليف الانتاج في المؤسسات الزراعية ، ومناقشة أسس حساب تكلفة التمويل والمزايا المترتبة عليها، هدفت الدراسة الى إيجاد حلول لمشكلة التمويل، ونبعت اهمية الدراسة من معرفة أثر التمويل على كفاءة الانتاج بمشروع الجزيرة . وتمثلت فرضية الدراسة: في أن سياسة التمويل تعمل على توفير السيولة التي يحتاجها المزارع ، اتبعت الدراسة المنهج الاستقرائي والاستنباطي ، والمنهج التاريخ والوصفي ، ومن اهم النتائج أن التمويل عن طريق الصيغ الاسلامية هو الحل الوحيد لمشكلة التمويل ، ومن اهم التوصيات ضرورة وضع سياسات إئتمان لعملية التمويل. ركزت هذه الدراسة على اثر السياسات المتبعة في تمويل المشروعات الزراعية وكيفية حساب تكلفة التمويل واثرها على الانتاج ،بينما ركزت الدراسة الحالية على قياس اثر تكلفة التمويل على هيكل التمويل للمنشأة ، اي كيفية انتقاء المصادر ذات التكلفة المنخفضة التي بدورها تؤدي الى ارتفاع الربحية للمنشأة وتعظيم قيمتها السوقية.

3- دراسة القذافي محمد حسن يعقوب (2008) :تمثلت مشكلة الدراسة في أنه ليس هنالك اهتمام واضح بتركيبة متجانسة لهيكل التمويل التي تمكن المنشأة من تحقيق اهدافها في تعظيم ثروة الملاك ، وتهدف الدراسة إلى تحديد الكيفية التي يتكون بها الهيكل المالي الافضل ، . أهمية الدراسة تظهر في توضيح أهمية تحديد الهيكل المالي الامثل للشركات والذي يسهم في تعظيم قيمة الشركة ، واختبرت الدراسة الفرضية التالية: يؤثر الهيكل المالي للشركة في أداء المنشأة ، واتبعت الدراسة المنهج الوصفي والعلمي. واهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة أن تحديد هيكل التمويل الافضل يتطلب حساب تكلفة مصادر الاموال التي يتكون منها هيكل التمويل ، وتوصي الدراسة ان يشتمل الهيكل المالي الامثل للشركة على مزيج من مصادر التمويل بحقوق الملكية والتمويل بالديون ولايجب التركيز على مصدر مالي واحد عند تحديد الهيكل المالي. ركزت الدراسة على الاسس العلمية في بناء الهيكل المالي بصورة عامة ،بينما ركزت الدراسة الحالية على تكلفة التمويل بصورة خاصة واثرها على القيمة السوقية للمنشأة.

4- دراسة اسامة عبد الشكور, ( 2007 م ) :تمثلت مشكلة الدراسة في عدم ثبات الهيكل المالي على قراري التمويل والاستثمار وما اثر الهيكل المالي على هذه القرارات ، وهدفت الدراسة للتعريف بالهيكل المالي ومدى قوة الارتباط بينه وبين قراري الاستثمار والتمويل، اهمية الدراسة تظهر باهتمامها بمكونات وعوامل ومحددات الهيكل المالي ، واتبعت الدراسة المنهج

الاحصائي والمنهج الاستقرائي والمنهج الاستنباطي واختبرت الدراسة الفرضية التالية: هل يؤثر الهيكل المالي على إتخاذ قرارى التمويل والاستثمار، وهل يمكن اخذ هذه القرارات بمعزل عن الهيكل المالي ، ومن اهم نتائج الدراسة توجد علاقة ارتباط ما بين مكونات الهيكل المالي وقرارى الاستثمار والتمويل ، اهم التوصيات أيجاد المرونة الملائمة في المزيج التمويلي الذي يتكون منه الهيكل المالي للمنشأة ، ركزت الدراسة على شرح مصادر التمويل واستثمارها بينما تركز الدراسة الحالية على الية توليف مصادر التمويل على الاستخدام الرئيسي وهو الاستثمار من خلال التكلفة والعائد .

**دراسة احمد البدوي؛ (2008):** تمثلت مشكلة الدراسة في إنخفاض سعر السهم " القيمة السوقية" في المصارف السودانية وعدم قدرتها على توزيع الارباح بصورة سنوية ،هدفت الدراسة الى معرفة الدور الذي تلعبه توزيعات الارباح في زيادة قيمة السهم ، وتتبع اهمية الدراسة من تعرف المساهمين على محددات توزيع الارباح وتمثل اختياراً عملياً لنظريات توزيع الارباح، واتبعت الدراسة المنهج الاحصائي والنهج الاستنباطي والاستقرائي، واختبرت الدراسة الفرضية التالية: هل توزيعات الارباح تجذب المستثمرين لشراء الاسهم ، واهم نتائج الدراسة انها اثبتت أن اسعار الاسهم تتأثر بتوزيعات الارباح ، وانها تعتمد على التوزيعات ، واهم ما وصت به الدراسة انه يجب على الشركات ان تأخذ في الاعتبار القيمة السوقية لاسهمها عند إتخاذ القرارات المتعلقة بسياسة توزيع الارباح .يري الباحث إن الدراسة اثبتت ان توزيعات الارباح لها اثر فى زيادة قيمة السهم، ويفضل احتجاز الارباح بدلا عن توزيعها بينما تركز الدراسة الحالية علي اثر استثمار الارباح المحتجزة في استثمارات جديدة.

#### مفهوم الهيكل المالي :

أصبح هيكل رأس المال واحد من أكثر القضايا المالية تعقيداً في الأدب المالي لطبيعته الديناميكية في خلط مصادر التمويل والتي تعكس الكثير من الأحداث الداخلية والصدمات الخارجية لأنشطة المؤسسة (الشحات، 2000م) . عرف الهيكل المالي بأنه تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على أموال بهدف تمويل استثمارها (Alotaibi، 2003). كما عرف أيضاً بالخطة المالية ويرجع ذلك إلى طبيعة تكوين مصادر التمويل طويلة الأجل مثل السندات القروض طويلة الأجل ، الأسهم الممتازة ، وحقوق الملكية (هندي، 2008م)، يستنتج الباحث أن الهيكل المالي : عبارة عن خطة أو تشكيلة لمصادر التمويل ، يشكل من مصادر التمويل القصيرة والطويلة ، ويستخدم لتمويل إستثمارات المنشأة ، عبارة خطة مالية معقدة ، ويعرف الباحث الهيكل المالي: بأنه الخطه المالية التي تضعها الإدارة بهدف تكوين مزيج تمويلي مناسب من المصادر الداخلية " أسهم أرباح محتجزة إحتياطيات " ومن المصادر الخارجية " سندات ، قروض ، صكوك " والتي تلتزم المنشأة بتسديدها في زمن إستحقاقها ، وذلك من أجل تمويل إستثماراتها وزيادة أرباحها الأمر الذي يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للمنشأة .

**مصادر التمويل :** تم تصنيف مصادر التمويل للمنشأة على النحو التالي(اسلام، 2011م) : **التمويل قصير الأجل:** يقصد به الأموال التي تحصل عليها المنشأة من الغير وتلتزم بردها خلال فترة لاتزيد عن عام ، (Neston، 1996) ، ومن اهم مصادر التمويل قصيرة الاجل (Kapland، 1998): الإئتمان التجاري :وهو عبارة عن نوع من التمويل قصير الأجل تحصل عليه المنشأة من الموردين ، ويتمثل في قيمة المشتريات الأجلة (ويستون وبرجام ، 1993م). اما الإئتمان المصرفي :فهو عبارة عن المبالغ التي تحصل عليها المنشأة من القطاع المصرفي ويأتي في المرتبة الثانية من حيث إعتداد المنشأة عليه كتمويل قصير الأجل بعد الإئتمان التجاري .(اسلام، 2011م)، والنوع الثانى من مصادر التمويل فهو التمويل متوسط الاجل: ومن مصادره : القروض المصرفية متوسطة الأجل والتي تمثل مديونية على المنشأة يجب الإلتزام بها وسدادها وعادة ما يتم الحصول عليه من البنوك وشركات التأمين ويتم دفعه في شكل أقساط أو في نهاية الفترة، اضافة للتمويل طويل الأجل: ومن مصادره : الأسهم

العادية حيث يعرف السهم العادي بأنه مستند ملكية له قيمة إسمية ، وقيمة دفترية وقيمة سوقية ، وتتمثل القيمة الإسمية في السعر المدون على قسيمة السهم (خان، 2002م) والأسهم الممتازة والتي تعد جزء من حقوق الملكية في الشركات المساهمة والشركات الغير ملزمة بدفع عائد ثابت عليها (دريد، 2009م)، وكذلك الأرباح المحتجزة والتي تمثل مصدراً تمويلياً ذاتياً وهي عبارة عن أرباح تم تحقيقها ولم يتم توزيعها على المساهمين (اسلام، 2011م)، أيضاً من مصادر التمويل طويل الاجل: السندات والتي تعتبر قرضاً طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل كيوناً " سعر الفائدة " ثابت وتلتزم المنشأة بدفع قيمة السند عند الإستحقاق بالإضافة إلى دفع الفوائد السنوية، وتنقسم السندات من حيث الضمانات إلى : السندات غير المضمونة والسندات المضمونة ومن ناحية الإسترداد تنقسم إلى (هندي:1997) سندات مستردة وسندات غير مستردة. أيضاً من مصادر التمويل طويل الاجل : القروض طويلة الأجل وهي قروض لأجل محددة من البنوك التجارية وشركات التأمين وقروض من خلال إصدار أوراق مالية جديدة وبيعها بشكل مباشر إلى مصادر التمويل (خان:2002م).

**تكلفة التمويل:** أن القرار المالي الذي يتخذه المدير المالي المتعلق بتمويل أي جانب من جوانب النشاط الذي يقوم به المشروع يجب أن يأخذ في الاعتبار اساسين هما: العائد المتوقع تحقيقه وتكلفة الاموال المراد الحصول عليها. أن معرفة تكلفة الاموال تعتبر عنصراً مهماً واساسياً في عملية اتخاذ القرارات المالية المتعلقة بالحصول علي التمويل ، (جبل، 2010م).

**مفهوم تكلفة التمويل:** عرفت تكلفة التمويل علي أنها الحد الأدنى من العائد الذي ينبغي تحقيقه من استثمار الاموال المتاحة (السامراني، 1997م) ، وعرفت بانها هي تكلفة الخليط الذي يتكون منة هيكل راس المال ، أي الخليط المكون لمصادر التمويل طويل الأجل الذي يتمثل في الاقتراض طويل الأجل ، والاسهم الممتازة وحقوق الملكية (هندي، 1997م)، وعرفت بانها الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة (عبدالقادر، 2011م)، وعرفت بانها العائد الذي يجب ان تحققه المنشأة من اجل الوفاء بمعدلات العائد المطلوب من قبل المساهمين في المنشأة آخذاً في الاعتبار التزامات الاطراف الاخرى كالدائنين ونفقات ادارة الاسهم والسندات (العلی، 2010م)، وعرفت بانها مجموع تكاليف مصادر تمويل المنشأة التي تستخدمها في تمويل مشترياتها وادارتها للموجودات (الحناوي، 1998م) . من التعريفات السابقة يستنتج الباحث ان تكلفة التمويل هي الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه من الاستثمار ومجموع تكلفة مصادر التمويل وماتدفعه المنشأة مقابل الحصول علي الاموال ويعرف الباحث تكلفة التمويل بانها كل ما تدفعه المنشأة نظير حصولها علي المال الذي تستخدمه في استثماراتها وتحقيق أعلى عائد منه لتغطية تكلفة التمويل وزيادة الربحية.

**العوامل المؤثرة علي تكلفة التمويل:** تم التمييز بين نوعين من العوامل المؤثرة علي تكلفة التمويل ، عوامل مرتبطه بهيكل الإصول وعوامل مرتبطه بقرار المنشاه بشأن الهيكل المالي (الحناوي، 2011م) ويصفه عامة تكون مصادر التمويل طويلة الأجل من لموال المقرضين او الملكية بنوعها ، ونظراً لخصائص كل مصدر فإن درجة المخاطر متفاوتة ومختلفة فالمقرضين اقل تعرضاً للمخاطر من حملة الاسهم، أما فيما يتعلق بالعوامل المرتبطة بقرار المنشاه بشأن هيكل التمويل فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقاً للقرار الذي يحدد العناصر المكونة لهذا الهيكل (العبيد، 2008م). وهناك عوامل أخرى: منها عدم تماثل المعلومات والتي يمكن تعريفها بانها امتلاك اشخاص لمعلومات مختلفة بخصوص شيء معين ، ومن اهم اثارها زيادة تكلفة التمويل (العلی، 2010م) .

## اهمية تحديد تكلفة التمويل:

إن جميع القرارات المالية في المنشآت تهدف الي تعظيم ثروة الملاك ، وتسعى الاداره المالية الي توفير مصادر التمويل بأقل التكاليف بما ينعكس علي قيمة المنشأة او سعر سهم الشركة في السوق المالي ، وتتمثل أهمية تحديد تكلفة التمويل في إتخاذ قرارات الموازنة في عملية خصم التدفقات النقدية وتحقيق هدف المدير المالي وهو تعظيم ثروة الملاك ولا يتحقق ذلك إلا بتخفيض التكاليف ومن أهمها تكلفة التمويل(امال، 2011م) .

**خطوات تحديد تكلفة التمويل:** لتحديد تكلفة التمويل يجب إتباع الخطوات الأتية(كراجة، 1990م):تحديد مصادر التمويل للهيكل المالي وحساب وتحديد تكلفة كل مصدر , وحساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال واستخدامها كمقياس لمعرفة ربحية الإستثمار(هندي،2004م).تتمثل تكلفة الأموال في المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لتكلفة العناصر التي تكون هيكل راس المال ، وتتأثر هذه التكلفة بثلاثة مجموعات من العوامل : عوامل عامة تؤثر علي كافة عناصر الهيكل المالي ، وعوامل خاصة بكل عنصر ، وعوامل تتعلق بقرار المشأة(الحناوين ،2007م).

**القيمة السوقية للمنشأة :** هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق المالية والذي يخضع لظروف العرض والطلب في تلك الأسواق(قيس، 2002م) . وهي القيمة التي يحددها السوق وفقاً لدالتي العرض والطلب(طلبة، 2008م). و هي القيمة التي يتعامل بها في السوق المالي اوسوق الأوراق المالية وهي سريعة التغيير وسريعة النقلب حيث تتأثر بالوضع المالي للشركة وظروف العرض والطلب.وهي القيمة المدفوعة من طرف المساهم الجديد عند أي لحظة زمنية معينة والتي تتحدد بفعل عوامل العرض والطلب في سوق الأوراق المالية(طلعت،2010م).

**محددات سعر السهم السوقي :**كأي نوع من السلع يتحدد سعر السهم في السوق إنطلاقاً من تفاعل قوى العرض والطلب على السهم وعليه يرتفع الطلب على سهم معين عندما تنخفض قيمته السوقية ، وينخفض الطلب عند إرتفاع السعر ويتحقق سعر التوازن عندما يتساوي العرض والطلب(الحناوي، 2004م). وأن المعلومات التي يحصل عليها المستثمر تؤثر بطريقة مباشرة على القيمة السوقية للمنشأة(العبيد ، 2008م).يتفق الأكاديميون على أن السعر الذي يباع به السهم في السوق يتحدد على ضوء القيمة السوقية للشركة، والذي تحدد بالتدفقات النقدية المتوقعة ومعدل الخصم (هندي، 2010م) فإن مفهوم عدم تماثل المعلومات له اثر كبير على قيمة المنشأة من خلال قرارات المستثمرين ومن هذه المعلومات المتعلقة بالظروف الخارجية (هندي ، 2002م)، وهي الشئون العالمية والظروف الإقتصادية المحلية وظروف الصناعة وظروف المنشأة المصدرة(هندي، 1997) . و المتغيرات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم تشمل عائد السهم وهو معيار تقاس عليه كثير من القرارات المالية وعلى وجه التحديد تلك القرارات المرتبطة ببدائل تمويل المشروعات(هاشم، 2005م)، ويتم قياسه بأحد المقاييس الأتية: نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة(الريح الموزع): نصيب السهم من الأرباح الموزعة(هندي،1997م).

## نشأة شركة سوداتل للاتصالات:

انشئت الشركة السودانية للاتصالات المحدودة (سوداتل) كشركة مساهمة عامة في 13/9/1993م نتيجة لخصخصة المؤسسة العامة للاتصالات السلكية واللاسلكية لقطاع الدولة لفشل القطاع العام في ادارة وتطور هذا المجال الحيوي، وباشرت عملها كناقل للحركة في فبراير 1994م وانجاز كافة الاغراض والاهداف المضمنة في عقد التأسيس والنظام الاساسي للشركة . فقد كان راس المال المصرح به 750 مليون دولار والمدفوع 462,016 مليون دولار .

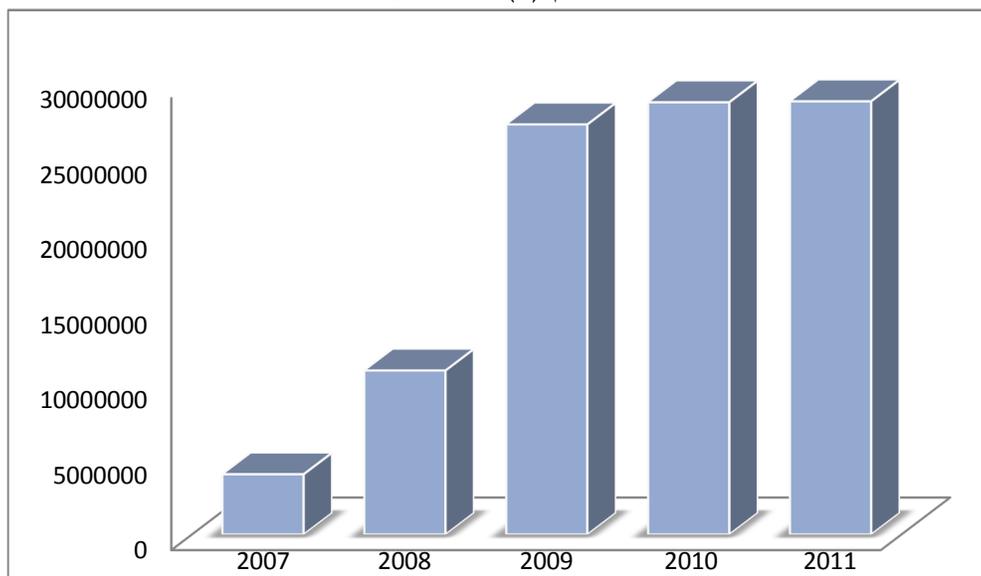
**اهداف الشركة:** تهدف الشركة لتعميم خدمات الاتصال والمعلومات البياني المتطورة وفق احدث التقنيات وحسب متطلبات برامج التنمية , استخدام التقنيات المتطورة لزيادة الانتشار ورفع الكفاءة التشغيلية للشبكات وبناء موارد بشرية ذات كفاءة عالية , توفير خدمات الاتصالات بتكلفة التعريف الحقيقية , التحسين الكلي والنوعي للشبكة , التحول الى ناقل للحركة الاقليمية بين افريقيا والعالم العربي.

**اهم الانجازات خلال الفترة ( 2007 - 2011 م ):** انشاء وتركيب شبكة قومية للألياف الضوئية بطول 6778 كلم تغطي معظم ولايات السودان والمدن الحدودية. تركيب شبكة ارضية بسعة كلية للشبكة 1.96400 خط , تركيب مقاسم رقمية بسعة 1.3817.704 خط , مخارج الربط العالمية (المحطات الفضائية) (انتل يات-عربسات- مدية نت) بالاضافة الي الكيبل البحري (بورتسودان جدة) ووصله باثيوبيا بسعة اجمالية 124980 دائرة , مقاسم عالمية (الخرطوم وسط العالمي بسعة 19020 دائرة ومقسم ام حراز العالمي بسعة 8400 دائرة , انشاء قاعدة بيانات ومعلومات لمواكبة مجتمع المعلومات.

#### تحليل البيانات واختبار الفرضيات:

-إختار الباحث الشركة السودانية للإتصالات المحدودة من بين الشركات لتمتعها بنسبة التداول العالية لأسهمها في السوق وذات هيكل مالي يتكون من اموال الغير وأموال الملاك اي بمعنى انها الافضل لإجراء الدراسة عليها. تم إستخدام أساليب التحليل المتعددة والتمثلة في التحليل الرباعي ( SWOT ) والتحليل الرأسي والأفقي وتحليل النسب المالية وذلك بغرض التحقق من صحة فرضيات الدراسة . **أولاً التحليل الرباعي (SWOT) :** إختص هذا التحليل بتحديد نقاط القوة والضعف والفرص والمهددات . نقاط القوة هي العوامل الداخلية التي تؤثر إيجاباً على أداء الشركة تتمثل في الدعم الحكومي ، وتوفير التكنولوجيا المتطورة في مجال الإتصالات وتوفير الموارد المالية. تتمثل نقاط الضعف في المزيج التمويلي للشركة حيث تعتمد بصورة كبير جداً على التمويل عن طريق الأسهم " حقوق الملكية " ونسبة من الديون " الأمر الذي أدى إلى إنخفاض صافي الأرباح ، وعدم توفير السيولة المطلوبة لسداد ديون الشركة وإنخفاضها عن النسبة المعيارية . فالفرص تكمن في إقتناء أفضل التقنيات التكنولوجية وذلك لوفره مواردها وتعاونها مع كثير من الشركات ، أما المهددات فتمثل في المنافسة الشديدة من قبل شركات الإتصالات الأخرى مثل شركة كنار وزين وأربيا. وكذلك تم استخدام التحليل المالي كمايلي:

شكل رقم (1) تكلفة التمويل

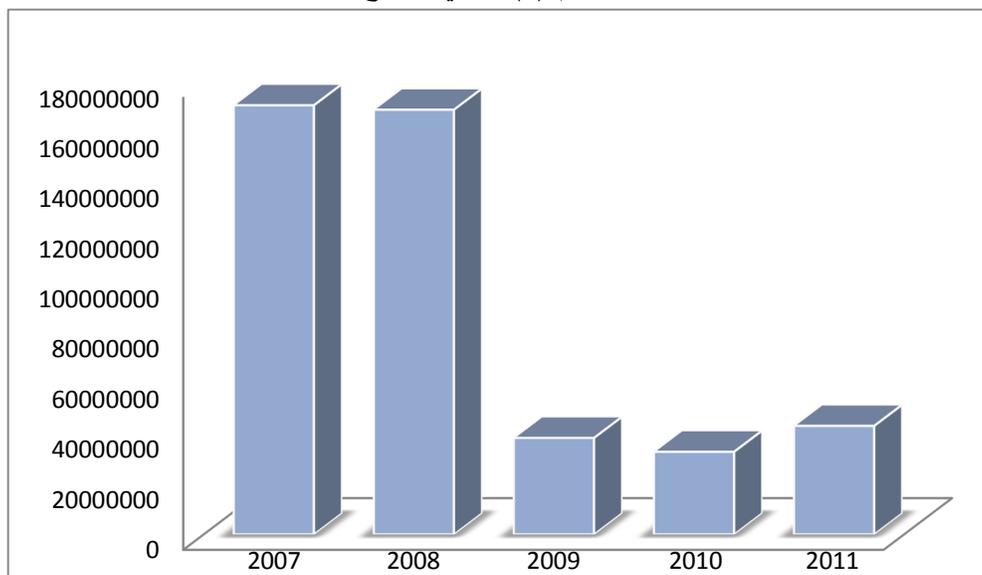


المصدر : إعداد الباحث من تحليل التقارير المالية للشركة السودانية للاتصالات المحدودة، 2011م

1/ تكلفة التمويل : والتي نلاحظ إرتفاعها خلال الأعوام 2008-2011م مقارنة بسنة الأساس 2007م ، حيث بلغت نسبة الزيادة في تكلفة التمويل في عام 2008م 273% (10.871.022) بقيمة 6.887.643 ، وكذلك توصلت الزيادة في عام 2009م حيث بلغت إلى 683% بقيمة (23.222.689) عن القيمة في 2008م ، ايضاً بلغت الزيادة في عام 2010م بنسبة 72% وذلك يدل على زيادة إصدار الشركة لأسهمها أدى الى إرتفاع تكلفة التمويل .

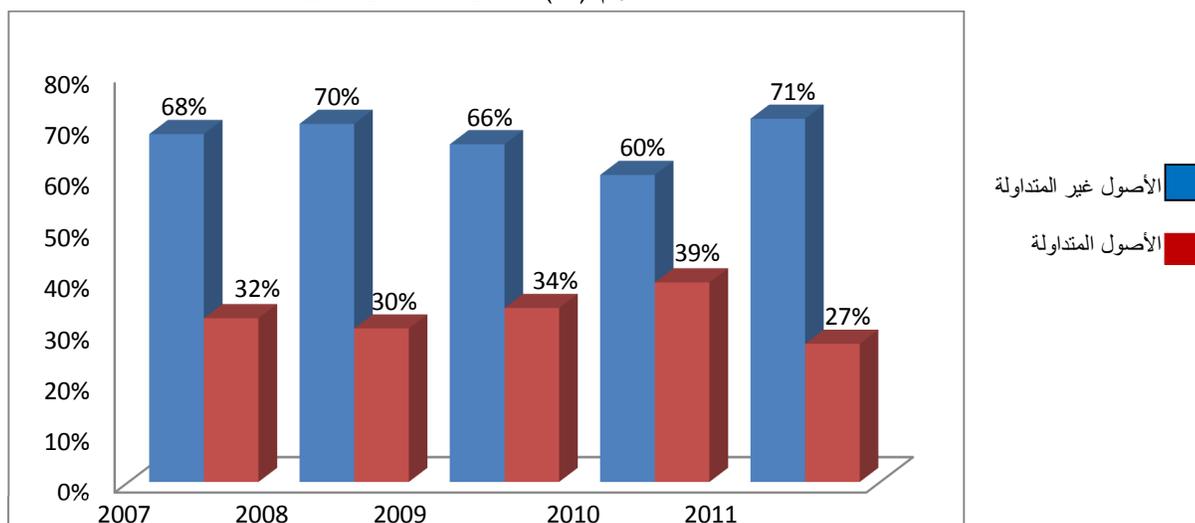
2/ صافي الأرباح : حيث يوضح الشكل (2) أن صافي الأرباح في العام 2009م إنخفضت بصورة كبيرة جداً حيث بلغت النسبة منذ العام 2008م إلى 2011 ، 27% ، 26% ، 6.9% ، 5.9% ، 8% ، وهذا مؤشر يدل على عدم قدرة المنشأة على توليد أرباح وزيادة تكاليف التشغيل وتكاليف التمويل وانخفاض الوفورات الضريبية الأمر الذي أدى إلى إنخفاض وتدهور الأرباح .

شكل رقم (2) صافي الأرباح



المصدر : إعداد الباحث من تحليل التقارير المالية للشركة السودانية للإتصالات المحدودة , 2011م

شكل رقم (3) الأصول الثابتة والمتداولة

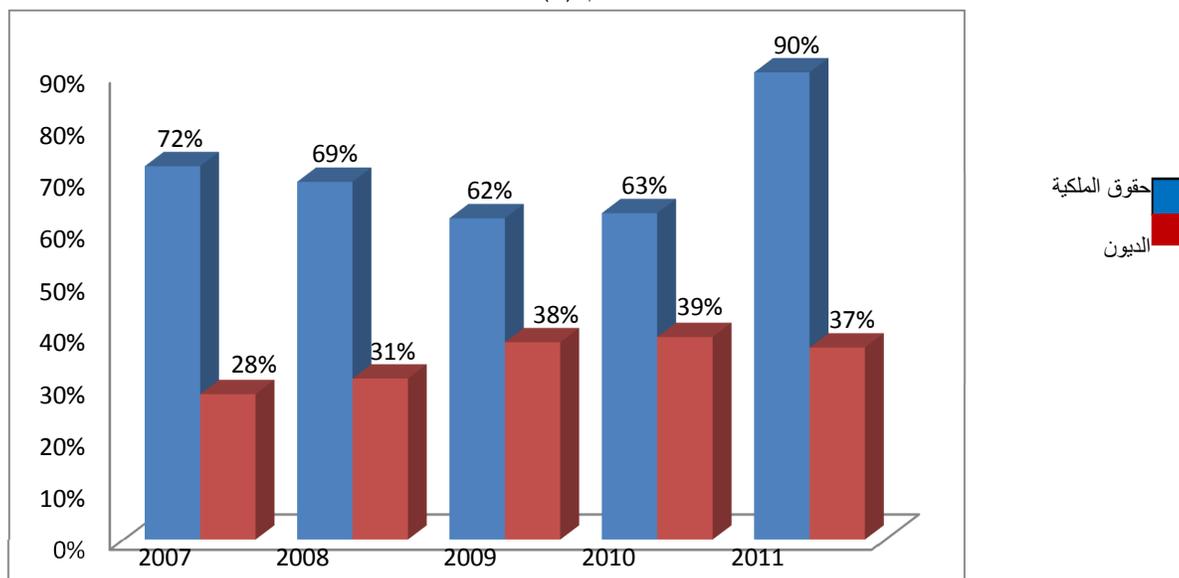


المصدر : إعداد الباحث من تحليل التقارير المالية للشركة السودانية للإتصالات المحدودة, 2011م

3/ الأصول الثابتة والمتداولة : الشكل رقم (3) يوضح أنه في عام 2007م كانت إجمالي الأصول الثابتة 68% في حين أن الأصول المتداولة كانت 32% ولكن في عام 2009م إنخفضت الأصول الثابتة إلى 66% وارتفعت الأصول المتداولة إلى

34% والتي واصلت الإرتفاع إلى ان بلغت عام 2010م إلى 39% بينما بلغت الأصول الثابتة 60% ، ثم إنخفضت الأصول المتداولة إلى 27% وارتفعت الأصول الثابتة إلى 71% في عام 2011.

شكل رقم (4) تحليل مصادر التمويل

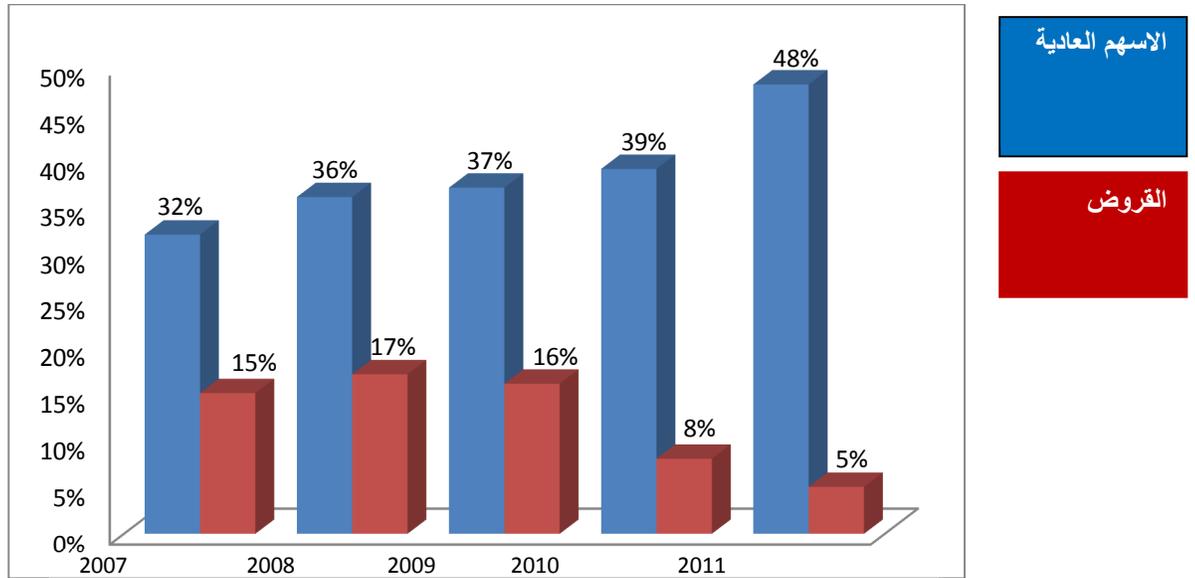


المصدر : إعداد الباحث من تحليل التقارير المالية للشركة السودانية للإتصالات المحدودة، 2011م

4/ مصادر التمويل :حيث يوضح الشكل (4) أن التمويل عن طريق حقوق الملكية من خلال (2007-2011م) بالنسب الأتية: 72% ، 69% ، 62% ، 63% ، 90% ، ممايدل على إعتتماد المنشأة في تمويلها على حقوق الملكية وعلى الصعيد الآخر فإن التمويل عن طريق الإقتراض بدأ في التزايد من العام 2007م حيث كان 28% ثم ارتفع إلى 31% في العام 2008م ثم ارتفع إلى 38% في العام 2009م ، ثم إلى 39% في العام 2010م ثم إنخفض إلى 37% في العام 2011م تزامناً مع الزيادة في معّل التمويل عن طريق حقوق الملكية الذي كانت نسبة الزيادة فيه كبيرة جدا مقارنة بنسبة الزيادة في نسبة الاقتراض.

5/ تحليل مصادر التمويل :

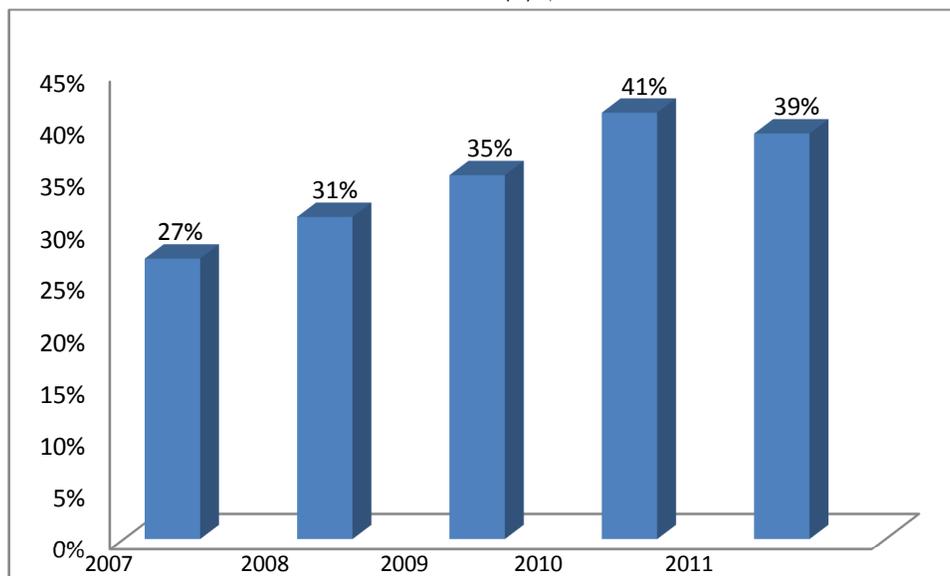
شكل رقم (5) تحليل مصادر التمويل الأكثر إستخداماً من قبل المنشأة " الأسهم " الإقتراض طويل الأجل



المصدر : إعداد الباحث من تحليل التقارير المالية للشركة السودانية للاتصالات المحدودة، 2011م.

من الشكل (5) يتضح بصورة أكثر دقة درجة إعتتماد المنشأة على التمويل من المصادر الداخلية حيث تمرحلت النسبة من 2007 - 2011 م 32% ، 36% ، 37% ، 39% ، 48% ، والإنخفاض في قيمة القروض طويلة الأجل وتمرحتها التدريجي في الإنخفاض 15% ، 17% ، 16% ، 8% ، 5% وهو بصورة أخرى يزيد من مقدرة المنشأة على الإقتراض إذ أرادت ذلك ، ولكن يظهر تركيز الشركة على التمويل الداخلي.

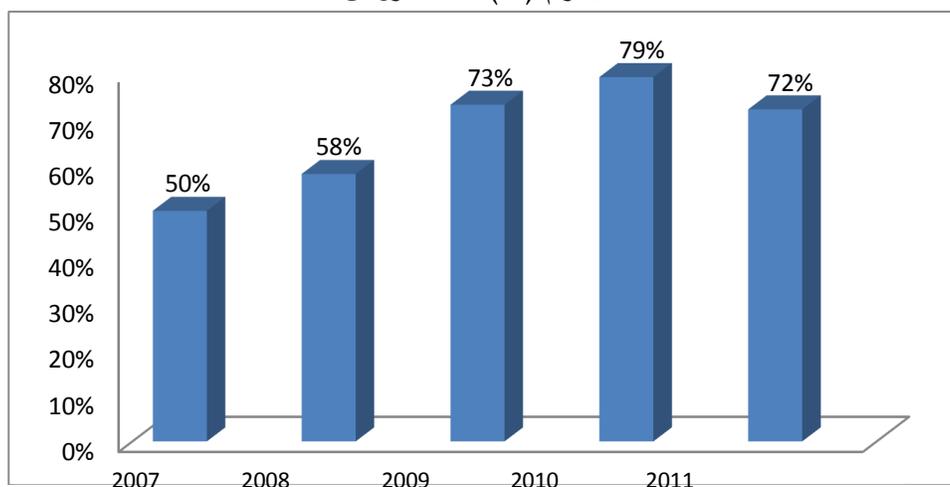
شكل رقم (6) نسبة المديونية



المصدر : إعداد الباحث من تحليل التقارير المالية للشركة السودانية للاتصالات المحدودة، 2011م.

6/ نسبة الإقتراض : تقيس هذه النسب المدي الذي ذهبت إليه المنشأة في تمويل إحتياجاتها من الأموال المقترضة ، وهذه النسب ذات أهمية للمالك الحاليون والمحتلمون ، فمن الشكل ( 6 ) الذي يوضح نسبة الديون إلى إجمالي الأصول وتعطي مؤشراً إلى المدي الذي ذهبت إليه في تمويل أصولها من الأموال المقترضة حيث بلغت 27% ، 31% ، 38% ، 41% ، 39% على التوالي خلال سنوات الدراسة ، ويلاحظ إنخفاض هذه النسبة الذي يؤكد إعتقاد الشركة على أموال المصادر الداخلية ، وإنخفاض نسبة الإقتراض دليل على إنخفاض المخاطر التي يتعرض لها المقرضون والملاك .

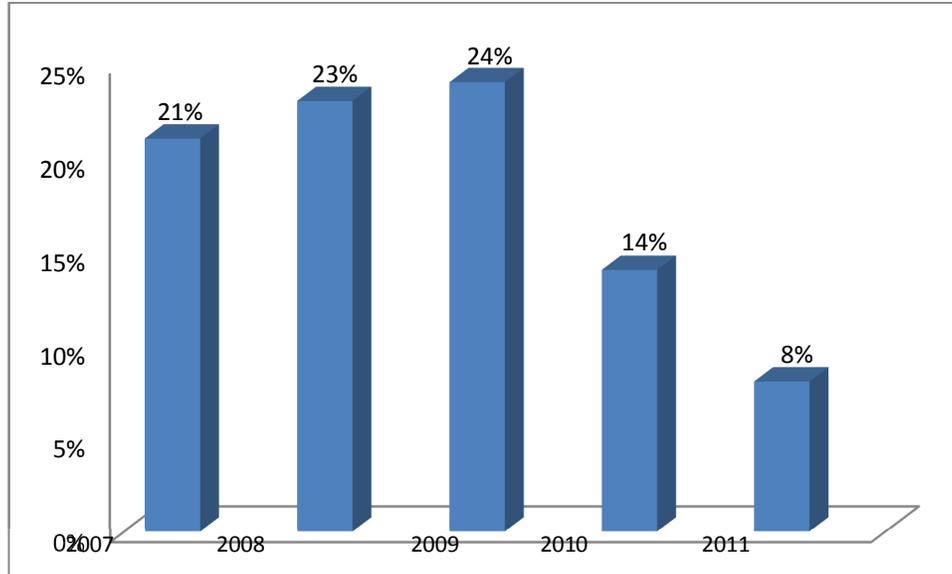
شكل رقم (7) نسبة القروض



المصدر : إعداد الباحث من تحليل التقارير المالية للشركة السودانية للاتصالات المحدودة، 2011م.

7/ نسبة القروض: الشكل (7) يوضح نسبة القروض إلى حقوق الملكية ويقصد بالقروض كافة الأموال التي حصلت عليها المنشأة من الغير ، والتي تتمثل في الخصوم المتداولة والخصوم غير المتداولة أما حقوق الملكية فيقصد بها رأس المال والإحتياطات والأرباح المحتجزة ، منذ العام 2007-2011م فكانت النسبة 50% ، 58% ، 73% ، 79% ، 72% ، فإن نسبة القروض لم تتجاوز 80% من نسب الأموال المملوكة مايدل على إعتداد المنشأة على أموال الملكية .

شكل رقم (8) نسبة هيكل رأس المال



المصدر : إعداد الباحث من تحليل التقارير المالية للشركة السودانية للإتصالات المحدودة، 2011م.

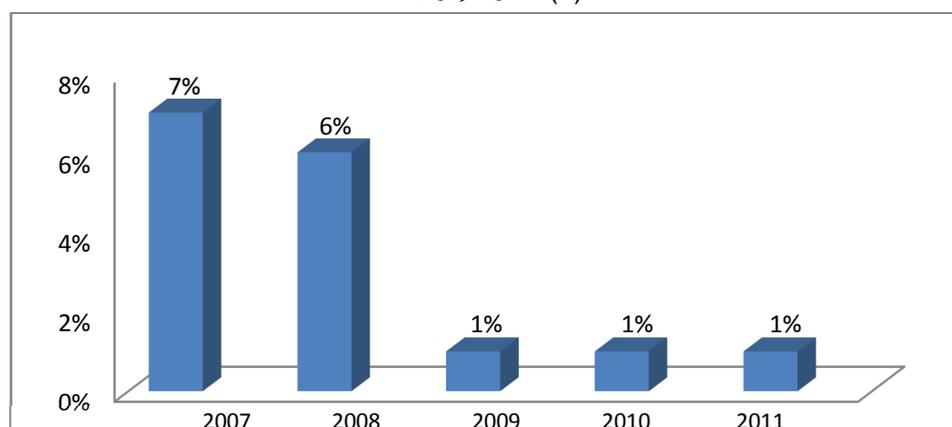
8/ هيكل رأس المال : الشكل (8) يوضح نسبة هيكل رأس المال والذي يهدف لمعرفة نسبة القروض طويلة الأجل في هيكل رأس المال الذي يتضمن القروض طويلة الأجل وحقوق الملكية ، وتعتبر مؤشراً للحكم على المخاطر المالية خلال فترة الدراسة كانت النسبة 21% ، 23% ، 24% ، 14% ، 8% ، فكانت منخفضة في العام 2007م ثم إرتفعت وواصلت الإرتفاع إلى العام 2009م حيث كانت 24% ولكنها إنخفضت بصورة كبيرة جداً حيث وصلت في العام 2001م ، 8% مما يدل على إعتداد المنشأة بصورة كبيرة على المصادر الداخلية في تمويل إستثماراتها .

9/ نسب التغطية: تهدف هذه النسبة إلى قياس مدى قدرة المنشأة على سداد الأعباء المالية الثابتة من صافي الربح قبل الفوائد والضريبة بقسمته على مجموعة الفوائد المستحقة ، ومن أمثلة الأعباء الثابتة فوائد الديون ، فإن هذه النسب تعطي مؤشر للمخاطر لمالية التي تتعرض لها المنشأة ، وأيضاً ذات أهمية خاصة للملاك والمقترضين والإدارة ، حيث كانت النسب خلال فترة الدراسة 47مرة ، 18 مرة ، 1 مرة ، 1.6مرة ، 1.7 مرة مما يدل على إرتفاع التكاليف التمويلية والفوائد خلال الفترة الأخيرة وزيادة إعتداد المنشأة على التمويل من المصادر الداخلية . ويمكن حساب معدل تغطية الفوائد على أساس صافي ربح العمليات والذي يفصله المقرضون وذلك بإستبعاد الإيرادات الأخرى التي لا ترتبط بالعمليات ، فتلك الإيرادات قد لا يكون لها صفة الدوام ، بل وقد تكون قيمتها موجبة في سنة وسالبة في سنة أخرى خلال فترة الدراسة كانت النسبة كالتالي : 19 مرة ،

7.8 مرة ، 2.8 مرة ، 2.7 مرة ، (1.8-) مرة فنلاحظ إنخفاضها في السنوات الأخيرة حيث كان معدل تغطية الفوائد بعد إستبعاد الإيرادات الأخرى من صافي الأرباح قبل الضريبة والفوائد بالسالب .

10/نسب الربحية : تعطي مؤشراً على قدرة المنشأة على توليد الأرباح من المبيعات أو من الأموال المستثمرة ، إذ تهتم الإدارة والملاك والمقرضين الذين يقدمون قروضاً طويلة الأجل للمنشأة، فمن الشكل (9) الذي يمثل القوة الإيرادية للمنشأة حيث كانت النسبة 7% ، 6% ، 1% ، 1% ، 1% ، وكما يتضح أن المنشأة لا تظهر القدرة الكاملة على توليد أرباح من الأموال المستثمرة .

الشكل (9) القدرة الإيرادية للمنشأة



المصدر : إعداد الباحث من تحليل التقارير المالية للشركة السودانية للاتصالات المحدودة ، 2011م

اختبار الفرضيات :

الفرضية الأولى:- (وجود هيكل مالي مناسب يؤدي الى انخفاض تكلفة التمويل وزيادة الربحية )

من الشكل (1) والذي يمثل تكلفة مصادر التمويل المكونة للهيكل المالي للمنشأة ومن الشكل (4) الذي يمثل تحليل مصادر التمويل ، نستخلص ان الهيكل المالي ذو اثر على تكلفة التمويل وارباح المنشأة وذلك من خلال الشكل (2) الذي يوضح صافي ارباح المنشأة وتأثرها بتكلفة التمويل التي بدورها تتأثر بتركيب الهيكل المالي للمنشأة الموضحة في الشكل (4)، والشكل (9) الذي يوضح القدرة الإيرادية للمنشأة، ،في السنة الأولى (سنة الأساس) كانت نسبة الديون كبيرة وكانت ارباح المنشأة أكبر ، وفي السنين الأخرى كانت أموال الملكية في إزدياد واموال الإقتراض في إنخفاض وايضا كان هنالك إنخفاض في معدل الأرباح ، وبالربط بين نتائج الأشكال والتحليل يتضح أن الشركة يمكنها تكوين هيكل مالي مثالي تتخفف عنده تكلفة الأموال الى حدها الأدنى وتزداد ربحيتها الى حدها الأعلى وذلك بالموازنة بين المصادر الداخلية والخارجية للتمويل.

الفرضية الثانية:- (التمويل عن طريق الإقتراض يؤدي الى انخفاض تكلفة التمويل وتعظيم القيمة السوقية للمنشأة) من خلال الشكل (7) الذي يوضح نسبة القروض والشكل (2) الذي يوضح صافي الارباح، والشكل (5) والذي يوضح مصادر التمويل الأكثر استخداما والمكونة للهيكل المالي والشكل (1) الذي يوضح تكلفة التمويل ، والشكل (6) الذي يوضح نسبة المديونية والشكل (9) والذي يوضح القدرة الإيرادية للمنشأة يستخلص الباحث : انه عندما كانت نسبة الديون في الهيكل المالي كبيرة كانت تكلفة التمويل اقل مما اصبحت عليه في السنين الاخيرة عند انخفاض نسبة الديون وتزامن معها انخفاض الارباح لإرتفاع تكلفة التمويل الأمر الذي ادى الى انخفاض القدرة الإيرادية للمنشأة وانخفاض ربحية السهم وانخفاض القيمة السوقية للمنشأة وهذا ماثبت الفرضية اعلاه.

الفرضية الثالثة:- (التمويل عن طريق حقوق الملكية يؤدي الى ارتفاع تكلفة التمويل وانخفاض القيمة السوقية للمنشأة) من خلال الشكل(1)الذي يوضح تكلفة مصادر التمويل , والشكل (2) الذي يوضح صافي الارباح, (5) الذي يوضح الاسهم العادية للمنشأة والقروض طويلة الأجل (المصادر الأكثر استخداما) والذي يوضح اعتماد الشركة على التمويل من المصادر الداخلية , والشكل(4) الذي يوضح التحليل لمصادر التمويل حقوق الملكية وأموال الغير , والشكل(8) والذي يوضح نسبة الديون الى حقوق الملكية , والشكل (9) الذي يمثل القدرة الايرادية للمنشأة , وبالربط بين نتائج الأشكال يستنتج الباحث ان زيادة اموال الملكية وانخفاض الديون ادى الى زيادة تكلفة التمويل وانخفاض الارباح الكلية للمنشأة وبالتالي قيمتها السوقية.

#### النتائج :

- 1- التمويل عن طريق الإقتراض أدى إلى إنخفاض تكلفة التمويل وارتفاع الربحية للمنشأة وتعظيم قيمتها السوقية كما في 2007 , وهذا أثبت صحة الفرضية الثانية.
- 2- التمويل عن طريق حقوق الملكية أدى إلى إنخفاض القيمة السوقية للمنشأة بإنخفاض ربحيتها نتيجة لزيادة تكلفة التمويل كما في 2011, وهذا أثبت صحة الفرضية الثالثة.
- 3- إنخفاض قدرة المنشأة على توليد أرباح تغطي تكلفة التمويل وفوائض للمنشأة كما في 2010-2011 . وانخفاض معدل العائد على الأموال المستثمرة , وذلك لعدم التزام المنشأة بالتركيب المثلى للهيكل المالي, وهذا أثبت صحة الفرضية الأولى.
- 4- الموازنة بين أموال الإقتراض ذات الربحية العالية , وأموال الملكية في تشكيلة الهيكل المالي تؤدي إلى الوصول إلى الهيكل المالي المثالي الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل إلى حدها الأدنى وارتفاع القيمة السوقية للمنشأة إلى حدها الأعلى , وهذا أثبت صحة الفرضية الأولى.
- 5- سياسة السداد التي تتبعها المنشأة جيدة جداً كما في تمكن المنشأة من الحصول على فرص الإقتراض الجديدة .

#### التوصيات

- 1- الإلتزام بتشكيلة مثالية للهيكل المالي والموازنة بين المصادر الداخلية والخارجية مع الأخذ في الإعتبار عند تكوين الهيكل المالي مخاطر الرفع المالي ومعدل العائد على حقوق الملكية .
- 2- أخذ القروض بمعدلات فوائد معقولة وحسن إدارة الأموال وذلك من خلال الإستثمارات التي تولد أرباح وعوائد أعلى من تكلفة الحصول عليها .
- 3- على المنشأة تخفيض عملية إصدار الأسهم لأنها ذات تكلفة عالية وتركز على إحتجاز الأرباح وإستثمارها في مشاريع ذات ربحية عالية تمكن من تغطية تكلفة الحصول عليها ومحققه بذلك أرباح. و تخفيض الإستثمار في الأصول الثابتة وتوجيه الأموال إلى إستثمارات ذات عوائد أفضل.
- 4- على المنشأة أن تبحث وتطور وتنفق على البحث العلمي من يمكنها من تحقيق الميزة التنافسية وتقديم خدمات أفضل والإهتمام بالتقدم التكنولوجي وإقتناء التكنولوجيا المتطورة في مجال الإتصالات بما يمكن من تخفيض تكاليف التشغيل وتحقيق أرباح أفضل .
- 5- على الباحثين في مجال الإدارة المالية التركيز والبحث في الهيكل المالي وتركيبته المثلي .

## المراجع:

1. الحناوي , محمد صالح ( 1998م )، ص 55 ، الإدارة والتمويل ، الدار الجامعية ,الاسكندرية .
2. الحناوي , محمد صالح( 2011م)، ص 392 – 393 ، أساسيات الإدارة المالية ، الدار الجامعية , الاسكندرية.
3. الحناوي وأخرون , محمد صالح ( 2007م) ، ، ص 52 ، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية ، المكتب الجامعي الحديث،الاسكندرية ،( 2007م) .
4. الحناوي وآخرون, محمد صالح ( 2004م )، ص41 ، أسواق المال والمؤسسات المالية ، الدار الجامعية, الاسكندرية.
5. الحناوي , محمد صالح( 2001م )، ص 392 ، أساسيات الإدارة المالية ، جامعة الإسكندرية .
6. العلي, أسعد حميد( 2010م ) ص339 ، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية ، دار وائل للنشر, الاسكندرية .
7. الشيب, الدريد كامل ( 2009م) ، ص 180-181 ، إدارة مالية الشركات المتقدمة ، دار اليازوري للنشر والتوزيع، بيروت.
8. هندي , منير إبراهيم( 2008م) ، ص 527 ، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر ، المكتبة العربية ، الإسكندرية .
9. هندي , منير إبراهيم ( 1997م) ، ص 31 ، الإدارة المالية ، المكتب العربي الحديث ، الاسكندرية.
10. هندي, منير إبراهيم( 2004م )، ص586 ، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر , ط6، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية .
11. هندي ، منير إبراهيم ( 2010م )، إدارة البنوك التجارية ، مدخل إتخاذ القرارات ، المكتب العربي الحديث الإسكندرية.
12. هندي ، منير إبراهيم ( 2002م )، ص216 ، الاوراق المالية وأسواق رأس المال , منشأة المعارف,القاهرة .
13. خان وغرابية ، محمد يوسف ، هشام صالح ( 2002م )، ص 199 – 200 ، الإدارة المالية ، جون وأيلي وأولاده, نيويورك .
14. عدنان ، السامراني( 1947م ) ، ص 244 ، الإدارة المالية ، دار زهران للنشر والتوزيع ، بغداد .
15. رياض ، الشحات نظير( 2000م )، ، ص 175 ، الإدارة المالية والعولمة ، المكتبة العصرية ، المنصورة .
16. فرد وليستون ، يوحنا براجام( 1993م) ، ص 488 – 244 ، التمويل الاداري ، بيروت .
17. العبيد, إبراهيم السيد - ص 233 – 234 ، دور المعلومات المحاسبية التي تتضمنها التقارير المالية المشورة في تحقيق حالة عدم تماثل المعلومات ، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين ، العدد السبعون ، كلية التجارة ، جامعة القاهرة.
18. السيد , إبراهيم العبيد( 2008م) ، ص 229-230 ، عدم تماثل المعلومات وأثرها على تكلفة وتداول السهم ، مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين ، العدد السبعون ، كلية التجارة جامعة القاهرة.
19. هاشم, احمد( 2005م )، ص257-258 ، العوامل المؤثرة على اسعار الاسهم في سوق الخرطوم للاوراق المالية ,مجلة العلوم الادارية ,جامعة ام درمان الاسلامية,كلية العلوم الادارية ،العدد الاول .
20. محمد, أمال ( 2011م) ، ، ص 29 ، تحليل العلاقة بين جودة الأرباح المحاسبية وظاهرة عدم تماثل المعلومات وأثرها على تكلفة رأس المال مجلة الفكر المحاسبي ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، العدد الثاني .
21. حسين ,علاء الدين( 2009) ، إتفاق التمويل العقاري ، مجلة القادسية للقانون والعلوم السياسية ، العدد الثاني ، ص 86 .

22. طلعت ، هشام وانوار ( 2010م ) ، ص 57 ، تقييم الاسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن)(دراسة تطبيقية لعينة من الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية العراقية) ، مجلة الاقتصاد والادارة، العدد الحادي والثمانون .
23. ابراهيم ، أمجد ( 2009م ) ، ص 46-47 ، إختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية ، رسالة ماجستير غير منشورة ، الجامعة الإسلامية - غزة .
24. الكيلاني ، قيس أديب ( 2002م ) ، ص 7 ، قسم التنبؤ بالقيم السوقية للأسهم ، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية - الأردن .
25. البدوي ، احمد ( 2008م ) ، محددات توزيعات الارباح على المساهمين واثرها على سعر السهم في سوق الخرطوم للاوراق المالية ، مجال التطبيق على بنك فيص الاسلامي السوداني ، رسالة ماجستير مقدمة في جامعة السودان - الخرطوم .
26. طلبة ، أميرة ( 2008م ) ، ص 34 ، أثر الإفصاح المالي والمحاسبي على القيمة السوقية للسهم ، رسالة ماجستير جامعة منتوري ، الجزائر .
27. مصطفى البيك، وآخر ( 2010م ) ، ص 1 ، تكلفة وتركيب رأس المال ، ورقة علمية جامعة حلب ، كلية الدراسات العليا .
28. عبدالشكور، اسامة حسن ( 2007م ) ، اثر الهيكل المالي على قرار الاستثمار والتمويل التطبيق على شركات المساهمة العامة ، رسالة ماجستير غير منشورة جامعة السودان-الخرطوم.
29. فيصل ، إسلام ( 2011م ) ، ص 14 - 17 ، أثر الهيكل المالي على ربحية الشركات المساهمة العامة ، الأردنية وعلى سياساتها في توزيعات الأرباح، ماجستير منشورة جامعة الاوسط-الاردن.
30. Neston, Basey ,Brigham (1996) , **Essential of Managerial Finance** :third ph : the Dryden press : Harcourt College Publishers.
31. Kaplan ,Restonand (1998), **T- Financial Management** , Grent Rnitian : Cassel Edimited , p 308
32. Alotaibi, Adam ghazi (2003): **The Impact of Organization Justice Employee Direction**, Arab Journal of Administrative Science, Kuwait University, p363.